

跟踪评级公告

联合〔2019〕1381号

山西国际电力集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山西国际电力集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山西国际电力集团有限公司公开发行的“15 晋电 01”、“15 晋电 02”债券信用等级为 AAA

山西国际电力集团有限公司公开发行的“17 晋电 01”、“17 晋电 05”债券信用等级为 AA+

特此公告


联合信用评级有限公司
评级总监：
二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山西国际电力集团有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 晋电 01	30 亿元	5+5 年	AAA	AAA	2018/6/22
15 晋电 02	10 亿元	5+5 年	AAA	AAA	2018/6/22
17 晋电 01	23.90 亿元	5 年	AA+	AA+	2018/6/22
17 晋电 05	11.10 亿元	5 年	AA+	AA+	2018/6/22

注:“15 晋电 01”、“15 晋电 02”担保方:晋能集团有限公司,担保方式:全额无条件不可撤销连带责任保证担保

跟踪评级时间:2019 年 6 月 20 日

主要财务数据:
发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	947.45	1,011.92	985.03
所有者权益(亿元)	241.98	240.50	236.19
长期债务(亿元)	465.29	500.13	474.38
全部债务(亿元)	569.71	627.12	591.35
营业总收入(亿元)	251.20	306.97	376.63
净利润(亿元)	8.84	1.27	6.97
EBITDA(亿元)	54.70	52.98	67.76
经营性净现金流(亿元)	22.25	34.37	55.08
营业利润率(%)	13.47	11.67	12.39
净资产收益率(%)	3.60	0.53	2.92
资产负债率(%)	74.46	76.23	76.02
全部债务资本化比率(%)	70.19	72.28	71.46
流动比率(倍)	2.14	1.94	1.66
EBITDA 全部债务比(倍)	0.10	0.08	0.11
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	1.59	1.99
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.73	0.71	0.90

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	2,486.29	2,621.11	2,686.67
所有者权益(亿元)	533.63	552.68	607.82
营业收入(亿元)	705.16	1,029.18	1,036.56
净利润(亿元)	-5.52	7.28	18.39
资产负债率(%)	78.54	78.91	77.38

注:1、本报告财务数据及指标计算均采用合并口径,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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金;3、公司长期债务含长期应付款,担保方全部债务中含长期应付款。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对山西国际电力集团有限公司(以下简称“公司”或“山西国电”)的跟踪评级,反映了公司作为我国大型区域能源集团之一,在业务多元性、产业链整合等方面继续保持优势。跟踪期内,公司煤炭、电力业务收入规模有所增长,利润规模明显增长,经营活动现金流状况佳。同时,联合评级也关注到煤炭价格上涨挤压电力板块利润空间,在建工程资本支出较大,债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着公司在建发电项目投入运营,以及煤电一体化战略目标的推进,公司综合实力有望进一步增强。

公司存续的“15 晋电 01”和“15 晋电 02”均由晋能集团有限公司(以下简称“晋能集团”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2018 年,晋能集团仍维持较大的收入规模和经营活动净流入规模,盈利能力有所提升。考虑到晋能集团资产规模大,区域行业地位高等因素,其提供的担保对“15 晋电 01”和“15 晋电 02”信用状况仍具显著的积极影响。

综上,联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”,评级展望维持“稳定”;同时,维持“15 晋电 01”、“15 晋电 02”的债项信用等级为“AAA”;维持“17 晋电 01”和“17 晋电 05”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司系山西省大型国有重点能源企业,地方政府对公司支持力度大,公司区域综合竞争实力强。

2. 2018 年,公司发电量增加以及上网电价提高,煤炭业务运营良好,公司营业收入有所增长,利润规模明显增加,经营活动现金流情况良好。

3. 晋能集团作为我国特大型煤炭运销企业、山西省煤炭资源的整合主体和电力产业集团,在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位和政府支持等方面优势明显,其担保对提升“15 晋电 01”和“15 晋电 02”的信用水平仍具显著的积极作用。

关注

1. 2018 年,煤炭价格处于高位,仍对公司电力生产的成本控制造成压力,对公司电力业务板块的盈利水平产生不利影响。

2. 公司在建项目的投资规模较大,面临较大的融资压力。

3. 公司债务规模大,债务负担较重;公司利润对投资收益及政府补助存在一定依赖。

分析师

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangyue@unitedratings.com.cn

周珂鑫

电话: 010-85172818

邮箱: zhoukx@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



周珂

联合信用评级有限公司

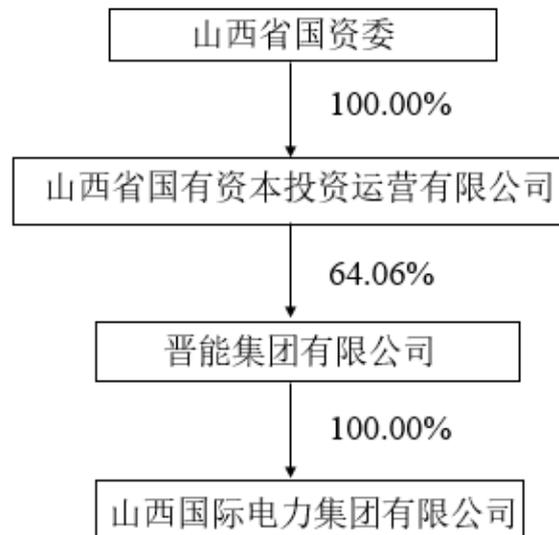
一、主体概况

山西国际电力集团有限公司（以下简称“公司”或“山西国电”）前身为山西省地方电力公司（以下简称“地方电力公司”）。1989年1月，根据《山西省人民政府办公厅关于成立山西省地方电力公司的通知》（晋政办发〔1989〕5号），组建成立地方电力公司，注册资本5,221.14万元。

2002年7月，山西省政府下发《关于同意设立山西国际电力集团有限公司的批复》（晋政函〔2002〕145号），同意地方电力公司改制为山西国际电力集团有限公司；同年10月，山西省财政厅出具《关于对山西省地方电力公司转增实收资本的批复》（晋财企〔2002〕94号），公司注册资本变更为60亿元，山西省人民政府系唯一出资人；2003年，山西省人民政府授权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”）代表山西省人民政府履行出资人职责。

2013年3月，根据山西省人民政府常务会议〔2013〕第4次会议纪要，山西省国资委及十一个地、市国资委以现金出资设立晋能有限责任公司（以下简称“晋能公司”），注册资本金为13,624万元，由晋能公司对公司及山西煤炭运销集团（以下简称“煤销集团”）有限公司实施合并重组。同时，将煤销集团持有的12家公司100%的股权无偿划转给公司。2013年6月，山西省国资委签发《关于无偿划转山西煤炭运销集团有限公司和山西国际电力集团有限公司国有股权的复函》（晋国资改革函〔2013〕300号），同意将山西省国资委持有的山西国电100%股权划转到晋能公司，同时签署山西国电股东决定，通过《关于将山西省人民政府国有资产监督管理委员会持有的山西国电100%的股权划转至晋能有限责任公司的议案》。本次划转于2013年7月22日办理了工商变更手续，山西国电成为晋能公司全资子公司。2014年8月，晋能公司名称变更为晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）。截至2018年末，公司注册资本60亿元，晋能集团持有公司100%股权，山西省国资委系公司实际控制人。

图1 截至2018年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要经营范围较上年未发生变化；公司组织结构较上年无变化，仍下设总经理工作部、投资管理部、人力资源部、财务部、产业管理部和法律审计部共6个职能部门。公司合并范围16个全资、控股二级子公司，其中山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”）为上海证券交易所上市公司（证券代码：600780.SH；证券简称：通宝能源），公司持股比例为57.33%。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工合计 14,631 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 985.03 亿元，负债合计 748.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）236.19 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 188.38 亿元。2018 年，公司实现营业收入 376.63 亿元，净利润（含少数股东损益）6.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 55.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-39.32 亿元。

公司注册地址：太原市东缉虎营 37 号；法定代表人：李国彪。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2015〕2596 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 40 亿元的公司债券，该次债券分两期发行，其中 2015 年 11 月公司完成了 2015 年公司债券（第一期）的发行（债券简称：“15 晋电 01”），发行规模 30 亿元；2015 年 12 月公司完成了 2015 年公司债券（第二期）的发行（债券简称：“15 晋电 02”），发行规模 10 亿元，两期债券均由晋能集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。募集资金用途方面，上述债券募集资金计划用途为部分用于偿还金融机构贷款，其余用于补充流动资金。为避免募集资金闲置，提高资金使用效率，公司于 2018 年 3 月 19 日对相关债券拟还债务的还款计划进行调整，将部分募集资金用于偿还中信银行长期借款，剩余募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金。

经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2016〕3196 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 35 亿元的公司债券，该次债券无担保，共分两期发行，其中 2017 年 2 月 21 日完成了 2017 年公司债券（第一期）的发行（债券简称“17 晋电 01”），发行规模 23.90 亿元；2017 年 3 月 20 日，完成了 2017 年公司债券（第二期）（债券简称“17 晋电 05”）的发行，发行规模 11.10 亿元。

17 晋电 01、17 晋电 05 共募集资金 350,000.00 万元，募集资金到账后，公司已经偿还了中期票据 50,000.00 万元、民生银行理财直接融资工具 100,000.00 万元，剩余资金扣除发行费用后用于补充流动资金。

跟踪期内，上述债券已按期足额支付利息。

表 1 公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	金额	期限	发行利率
15 晋电 01	136065.SH	2015/12/18	2015/11/27	2025/11/27	30.00	5+5	4.29
15 晋电 02	136094.SH	2015/12/30	2015/12/14	2025/12/14	10.00	5+5	3.99
17 晋电 01	136983.SH	2017/3/6	2017/2/23	2022/2/23	23.90	5	5.30
17 晋电 05	143044.SH	2017/3/31	2017/3/22	2022/3/22	11.10	5	5.28

资料来源：Wind

三、行业分析

跟踪期内，公司主营业务收入仍主要来自电力业务板块和煤炭业务板块，电力行业和煤炭行业的整体经营环境和发展态势直接影响到公司的经营状况。

1. 煤炭行业

（1）行业概况

2016 年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时

煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。

总体看，2018年，随着供给侧改革的实施以及优质产能的逐步释放，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格保持高位，行业内企业盈利情况良好；未来随着优质产能的进一步释放，供给有望进一步宽松，煤炭价格有下探态势。

（2）煤炭供需

煤炭产量方面，受供给侧改革影响，2016年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量34.11亿吨，同比减少8.97%；2017年，由于“276个工作日”的逐步放开，我国原煤产量35.20亿吨，同比增长3.20%，产量有所回升；2018年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量36.80亿吨，同比增长4.43%，增速同比提高1.11个百分点。煤炭进口方面，2018年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸进口煤炭业务陆续开展；2018年4月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继2017年7月后重启并有所升级。从煤炭进口量看，2016~2018年，我国煤炭进口量分别为1.83亿吨、1.88亿吨和1.87亿吨，同比分别增长17.83%、增长2.72%和下降0.72%，2017年以来增速下滑明显。

下游火电行业看，根据国家统计局数据，2016~2017年我国火电发电量分别为4.40万亿千瓦时和4.61万亿千瓦时，同比分别增长4.41%和4.91%，增速基本保持稳定。2018年，我国火电发电量4.98万亿千瓦时，同比增长7.98%，火电发电量增速创2014年以来新高，主要系2018年年初天气较往年寒冷以及夏天较往年炎热，同时2018年房地产投资维持较高增速所致。

从下游钢铁行业看，2018年我国粗钢产量9.28亿吨，同比增长11.61%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于2017年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求正规钢铁企业填补。

