

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 802 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“12晋国电债”和“12晋国电MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十三日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山西国际电力集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 晋国电债	20 亿元	2012/5/24-2022/5/24	AA ⁺	AA ⁺
12 晋国电 MTN1	5 亿元	2012/6/27-2017/6/27	AA ⁺	AA ⁺

评级时间: 2014 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.20	34.46	89.07	66.75
资产总额(亿元)	238.90	284.42	549.10	557.69
所有者权益(亿元)	111.13	116.68	198.61	204.09
短期债务(亿元)	33.65	42.45	68.89	65.25
全部债务(亿元)	76.69	114.53	210.04	225.73
营业收入(亿元)	106.55	130.66	251.48	83.75
利润总额(亿元)	6.91	7.42	16.65	4.94
EBITDA(亿元)	16.01	20.25	36.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.04	10.53	7.68	-6.32
营业利润率(%)	10.88	10.43	12.15	12.97
净资产收益率(%)	4.81	4.80	6.01	--
资产负债率(%)	53.48	58.97	63.83	63.40
全部债务资本化比率(%)	40.83	49.53	51.40	52.52
流动比率(%)	88.63	94.46	105.92	112.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	5.65	5.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.85	3.45	3.82	--
经营现金流动负债比率(%)	5.58	12.64	3.99	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计; 2. 长期债务及全部债务相关指标计算时包含计入“长期应付款”科目的融资租赁款。

分析师

董征 丁伟

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山西国际电力集团有限公司(简称“公司”或“山西国电”)作为大型区域电力企业之一, 在地方政府支持和发展前景方面的优势明显; 联合资信也关注到煤价大幅波动及资本支出规模大等因素对公司整体信用水平造成的不利影响。

2013 年, 山西省国资委将山西煤炭运销集团有限公司(以下简称“煤销集团”)持有的 12 家子公司 100% 的股权无偿划转给公司, 以实现国有企业整体上市及煤电一体化发展的战略目标。此次战略重组促使公司资产规模、权益及收入规模均得到提升。未来, 公司将继续推进在建火力发电项目建设, 同时加大对风电等新能源项目的开发, 整体装机规模及收入规模将稳步增长, 公司综合竞争力将进一步增强。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 维持“12 晋国电债”和“12 晋国电 MTN1”AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 作为山西省政府战略重组的重点国有企业之一, 公司获得的政策支持力度较大。
2. 跟踪期内, 煤销集团无偿划转至公司的 12 家子公司的煤炭开采及煤炭铁路贸易类资产质量优良, 为公司煤电一体化发展奠定有利基础。
3. 公司在建装机规模大, 同时积极发展风电等新能源和资源综合利用项目, 有利于在未来区域电力市场竞争中获取有利地位; 公司配电业务持续增长, 盈利能力较强。
4. 公司是山西省“四气”产业一体化开发利用主体之一, 随着燃气管网逐步建成投产及更多区县燃气特许经营权的获取, 公司燃气板块盈利能力将有望提升。

关注

1. 跟踪期内，煤炭行业景气度持续低迷，可能对公司新并入的煤炭生产及煤炭经销业务造成一定影响。
2. 公司未来资本支出仍将保持较大规模，融资需求将持续增加，债务负担可能有所加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山西国际电力集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与山西国际电力集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因山西国际电力集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山西国际电力集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西国际电力集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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,主要负责山西省地方电力建设资金的筹集和使用。2002年7月24日,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),同意山西省地方电力公司改制为山西国际电力集团有限公司。2007年4月,按照山西省政府战略决策和部署,公司以47亿元电力资产出资,与韩国电力公社和德意志银行联合组建成立合资企业格盟国际能源有限公司(以下简称“格盟国际”),并出资5亿元注册成立山西国际能源集团有限公司(以下简称“山西国能”)。2007年11月,根据山西省国资委《关于对山西国际电力集团有限公司合资工作有关事项的批复》(晋国资产权函[2007]375号),公司将所持格盟国际的股权划转给山西国能,并将山西国能分离出公司,由山西省国资委直接管理。

2013年3月12日,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”),注册资本为13624万元,由晋能公司合并重组山西煤炭运销集团(以下简称“煤销集团”)有限公司与山西国电。同时,将煤销集团持有的12家公司100%的股权无偿划转给山西国电。2013年6月13日,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。

公司为山西省大型能源投资企业,目前投资领域以电力为主,注册资本60亿元。公司发电业务涉及火电、水电、风电以及生物质能发电等。截至2014年3月底,公司已投产可控装机容量247万千瓦,在建可控装机容量313.7万千瓦,参股12家电厂,权益装机容量(包括在建)830.15万千瓦。

截至2013年底,公司合并资产总额549.10亿元,所有者权益198.61亿元(其中少数股东权益45.79亿元);2013年公司实现营业收入251.48亿元,利润总额16.65亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额557.69亿元,所有者权益204.09亿元(其中少数股东权益47.20亿元);2014年1~3月公司实现营业收入83.75亿元,利润总额4.94亿元。

公司注册地址:太原市东缉虎营37号;法定代表人:刘建中。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增

长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导

货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，

明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

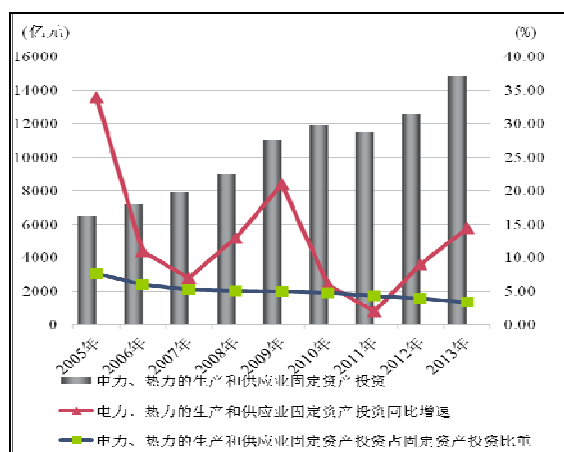
公司主营收入来自电力板块及煤炭物流贸易板块，电力及煤炭物流贸易行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

电力行业

1. 发电行业运行概况

2004年~2013年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。2013年，全国固定资产投资（不含农户）为436528亿元，增速延续回落态势，名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元，同比增长14.5%，增速增加4.1个百分点；在固定资产投资额中占比稳中有降，为3.40%。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

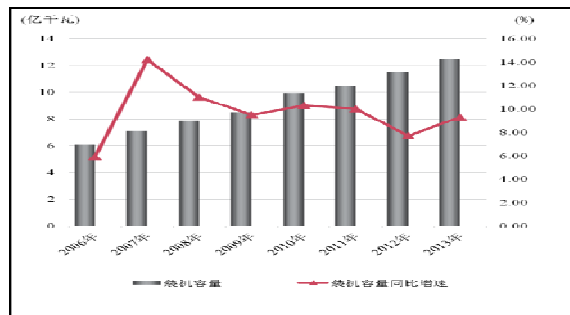
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。与此同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

近年中国电源投资结构不断优化,清洁能源投资占比明显提高。2013年,全国电源基本建设完成投资3717亿元,同比下降0.4%;电源投资中的非化石能源发电投资比重达到75.1%,同比提高1.7个百分点。2013年,全国电源投资主要投向水利发电(占33.52%)和火力发电(占24.97%),但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大,为21.72%,在电源总投资中占比16.38%。2013年,全国风电投资增长相对迅速,2013年完成投资638亿元,同比增长3.74%,在电源总投资中占17.16%。

2003~2007年的五年间,全国发电装机容量进入高速增长阶段,从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2007年底的7.13亿千瓦,年均增速超过14%。针对电力行业投资过热的状况,国家出台了相关政策,通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2008年以来,国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右,较前两年明显回落,水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓,截至2012年底全国发电装机11.45亿千瓦,同比增长7.8%。

2013年,全国电力装机容量持续提升,清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底,全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到12.47亿千瓦,同比增长9.2%。其中水电装机容量达到2.80亿千瓦,同比增长12.3%,占22.45%;火电装机容量8.62亿千瓦,同比增加5.7%,占69.13%。

