

信用评级公告

联合〔2022〕4851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：

二〇二二年六月二十二日

大秦铁路股份有限公司

可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
大秦铁路股份有限公司	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	320.00 亿元	319.99 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：2022 年 6 月 22 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	
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	经营分析	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资产质量	3	
		资本结构	1	
调整因素和理由		偿债能力	1	
调整因子		--	--	

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重要地位，跟踪期内，公司盈利能力很强，经营活动净现金保持大规模净流入，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”）也关注到煤炭市场波动、自然灾害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

- 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。
- 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。
- 公司债务负担轻。**公司债务结构以长期债务为主，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 25.45%，债务负担轻。

关注

- 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。煤炭市场行情对于公司业务收入构成重要影响。

分析师:

张 雪 登记编号 (R0040215060001)

刘 艳 登记编号 (R0150221010004)

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

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	170.00	549.43	598.71	610.62
资产总额 (亿元)	1480.44	1911.42	1985.46	2003.84
所有者权益 (亿元)	1222.23	1340.00	1353.28	1388.37
短期债务 (亿元)	8.39	9.72	43.65	51.02
长期债务 (亿元)	91.20	408.24	422.30	423.06
全部债务 (亿元)	99.59	417.96	465.94	474.09
营业收入 (亿元)	799.17	726.63	786.82	182.59
利润总额 (亿元)	197.91	154.94	181.03	42.92
EBITDA (亿元)	276.01	233.32	247.68	--
经营性净现金流 (亿元)	150.23	127.00	188.98	11.00
营业利润率 (%)	22.43	19.15	21.45	21.01
净资产收益率 (%)	12.41	9.05	10.18	--
资产负债率 (%)	17.44	29.89	31.84	30.71
全部债务资本化比率 (%)	7.53	23.78	25.61	25.45
流动比率 (%)	204.89	487.78	396.93	451.73
经营现金流流动负债比 (%)	106.01	91.39	103.99	--
现金短期债务比 (倍)	20.26	56.54	13.72	11.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.74	35.01	15.79	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.36	1.79	1.88	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	1309.68	1661.53	1770.89	1794.53
所有者权益 (亿元)	1156.52	1228.04	1259.19	1288.79
全部债务 (亿元)	1.15	286.53	331.62	339.92
营业收入 (亿元)	751.25	676.91	732.32	168.09
利润总额 (亿元)	177.59	137.47	154.54	35.94
资产负债率 (%)	11.69	26.09	28.89	28.18
全部债务资本化比率 (%)	0.10	18.92	20.85	20.87
流动比率 (%)	216.98	533.11	381.69	409.96
经营现金流流动负债比 (%)	94.68	79.52	86.94	--

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. 2020 年财务数据来自 2021 年财务报表的期初数或上年同期数; 4. 2022 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数据整理

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	2021/06/28	张雪 郭雄飞	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
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受大秦铁路股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

大秦铁路股份有限公司

可转换公司债券 2022 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 11 月 18 日，国铁太原局累计增持公司 1.49 亿股股份，增持数量占公司总股本的 1%，合计持股比例达到 62.69%，本次增持计划实施完毕。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 148.67 亿元，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”）。

跟踪期内，公司经营范围无变化。2021 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系收购国铁太原局持有的西南环公司。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内子公司 7 家。公司本部设计计划财务部、运输营销部、安全技术设备部和运营开发部等职能部门。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1985.46 亿元，所有者权益 1353.28 亿元（少数股东权益 109.27 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 786.82 亿元，利润总额 181.03 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2003.84 亿元，所有者权益 1388.37 亿元（少数股东权益 113.09 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 182.59 亿元，利润总额 42.92 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：包楚雄。

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，初始转股价格为 7.66 元/股；因进行利润分配，公司自 2021 年 7 月 8 日起将转股价格向下修正为 7.18 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 2021 年底，公司已累计使用募集资金人民币 36.97 亿元，募集资金账户余额为 288.97 亿元（包含募集资金存放银行产生的利息收入）。公司于 2021 年 12 月 14 日支付了“大秦转债”第一年利息。