从终端需求看，2018年，受房地产去库存政策、利率仍处于较低水平以及房地产开发商加快开工以回笼资金等因素影响，房地产投资力度强劲导致煤炭需求增长；具体看，2018年全国房地产开发投资完成额120,264亿元，同比增长9.5%，投资增速同比提高2.5个百分点；房地产新开工面积增速为17.2%，同比大幅提高10.2个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为17.17亿万平方米，同比增长1.3%，同比下降4.4个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由2017年底的5.89亿平方米下降至5.24亿平方米，房地产继续去库存。受去杠杆政策影响，2018年基础设施建设投资增速由2017年的14.93%大幅下滑至1.79%，对煤炭需求造成一定影响。

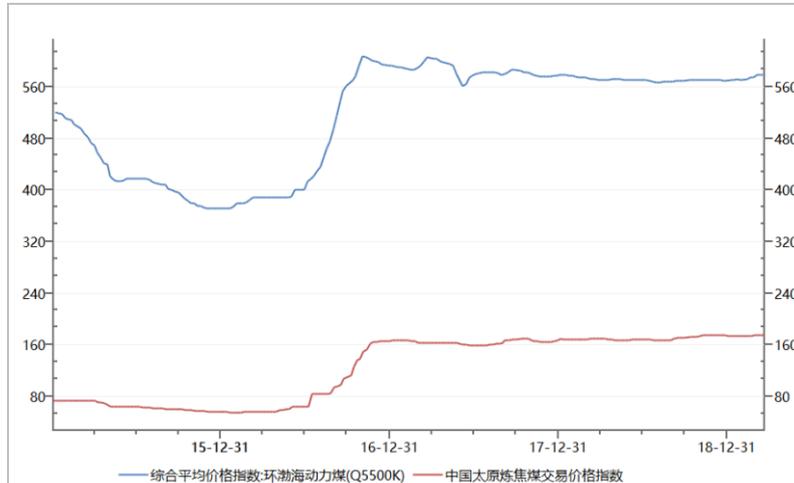
总体看，2018年，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端偏紧的情况有所缓解；同时，2018年房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需整体处于紧平衡状态。

（3）煤炭价格

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于2016年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；其中，年初天气较往年寒冷，煤炭价格有所增长；国家发改委于2月表示不允许有高于750元/吨的煤炭进港，大型煤企带头稳价，煤炭价格有所下降；

4 月国家加大煤炭进口限制力度，煤价小幅回升；三季度以来，随着电厂为采暖季补库存，煤价震荡走高。随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动中有所上升。

图 2 近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019 年，供给侧改革已经进入尾声，国家发改委计划 2019 年增加 1~1.2 亿吨煤炭产量，但年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，很大程度上影响了煤炭供给；预计短期内煤炭供需仍将处于紧平衡状态，煤炭价格将保持高位震荡，但长远看，随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

总体看，2018 年，优质产能进一步释放，煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位；未来随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

（4）行业政策

2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。具体看：

保供给稳煤价方面，2018 年初印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》明确，煤炭去产能重点在“破”“立”“降”上下功夫，由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主，重点处置“僵尸企业”。为加强对电煤中长期合同签订履约的监管，国家有关部门于 5 月组织督查组，对晋陕蒙地区煤炭企业的电煤中长期合同签订履约情况进行全面核查，对履约不规范的企业进行惩戒；11 月发布的《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》延续了近三年来加大中长期协定签约的政策导向。

煤电联营方面，为保障煤炭、电力行业协调发展，缓解煤电矛盾，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发的《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持发展煤电联营，支持有条件的煤炭企业之间、煤炭与煤化工企业及其他关联产业企业兼并重组。9 月，国家发展改革委、国家能源局联合下发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》，提出鼓励发展多种形式的煤电联营，同等条件下优先支持煤炭和发电企业相互持股比例超过 30% 的项目，优先释放煤电联营企业的优质产能等支持煤电联营的具体措施，煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

环保及安全生产方面，国务院于 7 月印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》明确了大气污染防治

治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图。于 2017 年 12 月经国家安监局审议通过的《煤矿安全培训规定》于 2018 年 3 月 1 日起施行；国家煤矿安监局于分别 5 月和 6 月发布《防治煤矿冲击地压细则》和新版《煤矿防治水细则》，进一步细化煤炭采掘生产规范。2018 年四季度以来，煤炭行业安全事故频发，国务院安委会办公室于 11 月 8 日发布关于进一步加强当前安全生产工作的紧急通知，要求各地坚决防范遏制重特大生产安全事故发生；同时防止和减少煤矿生产安全事故，保护煤矿从业人员生命安全，应急管理部办公厅国家煤矿安监局办公室于 11 月 23 日发布关于《煤矿安全条例（草案征求意见稿）》意见的通知。

总体看，经过 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。2018 年随着供给侧改革进一步推进，国家在保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，以及加强环保及安全生产管理等方面继续加大力度。

（5）行业关注

行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017 年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升；但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，而下游火电企业普遍亏损。未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定性产生重要影响。

安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重。近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出；同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

（6）未来发展

政策支持行业景气度保持稳定、实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格大幅上涨；短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的释放，煤炭行业供给将有所增长；随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小；加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸，煤、电行业产业链进一步完善。

2. 电力行业

（1）行业概况

2018 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组装机维持低速增长，2018 年，全国新增发电装机容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%。其中，新增火电装机 4,119 万千瓦，同比下降 7.5%，但火电的主导地位保持不变，截至 2018 年末，全国全口径发电装机容量 189,967 万千瓦，其中火电装机占 60.20%。同时，电网投资增速趋于稳定，2018 年，中国电网基本建设投资合计完成 5,373 亿元，同比增长 0.64%。

在电源投资增速下滑的情况下，我国全社会用电量保持稳定增长。2018 年全社会用电量同比增长 8.49%，带动设备利用小时的增长，其中 6,000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时同比增长 72 小时；火电利用小时同比增长 142 小时。

总体看，我国电源投资维持低速增长，而电网投资增速逐步趋于稳定，但随着全社会用电量增长，发电设备利用小时同比上升，行业整体发电效率有所提升，有利于电力行业整体业绩的改善。

（2）电力行业运行状况

2018 年，全国新增发电装机容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%，其中，新增火电装机 4,119 万千瓦，同比下降 7.5%；新增水电装机 854 万千瓦，同比下降 33.7%。2018 年 5 月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新能源发电装机受到影响。全年风电新增装机 2,100 万千瓦，同比增长 20.3%，较市场预计 25GW 的装机规模有一定差距；光伏 4,473 万千瓦，同比下降 16.2%；受益于三代核电站的陆续投产，核电新增装机 884 万千瓦，同比增加 306.3%。截至 2018 年末，全国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦，较上年末增长 6.5%；其中火电装机容量 11.4 亿千瓦，较上年末增长 3.0%。

2018 年，我国实现全口径发电量同比增长 8.4%。受电力消费较快增长等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,862 小时，同比增长 73 小时；水电 3,613 小时，同比增长 16 小时；核电设备利用小时 7,184 小时、同比提高 95 小时；全国并网风电设备利用小时 2,095 小时、同比提高 146 小时。2018 年，全国弃风电量 277 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点；全国弃光电量 54.9 亿千瓦时，平均弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102、215 和 236 小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 小时。我国弃风弃光问题继续得到改善。

分类型看，2018 年，我国水电发电量 12,329 亿千瓦时，同比增长 3.2%，占全国发电量的 17.63%，较上年下降 0.89 个百分点；火电发电量 49,231 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全国发电量的 70.39%，较上年下降 0.70 个百分点；核电发电量为 2,944 亿千瓦时，同比增长 18.7%，占全国发电量的比重 4.21%，较上年提高 0.36 个百分点；并网风电发电量为 3,660 亿千瓦时，同比增长 20.2%，占全国发电量的比重 5.23%，较上年提高 0.51 个百分点；并网太阳能发电量为 1,775 亿千瓦时，同比增长 50.7%，占全国发电量的比重 2.54%，较上年提高 0.71 个百分点。非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

从电力需求看，2018 年全社会累计用电量同比增长 8.5%，增速同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。分产业看，第一产业累计用电量 728 亿千瓦时，同比增加 9.8%，第二产业累计用电量 47,235 亿千瓦时，同比增长 7.2%，其中高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，占全部用电量的 69.0%（上年为 70.4%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 10,801 亿千瓦时和 9,685 亿千瓦时，分别同比增长 12.7% 和 10.4%。

总体看，2018 年，我国发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，带动各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善。

（3）电煤价格

电煤价格情况见本章节煤炭行业分析部分。

（4）行业政策

2018 年，电力行业政策主要集中在去落后产能、售电侧改革以及环保三方面。主要政策如下表所示：

表 2 2018 年以来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	发改委、财政部、国资委、工信部等 6 部委	煤电行业淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，2018 年全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度，中部地区具备条件的机组 2018 年完成，西部地区于 2020 年完成。	2018 年 4 月
《关于积极推进电力市场化交易 进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	提高市场化交易电量规模、推进各类发电企业进入市场、放开符合条件的用户进入市场、积极培育售电市场主体、完善市场主体注册、公示、承诺、备案制度、规范市场主体交易行为、完善市场化交易电量价格形成机制、加强事中事后监管、加快推进电力市场主体信用建设。	2018 年 7 月
《关于印发 2018 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》	能源局	继续加大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，2018 年全国完成超低排放改造 4,868 万千瓦，节能改造 5,390.5 万千瓦。	2018 年 8 月
《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》	发改委、能源局	推进电力交易机构股份制改造、充分发挥市场管理委员会作用、进一步规范电力交易机构运行。	2018 年 8 月
关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报	发改委、能源局	加快推动试点工作，国家发改委和能源局决定建立增量配电业务改革试点进展情况每月通报制度。	2018 年 10 月

资料来源：联合评级整理

总体看，我国政府通过化解过剩产能、售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

(5) 行业关注

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中有六成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

售电侧改革的持续推进，或将对电价产生一定不利影响

2018 年，售电侧改革持续推进，且取得了很大的成效，部分城市市场电量增幅明显；售电侧改革的推进导致电力销售市场竞争激烈，市场电价较基础电价普遍偏低，将对电力行业盈利产生不利影响，但长远看，有利于优质企业发挥自身规模效应，提高发电利用小时。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈，且 2016 年供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升并稳定在较高水平，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

(6) 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低，但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内

的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

四、管理分析

2018年6月20日，公司收到股东晋能集团《关于提名王建军等任免职务的通知》（晋能组人字〔2018〕177号），并根据《公司法》和公司章程相关规定，履行完成相关任命程序，同意王建军任公司董事。

2018年12月10日，公司收到股东晋能集团《关于李国彪等同志任免职务的通知》（晋能组人字〔2018〕402号），并根据《公司法》和公司章程相关规定，履行完成相关任免程序，决定：李国彪任山西国际电力集团有限公司董事、董事长、总经理职务。王启瑞不再担任山西国际电力集团有限公司董事、董事长、总经理职务。

李国彪，男，1965年12月生，研究生学历，工学博士，高级工程师。现任晋能集团党委书记、董事长，兼任公司董事长、总经理。曾任晋城煤业集团凤凰山矿副矿长，晋城煤业集团成庄矿矿长，晋城煤业集团公司副总经理、总工程师，山西焦煤集团副总经理、山西霍州煤电集团有限责任公司董事长，晋能集团有限公司副董事长、党委常委、总经理。

总体看，上述人员变动对公司日常管理、生产经营无不利影响，公司管理制度及经营运行稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

在业务结构方面，公司业务范围主要涉及电力与煤炭两大板块，从细分业务结构看，公司业务内容较丰富，主要包括发电、配电、煤炭生产和贸易以及非煤贸易及其他等，2018年，公司实现营业收入376.63亿元，较上年增长22.69%，主要系公司发电业务和贸易业务规模增长所致；受直接交易和长期协议用户电价上调、煤炭价格维持高位等影响，公司全年实现净利润规模同比大幅增长448.09%至6.97亿元。