图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况

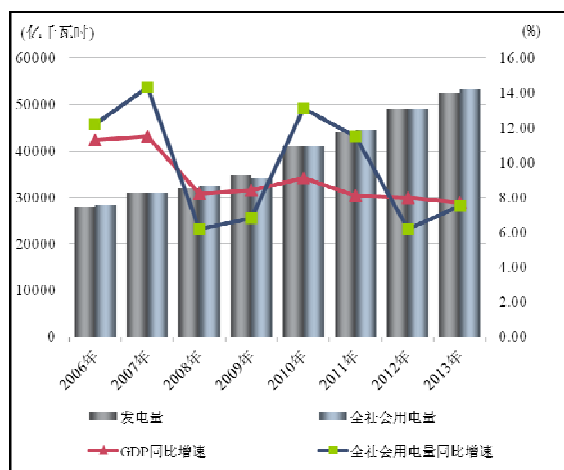


资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

由于前期电源投资相对滞后,在用电需求快速增长的背景下,中国从2002年开始出现电力供需紧张,并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电,其中2005年1月份全国拉闸限电的省份达到26个,缺电达到最高峰。供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。但2008年国际金融危机爆发后,随着下游电力需求的增速放缓,中国发电量与全社会用电量增速均出现了大幅下降的趋势,同时电力供需矛盾得以缓解。2010年以来,中国国内发电量与全社会用电量恢复增长态势,电力供需总体仍然偏紧。主要受制于环境持续性低迷,以及中国经济转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响,2010~2012年,中国全社会用电量增速持续放缓。

2013年,全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%;主要受宏观经济企稳回升的影响,增速比上年提高1.9个百分点。分产业看,第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃,用电量同比增长10.3%,占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看,2013年第二产业用电需求稳中有升,第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域,2002年电力体制改革后形成的“五大发电集

团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表1 2013年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 亿千瓦, 亿kWh, %)

项目	2013 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	10.69
华电集团	1.13	9.19	4728	9.04
中电投集团	0.90	7.32	3494	7.30
合计	5.84	47.48	25210	48.06

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

2. 行业关注

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。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年

三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》(以下简称“《意见》”)，明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》(以下简称“《通知》”)，国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网电价，于9月25日起执行。此次电价下调导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。未来随着煤电联动细则的陆续出台，该机制对火电企业的影响有待观察。

3. 行业发展

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，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，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。

煤炭贸易物流行业

中国煤炭供需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

煤炭贸易行业具有成交量大、资金密集、利润率低的特征。煤炭下游企业的煤炭采购量大，属于资金密集型行业，煤源单位一般付款条件要求现汇预付，而用煤单位一般要求验收合格后付款或在规定期限内入款，比较强势的电厂等用煤企业账期一般较长。所以，煤炭贸易商将承受资金占用金额大、流转速度慢的双重风险。同时，流通行业竞争激烈，毛利率水平较低，且近年来煤炭行业呈现较为明显的下行趋势，下游需求复苏乏力，煤炭贸易企业资金周转不利、利润空间薄，经营压力大。

从煤炭供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

随着《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》出台：自2013年起取消重点合同和价格双轨制，对煤炭价格干预的取消将促进价格的市场化进场，电厂除了与供煤单位签订长协合同外，可能会采购一定量“市场煤”作为补充，采购渠道和采购方式趋于灵活；同时，发改委不再下达年度跨省区铁路运力配置意向框架，以后将根据煤炭供需双方签订的合同合理配置，进一步完善运力配置机制。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，也是一种比较现实的选择。

煤炭产业呈现金融化趋势，2013年3月，中国证监会在网站发布消息，正式批复大连商

品交易所开展焦煤期货合约，焦煤期货自 3 月 22 日起上市交易，为焦煤和焦炭企业带来了更多的套保选择；同年 9 月，郑州商品交易所获得证监会核准上市动力煤期货合约，动力煤期货合约自 9 月 26 日起上市交易。焦煤、动力煤期货的上市，加之 2011 年推出的焦炭期货，国内煤炭期货品种序列进一步完善。近年，煤炭市场供大于求的格局成为常态，煤炭价格波动明显，产业链相关企业的避险需求也随之提升，煤炭期货的上市有利于煤炭系列产品价格体系和价格形成机制的完善。

总体看，中国煤炭物流产业起步晚，物流灵敏程度远低于零售业，发展前景巨大。跨区域调煤为煤炭贸易的发展奠定基础，价格和运力配置市场化以及产业金融化进一步拓展了煤炭贸易的成长空间；但同时，煤炭市场波动性强，近年来景气度低迷，竞争进一步加剧，煤炭贸易企业的经营压力上升。

五、基础素质

1. 产权状况

公司为晋能有限责任公司全资子公司，山西省人民政府国有资产监督管理委员会持有晋能公司 64.06% 的股份，因此公司实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司作为山西省重要的电力产业集团之一，涉及发电、配电及天然气业务，在山西省能源及工业基地建设中具有重要地位。

公司发电业务主要为火力发电，同时未来将大力发展风电及水电等新能源，截至 2014 年 3 月底，公司已投产可控装机容量 247 万千瓦，在建可控装机容量 313.7 万千瓦，参股 12 家电厂，权益装机容量（包括在建）830.15 万千瓦。煤销集团划转至公司的 12 家子公司涉及煤炭开采及煤炭铁路物流资产，为公司煤电一体化打下坚实基础，同时将进一步提升公司发电业务的

竞争力。

公司配电业务是通过对山西省内 12 家县级电业局兼并重组形成。近年，公司对 12 个县电网进行了大规模建设和改造，使所属供电区域供电能力大幅度提高，所属配电企业售电量保持增长趋势。截至 2014 年 3 月底，拥有 220KV 变电站 5 座，容量 1470MVA，220KV 线路 248KM；110KV 变电站 41 座，容量 3100MVA，110 线路 1267KM；35KV 变电站 64 座，容量 770.65MVA，35KV 线路 1604.04KM。

公司燃气业务由子公司山西燃气产业集团有限公司负责统一运作和管理，根据山西省委、省政府确定的“气化山西”目标，公司大力发展燃气产业，进行燃气项目投资、建设和运营管理。公司是山西省“四气”产业一体化开发利用主体之一，产业涉及长输管网、城市燃气、加气站、煤层气液化等。公司已获准建设途径山西省 40 余区县的煤层气主管网，占山西省省市的 38% 左右。截至 2014 年 3 月底，公司已获得 24 个区县的燃气特许经营权，铺设输气管线 1467 公里、建成加气站 21 座。

3. 政策支持

电力产业是山西省政府确定的八大支柱产业之一，并且处于战略中心地位。公司作为山西省重要的能源投资企业，肩负着建设山西新型能源基地的重任，从成立以来一直得到山西省政府的大力支持。

根据财政部、国家税务总局《关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》（财税[2001]198 号），公司下属耀光电厂由于综合利用采用煤矸石发电可享受增值税减半和所得税计税额按 90% 计算的优惠政策。此外，公司获得政府多项环保及风电、太阳能等新能源开发建设项目补助及扶持资金。2011~2013 年，公司分别获得政府补助 1.89 亿元、2.26 亿元和 2.82 亿元。

2013 年，山西省政府及国资委进行战略重组，将煤销集团持有的 12 家公司 100% 的股权

无偿划转给公司，借助公司上市子公司山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”）成为资本平台，山西省国资委推动两大国有控股公司战略重组、实现煤电一体化及未来国有优质资产整体上市的目标。

4. 人员素质

公司高级管理人员 10 人，均具有大学及以上学历。公司董事长、党委书记兼总经理刘建中先生，中国矿业大学管理科学与工程博士，高级工程师，1956 年出生，历任霍州矿务局矿办主任、白龙矿党委书记、矿长、霍州矿务局副局长、山西焦煤集团有限责任公司副总经理、山西煤炭运销集团有限公司董事长，2012 年进入公司担任党委书记，2012 年 2 月出任公司董事长。

公司董事及高管大部分在公司工作超过 10 年，业内管理经验丰富。截至 2014 年 3 月底，公司正式员工为 9854 人，从学历结构看，大专及以上占比 58%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，员工整体素质能够满足公司正常生产经营需要。