“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。截至 2021 年 12 月 31 日，公司收购国铁太原局国有授权经营土地使用权项目尚未完成交割手续。

表 1 截至 2022 年 3 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	319.99	2020/12/14	6 年

注：截至 2022 年 3 月末，累计共有人民币 95.40 万元“大秦转债”已转换为公司股票，转股数量为 127110 股，尚未转股的可转债面值金额为人民币 319.99 亿元

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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生

产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月底社融规模存量同比增长10.60%，增速较去年底高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，

财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求

端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业发展

1. 铁路运输行业

2021 年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，铁路投资额较上年有所下降但仍保持较大规模；中国铁路客运指标仍未回升至疫前水平，中国铁路持续实施货运增量行动货运指标持续增长。长期来看，随着疫情逐步得到控制以及中国经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，中国铁路网络仍在持续完善加密，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、大运输量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2021 年底，中国铁路营业里程 15.00 万公里，其中高铁 4.00 万公里；复线率 59.5%；电化率 73.30%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家

铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）独资投建铁路项目，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铁集团控股的合资公司，作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续运营管理。

(2) 铁路建设资金来源

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

除此之外，中国铁路也在积极探索资产上市等增强自身造血能力的路径。2020 年，京沪高铁股份有限公司在上海证券交易所主板挂牌上市；2021 年，国铁集团完成金鹰重型工程机

械股份有限公司以及中铁特物流股份有限公司股改上市，以上事件都标志着中国铁路正在不断丰富铁路建设资金来源，增强自身造血能力，保障铁路建设的顺利推进。

（3）铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2017—2021年，中国铁路行业固定资产投资始终保持较大规模。2021年，在新冠疫情多点局部爆发以及疫情常态化防控的背景下，中国铁路固定资产投资累计完成7489亿元，较上年（7819亿元）投资有所下降，但仍维持高位。2017—2021年，中国铁路投产

新线波动幅度较大且高铁投产新线占比较高。2021年，中国投产新线4208公里，其中高铁投产新线占比为51.52%。

截至2021年底，全国铁路路网密度156.70公里/万平方公里，铁路密度仍落后于主要发达国家水平，同时全国各地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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
固定资产投资	8010	8028	8029	7819	7489
投产新线	3038	4683	8489	4933	4208
高铁投产新线	2182	4100	5474	2521	2168
新开工项目数	35	22	26	/	/

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面，2017—2019年，受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升，中国铁路旅客运量及周转量持续增长。2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降。2021年，全国铁路旅客发送量回升至26.12亿人，同比增长18.57%；铁路旅客周转量9567.81亿人公里，

同比增长15.75%，仍未回升至疫情前水平。货运量方面，近年来随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2021年，中国铁路深入实施货运增量行动，大力发展多式联运，中国铁路货运总发送量47.74亿吨，同比增长4.88%；铁路货运总周转量33238.00亿吨公里，同比增长8.93%，增速较上年均有所提高。

表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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
全国铁路旅客发送量	30.84	33.75	36.60	22.03	26.12
全国铁路旅客周转量	13456.92	14146.58	14706.64	8266.19	9567.81
全国铁路货运总发送量	36.89	40.26	43.89	45.52	47.74
全国铁路货运总周转量	26962.20	28820.99	30181.95	30514.46	33238.00

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

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

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

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

（4）行业政策

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

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在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。2021年，国务院先后颁布了《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》以及《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》，上述文件对铁路建设的战略目标在前述纲领性文件的基础上进行了进一步细化，并再次明确了铁路建设坚持稳中求进工作总基调，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，科学有序推进铁路规划建设，防范化解债务风险，全面增强铁路安全质量效益、服务保障能力和综合发展实力。

（5）未来发展

长期而言，随着疫情逐步得到控制以及经济企稳回升，中国铁路客运指标将逐步回升，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑。同时，中国铁路网络仍有待完善，区域发展仍不均衡，中西部地区路网建设的空间仍较大，我国铁路行业投资规模仍将保持高位。