在收入构成方面，2018年，公司主营业务收入构成变动较小；其中，受发电利用小时数以及电价上升影响，公司发电业务全年实现营业收入81.55亿元，较上年增长22.63%；受区域内用电需求增加带动售电量增加的影响，公司全年配电业务收入规模同比增长17.11%至44.08亿元；煤炭生产业务实现收入43.36亿元，同比增长25.68%，主要系受供给侧改革的影响，煤炭价格上升所致；当年煤炭贸易及物流业务收入为172.42亿元，较上年增长31.55%，主要系煤炭需求上升，贸易量增加同时煤炭单价上涨所致；受年内房地产业务剥离影响，2018年，公司非煤贸易和其他业务收入为35.22亿元，同比下降5.48%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率变动情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电业务	55.16	21.96	14.06	66.50	21.66	4.92	81.55	21.65	9.97
配电业务	35.97	14.32	17.46	37.64	12.26	15.66	44.08	11.70	15.00
煤炭生产	27.00	10.75	59.73	34.50	11.24	63.03	43.36	11.51	66.23

煤炭贸易及物流	104.24	41.50	2.68	131.07	42.70	2.23	172.42	45.78	2.34
非煤贸易和其他	28.81	11.47	18.43	37.26	12.14	17.59	35.22	9.35	13.87
合计	251.20	100.00	15.23	306.97	100.00	13.16	376.63	100.00	13.91

资料来源：公司提供

注：非煤贸易和其他主要涵盖钢、铜的贸易及光伏产品、车辆零配件制造及房地产业务等。

在毛利率方面，2018年公司发电业务毛利率较上年上升5.05个百分点至9.97%，主要系火电上调直接交易、长期协议用户电价，以及毛利率较高的风力发电、光伏发电上网电量和收入占比提高所致；配电业务毛利率为15.00%，基本与上年持平；煤炭生产业务毛利率仍保持较高水平，该板块业务毛利率达66.23%，较上年提升3.20个百分点；煤炭贸易及物流业务毛利率2.34%，基本与上年持平；公司非煤贸易及其他业务板块主要为金属贸易和光伏组件制造销售及房地产销售等，该板块毛利率较上年下降3.72个百分点至13.87%，主要系光伏组件制造业务产品单价下降所致。综上，2018年，公司综合毛利率为13.91%，较上年上升0.75个百分点。

总体看，公司主要业务仍为电力及煤炭业务。2018年，受电价上调等影响，公司发电业务收入有所增长、毛利率有所上升；煤炭生产收入有所增长、毛利率维持高位；配电业务收入和毛利率均维持稳定，公司综合毛利率较为稳定。

2. 电力业务板块

(1) 发电业务

截至2019年3月底，公司权益装机容量合计1,113.43万千瓦，其中已投产可控装机容量626.32万千瓦，主要系子公司晋能大土河热电有限公司、晋能清洁能源风力发电有限责任公司、晋能清洁能源光伏发电有限责任公司新投产发电装机增加所致。公司参股11家电厂，参股装机容量为266.41万千瓦。

表4 截至2019年3月末公司控股和参股装机容量情况（单位：%、万千瓦）

类别	单位名称	装机容量	持股比例	权益装机	发电类型
控股投运	山西阳光发电有限责任公司	128	100	128	火力
	山西耀光煤电有限责任公司	40	100	40	火力
	晋能长治热电有限公司	66	80	52.8	火力
	山西国峰煤电有限公司	60	80	48	火力
	山西国金电力有限公司	70	51	35.7	火力
	山西国锦煤电有限公司	60	51	30.6	火力
	晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	86.4	100	86.4	燃气发电
	晋能大土河热电有限公司	70	99	69.3	火力
	山西天桥水电有限公司	12.8	100	12.8	水电
	晋能清洁能源风力发电有限公司	84.3	100	84.3	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限公司	38.42	100	38.42	光伏发电
控股在建	晋能保德煤电有限公司（在建）	132	100	132	火力
	晋能孝义煤电有限公司（在建）	70	51	35.7	火力
	晋能清洁能源风力发电有限公司（在建）	50	100	50	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限公司（在建）	3	100	3	光伏发电
参股	国电太一发电有限责任公司	62.5	45	28.13	火力

	浙江浙能镇海发电有限责任公司	86	37.5	32.25	火力
	浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	60	30	18	火力
	华能左权煤电有限责任公司	120	20	24	火力
	北京京能热电股份有限公司	1,321.00	6.29	83.09	火力
	山西鲁能河曲发电有限公司	120	10	12	火力
	山西鲁能河曲能源有限公司	120	10	12	火力
	国电榆次热电有限公司	66	49	32.34	火力
	大同煤矿集团同华发电有限公司	132	5	6.6	水电
	山西鲁能王曲发电有限责任公司	120	5	6	火力
	山西西龙池抽水蓄能电站有限责任公司	120	10	12	火力
合计	--	3,298.42	--	1,113.43	--

资料来源：公司提供

火力发电

燃料采购

2018年，公司下辖主要发电厂的固体发电燃料采购规模为1,341.64万吨，较上年增长22.30%。其中，中低热值煤为888.71万吨、电煤为452.93万吨。

受煤炭行业供给侧改革的影响，煤炭采购均价仍处于高位，2018年，山西耀光煤电有限责任公司（以下简称“耀光煤电”）和山西国峰煤电有限公司（以下简称“国峰煤电”）煤炭采购均价较上年分别上升19.46%和23.19%。2018年，山西国金电力有限公司（以下简称“国金电力”）和山西国锦煤电有限公司（以下简称“国锦煤电”）采购均价分别较上年下降3.93%和4.65%，主要系两年内机组运行季节不同，采购煤炭价格受到季节因素影响。2018年，山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）供应商为山西国盛煤炭运销有限公司和山西煤炭运销集团阳泉有限公司等煤炭贸易公司，燃煤采购以合同煤为主，电煤供应方给予一定价格优惠，阳光发电的电煤采购价格受市场波动影响较小，采购均价较上年上升3.32%；晋能长治热电有限公司（以下简称“长治热电”）采购价格较上年上升4.81%。

表5 公司主要发电设施燃料采购情况（单位：万吨、元/吨）

经营主体	项目	2016年	2017年	2018年
阳光发电	采购量	191.00	218.00	262.00
	采购均价	373.33	371.26	383.60
耀光煤电	采购量	115.87	150.74	165.60
	采购均价	106.62	158.48	189.32
长治热电	采购量	141.28	144.00	190.93
	采购均价	298.95	400.00	419.25
国峰煤电	采购量	140.13	218.56	249.73
	采购均价	129.31	136.34	167.96
国锦煤电	采购量	111.60	120.35	185.64
	采购均价	189.81	227.73	217.14
国金电力	采购量	82.68	245.32	287.74
	采购均价	165.74	203.00	195.03

资料来源：公司提供

注：耀光煤电、国峰煤电、国锦煤电及国金电力发电燃料主要为低热值煤。

在采购集中度方面，2018年公司前五大煤炭供应商采购金额合计9.61亿元，煤炭供应商集中度由上年的54.65%下降至27.45%，主要系2018年各电厂按月签订采购合同，长期、季度协议采购量同比减少，且各电厂煤炭采购量同比增加所致。从采购结算方式来看，公司煤炭采购仍采取先货后款、按月结算的结算方式，较上年未发生明显变化。

总体看，2018年，公司燃料采购量增加，部分电厂燃料采购单位成本增长明显。

发电运营

受市场化直接交易、长期协议用户用电量上升影响，2018年，公司主要火电机组发电量和利用小时均较上年有所增长，上网电价有所上升。

阳光发电：2018年，受区域内用电需求增加影响，阳光发电发电量53.21亿千瓦时，较上年增长10.92%；发电利用小时数为4,157小时，较上年增加410小时；全年平均厂用电率为8.48%，较上年小幅上升0.08个百分点，供电标准煤耗为310克/千瓦时，单位发电煤耗较上年小幅增加1.60克，阳光发电用电率及度电煤耗均较上年小幅上升，但仍保持合理水平。当年上网电量为49.60亿千瓦时，较上年增长12.88%；平均上网电价0.346元/千瓦时，较上年上升6.79%；受上网电量增加、上网电价上升影响，阳光发电当年实现售电收入15.93亿元，较上年增长19.50%。

表6 阳光发电主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,360	3,747	4,157
供电标准煤耗（克/千瓦时）	317.30	308.40	310.00
综合厂用电率（%）	8.44	8.40	8.48
装机容量（万千瓦）	128	128	128
发电量（亿千瓦时）	43.01	47.97	53.21
上网电量（亿千瓦时）	39.38	43.94	49.60
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.320	0.324	0.346
售电收入（亿元）	11.77	13.33	15.93

资料来源：公司提供

耀光煤电：2018年，耀光煤电发电量18.20亿千瓦时，较上年增长13.04%；发电利用小时数为4,550小时，较上年增加525个小时；全年平均厂用电率为12.33%，较上年小幅上升0.06个百分点；供电标准煤耗为388.00克/千瓦时，单位发电煤耗较上年增加14.34克。2018年，耀光煤电上网电量16.22亿千瓦时，较上年增长14.87%；平均上网电价为0.316元/千瓦时（含税），较上年上升10.49%，主要系公司与大用户的直供电长期协议价格上升所致；耀光煤电全年实现售电收入4.65亿元，较上年增长24.00%。

表7 耀光煤电主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,329	4,025	4,550
供电标准煤耗（克/千瓦时）	379.01	373.66	388.00
综合厂用电率（%）	11.90	12.27	12.33
装机容量（万千瓦）	40	40	40
发电量（亿千瓦时）	13.31	16.10	18.20
上网电量（亿千瓦时）	11.74	14.12	16.22
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.31	0.286	0.316
售电收入（亿元）	3.33	3.75	4.65

资料来源：公司提供

长治热电：2018年，长治热电发电量30.45亿千瓦时，较上年增长20.12%；发电利用小时数为4,613小时，较上年增加772.00小时；全年平均厂用电率为9.28%，较上年下降0.11个百分点；供电标准煤耗为309.00克/千瓦时，单位发电煤耗较上年下降0.84克。2018年，长治热电上网电量28.41亿千瓦时，较上年增长23.68%；平均上网电价为0.334元/千瓦时（含税），较上年上升6.03%；长治热电全年实现售电收入9.58亿元，较上年增长30.70%。

表8 长治热电主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,834	3,841	4,613
供电标准煤耗（克/千瓦时）	306.05	309.84	309.00
综合厂用电率（%）	9.03	9.39	9.28
装机容量（万千瓦）	66	66	66
发电量（亿千瓦时）	25.30	25.35	30.45
上网电量（亿千瓦时）	23.02	22.97	28.41
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.31	0.315	0.334
售电收入（亿元）	7.48	7.33	9.58

资料来源：公司提供

国锦煤电：2018年，国锦煤电当年发电量为20.78亿千瓦时，较上年增长66.26%；发电利用小时为3,403小时，较上年增加1,235.00小时，主要系发电量增长以及2017年国锦煤电发电设备故障导致非计划停运，缩减了当年设备利用小时所致。2018年，国锦煤电上网电量18.87亿千瓦时，较上年增长66.26%；平均上网电价0.314元/千瓦时（含税），与上年基本持平；国锦煤电当年实现售电收入5.63亿元，较上年增长94.14%。

表9 国锦煤电主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,170	2,168	3,403
供电标准煤耗（克/千瓦时）	345.16	320.97	323.00
综合厂用电率（%）	12.29	12.76	12.24
装机容量（万千瓦）	30	60	60
发电量（亿千瓦时）	11.53	13.01	20.78
上网电量（亿千瓦时）	10.11	11.35	18.87
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.27	0.300	0.314
售电收入（亿元）	2.65	2.90	5.63

资料来源：公司提供

国峰煤电：2018年，国峰煤电当年发电量为27.42亿千瓦时，较上年增长10.16%；发电利用小时为4,569小时，较上年增加420.00小时。2018年，国峰煤电上网电量25.63亿千瓦时，较上年增长11.05%；平均上网电价0.318元/千瓦时（含税），较上年上升8.90%；国峰煤电当年实现售电收入7.54亿元，较上年增长21.22%。

