信用等级公告

联合〔2020〕1712号

联合资信评估有限公司通过对山西国际电力集团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，确定维持山西国际电力集团有限公司主体长期信用等级为AA+，并维持“12晋国电债/PR晋国电”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山西国际电力集团有限公司2020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
山西国际电力集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
12晋国电债/PR晋国电	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
12晋国电债/PR晋国电	20亿元	8.77亿元	2022/5/24

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：2020年6月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
——				——

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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。2019年，公司电力业务收入规模及毛利率均增长明显，带动公司经营业绩提升，经营活动现金流状况佳。同时，联合资信也关注到行业周期性风险、公司贸易业务收入占比高、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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，并维持“12晋国电债/PR晋国电”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势：

1. **公司区域综合竞争实力强。**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. **2019年，公司电力装机容量和发电量有所提高。**截至2020年3月底，公司权益装机容量合计1085.84万千瓦；已投产可控装机容量760.92万千瓦，装机容量同比增长，同时发电量也有所增长。
3. **2019年，公司主要业务稳定发展，经营业绩有所提升，经营活动现金流状况佳。**2019年，公司主要业务稳定发展，其中，公司火电平均利用小时数明显提升，清洁能源发电装机规模扩大，带动公司整体收入规模和盈利能力的提升；公司经营活动现金流仍保持大规模净流入态势。
4. **存续债券保障程度很强。**公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对“12晋国电债/PR晋国电”余额的覆盖倍数分别为

分析师：张 博　王宇飞
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

63.06倍、5.33倍和8.50倍。

关注：

1. **行业周期性风险。**煤炭和电力行业为周期性行业，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，可能对公司盈利能力产生负面影响。2020 年以来，受疫情影响，公司经营业绩同比下滑。
2. **公司仍面临一定融资压力。**截至2019年底，综合考虑公司在建项目支出、到期债务规模等方面因素，公司未来仍面临一定融资压力。
3. **公司债务负担仍较重。**2019年，公司债务规模大，债务负担仍较重，截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为72.53%和67.60%

主要财务数据：

合并口径				
项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	182.36	142.46	134.06	175.14
资产总额(亿元)	1011.92	985.32	984.20	1031.72
所有者权益合计(亿元)	240.50	236.20	270.33	273.28
短期债务(亿元)	127.00	116.97	169.03	109.06
长期债务(亿元)	499.22	474.28	395.01	503.96
全部债务(亿元)	626.22	591.24	564.04	613.02
营业收入(亿元)	306.97	376.79	382.99	81.85
利润总额 (亿元)	3.13	13.30	20.28	4.13
EBITDA(亿元)	52.98	67.78	74.58	--
经营性净现金流(亿元)	34.37	55.08	46.78	7.01
营业利润率(%)	11.67	12.39	13.59	14.76
净资产收益率(%)	0.53	2.93	5.59	--
资产负债率(%)	76.23	76.03	72.53	73.51
全部债务资本化比率(%)	72.25	71.45	67.60	69.17
流动比率(%)	194.49	165.77	146.63	208.17
经营现金流动负债比(%)	14.40	22.23	16.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	2.37	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.82	8.72	7.56	--

公司本部（母公司）				
项　　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	453.86	427.82	450.31	490.27
所有者权益(亿元)	155.07	148.22	165.30	164.21
全部债务(亿元)	251.85	232.32	238.12	279.29
营业收入(亿元)	0.02	0.20	0.42	0.00
利润总额(亿元)	-2.38	-0.52	-1.88	-1.09
资产负债率（%）	65.83	65.35	63.29	66.51
全部债务资本化比率(%)	61.89	61.05	59.02	62.97
流动比率（%）	593.53	514.04	273.66	775.91
经营现金流动负债比(%)	12.49	16.68	0.38	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息债务计入长期债务；3.2018 年底财务数据使用 2019 年期初数据

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
12 晋国电债/PR 晋国电	AA+	AA+	稳定	2019/6/21	张博 王宇飞	电力行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
12 晋国电债/PR 晋国电	AA+	AA+	稳定	2012/5/16	程晨 王佳	—	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西国际电力集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

山西国际电力集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于山西国际电力集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 5221.14 万元。

2002 年 7 月，山西省人民政府下发《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 13624 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 2020 年 3 月底，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。

公司主营发电、配电和煤炭生产与贸易业务。截至 2020 年 3 月底，公司内设总经理工作部、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。公司合并范围包含 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（证券代码：“600780.SH”；证券简称：通宝能源）为上海证券交易所上市公司，公司持股比例为 57.33%。