《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到2035年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛。届时，不同铁路间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好基础。

2. 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。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021

年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021年全国原煤产量40.71亿吨，同比增长5.92%，增速较上年增加3.3个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021年，全国批复核增产能煤矿200处左右，核增产能约3亿吨/年。

煤炭需求方面，2020年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动

明显。2021年，火电发电量5.77万亿千瓦时，同比增长9.28%，增速较上年增加3.64个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。

(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”²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5 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

公司在行业内地位突出，过往债务履约情况良好。

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。

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。

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2022年5月26日，公司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2022年6月13日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

² “三西”地区指山西、陕西和蒙西。

七、管理分析

跟踪期内，董事、董事长变更对公司经营管理无重大不利影响。

跟踪期内，公司进一步完善治理规则体系，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》《大秦铁路股份有限公司信息披露管理办法》《大秦铁路股份有限公司董事会秘书工作制度》等治理文件，管理制度更加合规规范。

2022年3月，公司第六届董事会第十次会议审议通过《关于优化调整公司内部管理机构的议案》，本次优化调整后，公司内部管理机构为：总经理工作部、人力资源部、计划财务部、运输营销部、安全技术设备部和运营开发部。根据中国证监会《上市公司章程指引（2022年修订）》等法律、法规的最新修订和更新情况，公司于2022年4月26日召开第六届董事会第十一次会议形成相关决议，对《大秦铁路股份有限公司章程》及公司部分治理制度进行了修订。

2021年10月29日，公司原董事、董事长程先东先生因工作原因请求辞去公司董事、董事长等职务。2021年12月21日，公司临时股东大会审议通过了《关于选举包楚雄先生为公司第六届董事会董事的议案》，会议选举包楚雄先生为公司第六届董事会董事。随后召开的董事会选举包楚雄先生为公司董事会董事长。

包楚雄先生，1964年生，本科学历，工程硕士学位，正高级工程师；历任郑州铁路局（现

更名为中国铁路郑州局集团有限公司，以下简称“郑州铁路局”）武汉分局广水工务段段长，郑州铁路局武汉分局工务分处处长，武汉铁路局（现更名为中国铁路武汉局集团有限公司，以下简称“武汉铁路局”）工务处处长、副局长，哈尔滨铁路局（现更名为中国铁路哈尔滨局集团有限公司）常务副局长，青藏铁路公司（现更名为中国铁路青藏集团有限公司）总经理、党委副书记，武汉铁路局副局长，中国铁路南宁局集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理，武汉铁路局董事、总经理、党委副书记。2021年9月起任国铁太原局党委书记、董事长，2021年12月起兼任公司董事、董事长。

跟踪期内，董事、董事长变更为正常人事变动，对公司经营管理无重大不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，随着疫情得到有效控制，公司营业收入有所增长，综合毛利率小幅上升。

2021年，公司货运业务收入较上年增长7.39%，客运业务收入较上年增长29.15%，均系2021年新冠肺炎疫情缓解使业务有所恢复所致，但受2021年疫情散发等因素影响，客运业务收入仍未恢复至2019年正常水平。2021年，公司毛利率较上年小幅提升。

2022年一季度，公司实现营业收入182.59亿元，较上年同期下降5.94%，综合毛利率21.10%。

表6 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年			2021年		
	金额	占比 (%)	毛利率 (%)	金额	占比 (%)	毛利率 (%)
铁路运输-货运	580.80	79.93	--	623.73	79.27	--
铁路运输-客运	47.89	6.59	--	61.85	7.86	--
铁路运输-其他	81.27	11.18	--	85.07	10.81	--
主营业务合计	709.96	97.71	19.61	770.66	97.95	21.86
其他业务	16.67	2.29	12.81	16.16	2.05	20.03
合计	726.63	100.00	19.45	786.82	100.00	21.83