表10 国峰煤电主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,316	4,149	4,569
供电标准煤耗（克/千瓦时）	337.05	334.61	331
综合厂用电率（%）	7.40	7.23	7.15
装机容量（万千瓦）	60	60	60
发电量（亿千瓦）	19.90	24.89	27.42
上网电量（亿千瓦时）	18.43	23.08	25.63
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.29	0.292	0.318
售电收入（亿元）	5.02	6.22	7.54

资料来源：公司提供

国金电力：2018年，国金电力当年发电量为33.60亿千瓦时，较上年增长20.17%；发电利用小时为4,800小时，较上年增加805.00小时。2018年，国金电力上网电量31.55亿千瓦时，较上年增长21.25%；平均上网电价0.323元/千瓦时（含税），较上年上升11.38%；国金电力当年实现售电收入9.05亿元，较上年增长34.87%。

表11 国金电力主要运营指标

项目	2016年	2017年	2018年
年设备利用小时（小时）	3,773	3,995	4,800
供电标准煤耗（克/千瓦时）	327.50	336.16	335.00
综合厂用电率（%）	7.72	6.97	6.79
装机容量（万千瓦）	35	70	70
发电量（亿千瓦）	13.21	27.96	33.60
上网电量（亿千瓦时）	12.22	26.02	31.55
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.29	0.290	0.323
售电收入（亿元）	3.23	6.71	9.05

资料来源：公司提供

总体看，2018年，受直供长协用电需求增长影响，公司主要发电机组的利用小时数、发电量较上年均有所增加，上网电价有所上升，售电收入增长明显。

清洁能源发电

公司水电业务由全资子公司山西天桥水电有限公司（以下简称“天桥水电”）负责运营。截至2018年底，天桥水电权益装机容量12.80万千瓦，上网电价为0.25元/千瓦时，天桥水电2018年全年发电量6.38亿千瓦时，上网电量6.35亿千瓦时。天桥水电全年实现水电业务收入1.35亿元，较上年增加27.36%。

公司风电业务由晋能清洁能源风力发电有限责任公司（以下简称“晋能风电”）负责运营，晋能风电所产电力全部并入山西电网，上网电价由山西省物价局核定，并按照上网量每月与国家电网山西省电力公司现金结算一次。2018年，晋能风电已建成风电装机容量合计84.30万千瓦，全年共完成发电15.78亿千瓦时，较上年增长44.24%；实现上网电量15.54亿千瓦时，较上年增长44.29%。晋能风电下辖风电项目均处于上网电价最高的第四类风电资源区，平均上网电价为0.64元/千瓦时，2018年公司实现风电售电收入7.94亿元，较上年增长40.53%。

公司光伏发电业务由晋能清洁能源光伏发电有限责任公司（以下简称“晋能光伏”）负责运营。截至2018年底，晋能光伏已建成光伏发电装机容量合计37.58万千瓦。2018年当年完成发电量5.11

亿千瓦时，上网电量为 5.00 亿千瓦时，光伏发电项目平均上网电价为 0.85 元/千瓦时，2018 年实现光伏发电收入 3.86 亿元，较上年增长 61.51%。

总体看，2018 年，公司水电、风电及光伏装机规模有所增长，发电收入规模明显增长，对公司发电业务收入形成补充，有利于公司装机结构的完善。

(2) 配电业务

公司配电收入大部分来自售电收入，具体业务模式较上年未发生变化，仍主要从山西省电力公司采购电能，通过电网配送并销售给下游终端客户，电力采购价格及销售价格均由物价部门确定，公司获取购销差价。截至 2019 年 3 月底，公司共拥有变电站 119 座，其中，220kV 变电站 6 座，容量 1,830MVA，220kV 线路 357kM；110KV 变电站 46 座，容量 3,850MVA，110KV 线路 1,526kM；35kV 变电站 67 座，容量 919.65MVA，35kV 线路 1,576KM。

受区域用电需求增长影响，2018 年，公司完成配电量 91.53 亿千瓦时，较上年增长 13.18%，平均售电电价为 565.65 元/兆瓦时，较上年下降 2.14%。由于配电量增加的影响，公司全年配电业务收入规模同比增长 17.11%至 44.08 亿元。

表 12 公司配电业务主要经营数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
配电量（亿千瓦时）	68.73	80.87	91.53
平均售电价（元/兆瓦时）	608.59	578.02	565.65
配电设施完成投资（亿元）	3.90	3.90	2.30
变电站个数（座）	119	118	119
线路长度（公里）	16,171	14,762	17,230
变电总容（万千伏安）	680.50	680.50	659.97

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，受区域用电需求增加的影响，公司配电量和配电收入明显增长，售电电价略有下降。

3. 煤炭板块

(1) 煤炭开采

跟踪期内，公司煤炭开采业务运营主体仍为山西三元煤业股份有限公司（以下简称“三元煤业”）、山西长治王庄煤业有限责任公司（以下简称“王庄煤业”）、山西马堡煤业有限公司（以下简称“马堡煤业”）和山西煤炭运销集团吉县盛平煤业有限公司（以下简称“盛平煤业”），相关运营实体均运营正常。截至 2018 年底，上述煤矿共拥有煤炭资源储量 5.54 亿吨，核定总产能为 770 万吨/年，较上年基本保持稳定。2018 年，上述矿井产量合计 734.34 万吨，较上年下降 0.93%；其中盛平煤业产量下降且持续低于核定产能，主要系盛平煤业现工作面处于未采期，正在进行技改所致。

表 13 截至 2018 年底公司下属各煤矿基本情况（单位：亿吨、万吨/年、年、%）

运营主体	资源储量	核定产能	剩余服务年限	煤种
三元煤业	2.54	260	93	贫瘦煤、贫煤
王庄煤业	1.58	240	49	焦煤、贫煤
马堡煤业	0.92	150	40	焦煤、贫煤
盛平煤业	0.50	120	36	焦煤、贫煤、贫瘦煤
合计	5.54	770	--	--

资料来源：公司提供

2018年，公司平均吨煤成本202.83元/吨，较上年基本持平；平均吨煤售价600.60元/吨，较上年上升10.10%；平均吨煤毛利397.76元/吨，较上年增长15.68%。2018年，公司自产煤炭销量722.00万吨，较上年增长14.16%。

(2) 煤炭贸易及物流

在煤炭贸易业务方面，公司下游终端客户主要分布在各大电力、钢铁、水泥等行业，截至2018年底，公司拥有煤炭发运站111个，获得铁路发运计划4,500万吨，实现煤炭贸易收入为172.42亿元。

总体看，2018年，公司自产煤炭产量较为稳定，销量有所增长，吨煤毛利有所增加，煤炭产业运营良好。

4. 非煤贸易及其他

公司非煤贸易及其他业务主要包括光伏组件生产与销售、房地产销售、金属贸易、设备销售及委托贷款业务，相关业务均由下属各级子公司负责运营。2018年，公司房地产销售收入由上年的4.24亿元大幅减少至0.90亿元，主要系子公司山西国电置业有限公司因资产重组不再纳入合并范围所致。2018年，公司生产电池组件1,617.22MW，光伏组件生产与销售实现销售收入33.74亿元，较上年增长6.33%；但由于光伏行业政策导致光伏组件下游需求受到影响，光伏组件毛利率有所下降。

总体看，2018年，公司房地产收入大幅下降，光伏组件业务收入有所增长，但毛利率略有下降。

5. 经营效率

2018年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为6.95次、14.58次和0.38次，较上年的6.49次、8.49次和0.31次有所上升，主要系公司收入规模和成本规模增加所致。公司经营效率较高。

总体看，2018年，公司经营效率有所提升。

6. 在建项目

截至2019年3月底，公司在建工程均为在建发电项目，总投资规模116.25亿元，已累计投资64.43亿元，2019年内尚需投资30.45亿元。资金来源方面，公司在建项目投资均采取20%自筹资本金和80%项目贷款的资金筹集方式。考虑到相关项目将于2019~2020年陆续投产，短期内公司仍面临较大的融资需求。

公司以持有的晋能保德2×660MW低热值煤发电工程100%股权参与投资苏晋能源公司，待协议完成后该项目将不再纳入公司合并范围，为此，2019年度未列相关投资计划。

表14 截至2019年3月底公司电力板块主要在建工程情况（单位：亿元、年）

企业名称	总投资	已完成投资	2019年预计投资	投资回收期	预计完工时间	资金来源
晋能保德2×660MW低热值煤发电工程	49.11	33.87	--	11.33	2019.12	20%自筹资本金，80%项目贷款
晋能孝义2×35万千瓦低热值煤发电工程	28	15.67	12.33	11.52	2019.12	20%自筹资本金，80%项目贷款
晋能清洁能源风力发电有限公司	39.14	14.89	18.12	9.84	2020.12	20%自筹资本金，80%项目贷款
合计	116.25	64.43	30.45	--	--	--

资料来源：公司提供

注：2018年9月，子公司阳光发电与江苏国信股份有限公司等4家公司签订合作协议，共同成立苏晋能源控股有限公司，公司拟以其持有的晋能保德2×660MW低热值煤发电工程100%股权参与注资苏晋能源控股有限公司，待协议完成后该项目将不再纳入公司合并范围，因此2019年度未列相关投资计划。

总体看，公司在建项目投资均采取 20% 自筹资本金和 80% 项目贷款的资金筹集方式，公司对外融资需求较大，但随着未来公司在建项目的陆续投产，公司装机容量将进一步上升，发电能力将得到增强。

7. 关联交易

由于长期形成的业务关系及生产环节的接续性，公司与关联方在煤炭等原燃料采购和电力、天然气等产品销售方面存在一定关联交易。2018 年，公司向关联方销售商品为 212,162.72 万元，占营业总收入的比例为 5.63%；公司向关联方采购商品为 499,061.09 万元，占营业总成本的比例分别为 13.54%。

公司严格执行关联交易的相关制度，严格履行关联交易的批准程序，保证关联交易的公正透明，最大限度保障公司的利益。

总体看，受业务需要影响，公司采购涉及的关联交易规模较大。

8. 重要事项

根据山西省政府进一步加强“晋电送苏”及能源战略合作，以及落实国家能源战略和部署要求，公司全资子公司阳光发电以现金和其全资子公司晋能保德煤电有限公司（以下简称“保德煤电”）全部股权按市场评估价值作价出资额共计为 5.7 亿元人民币，与江苏国信股份有限公司等 4 家公司合作，共同成立苏晋能源控股有限公司，阳光公司持股比例 9.5%。该投资行为已经山西省国资委批准。具体详见上海证券交易所网站披露的《山西国际电力集团有限公司关于三级子公司山西阳光发电有限责任公司调整对外投资参与设立苏晋能源控股有限公司的公告》。

截至本报告出具，苏晋能源控股有限公司已完成工商注册登记手续。保德煤电审计评估工作正在进行中。

9. 经营关注

（1）行业周期性风险

煤炭、电力行业均为周期性行业，虽然公司煤电一体化优势明显，但当前经济增幅放缓，社会用电量需求走低，如火电行业仍未回暖，可能对公司盈利能力产生负面影响。

（2）产能过剩风险

近年来，我国经济发展步入新常态，经济增速放缓，结构调整加快，电力和煤炭需求增速出现大幅下降。公司发电业务涉及水电、风电、火电等，相关项目的投资规模大、投资回收期长，公司面临着一定的资金压力。发电业务易受经济发展状况、相关行业政策以及上网电价波动等因素的影响，考虑到电力市场整体过剩，公司在役及在建项目未来经营效存在一定的不确定性。

（3）安全生产隐患

公司主营业务集中在电力行业和煤炭行业，生产安全十分重要。公司近年不断加大安全生产建设投入，但突发安全事件出现的可能性依然存在。同时，不可预见的因素或者企业日常生产中的安全生产薄弱环节和安全隐患可能触发突发事件，一定程度上易对公司业务运营造成不利影响。