截至2019年底，公司合并资产总额984.20亿元，所有者权益（含少数股东权益52.63亿元）270.33亿元；2019年公司实现营业总收入382.99亿元，利润总额20.28亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1031.72亿元，所有者权益（含少数股东权益53.82亿元）273.28亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入81.85亿元，利润总额4.13亿元。

公司注册地址：太原市杏花岭区东缉虎营 37 号；法定代表人：李国彪。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司发行的“12 晋国电债/PR 晋国电”（以下简称“本期债券”）募集资金 20 亿元。其中，

16.00 亿元用于平鲁败虎堡二期 49.5 兆瓦风力发电项目、忻州市煤层气利用工程项目以及宁武盘道梁 49.5 兆瓦风力发电项目等项目建设，其余债券资金 4.00 亿元用于补充运营资金。截至目前，募投项目建设已全部完工，募集资金已按照原计划使用完毕。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12 晋国电债/PR 晋国电	20.00	8.77	2012/5/24	2022/5/24

资料来源：Wind

“12 晋国电债/PR 晋国电”期限是“5+5”年，设有投资人回售选择权、调整票面利率和债券提前偿还条款。回售选择权和调整票面利率方面，公司有权决定在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 5 年的票面利率，公司刊登关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 5 年期满时将所持的全部或部分本品种债券按面值回售给公司，或选择继续持有本期债券。2017 年 5 月，本期债券回售金额 5.38 亿元，票面利率由 5.38%上调为 5.88%。债券提前偿还方面，“12 晋国电债/PR 晋国电”存续期的第 6 年起，即 2018 年至 2022 年，逐年分别按照回售后剩余本金的 10%、10%、20%、30%和 30%比例分期偿还，到期利息随本金一起支付。“12 晋国电债/PR 晋国电”债券余额为 8.77 亿元。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4

个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万

亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，

提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

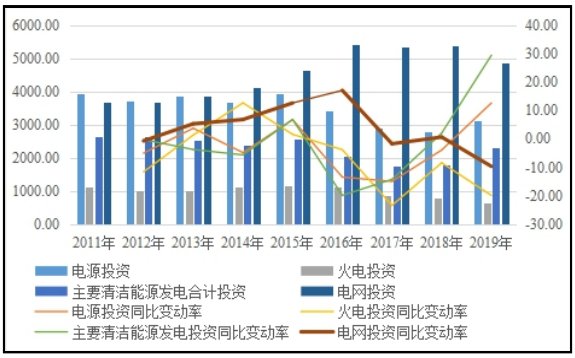
1. 行业概况

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据[1]，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

图 1　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）



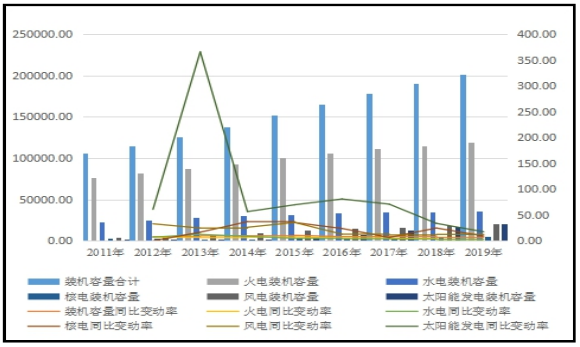
资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）



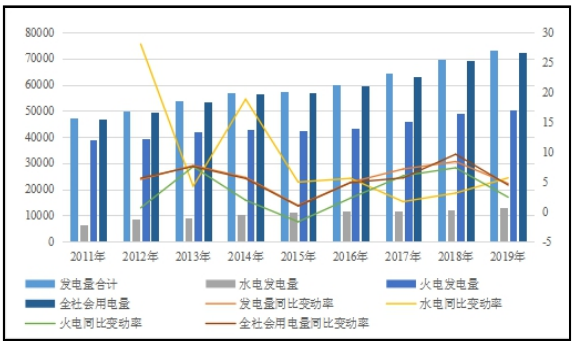
资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