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

跟踪期内，公司通过收购西南环公司新增太原枢纽西南环线，有利于公司路网功能的完善。

公司本部直接经营的线路

截至 2021 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 7 截至 2021 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
宁崑线	宁武—崑崙	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、唐港和太原枢纽西南环铁路等线路。其中，西南环铁路为 2021 年新增线路。

截至 2021 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³，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%⁴。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⁵。2021 年，公司新增对西南环公司持股，持股比例为 51.00%，西南环公司主要管辖太原枢纽西南环线，全长 53.64 公里，2019 年 12 月 11 日开通⁶。

³ 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》

⁴ 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。

⁵ 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》

⁶ 数据来自公司于 2020 年 4 月公告的《大秦铁路股份有限公司关于公开发行可转换公司债券收购中国铁路太原局集团有限公司持有的太原铁路枢纽西南环线有限责任公司 51% 股权的关联交易公告》

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 2021 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。2020—2021 年,朔黄公司实现归属于母公司的净利润 76.78 亿元和 77.67 亿元,公司分别收到来自朔黄公司的股利 28.28 亿元和 28.43 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 2021 年底,公司对浩吉铁路公司的持股比例为 10.00%,计入“长期股权投资”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,2020—2021 年分别净亏损 49.67 亿元和 19.47 亿元。

(2) 货运业务

跟踪期内,新冠疫情有所缓解,国内能源需求增长,特别是 2021 年四季度国家能源保供

政策驱动下,公司主要货运指标均有所增长。煤炭市场供需波动会对公司货运收入产生较大影响。

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、矿石等大宗货物,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。2021 年,公司货物发送量、到达量、周转量均有所上升,主要系 2021 年新冠肺炎疫情缓解和四季度国家能源保供政策驱动影响所致。

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。

2022 年 4 月 14 日,在大秦线翠屏山站的货车车列发生溜逸,导致大秦线中断行车,未造成人员伤亡。4 月 15 日,大秦线恢复通车。由于公司及时处置、恢复较快,整体影响有限。

表 8 公司货运业务主要运输指标情况

项目	2020 年	2021 年	变动比例
货物发送量(万吨)	66202	69185	4.5%
其中:煤炭(万吨)	54330	58160	7.0%
货物到达量(万吨)	58354	61206	4.9%
其中:煤炭(万吨)	48844	53334	9.2%
换算货物周转量(亿吨公里)	3697	3921	6.0%

资料来源:公司年报

(3) 客运业务

跟踪期内,公司客运收入有所回升,但 2021 年疫情散发使客运业务量仍未恢复至 2019 年正常水平。

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。2021 年,公司客运收入较上年增长 29.15%,旅客周转量 30 亿人公里,较上年增长 3.1%,主要系 2020 年新冠肺炎疫情影响导致基数较低所致,但 2021 年疫情散发使客运业务量仍未恢复至 2019 年正常水平。

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，在弘扬大秦精神、建设一流企业总体思路指引下，实施党建引领、安全强基、重载示范、经营提质、路网升级、创新赋能、文化兴企、民生幸福等“八大工程”，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，实现高质量发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 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》。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围新增 1 家子公司，系收购国铁太原局持有的西南环公司。截至 2022 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

公司资产总额持续增长，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，公司整体资产质量较高。

截至 2021 年底，公司合并资产总额较年初增长 3.87%，主要系流动资产增长所致。公司仍以非流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	677.86	35.46	721.32	36.33	741.61	37.01
货币资金	520.87	27.25	594.16	29.93	600.53	29.97
应收账款	64.27	3.36	61.98	3.12	58.85	2.94
非流动资产	1233.56	64.54	1264.14	63.67	1262.24	62.99
长期股权投资	263.62	13.79	265.15	13.35	273.01	13.62
固定资产	840.16	43.95	868.99	43.77	854.91	42.66
无形资产	88.65	4.64	94.07	4.74	93.71	4.68
资产总额	1911.42	100.00	1985.46	100.00	2003.84	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动资产较年初增长 6.41%，主要系货币资金增长所致。其中，公司货币资金较年初增长 14.07%，货币资金中不存在使用受限情况。公司应收账款较年初下降 3.56%，从账龄看，应收账款账龄 1 年以内占 55.17%、1 至 2 年占 21.13%、2 至 3 年占 13.86%、3 年以上占 9.84%。应收账款累计计提坏账准备 3.82 亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为 59.93 亿元，占比为 91.00%，集中度高，欠款方以国铁集团及其下属单位为主。