（4）投资支出压力

公司在建工程规模较大，公司在建项目投资均采取 20% 自筹资本金和 80% 项目贷款的资金筹集方式，尚需投资规模仍较大，公司对外融资需求较大。

10. 未来发展

2018年，晋能集团将集团战略目标由“建设一流综合能源集团”升级为“建设一流清洁能源集团”，建立以“清洁能源为主业，煤炭、电力（电网）、房地产为辅业，新材料、金融为新产业”的“一主、三辅、两新”产业体系。作为晋能集团两个重要子公司之一，公司产业分布涵盖晋能集团全部清洁能源产业板块、电力（电网）产业板块及部分煤炭产业板块，因此公司战略是对晋能集团新战略的重要分解和协同。未来，公司把清洁能源作为集团转型发展的主要目标和主攻方向，坚定不移地推进清洁能源向规模化、高端化发展，坚定不移地推进煤炭、电力（电网）向清洁化、高效化转型，加快构建具有晋能特色的清洁能源产业体系。

总体看，公司作为晋能集团重要子公司，发展战略围绕电力清洁化及清洁能源展开，定位清晰。

六、财务分析

公司提供的2018年合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。在合并范围变化方面，2018年，公司通过非同一控制下的企业合并新增SunEdison Solar Holding 1 (Hong Kong) Ltd一家子公司，因集体所有制改制新增阳泉尚源电力设备检修有限公司、山西晋合电力有限公司2家子公司；公司用山西国电置业有限公司100.00%股权对晋能房地产公司增资，山西国电置业有限公司不再纳入合并范围。在财务数据可比性方面，财务合并范围变化较小，对公司财务数据整体可比性的影响较小。

财政部于2018年6月15日发布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）以及《关于2018年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，对一般企业财务报表格式进行了修订。公司在资产负债表中，将“应收票据”和“应收账款”重分类至新增的“应收票据及应收账款”中；将“应收利息”、“应收股利”重分类至“其他应收款”中；将“固定资产清理”重分类至“固定资产”中；将“工程物资”重分类至“在建工程”中；将“应付票据”和“应付账款”重分类至新增的“应付票据及应付账款”中；将“应付利息”、“应付股利”重分类至“其他应付款”中；将“专项应付款”重分类至“长期应付款”中；在利润表中，将“管理费用”项下的“研发费用”单独分拆出来。在财务费用项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目；企业按照相关规定采用追溯调整法，对可比会计期间的比较数据进行相应调整。上述会计政策的变更，对公司财务数据可比性影响较小。

截至2018年末，公司合并资产总额985.03亿元，负债合计748.84亿元，所有者权益（含少数股东权益）236.19亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计188.38亿元。2018年，公司实现营业总收入376.63亿元，净利润（含少数股东损益）6.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.59亿元；经营活动产生的现金流量净额为55.08亿元，现金及现金等价物净增加额-39.32亿元。

1. 资产质量

截至2018年末，公司资产合计985.03亿元，较年初下降2.66%。其中，流动资产占41.67%，非流动资产占58.33%，资产结构仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计410.47亿元，较年初下降11.55%；流动资产主要由货币资金（占32.31%）、应收账款（占12.63%）、预付款项（占10.05%）、其他应收款（占31.83%）和其他流动资产（占6.64%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 132.61 亿元，较年初下降 22.09%，主要系偿还借款等支出增加所致。其中，银行存款占 87.88%，其他货币资金占 12.12%。公司受限制货币资金 15.86 亿元，占货币资金的比重为 11.96%，主要为其他货币资金中的银行承兑汇票保证金、信用证保证金等，货币资金受限规模较小。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 51.86 亿元，较年初增长 3.27%。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占 96.61%，其中，1 年以内的应收账款占 69.34%，1 至 2 年的应收账款占 25.77%，其余为 2 年以上。公司已累计计提应收账款坏账准备 3.02 亿元，计提比例为 5.50%。截至 2018 年底，公司应收前五大客户合计金额占比为 50.30%，其中国网山西省电力公司应收账款占比为 36.12%，集中度较高。公司应收账款欠款企业主要为电网公司、大型国有企业和综合型企业，欠款单位质量较好，整体应收账款回收风险小。

截至 2018 年底，公司预付账款为 41.26 亿元，较年初增长 0.20%，主要为公司向山西煤炭运销集团等关联方预付的煤炭采购款。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 130.64 亿元，较年初增长 3.10%。截至 2018 年底，公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 67.00%，其中主要为晋能集团有限公司的往来款（87.96 亿元），主要为公司控股股东晋能集团实行资金集中管理，对公司资金进行集中上划；按账龄法计提坏账准备的其他应收款占 32.73%。截至 2018 年底，公司已累计计提其他应收款坏账准备 3.42 亿元。公司其他应收款前五大欠款方合计占比为 88.49%，其中晋能集团往来款占比为 65.61%，集中度较高，但回收风险较低。公司其他应收款规模较大，一定程度上影响了公司资金的流动性。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 27.25 亿元，较年初下降 17.27%，主要系银行理财产品减少所致。公司其他流动资产主要由待抵扣进项税（占 60.92%）、待投资款（占 29.36%）和银行理财产品（占 8.91%）构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 574.56 亿元，较年初增长 4.87%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.99%）、长期股权投资（占 7.46%）、固定资产（占 54.74%）、在建工程（占 18.13%）和无形资产（占 6.20%）构成。

公司可供出售金融资产主要包括持有山西证券股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、山西太钢不锈钢股份有限公司、晋商银行股份有限公司等股权。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 34.40 亿元，较年初减少 16.09%，主要系按公允价值计量的山西证券股份有限公司等股权期末每股价格同比下降所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 42.84 亿元，较年初增长 7.85%，主要系对晋能房地产有限公司等联营企业追加投资所致。其中，北京京能电力股份有限公司期末余额占 42.21%，浙江浙能嘉兴发电有限公司期末余额占 17.70%，晋能房地产有限公司期末余额占 6.50%。

截至 2018 年底，公司固定资产 314.53 亿元，较年初增长 9.10%，主要系在建工程完工转入固定资产所致。公司固定资产累计计提折旧 189.45 亿元，固定资产成新率为 62.44%，成新率一般。截至 2018 年底，公司计提固定资产减值准备 0.48 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 104.16 亿元，较年初增长 5.76%，主要系公司年内增加对内蒙古七和风力发电有限公司内蒙古察右中旗大板梁风电场 250MW 工程等多个工程的投资所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 35.62 亿元，较年初下降 1.26%。无形资产主要由土地使用权及采矿权构成，分别占比 46.31% 和 46.15%。

截至 2018 年底，公司受限资产总额为 80.14 亿元，占总资产的 8.14%，受限资产占比小。

表 15 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	15.86	银行承兑汇票保证金、信用保证金、土地复核保证金、用于担保的定期存款或通知存款
应收票据及应收账款	0.13	银行承兑汇票质押背书 350 万元，国科公司质押借款 914.8 万元
固定资产	33.82	售后租回抵押
无形资产	0.70	不动产抵押
在建工程	2.32	售后租回抵押
其他	27.32	质押担保
合计	80.14	--

资料来源：公司审计报告

总体看，截至 2018 年底，公司资产仍以非流动资产为主，非流动资产中固定资产占比较高，符合电力生产企业特征；公司流动资产中货币资金较为充裕，但其他应收款规模较大，一定程度上影响了公司资金的流动性，公司整体资产质量较高。

2. 负债和所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 748.84 亿元，较年初下降 2.93%。其中，流动负债占 33.05%，非流动负债占 66.95%，负债结构仍以非流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债合计 247.53 亿元，较年初增长 3.74%。流动负债主要由短期借款（占 9.12%）、应付票据（占 8.43%）、应付账款（占 26.92%）、预收款项（占 7.59%）、其他应付款（占 10.03%）和一年内到期的非流动负债（占 29.70%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 22.58 亿元，较年初下降 13.26%，主要系公司为降低财务成本降低融资规模所致；应付票据 20.88 亿元，较年初增长 9.46%；应付账款 66.64 亿元，较年初增长 19.46%，主要系新建风电项目增加工程应付款和煤炭贸易业务由于贸易量增加导致应付款增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 18.78 亿元，较年初大幅增长 26.75%，主要系煤炭业务收入增长，公司预收煤炭货款增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 24.82 亿元，较年初下降 9.15%，主要系公司质保金减少所致。公司其他应付款主要由往来款（占 70.44%）、质保金（占 9.69%）和押金保证金（占 7.89%）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 73.51 亿元，较年初下降 10.23%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

（2）非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 501.31 亿元，较年初下降 5.91%，主要系长期借款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 36.53%）、应付债券（占 32.21%）和长期应付款（占 25.88%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 183.13 亿元，较年初大幅减少 11.06%，主要系部分存续期不到一年的长期借款重分类至一年以内到期的非流动负债所致。其中，质押借款占 25.69%，保证借款占 51.52%，信用借款占 22.80%。截至 2018 年底，长期借款中 1~2 年到期金额为 28.75 亿元，2~3 年到

期金额为 6.32 万元，3~4 年到期金额为 5.49 亿元，4~5 年到期金额为 7.00 亿元；1~2 年到期金额较大。

截至 2018 年底，公司应付债券 161.49 亿元，较年初下降 0.71%。应付债券中 1~2 年到期金额为 72.92 亿元，2~3 年到期金额为 4.39 亿元，3~4 年到期金额为 39.39 亿元，存在一定集中偿付压力。

公司长期应付款主要为融资租赁款和债权投资计划等，截至 2018 年底，公司长期应付款 129.76 亿元，较年初下降 1.37%。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 591.35 亿元，较年初下降 5.70%，长短期债务均有所减少；其中，短期债务占 19.78%，长期债务占 80.22%。截至 2018 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较上年下降 0.21 个百分点、0.82 个百分点和 0.77 个百分点，分别为 76.02%、71.46% 和 66.76%，公司债务负担略有下降，但债务负担仍较重。

总体看，截至 2018 年底，公司负债较年初略有下降，其中非流动负债占比较大，负债结构与资产结构的匹配性好，公司负债水平高、债务负担较重，但公司债务以长期债务为主，短期内集中偿付压力一般。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 236.19 亿元，较年初下降 1.79%，其中归属于母公司的所有者权益占 79.76%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 35.02%）、资本公积（占 24.77%）、其它综合收益（占 5.03%）和未分配利润（占 31.36%）构成，公司权益稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益规模较为稳定，其中实收资本及资本公积所占比重大，权益结构稳定性尚可。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 376.63 亿元，同比增长 22.69%，主要系公司主要业务板块规模增长所致；公司营业利润同比大幅增长 358.52% 至 13.72 亿元；实现净利润 6.97 亿元，同比大幅增长 448.09%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用 38.81 亿元，同比增长 6.42%，主要系销售费用和财务费用增加所致。其中，销售费用较上年同期增长 27.93% 至 4.87 亿元，主要系运输费和销售人员职工薪酬增加所致；管理费用较上年同期减少 2.48% 至 13.94 亿元；财务费用较上年增长 7.29% 至 18.39 亿元，主要系部分新增债务成本较高所致；2018 年，公司费用收入比 10.31%，较上年略有下降。

2018 年，公司投资收益为 1.27 亿元，较上年下降 17.12%，主要系可供出售金融资产等取得的投资收益减少所致；公司投资收益占营业利润的比重为 9.24%。2018 年，公司实现其他收益 4.32 亿元，较上年增长 30.59%，主要系收到农网还贷补贴资金及供热补贴同比增加所致；其他收益占公司营业利润的 31.49%。2018 年，公司获得营业外收入 0.26 亿元，较上年下降 63.22%，主要系国网双细则考核奖励收入、非流动资产毁损报废利得减少所致；营业外收入占公司利润总额的比重为 1.92%。公司盈利对投资收益以及政府补助仍存在一定依赖。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率及净资产收益率分别较上年上升 0.72 个百分点、0.78 个百分点、1.08 个百分点和 2.40 个百分点，分别为 12.39%、4.05%、4.07% 和 2.92%。