六、管理体制

跟踪期内，公司在管理体系和管理人员方面无重大变化。

七、重大事项

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，山西煤炭运销集团有限公司与公司进行合并式重组并成立晋能有限责任公司并同时决定依法合规启动公司资产重组相关事宜。同时，煤销集团将其持有的 12 家全资子公司（以下简称“12 家子公司”）100% 股权无偿划拨给山西国电，同时依据其与山西国电签署的《股权托管协议》（以下简称“托管协议”），对上述 12 家子公司保持实际控制及合并报表，托管期限截止日为山西国电上市子公司山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”）向山西国电及山西星润煤焦有限公司发行股份购买资产并向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集资金之正式审计评估之基准日（以下简称“基准日”）。此外，公司以与上述 12 家子公司等值的优质资产为煤销集团已发行且尚未兑付的银行债务、公司债券、中期票据等债务提供不可撤销连带责任保证担保，担保期限截止至基准日（后该基准日定为 2013 年 7 月 31 日）。

2013 年 6 月 13 日，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），同意将省国资委持有的山西国电 100% 股权划转到晋能公司，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。

2013 年 8 月 30 号，山西国电发布《山西国际电力集团有限公司关于资产重组进展的公告》，基准日约定为 7 月 31 日，12 家子公司托管结束，8 月份纳入山西国电财务报表合并范围。

表 2 划拨 12 家子公司基本情况

序号	公司名称	简称	注册地	注册资本 (万元)	所属行业	持股比例
1	太原聚晟能源有限责任公司	太原聚晟	太原	2000	煤炭批发经营	100%
2	太原聚瑞能源有限责任公司	太原聚瑞	太原	2000	煤炭批发经营	100%
3	大同聚辉能源有限责任公司	大同聚辉	大同	2000	煤炭批发经营	100%
4	朔州聚晟能源有限责任公司	朔州聚晟	朔州	2000	煤炭批发经营	100%
5	忻州聚晟能源有限责任公司	忻州聚晟	忻州	2000	煤炭批发经营	100%

6	晋中聚晟能源有限责任公司	晋中聚晟	晋中	2000	煤炭批发经营	100%
7	吕梁聚晟能源有限责任公司	吕梁聚晟	吕梁	2000	煤炭批发经营	100%
8	阳泉聚晟能源有限责任公司	阳泉聚晟	阳泉	2000	煤炭批发经营	100%
9	晋城市聚集能源有限责任公司	晋城聚集	晋城	2000	煤炭批发经营	100%
10	长治聚通能源发展有限责任公司	长治聚通	长治	2000	煤炭批发经营	100%
11	临汾聚晟能源有限责任公司	临汾聚晟	临汾	2000	煤炭批发经营	100%
12	运城聚晟能源有限责任公司	运城聚晟	运城	2000	煤炭销售	100%

资料来源：通宝能源公开信息披露

12家划拨公司涉及煤炭运销、煤炭开采业务业务。其中：煤炭运销方面，注入资产经营铁路煤炭发运站 130 多个及其所属的铁路专用线，主要分布在石太线、太焦线、侯月线、同蒲线等山西煤炭运输主干线上；同时注入资产拥有太原铁路局、郑州铁路局、北京铁路局煤炭铁路发运户头近 90 个；注入资产所辖发煤站点及煤炭铁路发运虎头分布在山西各地市的主要产煤区，形成遍布山西的煤炭运输铁路网，并在江苏、天津等地设有子公司负责煤炭贸易。通过该运输网，可通过铁路将煤炭运输到全国 26 个省市，2010 年至 2012 年，上述 12 家公司煤炭铁路贸易业务收入之和分别为 191 亿元、289 亿元和 271 亿元。煤炭开采方面，涉及三元煤矿、王庄煤矿、马堡煤矿及盛平煤矿等四家煤矿。根据中企华出具的评估报告书，截至 2013 年 7 月 31 日，四家煤矿评估可利用的资源储量 2.06 亿吨，四家核定产能每年合计 700 万吨，其中三元煤矿及王庄煤矿煤质较好，包括洗精煤及品质较高的原煤，总体看四家煤矿的盈利能力较好。

2014 年 5 月 30 日，通宝能源发布公告指出，鉴于目前的煤炭市场形势及证券市场状况，通宝能源拟进行的发行股份并募集配套资金的重大资产重组中，拟注入的煤炭开采类资产和煤炭铁路贸易类资产在注入时机、盈利现状、未来盈利能力、资产权属完备性等方面均不利于维护通宝能源全体股东特别是中小股东权益。经审慎研究，通宝能源董事会成员一致同意终止本次重大资产重组。通宝能源董事会及相关信息披露义务人承诺自公告之日起 6 个月内不再商议、讨论重大资产重组事项。联合资

信将密切跟进该合并重组事项的后续发展。

八、经营分析

1. 经营现状

2013 年 8 月，煤销集团 12 家子公司正式划至公司前，公司主要从事发电、配电及设备材料贸易业务。此次划转完成后，公司新增煤炭生产、煤炭经销及物流贸易业务，新增业务对公司收入规模影响较大。

从收入构成看，煤销集团 12 家子公司正式划至公司前，发电及售电业务收入占公司营业收入的 50%左右，2012 年两项业务占比分别为 19.66%和 28.18%，设备、材料销售业务占比为 40.02%。近三年，燃气业务收入持续增长，2012 年该板块收入占比为 9.18%。其他收入为金融租赁、仓储及机械加工等业务，占比较小。

12 家子公司于 2013 年 8 月正式并入公司财务报表，2013 年 8~12 月，煤炭生产业务实现收入 17.03 亿元，煤炭经销及贸易业务实现收入 60.85 亿元，物流贸易业务实现收入 26.83 亿元。新增三项业务带动公司营业收入大幅增至 250.07 亿元，同比增长 91.39%，同时导致发电、售电收入及设备材料销售收入占比分别下降至 11.54%、16.30%和 24.53%。

毛利率方面，公司新增业务中煤炭经销和物流贸易业务毛利率水平不高，煤炭生产业务由于煤质及开采条件较好，售价高，因此毛利率相对较高，但占比不大，对公司整体毛利率水平影响较小。公司售电业务毛利率保持较高水平，近三年均保持在 23%左右；2013 年，受煤炭价格大幅下降影响，公司发电业务毛利率

大幅提升至 17.60%。2013 年，公司营业毛利率为 12.32%，较 2012 年增长 1.03 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现收入 83.75 亿元，毛利率水平为 12.84%，其中发电业务毛利率持

续提升，升至 21.27%；售电业务毛利率及煤炭生产毛利率仍保持较高水平，分别为 25.00%和 61.23%。

表 3 公司收入构成情况

(单位: 亿元, %)

板块	2011 年			2012 年			2013 年			14 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电业务	24.55	23.28	9.98	25.69	19.66	14.79	28.86	11.54	17.60	11.19	13.36	21.27
售电业务	31.50	30.26	23.81	36.82	28.18	23.18	40.76	16.30	23.55	10.08	12.04	25.00
燃气业务	3.59	3.45	20.61	11.99	9.18	8.08	13.04	5.21	8.97	5.10	6.09	9.41
设备、材料销售	37.12	35.66	0.38	52.29	40.02	0.98	61.35	24.53	0.33	19.84	23.69	0.81
其他	7.34	7.05	-0.54	3.87	2.96	24.04	1.35	0.54	19.26	0.65	0.78	15.38
煤炭生产	--	--	--	--	--	--	17.03	6.81	61.13	5.21	6.22	61.23
煤炭经销及贸易	--	--	--	--	--	--	60.85	24.33	5.29	16.95	20.24	6.31
物流贸易	--	--	--	--	--	--	26.83	10.73	3.28	14.73	17.59	5.77
合计	104.10	100.00	10.37	130.66	100.00	11.29	250.07	100.00	12.32	83.75	100.00	12.84

资料来源: 公司提供

注: 煤炭生产、销售及物流贸易业务于 2013 年 8 月从煤销集团正式并入公司财务报表。

发电业务

公司的发电业务涉及火电、水电、风电、光伏发电及生物发电。

截至2014年3月底，公司已投产可控装机容量247万千瓦，在建可控装机容量313.7万千瓦，参股12家电厂，权益装机容量（包括在建）830.15万千瓦（见表4）。公司水电和风电等新能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。

2013年，公司发电业务实现收入28.86亿元，其中火力发电实现收入26.41亿元，占发电业务收入的91.51%；水电业务实现收入1.56亿元，占发电业务收入的5.41%；风电业务实现收入0.56亿元，占发电业务收入的1.94%。