截至 2021 年底，公司非流动资产较年初增长 2.48%。其中，公司长期股权投资较年初变化不大，长期股权投资主要是对朔黄公司和浩吉铁路公司的投资。公司固定资产较年初增加 3.43%，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 51.90%）、机车车辆（占 29.80%）和房屋及建筑物（占 10.42%）构成，累计计提折旧 574.98 亿元；固定资产成新率 60.16%，成新率一般。公司无形资产较年初增加 6.11%，无形资产主要为土地

使用权，累计摊销 19.17 亿元，未计提跌价准备。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产 0.56 亿元，系用于银行贷款抵押的土地使用权。

截至 2022 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

公司所有者权益小幅增长，未分配利润规模较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 1353.28 亿元，较年初增长 0.99%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.93%，少数股东权益占比为 8.07%。所有者权益主要由实收

资本（占 10.99%）、资本公积（占 17.25%）、盈余公积（占 13.54%）和未分配利润（占 47.59%）构成。

截至 2021 年底，公司实收资本较年初未发生变化；资本公积较年初下降 14.56%，系收购西南环公司股权所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 1388.37 亿元，所有者权益规模和权益结构较上年底变化不大。所有者权益稳定性一般。

公司债务总额持续增长，以长期债务为主，债务负担轻。

截至 2021 年底，公司负债总额较年初增长 10.63%，主要系流动负债增长所致。流动负债占比有所上升。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	138.97	24.32	181.73	28.75	164.17	26.67
应付票据	0.02	0.00	26.72	4.23	33.64	5.47
应付账款	32.59	5.70	32.60	5.16	30.03	4.88
其他应付款	49.62	8.68	53.58	8.48	31.85	5.18
非流动负债	432.45	75.68	450.45	71.25	451.30	73.33
长期借款	121.74	21.30	118.22	18.70	117.87	19.15
应付债券	286.50	50.14	295.70	46.77	297.81	48.39
负债总额	571.42	100.00	632.18	100.00	615.47	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动负债较年初增长 30.77%，主要系应付票据增长所致。其中，公司应付票据较上年增加 26.70 亿元，主要系商业承兑汇票。公司应付账款较年初变化不大；公司其他应付款较年初增长 7.98%，主要系抵押金和质保金、应付工程及设备款小幅增长所致，其他应付款主要由应付工程及设备款（36.46 亿元）、抵押金和质押金（6.09 亿元）构成。

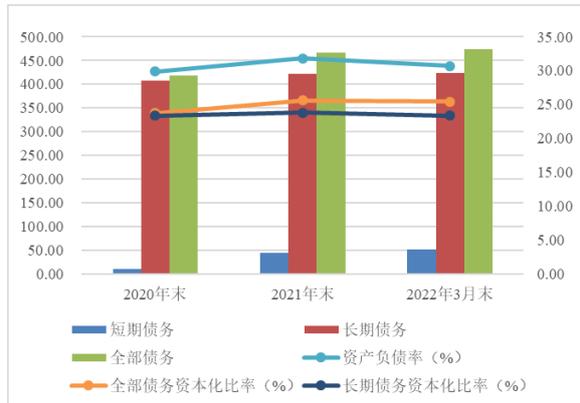
截至 2021 年底，公司非流动负债较年初增长 4.16%，主要系应付债券增长所致。公司长期借款较年初小幅下降 2.89%，长期借款均为信用借款；应付债券较年初增长 3.21%，主要系

“大秦转债”的折价摊销（9.23 亿元）所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 465.94 亿元，较年初增长 11.48%。以长期债务为主。截至 2021 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 31.84%、25.61%和 23.78%，较年初分别提高 1.95 个百分点、1.84 个百分点和 0.43 个百分点。