总体看，2018 年，公司营业收入明显增长，利润规模大幅增长，但公司盈利对投资收益以及政府补助仍存在一定依赖。

4. 现金流

从经营活动来看, 2018年, 公司经营活动现金流入规模为520.68亿元, 经营活动现金流出规模为465.60亿元, 分别较上年增长4.61%和0.48%, 升幅明显小于营业收入及成本增长幅度, 主要系本期与其他单位之间往来款项发生额同比减少, 导致收到的与其他经营活动有关的现金和支付的其他经营活动有关的现金分别同比减少54.61亿元、70.01亿元所致。2018年, 公司经营活动产生的现金流量净额为55.08亿元, 较上年大幅增长60.26%。2018年, 公司现金收入比为105.99%, 与上年基本持平, 公司收入实现质量较高。

在投资活动方面, 2018年, 公司投资活动现金流入26.82亿元, 较上年大幅下降73.52%, 主要系理财产品到期规模减少所致; 公司投资活动现金流出58.36亿元, 较上年大幅下降60.10%, 主要系购买理财产品减少所致。2018年, 公司投资活动产生的现金流量净额为-31.54亿元, 仍呈净流出状态, 但净流出规模较上年的-45.00亿元有所下降。

从筹资活动来看, 2018年, 公司筹资活动现金流入规模为124.76亿元, 同比下降56.69%, 主要系上年同期发行债券105亿元所致; 筹资活动现金流出规模为187.61亿元, 同比下降22.00%, 主要系晋能集团对公司实行资金集中管理上划归集资金同比减少。综上, 公司筹资活动产生的现金流量净额为-62.85亿元, 转为净流出。

总体看, 2018年, 公司经营活动净现金流规模较大, 收入实现质量较高。由于公司目前仍保持一定规模的在建项目投入, 投资活动现金流仍为净流出, 公司仍面临一定的筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2018年公司流动比率和速动比率分别为1.66倍和1.60倍, 较年初的1.94倍和1.82倍有所下降; 现金短期债务比为1.22倍, 较年初的1.44倍有所下降, 主要系公司现金类资产减少所致, 但公司现金类资产对短期债务的覆盖程度仍处较高水平。整体看, 公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看, 2018年, 公司EBITDA为67.76亿元, 较上年增长27.90%, 主要系利润总额增加所致; 其中利润总额占19.60%、折旧占37.96%、计入财务费用的利息支出占40.39%、摊销仅占2.05%。2018年, 公司EBITDA全部债务比为0.11倍, EBITDA利息倍数1.99倍, 公司EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱, 对利息的覆盖程度一般。整体看, 公司长期偿债能力偏弱。

截至2018年底, 公司已获金融机构授信583.08亿元, 尚未使用授信额度为329.36亿元, 公司间接融资渠道通畅。

截至2018年底, 公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G1014010700128070E), 截至2019年5月28日, 公司无未结清不良信贷信息, 已结清信息中存在2笔关注类贷款, 已正常收回。

在对外担保方面, 截至2018年底, 公司为合并范围以外的单位提供担保金额共计41.44亿元, 占公司所有者权益的17.55%, 所占比重相对较高。主要担保对象为晋能集团有限公司、山西煤炭运销集团有限公司、山西燃气产业集团有限公司等山西省内的国有控股企业。其中, 公司对山西燃气产业集团有限公司担保13.42亿元, 山西燃气产业集团有限公司经营情况较差, 但其划转山西省国新能源发展集团有限公司时, 山西省国新能源发展集团有限公司与公司签订反担保协议, 对上述担保提供反担保。

截至2018年底, 公司下属子公司长治市欣隆煤矸石电厂有限公司逾期委托贷款0.20亿元, 因经办银行核销该笔委托贷款, 该笔委托贷款已转为股东借款, 在“其他应付款”列示。2018年, 公

司新增逾期有息债务且单笔债务金额超过 1,000 万元包括：（1）公司三级子公司国锦煤电应付融资租赁款项 2,824.19 万元，该笔债务由公司担保，已于 2018 年 2 月 6 日由公司全部代为清偿；（2）国锦煤电应付银行承兑汇票款 1,086.21 万元，该笔债务由公司担保，已于 2018 年 2 月 6 日由公司全部代为清偿。

总体看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力偏弱，但综合考虑公司所处区域行业地位高，经营获现能力较强，以及未来随着经营规模的扩大和在建项目的完工，能够对偿债形成较好的保障等优势，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产达 142.46 亿元，约为“15 晋电 01”、“15 晋电 02”、“17 晋电 01”和“17 晋电 05”本金合计（75.00 亿元）的 1.90 倍；净资产达 236.19 亿元，约为债券本金合计（75.00 亿元）的 3.15 倍，较大规模的现金类资产和净资产对“15 晋电 01”、“15 晋电 02”、“17 晋电 01”和“17 晋电 05”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 67.76 亿元，约为债券本金合计（75.00 亿元）的 0.90 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入和现金流量净额分别为 520.68 亿元和 55.08 亿元，约为债券本金合计（75.00 亿元）的 6.94 倍和 0.73 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高，经营活动现金流净额对债券本金覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、区域竞争、外部支持等因素，公司对“15 晋电 01”、“15 晋电 02”、“17 晋电 01”和“17 晋电 05”的偿还能力很强。

八、担保方分析

公司存续的“15 晋电 01”和“15 晋电 02”均由晋能集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 主体概况

晋能集团是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在煤销集团与山西国电的基础上合并重组成立的现代化综合能源公司，初始注册资本 1.36 亿元，后经增资，注册资本增加到 360 亿元。2014 年 12 月，山西省财政厅拨付 17 亿元用于补充公司资金本金，公司于 2015 年 3 月收到增资款，增加后实收资本为 377 亿元。2015 年 8 月，随燃气板块划转拨付山西国新能源发展集团有限公司 4.40 亿元，公司实收资本相应减少 4.40 亿元。截至 2018 年底，公司注册资本 360 亿元，实收资本为 372.60 亿元，山西省国有资本投资运营有限公司（下称“山西国投”）持有公司 64.06% 股权，为公司第一大股东；公司实际控制人为山西省国资委。

截至 2018 年底，晋能集团合并资产总额 2,686.67 亿元，负债合计 2,078.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）607.82 亿元，其中归属于母公司权益合计 445.38 亿元。2018 年，晋能集团实现营业收入 1,036.56 亿元，净利润（含少数股东损益）18.39 亿元，其中归属于母公司的净利润 4.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 100.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 -60.89 亿元。

晋能集团注册地址：太原市迎泽区开化寺街 86 号五层；法定代表人：李国彪。

2. 经营情况

2018年，晋能集团实现营业收入为1,036.56亿元，较上年增长0.72%；实现营业利润33.39亿元，净利润18.39亿元，分别较上年增长355.69%和152.74%。

收入构成方面，2018年，煤炭生产板块收入较上年增长19.57%，主要系煤炭销量增加以及销售价格上升所致；其收入占比为23.47%，较上年上升3.7个百分点。贸易物流板块收入较上年下降13.39%，主要系公司适当收缩贸易规模所致；其收入占比较上年下降8.58个百分点至52.74%。电力板块收入较上年增长21.68%，主要系发电量增加以及电价上升所致；其收入占比较上年上升1.94个百分点至11.29%。清洁能源板块收入较上年增长12.82%，主要系风电等清洁能源装机规模增长，以及光伏组件销售收入增加所致；其收入占比为4.36%，较上年变动不大。公司多元板块包括房地产、装备产业、旅游酒店等业务，2018年，实现收入84.31亿元，较上年增长44.66%，主要系房地产收入规模扩大所致；其收入占比较上年上升2.47个百分点至8.13%。

表 16 晋能集团营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭生产	129.13	18.18	38.02	203.48	19.77	49.17	243.31	23.47	50.66
贸易物流	363.94	51.25	3.80	631.11	61.32	3.08	546.63	52.74	4.81
电力	85.90	12.10	13.25	96.21	9.35	5.05	117.07	11.29	7.49
清洁能源	23.97	3.38	29.08	40.10	3.90	23.89	45.24	4.36	24.34
多元	107.20	15.10	11.60	58.28	5.66	18.82	84.31	8.13	14.81
合计	710.14	100.00	13.19	1,029.18	100.00	14.08	1,036.56	100.00	17.54

资料来源：晋能集团提供

注：上表中 2016 年营业收入合计数与财务部分中的 2016 年度营业收入有差异，原因在于财务数据中 2016 年数据取自 2017 年度财务报告上期数，上表 2016 年收入数据为当期财务报告当期数。

毛利率方面，2018年，受煤炭价格仍处于高位以及直供长协电力交易价格上升等因素影响，煤炭生产、贸易物流、电力和清洁能源毛利率分别较上年上升1.49个、1.73个、2.44个和0.45个百分点。多元业务板块毛利率较上年下降4.01个百分点至14.81%。2018年，晋能集团综合毛利率17.54%，较上年上升3.46个百分点。

总体看，2018年，晋能集团仍以电力和煤炭业务为主，收入和利润规模有所增长，毛利率略有上升。

3. 业务运营情况

(1) 煤炭板块

晋能集团子公司煤销集团作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快发展。晋能集团整合矿区井田规划总面积 1,293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 154 座。目前晋能集团煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。

截至2018年底，晋能集团原煤核定产能为14,205万吨。其中，在产煤矿67座，产能7,545万吨；在建煤矿25座，产能2,265万吨；停缓建煤矿62座，产能4,395万吨。随着整合矿井改扩建的推进，2018年，晋能集团原煤产量为8,448万吨，较上年增长14.69%；商品煤销量6,205.50万吨，较上年增长16.86%。2018年，晋能集团煤炭平均生产成本193.47元/吨，较上年变动不大；平均售价392.10元/吨，

较上年上升5.76%。

安全生产方面，2018年，晋能集团煤炭死亡率为0.083人/百万吨，较上年的0.136人/百万吨有所下降。2018年，晋能集团未发生超过3人死亡的较大事故。

总体看，晋能集团下属煤矿资源储量丰富，煤种齐全，产量较大。2018年，晋能集团煤炭产销量增长、销售价格有所上升。同时，晋能集团煤炭板块所属行业为高危行业，煤炭开采过程具有一定的危险性，2018年，晋能集团百万吨死亡率有所下降。

(2) 贸易物流板块

晋能集团贸易物流板块主要为煤炭运销业务，包括公路煤炭运输业务和铁路煤炭运输业务。

截至2018年底，晋能集团拥有煤炭超市和煤炭储配中心13个，其中煤炭超市4家，储配中心9家，吞吐规模达4,500万吨，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求。晋能集团自购运输车辆634辆，运力约1.9万吨；整合社会车辆14,783辆，整合运力约44.3万吨。

晋能集团拥有铁路发运站点111座，发煤站69座，铁路专用线4条，主要分布在大秦线、朔黄线、石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国26个省市，与山西省内其他煤炭运输企业相比，晋能集团铁路煤运设施优势较为明显。

2018年，晋能集团煤炭贸易量为12,786.67万吨，较上年下降22.05%。其中，自产煤年采购量达7,000万余吨，外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。

从下游客户情况来看，晋能集团共为省内外400余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地，主要客户为国家能源投资集团有限责任公司、中国石油化工集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司等大型企业。铁路下游销售区域主要分为两种，一是通过铁路直达到达的主要销售区域有山东、河南、河北、江苏、湖北等省份；二是通过下水到达的区域有浙江、广东等省份。

从结算情况来看，晋能集团针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60天到期结算方式，对其他各类用户实行预收款结算方式。主要包括两种结算方式，一是一票结算，以到厂价作为增值税发票开具价格；二是两票结算，以车板价作为增值税发票开具价格，铁路运费单独结算。