表 4 2014 年 3 月底公司控股和参股电厂情况

(单位: %, 万千瓦)

企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
山西阳光发电有限责任公司	100.00	124.00	火力
山西耀光煤电有限责任公司	100.00	40.00	火力
国电长治热电有限公司	80.00	48.00	火力
山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	水电

企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
山西福光风电有限公司	100.00	7.50	风电
山西国际电力光伏发电有限公司	100.00	1.50	太阳能
山西国益生物发电有限公司	100.00	1.20	生物质
山西新兴能源产业集团有限公司 嘉节燃气热电分公司（在建）	100.00	86.40	火力
山西福光风电有限公司（扩容在建）	100.0	12.30	风电
山西国际电力光伏发电有限公司 （扩容在建）	100.00	30.00	太阳能
长治欣隆煤矸石发电有限公司(在建)	84.00	25.20	火力
山西国峰煤电有限公司(在建)	80.00	48.00	火力
山西国金电力有限公司（在建）	51.00	17.85	火力
山西国锦煤电有限公司（在建）	51.00	30.60	火力
国电太一发电有限责任公司	45.00	28.00	火力
浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	32.00	火力
浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	18.00	火力
山西漳泽电力股份有限公司	9.07	49.00	火力
华能左权煤电有限责任公司	20.00	24.00	火力
北京京能热电股份有限公司	9.20	102.00	火力
山西鲁能河曲发电有限公司	10.00	12.00	火力
山西鲁能河曲能源有限公司	10.00	12.00	火力
国电榆次热电有限公司	49.00	29.40	水电
大同煤矿集团同华发电有限公司	5.00	6.00	火力
山西鲁能王曲发电有限责任公司	5.00	6.00	火力

企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
华能左权煤电有限公司	20.00	26.40	火力
合计	-	830.15	-

资料来源：公司提供

火力发电

目前，公司火电的经营主体为通宝能源全资子公司山西阳光发电有限责任公司、山西耀光煤电有限责任公司及国电长治热电有限公司（2013年11月公司下属子公司新兴能源集团收购其80%股权）。

（1）电力生产销售

阳光发电总装机规模124万千瓦，其发电量、上网电量、销售收入及技术指标如表5所示：

表5 阳光发电经营及技术指标

指 标	2011年	2012年	2013年	14年1-3月
发电量(亿千瓦时)	73.61	64.92	58.59	17.95
上网电量(亿千瓦时)	68.15	60.11	53.99	16.54
售电收入(亿元)	22.42	20.99	18.67	5.51
平均上网电价(元/千千瓦时)(含税)	384.9	408.6	404.5	389.58
发电设备平均利用小时(时)	6134	5409.9	4882	1496
供电标准煤耗(克/千瓦时)	339	336	335	327
综合厂用电率(%)	7.42	6.57	7.14	7.08
等效可用系数(%)	88.46	89.8	90.82	99.36

资料来源：公司提供

近三年，受经济增长放缓导致山西省社会用电需求不足影响，阳光发电发电量持续下降，2013年阳光发电全年发电量58.59亿千瓦时，同比下降9.75%，上网电量53.99亿千瓦时，上网比重为92.15%。发电设备平均利用小时数同比也出现下滑，2013年阳光发电发电设备平均利用小时数4882小时，同比减少527小时。

上网电价看，受2013年下半年上网电价下调影响，阳光发电的电价下降至404.5元/千千瓦时（含税），因此阳光发电实现售电收入18.67亿元，同比下降11.05%。

耀光煤电总装机容量40万千瓦，2台20万千瓦超高压抽汽凝汽式直接空冷汽轮发电机，是山西省“十一五”重点热电联产工程项目，2

台机组分别于2012年9月和10月投产。两台机组综合利用采用平遥及周边煤焦企业产生的煤矸石发电，所发电量全部并入山西电网。两台机组供热能力约为511.2MW，大于平遥、祁县两县合计的最大热负荷443.6 MW，可满足平遥县城及祁县县城约598万平方米的采暖要求。

2013年，耀光煤电发电量18.51亿千瓦时，上网电量16.39亿千瓦时，由于燃料供应为平遥及其周边煤焦企业产生的煤矸石，因此平均上网电价较低，为0.32元/千瓦时（不含税），实现售电收入5.22亿元。2014年1~3月，耀光煤电发电量5.62亿千瓦时，上网电量5.00亿千瓦时，实现售电收入1.61亿元。

（2）电煤采购及成本控制

阳光发电位于山西省阳泉市，燃煤供应商主要为山西国盛煤炭运销有限公司、山西煤炭运销集团阳泉有限公司、山西煤炭运销集团阳泉平定有限公司以及山西国能煤炭销售有限责任公司和顺分公司等煤炭贸易公司。

采购价格方面，由于公司电煤采购仍以合同煤为主，受市场波动影响较小，近两年煤炭市场价格下跌对公司煤炭采购价格影响相对滞后。2013年，阳光煤电采购燃煤279.85万吨，平均采购价格为499.16元/吨（含税）。

表6 阳光发电燃煤采购数据

项 目	2011年	2012年	2013年	14年1-3月
采购量(万吨)	379	344	279.85	51.24
采购单价(元/吨,含税)	492.37	503.40	499.16	438.12

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，该电厂燃料供应主要为平遥及其周边煤焦企业产生的煤矸石，主要供应商为山西联驰经贸有限责任公司、山西国盛煤炭运销有限公司、山西煤炭运销集团吕梁汾阳有限公司及山西平遥县兴盛煤化有限责任公司等。2013年，耀光煤电采购煤矸石149.95万吨，平均采购价格为206.15元/吨（含税）。

表7 耀光煤电煤矸石采购数据

项 目	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
采购量 (万吨)	54.35	149.95	49.56
采购单价 (元/吨, 含税)	218.25	206.15	170.60

资料来源: 公司提供

考虑到阳光发电的主要燃煤供应商山西煤炭运销集团阳泉有限公司及山西煤炭运销集团阳泉平定有限公司是煤销集团划入至公司的阳泉聚晟的子公司, 联合资信认为此次重组后公司电煤采购中间成本将有所降低, 进而提高公司火力发电业务的盈利能力及竞争力。

水电和风电

水电业务板块, 2013 年公司子公司天桥水电累计完成发电量 7.4 亿千瓦时, 设备平均利用小时数为 5781 小时, 完成上网电量 7.31 亿千瓦时, 上网率为 98.78%。2013 年, 天桥水电实现收入 1.56 亿元, 利润 0.32 亿元。由于历史原因, 天桥水电上网电价严重偏低, 目前仅为 0.25 元/千瓦时, 在全国同类型水电企业中始终处于较低水平, 根据近年来国家经济和社会发展情况, 电力企业将实行同网同价, 天桥水电上网电价存在一定上调空间。

风电业务板块, 福光风电拥有两个风电项目, 平鲁败虎堡风电场一期工程和右玉小五台风电场一期工程项目, 总装机容量 7.5 万千瓦, 2013 年, 福光风电累计完成发电量 0.96 亿千瓦时, 上网电量完成 0.93 亿千瓦时, 上网率为 96.88%, 该公司全年实现营业收入 0.56 亿元, 亏损 651.59 万元。

售电业务

公司售电收入大部分来自配电收入, 所属的配电企业由山西地方电力有限公司统一管理。山西地方电力有限公司于 2011 年 6 月并入山西通宝能源股份有限公司, 是山西通宝能源的全资子公司。公司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 2014 年 3 月底, 该公司拥有 220KV

变电站 5 座, 容量 1470MVA, 220KV 线路 248KM; 110KV 变电站 41 座, 容量 3100MVA, 110KV 线路 1267KM; 35KV 变电站 64 座, 容量 770.65MVA, 35KV 线路 1604.04KM。

表8 公司配电业务经营数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
配电量 (亿千瓦时)	65.03	65.12	71.62	17.63
平均售电价 (元/千瓦时)	601	657.62	670.96	668.77
配电设施完成投资 (亿元)	3.60	4.89	5.98	2.01
变电站个数	97	101	110	110
线路长度 (公里)	13862	13916	14233	14233
变电总容 (万千伏安)	404	409.75	534	534