如将“大秦转债”权益部分调入长期债务，截至 2021 年底，公司全部债务增至 499.52 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 33.53%、27.46%和 25.67%，较调整前分别上升 1.69 个百分点、1.85 个百分点和 1.89 个百分点。

图 1 公司财务杠杆情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年 3 月底, 公司负债总额较上年年底下降 2.64%, 主要系其他应付款下降所致。

截至 2022 年 3 月底, 公司全部债务 474.09 亿元, 较上年底增长 1.75%, 仍以长期债务为主。截至 2022 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 30.71%、25.45% 和 23.36%, 较上年底分别下降 1.13 个百分点、0.16 个百分点和 0.43 个百分点。公司整体债务负担轻。

4. 盈利能力

2021 年, 公司营业收入有所增长, 投资收益对公司利润实现有一定贡献, 整体盈利能力很强。

2021 年, 公司营业收入较上年增长 8.28%, 营业成本较上年增长 5.09%。公司营业利润率为 21.45%, 较上年增加 2.30 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业收入	726.63	786.82	182.59
营业成本	585.29	615.09	144.06
费用总额	11.10	13.47	3.26
其中: 销售费用	1.97	2.24	0.52
管理费用	6.58	7.77	1.32
财务费用	2.50	3.38	1.42
投资收益	26.65	29.93	7.86
其他收益	1.26	0.83	0.19

利润总额	154.94	181.03	42.92
营业利润率 (%)	19.15	21.45	21.01
总资本收益率 (%)	6.90	7.57	--
净资产收益率 (%)	9.05	10.18	--

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

2021 年, 公司费用总额为 13.47 亿元, 较上年增长 21.34%, 主要系管理费用和财务费用上升所致。费用总额以管理费用和销售费用为主。2021 年, 公司费用总额占营业收入比重为 1.71%, 较上年增加 0.18 个百分点, 公司费用控制能力强。

2021 年, 公司投资收益 29.93 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 16.53%, 对公司利润实现有一定贡献。

从盈利指标看, 2021 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年有所增加。公司主要盈利指标表现很好, 盈利能力很强。

2022 年 1-3 月, 公司实现营业收入 182.59 亿元, 较上年同期下降 5.94%, 利润总额 42.92 亿元, 较上年同期下降 18.72%。

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动净现金保持大规模净流入, 主要系 2021 年业务量有所恢复导致收入增加所致; 受支付西南环公司股权收购款影响, 投资活动现金转为净流出; 筹资活动现金流入量大幅下降, 主要系 2020 年发行“大秦转债”融资导致基数较大, 2021 年公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

表 12 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	494.41	584.35	122.12
经营活动现金流出小计	367.41	395.37	111.11
经营活动现金流量净额	127.00	188.98	11.00
投资活动现金流入小计	34.32	42.60	2.74
投资活动现金流出小计	22.90	75.93	6.26
投资活动现金流量净额	11.42	-33.33	-3.53
筹资活动现金流入小计	324.82	12.34	1.78

筹资活动现金流出小计	96.85	94.70	2.89
筹资活动现金流量净额	227.97	-82.36	-1.11
现金收入比(%)	67.53	72.94	65.13

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流量较上年增长18.19%，主要系2021年业务量有所恢复所致；经营活动现金流出量较上年增长7.61%。2021年，公司经营活动现金净流入188.98亿元。公司现金收入比为72.94%，较上年增加5.41个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流量较上年增长24.11%，主要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增长231.51%，主要系支付西南环公司股权收购款所致。2021年，公司投资活动现金流转为净流出。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流量较上年下降96.20%，主要系2020年发行“大秦转债”融资导致基数较大；筹资活动现金流出较上年下降2.22%，主要为债务还本付息支出。2021年，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流入11.00亿元，投资活动现金净流出3.53亿元，筹资活动现金净流出1.11亿元。