总体看，2018年，晋能集团贸易量有所减少，但贸易物流板块仍是晋能集团重要的收入贡献板块。

(3) 电力、清洁能源板块

晋能集团电力板块、清洁能源板块运营主体为山西国电，详细内容见山西国电经营分析中的电力业务板块。

(4) 多元化板块

晋能集团多元化业务板块包含房地产、装备制造、文化旅游、多经产业等板块。2018年，实现收入84.31亿元，较上年增长44.66%，主要系房地产收入规模扩大所致。

晋能集团房地产目前主要在建项目为万景嘉苑项目，项目按规定办理相关手续，证照齐全，该项目总用地161亩，总建筑面积38万平米，概算总投资27亿元，项目建设期为2017~2021年，截至2018年底，累计完成投资12.50亿元，2019年计划投资2.5亿元。

总体看，晋能集团业务以煤炭产业、电力产业、贸易物流产业为主要支撑，以新能源业务及多元业务产业为补充，具有经营规模大、业务结构多元的特点。

4. 财务分析

晋能集团提供的 2018 年财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。从合并范围变化来看，2018 年，晋能集团通过收购新增子公司 13 个，通过清算注销方式减少子公司 38 个。晋能集团主营业务未发生变化，财务可比性强。

截至 2018 年底，晋能集团合并资产总额 2,686.67 亿元，负债合计 2,078.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）607.82 亿元，其中归属于母公司权益合计 445.38 亿元。2018 年，晋能集团实现营业收入 1,036.56 亿元，净利润（含少数股东损益）18.39 亿元，其中归属于母公司的净利润 4.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 100.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-60.89 亿元。

（1）资产质量

截至 2018 年底，晋能集团总资产规模 2,686.67 亿元，较年初增长 2.50%。其中，流动资产占 22.46%，非流动资产占 77.54%，资产结构较年初变化较小，仍以非流动资产为主。

截至 2018 年底，晋能集团流动资产合计 603.45 亿元，较年初下降 13.24%，主要系货币资金和应收账款减少所致。晋能集团流动资产主要由货币资金（占 36.65%）、应收票据（占 6.64%）、应收账款（占 7.98%）、预付款项（占 8.39%）、其他应收款（占 9.77%）、存货（占 24.95%）和其他流动资产（占 5.34%）构成。

截至 2018 年底，晋能集团货币资金 221.14 亿元，较年初下降 14.78%，主要系在建项目投入资金增加以及融资规模下降所致。晋能集团货币资金主要由银行存款（占 79.44%）和其他货币资金（占 20.55%）构成。其中，受限金额为 44.51 亿元，占 20.13%，主要包括银行承兑汇票保证金，受限比例一般。

截至 2018 年底，晋能集团应收票据 40.07 亿元，较年初增长 8.86%，主要系票据结算比例提高所致。晋能集团应收票据全部由银行承兑汇票构成。

截至 2018 年底，晋能集团应收账款账面价值 48.17 亿元，较年初下降 21.01%，主要系晋能集团集中清缴欠款以及票据结算比例提高所致。截至 2018 年底，晋能集团应收账款累计计提坏账准备 21.77 亿元，计提比例为 31.12%。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占 97.10%，1 年以内占 21.91%，1~2 年的占 32.33%，2~3 年的占 4.25%，3 年以上的占 41.51%，晋能集团应收账款账龄较长。从集中度来看，前五名应收账款余额合计 33.34 亿元，占比为 47.67%，均为非关联企业；其中国网山西省电力公司应收账款余额占比为 28.34%，集中度高，但回收风险较低。

截至 2018 年底，晋能集团预付款项 50.61 亿元，较年初下降 18.79%，主要系晋能集团降低预付款比例所致。

截至 2018 年底，晋能集团其他应收款 58.96 亿元，较年初下降 43.97%，主要系部分企业纳入合并范围，合并口径其他应收款减少。截至 2018 年底，晋能集团其他应收款累计计提坏账准备 25.19 亿元，计提比例 29.94%。晋能集团单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款余额占 19.43%，按账龄分析法计提坏账准备占 79.46%，其中 1 年以内的占 27.08%，1~2 年的占 46.75%，2~3 年的占 5.22%，3 年以上的占 20.95%，部分其他应收款账期较长。晋能集团其他应收款主要为往来款以及保证金等，截至 2018 年底，前五名其他应收款欠款企业的余额合计为 11.80 亿元，占其他应收款余额的 20.02%，集中度尚可。整体看，晋能集团其他应收款账龄较长，对晋能集团流动资金形成一定占用。

截至 2018 年底，晋能集团存货 150.58 亿元，较年初增长 14.76%，主要系原材料增加所致。晋能集团存货主要由原材料（占 13.31%）、自制半成品及在产品（占 46.87%）和库存商品（占 37.53%）构成。截至 2018 年底，晋能集团累计计提存货跌价准备 1.23 亿元，计提比例为 0.81%。考虑到煤炭价格的不稳定因素，晋能集团存货面临着一定的跌价风险。

截至2018年底，晋能集团其他流动资产32.24亿元，较年初下降14.24%，主要系理财产品减少所致。其他流动资产主要由税费重分类（占85.12%）、理财产品（占9.71%）构成。

截至2018年底，晋能集团非流动资产合计2,083.21亿元，较年初增长8.91%，主要系固定资产和无形资产增加所致。晋能集团非流动资产主要由固定资产（占40.06%）、在建工程（占27.02%）、无形资产（占16.33%）和长期待摊费用（占6.70%）构成。

截至2018年底，晋能集团固定资产账面价值834.62亿元，较年初增长15.15%，主要系部分在建工程完工转固所致。其中，房屋建筑物占51.13%，机器设备占43.66%。截至2018年底，固定资产累计计提折旧396.72亿元，固定资产成新率67.88%，成新率一般。截至2018年底，固定资产累计计提减值准备3.65亿元。

截至2018年底，晋能集团在建工程为562.81亿元，较年初下降0.07%。考虑到部分在建项目目前已停建，存在减值可能，共计提在建工程减值准备1.27亿元。

截至2018年底，晋能集团无形资产账面价值340.12亿元，较年初增长5.33%，主要为采矿权（占84.74%）和土地使用权（占10.00%）。截至2018年底，晋能集团无形资产累计摊销41.15亿元。

截至2018年底，晋能集团长期待摊费用139.53亿元，较年初增长26.28%，主要系纳入长期待摊费用的筹建费及生产准备费等增加所致。

截至2018年底，晋能集团受限资产合计214.49亿元，占总资产的7.98%，受限比例较低。

表 17 截至 2018 年底晋能集团受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	44.51	银行承兑汇票保证金、土地复垦保证金
应收票据及应收账款	2.52	应收票据质押
固定资产	127.17	售后回租
无形资产	9.92	售后回租、抵押
在建工程	2.23	不动产抵押
其他	28.14	股权质押、理财产品质押
合计	214.49	--

资料来源：晋能集团提供

总体看，2018年，晋能集团资产规模保持稳定，结构仍以非流动资产为主；货币资金较为充裕，但受限比例有所上升，其他应收款账龄较长，对流动资金形成一定占用；固定资产规模有所增长，晋能集团整体资产质量仍较好。

（2）负债

截至2018年底，晋能集团负债合计2,078.84亿元，较年初增长0.50%；其中，流动负债占46.72%，非流动负债占53.28%，非流动负债占比较年初上升3.77个百分点。

截至2018年底，晋能集团流动负债为971.25亿元，较年初下降7.01%，主要系短期借款减少所致。流动负债主要由短期借款（占15.06%）、应付票据（占7.35%）、应付账款（占16.87%）、预收款项（占5.93%）、其他应付款（占11.09%）和一年内到期的非流动负债（占34.25%）构成。

截至2018年底，晋能集团短期借款146.26亿元，较年初下降39.49%，主要系晋能集团调整债务结构所致；主要由保证借款（占43.13%）和信用借款（占51.89%）构成。晋能集团短期借款主要用于项目建设和日常运营。

截至 2018 年底，晋能集团应付票据为 71.35 亿元，较年初下降 0.08%，全部为银行承兑汇票。截至 2018 年底，晋能集团应付账款为 163.86 亿元，较年初增长 11.47%，主要系以现金结算的采购款增加所致。账龄方面，1 年以内（含 1 年）占 45.70%；1~2 年（含 2 年）占 18.43%；2~3 年（含 3 年）占 12.93%，3 年以上占 22.95%。

截至 2018 年底，晋能集团预收款项为 57.59 亿元，较年初下降 4.69%。账龄方面，1 年以内（含 1 年）预收账款占 25.11%，1 年以上预收账款占 74.89%。

晋能集团其他应付款主要为有关单位往来款、质保金及保证金。截至 2018 年底，晋能集团其他应付款为 107.73 亿元，较年初增长 14.55%，主要系往来款和采矿权价款增加所致。

截至 2018 年底，晋能集团一年内到期的非流动负债 332.69 亿元，较年初下降 5.62%。

截至 2018 年底，晋能集团非流动负债合计 1,107.59 亿元，较年初增长 8.16%，主系长期借款和应付债券增加所致。晋能集团非流动负债主要由长期借款（占 33.69%）、应付债券（占 46.92%）和长期应付款（占 16.74%）构成。

截至 2018 年底，晋能集团长期借款 373.19 亿元，较年初增长 13.35%。其中，保证借款占 46.34%、信用借款占 36.15%、质押借款占 14.21%。

截至 2018 年底，晋能集团应付债券 519.74 亿元，较年初增长 12.70%，主要系新发型私募债等债券所致。晋能集团应付债券主要包括“2015 年 2 期非公开融资工具”、“2015 年 1 期非公开融资工具”、“2013 年企业债券”、“2012 年企业债券”、“16 晋能 02”、“16 晋能 01”、“12 晋国电”、“15 晋电 01”、“15 晋电 02”、“17 晋电 01”、“17 晋电 02”、“17 晋电 05”、“17 晋电 06”、“18 晋能 01”、“18 晋能 02”等。从到期期限看，截至本报告出具日，2019~2023 年，晋能集团应付债券到期金额分别为 86.20 亿元、249.40 亿元、187.90、45.00 亿元和 15.00 亿元，2020 年和 2021 年存在一定集中偿付压力。

晋能集团长期应付款主要为债权投资计划和融资租赁款。截至 2018 年底，晋能集团长期应付款为 185.40 亿元，较年初下降 6.52%，主要系融资租赁款减少所致。

截至 2018 年底，晋能集团全部债务为 1,628.62 亿元，较年初下降 1.55%；其中短期债务占 33.79%，长期债务占 66.21%，债务结构仍以长期债务为主。债务指标方面，2018 年，晋能集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.38%、72.82%和 63.95%，分别较年初小幅下降 1.54、2.14 和 0.19 个百分点，债务负担有所下降但仍较重。晋能集团其他权益工具中 89.56 亿元为永续债，若将永续债调整为长期债务考虑，全部债务增加至 1,760.31 亿元，晋能集团资产负债率上升至 80.71%，全部债务资本化比率上升至 77.26%，长期债务资本化比率上升至 69.26%。

总体看，2018 年，公司负债规模保持稳定，其中短期借款、长期借款和应付债券等为主的刚性债务的规模较大，晋能集团负债水平高，债务负担重，但债务结构较合理。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，晋能集团所有者权益合计 607.82 亿元，较年初增长 9.98%，主要系其他权益工具增加所致。其中归属于母公司所有者权益为 445.38 亿元，占所有者权益比重为 73.27%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 83.66%，专项储备占 3.32%，其他权益工具占 20.11%，其他综合收益占 2.54%、盈余公积占 0.31%，未分配利润占-12.51%。晋能集团所有者权益中实收资本占比较大，但未分配利润呈亏损状态，权益稳定性一般。

截至 2018 年底，晋能集团其他权益工具 89.56 亿元，较年初增长 80.52%，主要系新发行永续债所致。其构成为晋能集团于 2015 年 9 月发行的 15 晋能 MTN003 中期票据（发行金额 25 亿元，利率 6.28%），2016 年 1 月发行的 16 晋能 MTN001 中期票据（发行金额 5 亿元，利率 6.70%），2016