资料来源: 公司提供

随着公司不断建设并完善配电设施, 近三年公司配电量稳步增长。公司配电站数量由 97 座增长至 110 座, 变电容量增至 534 万千瓦。配电量由 2011 年的 65.03 亿千瓦时上升至 2013 年的 71.62 亿千瓦时, 2013 年公司配电收入为 40.76 亿元, 毛利率 23.55%。公司配电业务增长稳定, 盈利能力较强。

设备、材料销售

公司贸易业务主要是山西国际电力资产管理有限公司下属的山西国盛煤炭运销有限公司和山西晋煤铁路物流有限公司负责经营。贸易中的主要品种包括钢材、铜产品、矿粉、煤炭及焦炭。贸易业务下游客户主要为太原钢铁 (集团) 国际经济贸易有限公司、金川集团国际经济贸易有限公司、上海金耀国际贸易有限公司及武汉市十五冶金通物资设备有限公司, 贸易结算结算方式全部为现金结算, 定价采用的市场定价的原则。2013 年, 公司该板块实现收入 61.35 亿元, 该板块毛利率水平较低, 2013 年毛利率仅为 0.33%, 盈利能力弱。

煤炭生产、煤炭经销及物流贸易

公司煤炭生产、经销及物流贸易业务, 主要由从煤销集团划入的 12 家子公司运营。

煤炭开采方面, 主要为从煤销集团划入的

三元煤业、王庄煤业、马堡煤业及盛平煤业四家煤矿。根据中企华出具的评估报告书（见表9），截至2013年7月31日，四家煤矿评估可利用的总资源储量2.06亿吨，四家核定产能每年合计700万吨（四家核定生产能力分别为：220万吨/年、240万吨/年、150万吨/年及90万吨/年）。四家煤矿煤质较好，主要煤种为贫瘦煤、贫煤及焦煤。其中三元煤业和王庄煤业主要生产钢厂需要的喷吹煤和配焦煤，售价较高。

表9 新划入四家煤矿情（单位：万吨、万吨/年）

指标	三元煤业	王庄煤业	马堡煤业	盛平煤业
保有可采储量	4900.16	8276.83	4324.62	3127.63
核定产能	220	240	150	90
服务年限	15.91	24.63	20.59	24.82
煤种	贫瘦煤、 贫煤	焦煤、贫 煤	焦煤、贫 瘦煤	焦煤、贫煤、 贫瘦煤

资料来源：公司提供；

注：核定产能根据采矿许可证和“开发利用方案”确定

煤炭经销及物流贸易方面，均主要以新划入公司的12家子公司所拥有的铁路发货站及铁路线资产为平台形成的煤炭及其他产品（钢铁）贸易体系。

贸易采购模式为12家子公司根据重点合同客户的实际月度执行量和销售部门签订的合同客户需求量确定下月的计划销售量，并与公司储存在各发货站和销售子公司的存货进行对比，确定所需采购的煤种，按照比质、比价的原则，确认所需采购的煤种和数量，经公司煤质检测中心对煤质进行检验后，根据市场行情，与煤炭供应商协商后确定采购价格。

划入公司前，煤炭销售模式为每年煤销集团召开次年的煤炭销售订货会，与各地大型客户签订年度购货协议，确定重点客户的购货量。煤销集团综合考虑太原聚晟等12家子公司最近三年的销售量、与各重点客户的关系及煤种的分布地等因素，将各重点客户的合同分配至太原聚晟等12家公司，由太原聚晟12家公司执行具体销售合同。该部分业务主要采用预付

款方式结算。

通宝能源资产重组后，通宝能源将设立从事铁路运输业务的子（分）公司，原由煤销集团行使的召开年度订货会等职能均由该公司执行，太原聚晟等12家公司将独立与相关大客户签订销售合同。以前年度由煤销集团负责签订合同并分配给各公司的重点客户中大部分已与12家子公司建立了良好的合作关系，12家子公司具备独立面对客户销售的能力，上述安排不会对12家子公司的销售能力产生不利影响。公司下游终端客户主要分布在各大电力、钢铁、水泥等行业。

2011~2013年，公司分别获得铁路运输计划运能4920万吨、5300万吨和5800万吨。山西省煤矿铁路煤炭发运站共计530个，其中公司拥有140多个，主要分布在石太线、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，公司铁路煤运设施优势较为明显。公司铁路煤炭运输通过石太线、石德线、京九线、京浦线可以辐射京津塘等华北、华东、东北地区；通过太焦线、侯月线、南同蒲线可以运往华中、华西地区，并通过连云港、日照港、邳州港等港口下水运往华南地区。

燃气业务

公司燃气业务经营主体主要为下属子公司山西燃气产业集团有限公司（“山西燃气”），根据山西省政府确定的“气化山西”目标，进行燃气项目投资、建设和运营管理，产业涉及长输管网、城市燃气、加气站、煤层气液化等，是山西省“四气”产业一体化开发利用主体之一。山西燃气已获准建设途径山西省40余区县的煤层气主管网，占山西省县市的38%左右。截至2014年3月底，公司已获得24个区县的燃气特许经营权，铺设输管线1467多公里、建成加气站21座。公司主要从中石油相关子公司进行天然气采购，然后销售给下游终端用户，销售价格由物价部门制定，公司获取购销差价。

2013年，山西燃气总资产42.92亿元，销售气量5.09亿立方米，实现销售收入12.62亿元，利润-1.15亿元，主要由于燃气管网前期投资规模较大，售气量暂未形成规模。未来随着下游管道线路完善及售气量增长，规模效应将显现，且燃气管道供应具有自然垄断性，公司燃气板块盈利能力将有所增强。

2. 在建项目及未来发展

截至2014年3月底，公司主要在建项目如表10所示，仍以电力主业投资为主，同时继续加大对燃气管道投资建设。总投资规模100.47亿元，截至2014年3月底已投资39.07亿元，2014年和2015年分别需要投资33.25亿元及28.13亿元。考虑到公司近三年经营活动现金流量净额有所波动，分别为4.03亿元、10.53亿元及7.68亿元，同时筹资活动保持较大规模，预计公司对外融资需求可能持续扩大。

电力投资中，太原嘉节燃气热电联产项目与国锦煤电2×300MW煤矸石发电项目为主，同时积极开发宁武盘道梁风电（装机容量48MW）、平鲁二期风电项目（装机容量9.5MW）及应县60MW光伏发电等新能源项目。

太原嘉节燃气热电联产项目拟建设2台F级燃气机组组成的燃气-蒸汽联合循环热电联产项目，两台燃气轮机装机各29.2万千瓦，一台蒸汽轮机装机为26.4万千瓦。所需煤层气来自河

东煤田及西山煤田。该项目建成后将对山西省220千伏电网形成一定支撑，同时对太原市城南地区实行集中供热。

山西国锦煤电有限公司2×300MW煤矸石发电项目注册资金5亿元人民币，其中：山西国锦煤电有限公司占比51%，美锦能源集团有限公司占比49%。项目位于吕梁市交城县，作为交城县集中供热的主要热源，采暖热负荷297MW，工业热负荷277MW。项目建成后，将替代供热区域内69台小锅炉的供热负荷。

燃气管道投资中，临县-柳林-临汾煤层气输气管道项目是“气化山西”战略的重要组成部分，是山西省重点工程建设项目之一，管道线路全长471km，途径13个县区。到“十二五”末，公司计划在气源、长输管线、加气站、煤层气液化、城燃等方面共规划340个项目，总投资将超过350亿元。总气源供应能力将达到150亿立方米，建成纵贯河东煤层气全部区块及朔州、忻州、吕梁、太原、晋中、临汾、运城7地市的“E”字型煤层气长输管线1500余公里。同时以太原市和已获得燃气特许经营的区域为开发重点，以山西国电燃煤电厂物流项目和山西主要煤炭生产焦化产区为依托规划建设200余座加气站，建设1座煤制气工厂、3座煤层气液化工厂已保障气源，并再取得15余个市、县（区）的城市燃气项目。