6. 偿债指标

公司长、短期偿债能力指标表现强。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2020年 (底)	2021年 (底)	2022年 3月 (底)
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	487.78	396.93	451.73
速动比率(%)	474.50	387.62	441.93
现金短期债务比(倍)	56.54	13.72	11.97
长期偿债能力指标			
EBITDA(亿元)	233.32	247.68	--
EBITDA利息倍数(倍)	35.01	15.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.79	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初均有所下降。截至2022年3月底，公司流动比率、速动比率较上年末均有所增长，现金短期债务比较上年末小幅下降，公司短期偿债能力指标仍强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA小幅提高，公司长期偿债能力指标强。

截至2021年底，公司无对外担保事项和重大诉讼、仲裁事项。

截至2022年3月底，公司共获得银行授信额度78.19亿元，未使用授信额度31.73亿元，公司间接融资渠道畅通。

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2022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1.33%、下降1.16%和增长2.35%，分别占合并口径的89.55%、82.17%和92.83%，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28.18%和20.87%，母公司债务负担轻。2022年1—3月，母公司营业收入占合并口径的92.06%。

十、外部支持

公司在政府补助方面继续获得一定的外部支持。

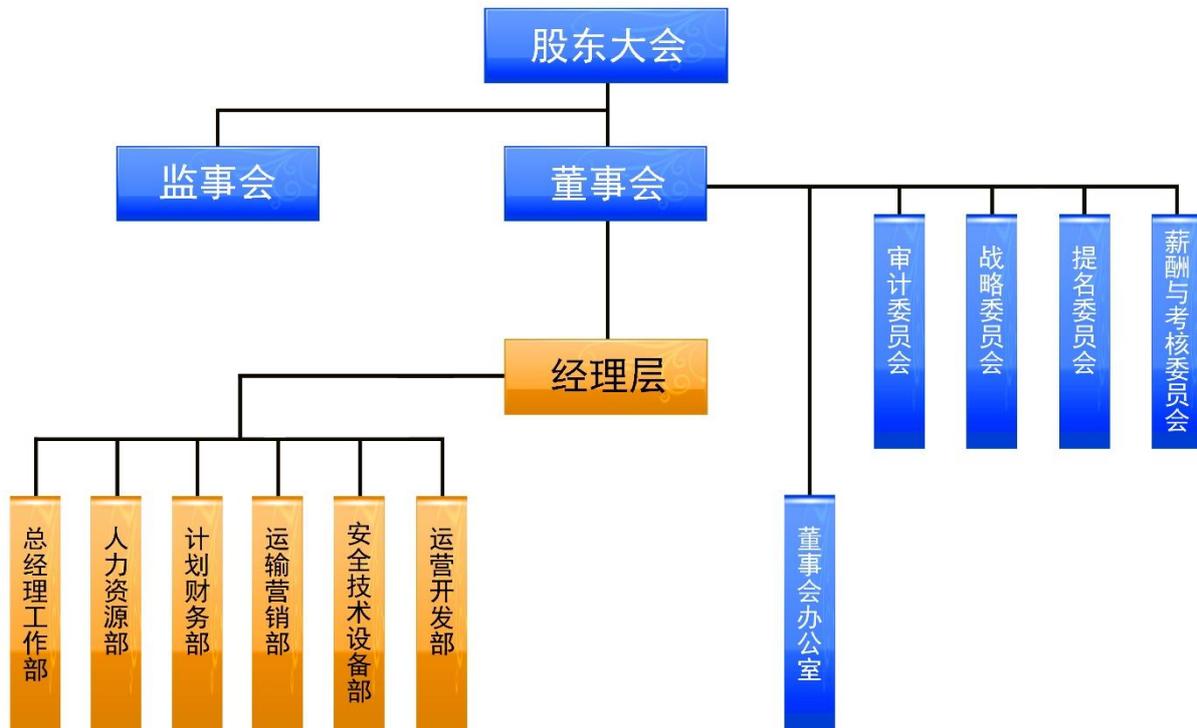
2021年，公司收到政府补助0.83亿元，计入“其他收益”。

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险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 2022 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 2022 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	51.00