年9月发行的16晋能MTN002中期票据(发行金额10亿元,利率6.80%),2016年11月发行的16晋能MTN003中期票据(发行金额10亿元,利率6.50%),2018年4月发行的18晋能MTN004中期票据(发行金额10亿元,利率6.50%),18晋能MTN005中期票据(发行金额10亿元,利率6.77%),2018年6月发行的18晋能MTN006中期票据(发行金额10亿元,利率7.50%),2018年7月发行的18晋能MTN007中期票据(发行金额10亿元,利率7.50%)。

总体看,2018年,受新发行永续债影响,晋能集团所有者权益规模有所增长,结构仍以实收资本为主,权益结构稳定性一般。

(4) 盈利能力

2018年,晋能集团实现营业收入1,036.56亿元,同比增长0.72%。2018年,晋能集团实现利润总额35.46亿元,同比上升114.82%;实现净利润18.39亿元,同比增长152.74%,其中归属于母公司所有者的净利润为4.83亿元。

期间费用方面,2018年,晋能集团期间费用合计127.05亿元,同比增长5.98%。其中,销售费用为13.79亿元,同比下降7.41%,主要系运输费减少所致;管理费用为63.38亿元,同比增长13.13%,主要系职工薪酬增加所致;财务费用为48.12亿元,同比增长1.05%。受上述因素影响,2018年,晋能集团费用收入比由11.65%上升至12.26%,整体费用控制能力仍有待提高。

2018年,晋能集团资产减值损失3.61亿元,同比下降18.43%,主要系坏账损失减少所致;资产减值损失规模为营业利润的10.82%,对公司利润形成一定侵蚀。2018年,晋能集团投资收益3.18亿元,同比下降35.05%,主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致;投资收益规模占营业利润的9.54%。2018年,晋能集团其他收益5.45亿元,同比增长52.71%,主要系专利、专项补贴增加所致;其他收益占营业利润的16.32%。2018年,晋能集团营业外收入6.71亿元,同比下降46.68%,主要系与企业日常活动无关的政府补助减少所致;营业外收入占利润总额的18.92%。晋能集团非经常性损益对其盈利规模影响较大。

盈利指标方面,受煤炭价格维持高位以及成交电价上升影响,2018年,晋能集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.64%、3.69%和3.17%,较上年上升0.27个、0.52个和1.83个百分点。整体看,晋能集团盈利水平有所提高。

总体看,晋能集团收入规模保持稳定,盈利规模同比大幅增长,但利润总额对其他收益、投资收益和营业外收入依赖程度仍较高。

(5) 现金流

从经营活动看,2018年,晋能集团经营活动现金流入1,288.40亿元,较上年增长0.65%;同期,晋能集团经营活动现金流出1,188.23亿元,同比下降2.69%。2018年,晋能集团经营活动现金净流入100.17亿元,较上年增长69.85%。2018年,晋能集团现金收入比为117.11%,与上年基本持平,收入实现质量较高。

从投资活动情况来看,2018年,晋能集团投资活动现金流入和流出分别为33.26亿元和108.43亿元,分别较上年下降75.37%和46.53%,主要系理财规模下降,收到及支付的其他与投资活动有关的现金减少所致。2018年,晋能集团投资活动现金流量净额-75.17亿元,净流出规模扩大。

从筹资活动情况来看,2018年,晋能集团筹资活动现金流入649.83亿元,较上年下降19.78%,主要系取得借款收到的现金减少所致;晋能集团筹资活动现金流出为735.72亿元,较上年下降0.14%。2018年,晋能集团筹资活动现金净额为-85.89亿元,由净流入转为净流出。

总体看,晋能集团经营活动现金流规模大,对投资活动所需资金覆盖能力有所提高,但考虑到晋能集团在建项目规模较大,未来仍需依赖银行借款等外部筹资。

(6) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，晋能集团流动比率和速动比率分别为 0.62 倍和 0.47 倍，较年初的 0.67 倍和 0.54 倍有所下降；现金短期债务比为 0.47 倍，较上年 0.45 倍略有上升。整体看，2018 年，晋能集团短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，受利润总额增长影响，2018 年，晋能集团 EBITDA 为 168.40 亿元，较上年增长 11.82%。其中，计入财务费用的利息支出占 37.15%，利润总额占 21.06%，折旧占 32.47%，摊销占 9.32%。2018 年，EBITDA 利息倍数由上年的 1.53 倍上升至 2.43 倍，EBITDA 对利息的保障能力明显提高；EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍上升至 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。整体看，晋能集团长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，晋能集团诉讼事项较多、涉及金额较大，可能对晋能集团未来经营和财务情况产生影响，晋能集团主要重大诉讼事项包括：（1）山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司（以下简称“阳城公司”）诉北京鑫业投资有限公司（以下简称“鑫业公司”）、三亚鹿回头旅游开发有限公司委托贷款纠纷案件，贷款人鑫业公司 2.70 亿元贷款到期后并未依约按期归还贷款，阳城公司于 2012 年向山西省高级人民法院立案起诉，该案一审于 2015 年 10 月 19 日，但未进行判决。截至 2018 年底，阳城公司要求鑫业公司偿还委托贷款，并要求三亚鹿回头旅游区开发有限公司承担连带保证责任。（2）山西煤运省外煤焦经销有限公司、晋北分公司诉哈尔滨市恒昌能源有限公司合同纠纷案，诉讼开始时间 2015 年 3 月，涉及金额 9,835.48 万元，截至 2016 年 12 月 31 日经山西省高级人民法院一审判决，要求被告返还 9,535.48 万元及利息（已计提坏账准备 3,050.22 万元），已向山西省高级人民法院提起执行申请。（3）山西煤运省外煤焦经销有限公司、省外大同分公司诉黄骅港开发区达燃料有限公司合同纠纷案，诉讼开始时间 2015 年 3 月，涉及金额 2.13 亿元，审理法院为山西省高级人民法院，截止 2016 年 12 月 31 日诉讼待判决。于 2018 年 1 月 18 日收到判决书，山西煤运省外煤焦经销有限公司胜诉，判决亨达公司返还预付款 2.13 亿元。随后对方不服，上诉至最高人民法院，目前最高法院已指定第四巡回法庭审理此案，开庭时间未定。（4）山西煤炭运销集团山阴有限公司于 2015 年 8 月 28 日起诉供应商山西汇利丰能源有限公司，要求判令返还预付款 1,500 万元及代垫运费 441.96 万元。之后又于 2016 年 12 月 9 日达成调解协议约定：汇利丰公司归还山阴公司货款，还款计划为 2017 年 1 月 28 日前每月归还 100 万至 200 万元，2017 年 2 月起，每月归还 150 万元，2018 年 6 月 30 日前还清。截至 2018 年 12 月 31 日仍未偿还。

截至 2018 年底，晋能集团对外担保 19.10 亿元，占晋能集团所有者权益的 3.14%，其中金额较大的是山西国电对山西燃气产业集团有限公司 13.42 亿元的担保。

截至 2019 年 3 月底，晋能集团在各家银行授信总额度为 1,508.65 亿元，其中已使用授信额度 842.21 亿元，尚余授信 666.44 亿元，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014010601984490M），截至 2019 年 2 月 14 日，晋能集团已结清和未结清贷款中均不存在不良或关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，晋能集团目前负债规模较大，偿债能力指标一般，但考虑到晋能集团在山西省地方国有企业中具有重要的地位及突出的规模优势，主营业务获现能力较强，经营活动现金流入规模大，对债务偿还形成了较好保障，整体看晋能集团偿债能力极强。

5. 担保效果评价

以 2018 年底财务数据测算，“15 晋电 01”和“15 晋电 02”本金（40 亿元），分别占晋能集团

总资产的 1.49%、所有者权益的 6.58%和现金类资产的 15.31%，占比较低，晋能集团的担保对“15 晋电 01”和“15 晋电 02”本金保障程度高。

总体看，“15 晋电 01”和“15 晋电 02”本金占晋能集团各类资产的比重较低，其担保对于“15 晋电 01”、“15 晋电 02”的到期还本付息具有显著的保障作用。

九、综合评价

公司作为我国大型区域能源集团之一，在业务多元性、产业链整合等方面继续保持优势。跟踪期内，公司煤炭、电力业务收入规模有所增长，利润规模明显增长，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到煤炭价格上涨挤压电力板块利润空间，在建工程资本支出较大，债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建发电项目投入运营，以及煤电一体化战略目标的推进，公司综合实力有望进一步增强。

公司存续的“15 晋电 01”和“15 晋电 02”均由晋能集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2018 年，晋能集团仍维持较大的收入规模和经营活动净流入规模，盈利能力有所提升。考虑到晋能集团资产规模大，区域行业地位高等因素，其提供的担保对“15 晋电 01”和“15 晋电 02”信用状况仍具显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时，维持“15 晋电 01”、“15 晋电 02”的债项信用等级为“AAA”；维持“17 晋电 01”和“17 晋电 05”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1-1 山西国际电力集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	947.45	1,011.92	985.03
所有者权益 (亿元)	241.98	240.50	236.19
短期债务 (亿元)	104.41	127.00	116.97
长期债务 (亿元)	465.29	500.13	474.38
全部债务 (亿元)	569.71	627.12	591.35
营业总收入 (亿元)	251.20	306.97	376.63
净利润 (亿元)	8.84	1.27	6.97
EBITDA (亿元)	54.70	52.98	67.76
经营性净现金流 (亿元)	22.25	34.37	55.08
应收账款周转次数 (次)	5.87	6.49	6.95
存货周转次数 (次)	6.97	8.49	14.58
总资产周转次数 (次)	0.28	0.31	0.38
现金收入比率 (%)	101.88	105.27	105.99
总资本收益率 (%)	3.95	3.27	4.05
总资产报酬率 (%)	3.75	2.99	4.07
净资产收益率 (%)	3.60	0.53	2.92
营业利润率 (%)	13.47	11.67	12.39
费用收入比 (%)	13.47	11.88	10.31
资产负债率 (%)	74.46	76.23	76.02
全部债务资本化比率 (%)	70.19	72.28	71.46
长期债务资本化比率 (%)	65.79	67.53	66.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	1.59	1.99
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.08	0.11
流动比率 (倍)	2.14	1.94	1.66
速动比率 (倍)	1.97	1.82	1.60
现金短期债务比 (倍)	1.56	1.44	1.22
经营现金流流动负债比率 (%)	10.84	14.40	22.25
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.73	0.71	0.90

注：1、本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司长期债务含长期应付款。

附件 1-2 晋能集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	2,486.29	2,621.11	2,686.67
所有者权益 (亿元)	533.63	552.68	607.82
短期债务 (亿元)	592.42	665.59	550.29
长期债务 (亿元)	921.26	988.73	1,078.33
全部债务 (亿元)	1,513.69	1,654.32	1,628.62
营业收入 (亿元)	705.16	1,029.18	1,036.56
净利润 (亿元)	-5.52	7.28	18.39
EBITDA (亿元)	77.96	150.60	168.40
经营性净现金流 (亿元)	35.45	58.97	100.17
应收账款周转次数 (次)	7.04	11.59	13.65
存货周转次数 (次)	4.90	6.65	6.01
总资产周转次数 (次)	0.29	0.40	0.39
现金收入比率 (%)	87.64	117.95	117.11
总资本收益率 (%)	1.69	3.37	3.64
总资产报酬率 (%)	1.66	3.17	3.69
净资产收益率 (%)	-1.04	1.34	3.17
营业利润率 (%)	11.16	11.97	14.96
费用收入比 (%)	13.83	11.65	12.26
资产负债率 (%)	78.54	78.91	77.38
全部债务资本化比率 (%)	73.94	74.96	72.82
长期债务资本化比率 (%)	63.32	64.14	63.95
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.94	1.53	2.43
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.09	0.10
流动比率 (倍)	0.71	0.67	0.62
速动比率 (倍)	0.58	0.54	0.47
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.45	0.47
经营现金流动负债比率 (%)	3.57	5.65	10.31

注：晋能集团全部债务含长期应付款。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。