图3　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

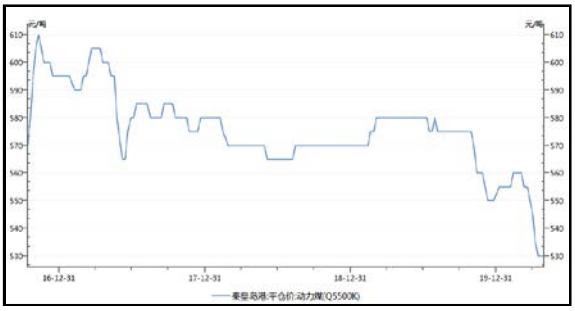
(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年开始复苏。截至 2016 年 11 月 9 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值 610 元/吨。2017－2019 年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在 550 元/吨至 600 元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但

对于行业产能去化潜力有限。

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图4　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于 2019 年 5 月 21 日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），并于 2019 年 7 月 1 日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019 年 I~IV 类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元和 0.52 元；2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018 年之前核准，但 2020 年底前仍未完成并网的项目以及 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准，但 2021 年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年将调整为每千瓦时 0.75 元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对 2018 年底前已核准，且在 2021 年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标

杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于 2020 年 1 月 1 日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019 年 1 月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元。其中，5 亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按 10 亿元补贴总额组织项目建设。2020 年 3 月 12 日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及 2019 年 12 月底完成全部机组并网的风电项目、2017 年 7 月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和 2019 年光伏竞价项目并网时间可延长至 2019 年 12 月底）以及 2018 年 1 月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于 2020 年 1 月 20 日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4 号，提出 2021 年 1 月 1 日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要

流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019－2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）**提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）**提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）**促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

（4）**全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，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。

2. 企业规模

公司作为区域性大型电力集团之一，在煤电一体化、发电和配电方面均具有较强的区域竞争力。

公司作为山西省重要的电力产业集团之

一，涉及发电、配电和煤炭生产与贸易业务，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，同时也在大力发展风电及光伏发电等新能源发电，截至2020 年 3 月底，公司已投产可控装机容量760.92 万千瓦（其中，火力发电可控装机容量580.40 万千瓦，风电可控装机容量 104.30 万千瓦，水电可控装机容量 12.80 万千瓦，光伏发电可控装机容量 63.42 万千瓦），在建可控装机容量 124.00 万千瓦，权益装机容量（包括在建）1085.84 万千瓦。

配电业务方面，截至 2020 年 3 月底，公司共拥有变电站 125 座。

煤炭业务方面，截至 2020 年 3 月底，上述煤矿共拥有煤炭资源储量 5.47 亿吨，核定总产能为 770 万吨/年。

3. 政策支持

地方政府对公司支持力度大。

公司作为山西省重要的能源投资企业，从成立以来一直得到山西省政府的大力支持。2019 年，公司其他收益为 5.53 亿元，，主要系项目补贴资金。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2019 年，受益于新建风电、光伏发电机组的投运及发电机组利用小时数的增加，发电业务收入和毛利率有所增长，整体经营状况良好。2020 年 1—3 月受疫情影响，营业收入同比下降。

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，2019 年公司实现营业收入 382.99 亿元，同比增长 1.65%。在收入构成方面，2019 年，受益于新建风电和光伏发电机组的投运及发电机组利用小时数的增加，公司发电业务营业收入同比增长 17.00%；配电业务收入同比增长 16.49%，主要系用电量增加所致；煤炭生产业务与煤炭贸易物流业务收入同比分别下降 4.96%和 5.14%，主要系煤炭价格有所回落所致；非煤贸易及其他业务收入同比下降 11.02%，主要系光伏组件制造收入下降所致。

表 3 公司收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	66.50	21.66	4.92	81.55	21.64	9.97	95.41	24.91	14.73	28.55	34.88	14.63
配电业务	37.64	12.26	15.66	44.08	11.70	15.02	51.35	13.41	16.22	13.32	16.27	12.35
煤炭生产	34.50	11.24	63.03	43.36	11.51	66.24	41.21	10.76	66.93	10.24	12.51	64.51
煤炭贸易物流	131.07	42.70	2.23	172.42	45.76	2.34	163.55	42.70	1.91	27.69	33.83	2.64
非煤贸易及其他	37.26	12.14	17.59	35.38	9.39	13.88	31.48	8.22	14.07	2.05	2.50	7.00
合计	**306.97**	**100.00**	**13.16**	**376.79**	**100.00**	**13.91**	**382.99**	**100.00**	**15.02**	**81.85**	**100.00**	**16.25**