注：山西晋云现代物流有限公司已于 2021 年 11 月 12 日完成注销登记，截至 2022 年 3 月底，山西晋云现代物流有限公司正处于清算注销过程中；由于唐港铁路公司的实际经营依赖于公司，而且其他股东国投交通控股有限公司（持股比例 15.13%）、唐山曹妃甸实业港务有限公司（持股比例 15.13%）和河北建投交通投资有限责任公司（持股比例 11.64%）也同意与公司在股东大会和董事会上就相关事项行使表决权时保持一致，因此公司管理层认为公司能够主导唐港铁路公司相关活动，对其具有控制权，并将其纳入合并范围

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	170.00	549.43	598.71	610.62
资产总额 (亿元)	1480.44	1911.42	1985.46	2003.84
所有者权益 (亿元)	1222.23	1340.00	1353.28	1388.37
短期债务 (亿元)	8.39	9.72	43.65	51.02
长期债务 (亿元)	91.20	408.24	422.30	423.06
全部债务 (亿元)	99.59	417.96	465.94	474.09
营业收入 (亿元)	799.17	726.63	786.82	182.59
利润总额 (亿元)	197.91	154.94	181.03	42.92
EBITDA (亿元)	276.01	233.32	247.68	--
经营性净现金流 (亿元)	150.23	127.00	188.98	11.00
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	11.43	8.59	9.88	--
存货周转次数 (次)	40.49	34.97	34.76	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.43	0.40	--
现金收入比 (%)	67.84	67.53	72.94	65.13
营业利润率 (%)	22.43	19.15	21.45	21.01
总资本收益率 (%)	11.84	7.28	8.43	--
净资产收益率 (%)	12.41	9.05	10.18	--
长期债务资本化比率 (%)	6.94	23.35	23.78	23.36
全部债务资本化比率 (%)	7.53	23.78	25.61	25.45
资产负债率 (%)	17.44	29.89	31.84	30.71
流动比率 (%)	204.89	487.78	396.93	451.73
速动比率 (%)	194.30	474.50	387.62	441.93
经营现金流流动负债比 (%)	106.01	91.39	103.99	--
现金短期债务比 (倍)	20.26	56.54	13.72	11.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.74	35.01	15.79	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.36	1.79	1.88	--

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. 2020 年财务数据来自 2021 年财务报表的期初数或上年同期数; 4. 2022 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数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	162.30	550.13	596.51	609.73
资产总额 (亿元)	1309.68	1661.53	1770.89	1794.53
所有者权益 (亿元)	1156.52	1228.04	1259.19	1288.79
短期债务 (亿元)	1.15	0.02	28.17	35.25
长期债务 (亿元)	0.00	286.50	303.46	304.67
全部债务 (亿元)	1.15	286.53	331.62	339.92
营业收入 (亿元)	751.25	676.91	732.32	168.09
利润总额 (亿元)	177.59	137.47	154.54	35.94
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	123.28	100.24	161.83	0.83
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.30	7.87	9.40	--
存货周转次数 (次)	41.43	35.21	34.79	--
总资产周转次数 (次)	0.58	0.46	0.43	--
现金收入比 (%)	65.73	65.30	71.45	57.61
营业利润率 (%)	19.72	16.29	18.36	17.69
总资本收益率 (%)	11.95	7.30	8.11	--
净资产收益率 (%)	11.96	8.94	9.43	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	18.92	19.42	19.12
全部债务资本化比率 (%)	0.10	18.92	20.85	20.87
资产负债率 (%)	11.69	26.09	28.89	28.18
流动比率 (%)	216.98	533.11	381.69	409.96
速动比率 (%)	206.03	518.97	372.88	401.29
经营现金流动负债比 (%)	94.68	79.52	86.94	--
现金短期债务比 (倍)	141.03	25235.31	21.18	17.30
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. 2020 年财务数据来自 2021 年财务报表的期初数或上年同期数; 4. 2022 年第一季度财务数据未经审计; 5. “/” 指数数据未获得
 资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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其含义

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其含义

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

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