表10 截至2014年3月底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2014年3月底公司 累计投入	未来投入		筹资 渠道
			2014年	2015年	
太原嘉节燃气热电联产项目	292638.00	95344.12	118400	78900	20%资本金 80%银行贷款
国锦煤电 2*30MW 煤矸石发电项目	256905.00	52281.12	81800	122800	20%资本金 80%银行贷款
离太线燃气长输管道项目	91040.00	49857.49	24700	16500	30%资本金 70%银行贷款
临县-临汾线二期项目	100602.00	37352.33	31600	31600	30%资本金 70%银行贷款
宁武盘道梁风电项目	45226.00	34562.71	8500	2100	20%资本金 80%银行贷款
应县 60 兆瓦光伏发电项目	64000.00	33379.45	24500	6100	20%资本金 80%银行贷款
神五线燃气长输管道项目	50029.00	31856.83	12700	5500	20%资本金 80%银行贷款
平鲁二期风电项目	49685.00	28970.92	16600	4100	20%资本金 80%银行贷款
太中银铁路清徐战略装车点项目	54607.24	27116.79	13700	13700	20%资本金 80%银行贷款
合计	1004732.24	390721.76	332500	281300	--

资料来源：公司提供

公司未来仍将围绕电力主业，坚持发展火电、优先发展配电、积极发展清洁能源，努力发展基础产业，稳健发展金融产业，形成电力、新型能源、燃气为主，金融，基础产业等为辅的特大型企业集团。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011年财务报表已经中兴财光华会计师事务所山西分所审计并出具了标准无保留意见的审计结论；2012和2013年财务报表已经中兴财光华会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2013年底，公司合并范围在2012年基础上新增13家二级子公司，其中12家为从煤销集团无偿划入的子公司，公司资产发生较大变化，截至2013年底，新划入的12家子公司合并资产总额166.53亿元，所有者权益69.52亿元。2013年实现收入280.17亿元，利润总额15.58亿元，纳入公司合并范围内收入为104.67亿元，利润总额为9.23亿元。总体看，新划入12家子公司对公司资产及收入规模影响较大。

截至2013年底，公司合并资产总额549.10亿元，所有者权益198.61亿元(其中少数股东权益45.79亿元)；2013年公司实现营业收入251.48亿元，利润总额16.65亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额557.69亿元，所有者权益204.09亿元(其中少数股东权益47.20亿元)；2014年1~3月公司实现营业收入83.75亿元，利润总额4.94亿元。

2. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入大幅增长。2013年，公司实现收入251.48亿元，主要为公司合并12子公司后，新增煤炭销售及物流贸易业务导致收入大幅增加。受益于煤炭价格下降，公司发电和配电业务毛利率有所增长，同时受新划入煤炭生产业务毛利率较高影响，公司

2013年营业利润率上升至12.15%。

2011~2013年，公司销售费用大幅增加，主要是新合并煤销集团子公司销售费用较高所致。2011~2013年，由于新合并子公司和利息支出的快速增长，公司管理费用和财务费用也保持较高增长。2011~2013年，公司期间费用占比分别为7.66%、9.40%和8.66%，呈有所波动。

2011~2013年，公司实现投资收益快速增长，分别为2.79亿元、4.90亿元和6.71亿元，其中2013年公司成本法和权益法核算的长期股权投资收益分别实现2.87亿元和3.84亿元，较2012年均大幅增加。

2011~2013年，公司营业外收入波动增长，2013年实现营业外收入2.39亿元，其中政府补助1.92亿元。2011~2013年，公司利润总额年复合增长55.19%，2013年实现利润总额16.65亿元。

盈利指标方面，2011~2013年，公司净资产收益率波动中有所增长，2013年为6.01%。总资产收益率呈上升趋势，2013年为4.66%。

总体看，由于无偿划入12家子公司，公司收入规模大幅增长，盈利能力有所增强。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2011~2013年，公司经营活动现金流入量大幅增长。2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，主要由于合并12子公司后，新增煤炭销售及物流贸易业务导致收入大幅增加所致。2011~2013年，公司经营活动现金净流量波动增长，三年分别为4.04亿元、10.53亿元和7.68亿元，2013年有所下降主要因为公司支付贸易业务及房地产企业对外支出业务保证金规模加大，导致支付其他与经营活动有关的现金增加。公司现金收入比三年平均值102.37%，2013年为111.34%，收入实现质量有所好转。

投资活动方面，2011~2013年公司投资活动现金流量均表现为净流出，三年投资活动现

金流量净额分别为-23.18 亿元、-37.36 亿元和-24.69 亿元。公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主，三年分别为 24.35 亿元、41.30 亿元和 47.16 亿元，主要用于公司投资的多个火电、风电、燃气项目。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款方式筹资，权益性融资主要为电力建设基金项目在财政批复竣工决算时由专项应付款转入实收资本。2011~2013年，公司筹资活动产生的资金流入增长较快，分别为51.10亿元、72.62亿元和110.99亿元，主要因为新合并12家子公司，流动资金需求较多；同时近年来投资项目增加导致公司融资规模较大，公司对外筹资依赖性较强。

2014年1~3月，公司经营活动现金流净额和投资活动现金流净额分别为-6.32亿元和-19.28亿元，均呈现净流出，其中收到其他与经营活动有关的现金是新并入公司往来款增加所致；筹资活动现金流净额为12.42亿元。

整体看，公司经营活动现金流入规模大，具备一定的现金获现能力；公司近几年资本支出规模大，公司对外筹资依赖性较强。

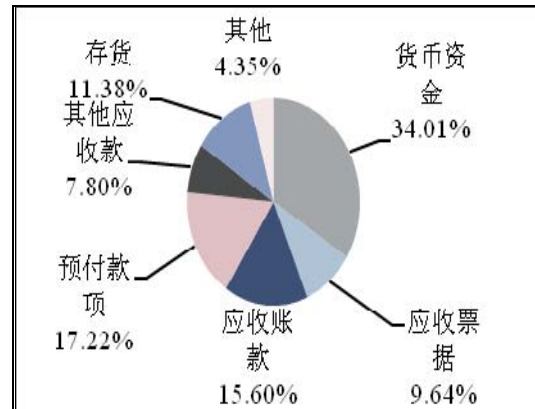
4. 资本及债务结构

资产

2011~2013年，公司资产总额年复合增长率51.61%。截至2013年底，公司资产总额为549.10亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比37.13%和62.87%。

2011~2013年，公司流动资产年均增长78.35%。截至2013年底，公司流动资产203.89亿元，其中货币资金（占34.01%）、应收票据（占9.64%）、应收账款（占15.60%）、预付款项（占17.22%）和存货（占11.38%）。

图4 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金年均增长 50.27%。截至 2013 年底，公司货币资金为 69.35 亿元，主要为银行存款，占货币资金的 99.38%，还有少量现金和其他货币资金。

2011~2013 年，公司应收票据快速增长，主要因为新并入的煤销集团 12 家子公司以承兑汇票结算为主。截至 2013 年底，公司应收票据 19.65 亿元。

2011~2013年，公司应收账款年复合增长率为61.16%。截至2013年底，公司应收账款账面余额33.41亿元，较2012年大幅增加，主要是公司新合并煤销集团子公司导致应收账款增加。公司共计提坏账准备1.60亿元，计提比例4.79%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占7.86%；按账龄计提坏账准备的应收账款占83.72%；两个月以内的电费占8.28%。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄1年以内的占87.73%，1~2年的占6.96%、2~3年的占比2.01%、3年以上的占比3.30%，公司应收账款账龄较短。公司应收账款前五名分别是国家电网山西省电力公司（占14.19%）、山西煤炭煤销集团长治有限公司（占6.09%）、大榭豫祥贸易有限公司（占4.65%）、山西国润天能科技有限公司（占2.69%）和安徽永泰能源销售有限公司灵石站（占2.54%）。

2011~2013年，公司预付账款快速增长。截至2013年底，公司预付账款35.11亿元，较

2012年增长83.38%，主要是新划入的12家子公司预付的燃煤采购款。预付账款中账龄1年以内的占89.16%，1~2年占比5.34%，2~3年占比2.07%，3年以上占比3.43%，账龄1年以上且金额重大的项目有美锦能源有限公司的预付土地出让金0.76亿元等。

2011~2013年，公司其他应收款年复合增长51.33%。截至2013年底，公司其他应收款账面余额19.74亿元，计提坏账准备3.83亿元，计提比例19.38%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款1.91亿元，计提坏账准备0.36亿元；按组合计提坏账准备的其他应收款15.64亿元，计提坏账准备3.31亿元，账龄1年以内占70.81%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款2.18亿元，计提坏账准备0.16亿元。公司其他应收款金额前五名合计占其他应收款总额的11.70%，占比较小。

截至2013年底，公司存货账面余额为23.88亿元，较2012年大幅增加，主要由于下属煤炭生产及运销企业存煤增加所致，公司计提跌价准备0.68亿元，计提比例为2.85%。

2011~2013年底，公司非流动资产年均增长40.53%，主要是固定资产、在建工程和无形资产大幅增长所致。截至2013年底，公司非流动资产为345.21亿元，主要由长期股权投资（占16.07%）、固定资产（占45.39%）、在建工程（占19.71%）和无形资产（占9.10%）构成。

截至2013年底，公司长期股权投资合计55.47亿元，其中，对联营企业投资35.24亿元，对其他企业投资19.65亿元，其他股权投资21.20万元，公司计提长期股权投资减值准备0.97亿元。公司长期股权投资部分为对地方发电、供电、煤炭企业的投资；部分为对金融企业的投资。其中公司持有山西省证券公司（占10.59%）、中国光大银行股份有限公司（占0.22%）、北京能热电股份有限公司（占9.20%）和山西漳泽电力股份有限公司（占8.06%）四家上市公司的股权。

2011~2013年，公司固定资产年复合增长49.41%。截至2013年底，公司固定资产原值262.64亿元，账面价值156.70亿元，机器设备占比60.12%，房屋建筑物占比30.16%，其他还包括运输设备、办公设备等。公司累计计提折旧和减值准备分别为105.11亿元和0.83亿元。其中未办妥产权证书的固定资产1.59亿元。

2011~2013年，公司在建工程年复合增长36.81%。截至2013年底，公司在建工程68.04亿元，较上年增长18.42%，主要为公司在建项目2013年增加投资所致，2013年新增投资较大的包括嘉节燃气联合循环热电联产项目、国锦煤矸石热电厂、宁武盘道梁风电项目和应县60兆瓦光伏发电项目等。

截至2013年底，公司无形资产31.43亿元，较上年大幅增长，主要是新划入12家子公司后获得的土地使用权和采矿权大幅增加。

截至2014年3月底，公司资产总额为557.69亿元，较2013年底增长1.56%，其中流动资产占36.01%，非流动资产占63.99%，资产构成保持稳定。

整体看，由于无偿划入12家子公司，公司规模得到大幅提升，资产质量良好，资产构成以非流动资产为主，资产流动性一般。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年复合增长率33.68%，截至2013年底，公司所有者权益合计198.61亿元，其中归属于母公司的所有者权益152.82亿元。公司所有者权益中，实收资本占43.17%，资本公积占33.73%，盈余公积0.98%，未分配利润占16.97%。

截至2012年底，公司实收资本为65.45亿元，比2011年增加900万元，为山西省财政厅拨付的年产5万吨粉煤灰制无机耐火纤维材料项目资本金；截至2013年底实收资本为65.97亿元，较2012年末增加5175万元，全部是收到财政拨款的煤炭可持续发展基金，用于注入公司资本金。截至2013年底，公司资本公积

51.54 亿元，较 2012 年能大幅增加，主要由于公司新合并的 12 家子公司净资产 39.61 亿元（以 2013 年 7 月 31 日为划转基准日的评估价值）计入资本公积所致。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 204.09 亿元，较 2013 年底增长 2.76%，主要源自未分配利润和资本公积的增长。

负债

2011~2013 年，公司负债快速增长，年复合增长率 65.63%，主要来自短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、长期借款和长期应付款的增加。截至 2013 年底，公司负债总额为 350.49 亿元，其中流动负债占 54.92%，非流动负债占 45.08%。

2011~2013 年，公司流动负债年复合增长 63.14%，截至 2013 年底，公司流动负债合计为 192.49 亿元，以短期借款（占 29.93%）、应付账款（占 24.99%）、预收款项（占 10.90%）和其他应付款（占 22.13%）为主。

2011~2013 年，公司短期借款年复合增长 83.78%。截至 2013 年底，公司短期借款 57.61 亿元，其中保证借款占 29.53%、信用借款占 60.62%。

2011~2013 年，公司应付账款年复合增长 44.46%。截至 2013 年底，公司应付账款 48.11 亿元，其中 1 年以内的占 76.62%，1-2 年的占 18.79%，2 年以上的占 4.59%。

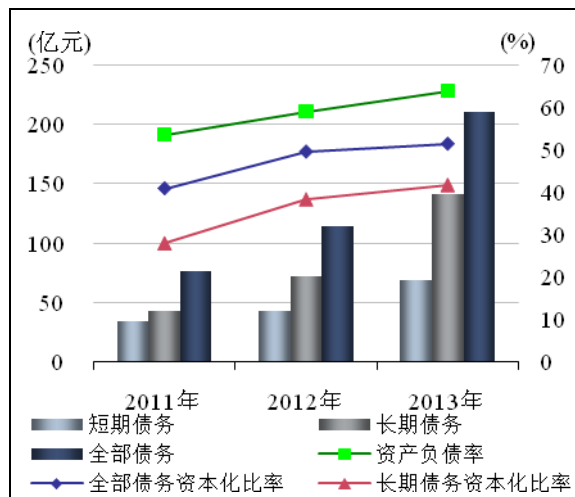
2011~2013 年，公司预收款项大幅增长。截至 2013 年底，公司预收款项 20.99 亿元，主要为下属煤炭运销子公司预收煤款。

截至 2013 年底，公司其他应付款 42.59 亿元，主要为新合并的煤销集团子公司的往来款；其他应付款中金额较大的分别是山西煤炭煤销集团阳泉郊区有限公司（2.35 亿元）、山西省电力公司（0.80 亿元）、山西煤炭煤销集团长治有限公司（0.80 亿元）、山西煤炭煤销集团阳泉孟县有限公司（0.76 亿元）和山西煤炭煤销集团吕梁有限公司（0.73 亿元）。

2011~2013 年，公司非流动负债年复合增

长 68.82%。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 158.00 亿元，以长期借款（64.37%）、应付债券（16.26%）和专项应付款（10.22%）为主。

图 5 公司债务情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2011~2013 年，公司债务规模大幅增加，主要是公司新合并 12 家子公司及在建项目持续推进所致。截至 2013 年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 68.89 亿元、141.15 亿元 210.04 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升至 63.83%、51.40%和 41.54%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 353.60 亿元，较 2013 年底增长 0.89%。其中流动负债占比 50.33%，非流动负债占比 49.67%，非流动负债占比有所上升，主要是长期借款增加所致。截至 2014 年 3 月底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为 65.25 亿元、160.48 亿元 225.73 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升至 63.40%、52.52%和 44.02%。

总体看，由于无偿划入 12 家子公司，公司所有者权益大幅增长，所有者权益稳定性较好；公司

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，

公司流动比率和速动比率呈上升趋势。截至2013年底，两项指标分别为105.92%和93.87%。2011~2013年，公司经营现金流动负债比波动较大，三年分别为5.58%、12.64%和3.99%，主要由于经营活动产生的现金净额有所波动和流动负债大幅增加所致。考虑到公司持有上市公司漳泽电力8.06%和京能电力9.20%的股权，且已全部解禁，变现能力强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司全部债务/EBITDA指标逐年上升，2013年为5.83倍；EBITDA利息倍数波动下降，2013年该指标值为3.82倍，总体看，公司长期偿债能力适宜。

截至2014年3月底，公司为合并范围以外的单位提供担保金额共计11.21亿元，担保比率为5.64%，主要是2007年重组前为山西兆光发电等原控股电厂提供的担保，被担保方为国有电力企业，并已对上述担保提供了反担保。

截至2014年3月底，公司共获得银行授信额度289.66亿元，尚未使用额度为176.32亿元。同时，公司拥有1家上市公司（通宝能源），直接和间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2014年4月18日，公司下属子公司山西大同热电有限责任公司长期借款账面余额11036021.87元，系累计欠付利息，为公司历史收购山西大同热电有限责任公司时产生的历史遗留问题，经中国建设银行大同一电厂支行证实该笔欠息已核销，除此之外，公司及其下属子公司未发生重大债务违约情况。

7. 抗风险能力

公司电力资产质量优良，新能源和综合利用项目稳步推进，燃气及配电业务发展机遇良好。公司新合并煤销集团的12家子公司后，资产及收入规模大幅增长。公司资产质量良好，

债务负担适宜，未来公司将继续加大电源项目和电网设施投资，整体抵御风险能力有望增强。总体看，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

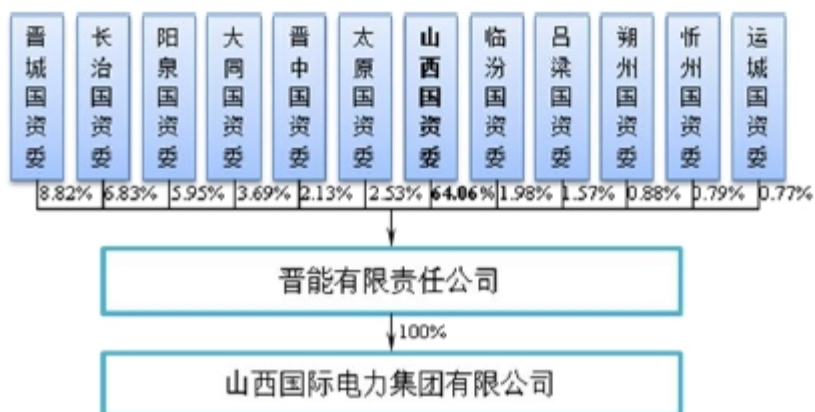
截至2013年底，公司存续期内债券包括“12晋国电债”和“12晋国电MTN1”，合计25亿元。2013年，公司EBITDA为36亿元，为公司存续的发行额度的1.44倍；同期公司经营现金流入量为292.62亿元，为上述额度的11.70倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动产生的现金流入对已发行仍在存续期债券的保障能力强。

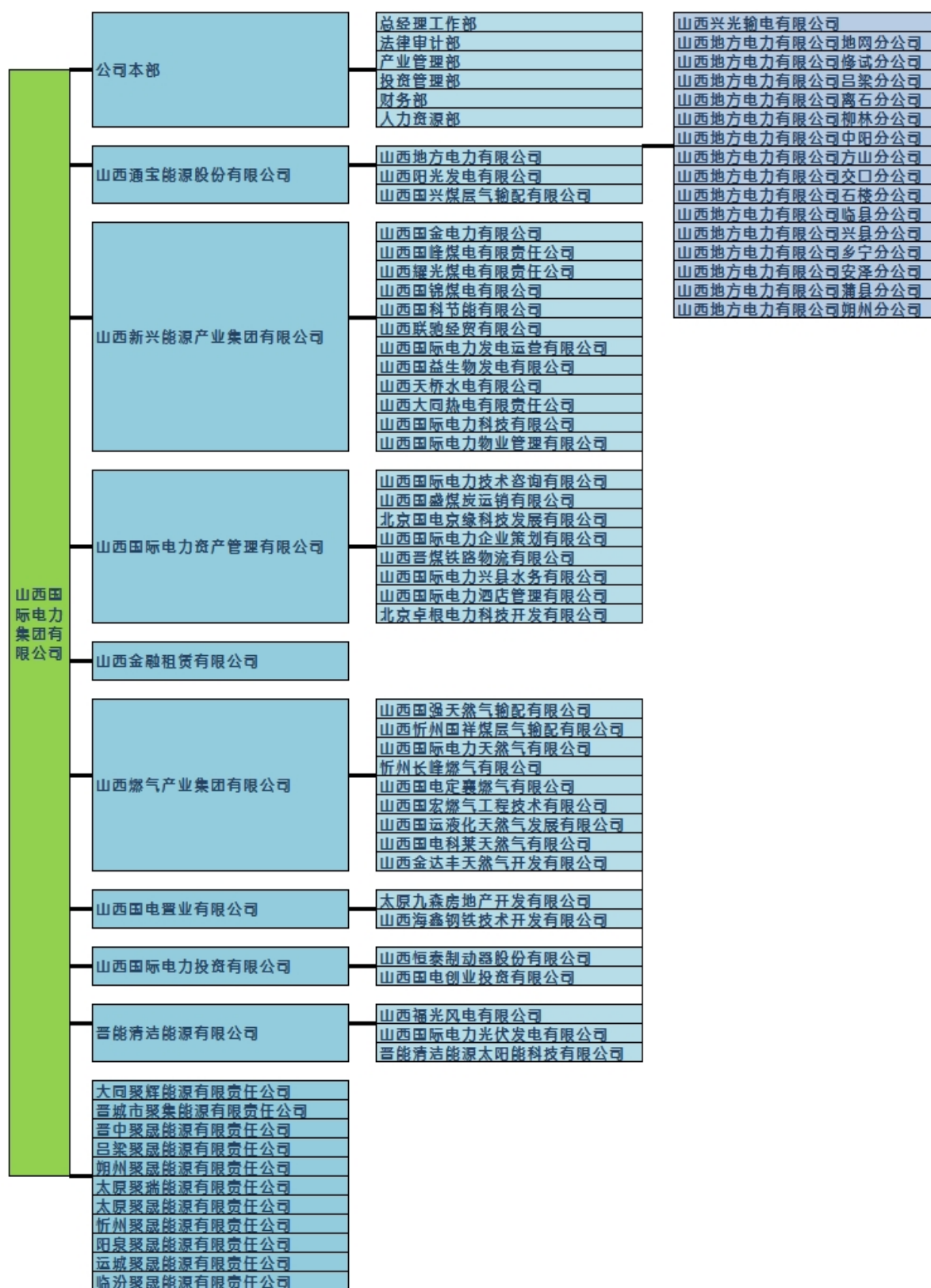
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“12晋国电债”和“12晋国电MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2014 年 3 月底纳入合并报表范围的二级子公司

序号	企业名称	持股比例 (%)	实收资本 (万元)	业务性质
1	山西通宝能源股份有限公司	60.70	114650.25	火力发电
2	山西新兴能源产业集团有限公司 (已 更名为晋能电力集团有限公司)	100.00	166610.20	电力生产
3	山西国际电力资产管理有限公司	100.00	40000.00	资产管理
4	山西金融租赁有限公司	100.00	50000.00	金融租赁
5	山西燃气产业集团有限公司	100.00	25000.00	燃气生产和供应
6	山西国电置业有限公司	100.00	30000.00	房地产开发经营
7	山西国际电力投资有限公司	100.00	20000.00	投资与资产管理
8	晋能清洁能源有限公司	100.00	169432.49	清洁能源和光伏发电
9	大同聚辉能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭运销
10	晋城市聚集能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭运销
11	晋中聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经销
12	吕梁聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经销
13	朔州聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭及制品批发
14	太原聚瑞能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经营
15	太原聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经营
16	忻州聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经营
17	阳泉聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭及能源产业投资
18	运城聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭销售
19	临汾聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭及能源投资开发
20	长治市聚通能源发展有限公司	100.00	2000.00	煤炭批发经营

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.20	34.46	89.07	66.75
资产总额(亿元)	238.90	284.42	549.10	557.69
所有者权益(亿元)	111.13	116.68	198.61	204.09
短期债务(亿元)	33.65	42.45	68.89	65.25
长期债务(亿元)	43.04	72.08	141.15	160.48
全部债务(亿元)	76.69	114.53	210.04	225.73
营业收入(亿元)	106.55	130.66	251.48	83.75
利润总额(亿元)	6.91	7.42	16.65	4.94
EBITDA(亿元)	16.01	20.25	36.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.04	10.53	7.68	-6.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.74	11.82	8.27	--
存货周转次数(次)	43.04	22.70	15.12	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.50	0.60	--
现金收入比(%)	95.68	100.09	111.34	345.54
营业利润率(%)	10.88	10.43	12.15	12.97
总资本收益率(%)	4.01	4.46	4.66	--
净资产收益率(%)	4.81	4.80	6.01	--
长期债务资本化比率(%)	27.91	38.19	41.54	44.02
全部债务资本化比率(%)	40.83	49.53	51.40	52.52
资产负债率(%)	53.48	58.97	63.83	63.40
流动比率(%)	88.63	94.46	105.92	112.85
速动比率(%)	82.56	87.40	93.87	101.04
经营现金流动负债比(%)	5.58	12.64	3.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.85	3.45	3.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	5.65	5.83	--

注：1. 2014 年一季度财务数据未经审计；2. 长期债务及全部债务相关指标计算时包含计入“长期应付款”科目的融资租赁款。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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