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
资料来源：公司提供

在毛利率方面，2019 年公司发电业务及配电业务毛利率分别较上年上升 4.76 个百分点和 1.20 个百分点，其中发电业务毛利率上升主要系煤炭价格回落，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；煤炭生产、煤炭贸易物流、非煤贸易及其他业务毛利率整体变动不大。综上，2019 年，公司综合毛利率为 15.02%，较上年上升 1.11 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 81.85 亿元，同比下降 16.07%，综合毛利率为 16.25%。受新冠疫情影响，公司一季度营业收入有所下降。

2. 电力板块

（1）发电业务

2019 年，公司下属火电业务产能规模较为稳定，燃料采购单位成本有所下降，有利于公司发电业务盈利水平的提升。公司平均上网电价有所下降，但主要火电机组设备利用程度较上年有所增长，以及清洁能源装机规模的扩大，带动公司整体发电量及上网电量的增加和发电业务收入规模的扩大。

公司发电业务主要涉及火电、水电和风电，光伏发电及其他电力规模较小。截至 2020 年 3 月底，公司权益装机容量合计 1085.84 万千瓦；已投产可控装机容量 760.92 万千瓦；公司参股 12 家电厂，权益参股装机容量为 324.82 万千瓦。

表 4 截至 2020 年 3 月底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	128.00	100.00	128.00	火力
	山西耀光煤电有限责任公司	40.00	100.00	40.00	火力
	晋能长治热电有限公司	66.00	80.00	52.80	火力
	山西国峰煤电有限公司	60.00	80.00	48.00	火力
	山西国金电力有限公司	70.00	51.00	35.70	火力
	山西国锦煤电有限公司	60.00	51.00	30.60	火力
	晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	86.40	100.00	86.40	燃气发电
	晋能大土河热电有限公司	70.00	99.00	69.30	火力
	山西天桥水电有限公司	12.80	100.00	12.80	水电
	晋能清洁能源风力发电有限公司	104.30	100.00	104.30	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限公司	63.42	100.00	63.42	光伏发电
控股在建	晋能孝义煤电有限公司（在建）	70.00	51.00	35.70	火力
	晋能清洁能源风力发电有限公司（在建）	54.00	100.00	54.00	风电
参股	国电太一发电有限责任公司	62.50	45.00	28.13	火力
	浙江浙能镇海发电有限责任公司	86.00	37.50	32.25	火力
	浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	60.00	30.00	18.00	火力
	华能左权煤电有限责任公司	120.00	20.00	24.00	火力
	北京京能热电股份有限公司	1651.60	6.29	103.89	火力
	山西鲁能河曲发电有限公司	120.00	10.00	12.00	火力
	山西鲁能河曲能源有限公司	120.00	10.00	12.00	火力
	国电榆次热电有限公司	66.00	49.00	32.34	火力
	大同煤矿集团同华发电有限公司	132.00	5.00	6.60	火力
	山西鲁能王曲发电有限责任公司	120.00	5.00	6.00	火力
	山西西龙池抽水蓄能电站有限责任公司	120.00	10.00	12.00	水力
	苏晋能源控股有限公司	396.00	9.50	37.62	火力
合计				**1085.84**	--

资料来源：公司提供

火力发电

目前，公司火力发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（以下简称“阳光发电”）、晋能电力集团有限公司的控股子公司山西耀光煤电有限责任公司（以下简称“耀光煤电”）、晋能长治热电有限公司（以下简称“长治热电”）、山西国峰煤电有限公司（以下简称“国峰煤电”）、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”）等。

燃料采购

2019 年，公司下辖主要火力发电厂的固体发电燃料采购规模为 1529.60 万吨，同比增长 14.01%。其中，中低热值煤为 1028.74 万吨、电煤为 500.86 万吨。受煤炭价格下跌等因素影响，2019 年，公司下辖主要火力发电厂采购成本均有不同程度下降。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
阳光发电	采购量	218.00	262.00	282.00	71.00
	采购均价	371.26	383.60	376.42	367.96
耀光煤电	采购量	150.74	165.60	172.59	49.64
	采购均价	158.48	189.32	154.09	150.02
长治热电	采购量	144.00	190.93	218.86	54.52
	采购均价	400.00	419.25	334.32	351.02
国峰煤电	采购量	218.56	249.73	292.71	69.35
	采购均价	136.34	167.96	164.55	171.90
国锦煤电	采购量	120.35	185.64	274.54	79.66
	采购均价	227.73	217.14	179.71	184.08
国金电力	采购量	245.32	287.74	288.90	78.47
	采购均价	203.00	195.03	178.91	196.50

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
资料来源：公司提供

在采购集中度方面，2019 年公司前五大煤炭供应商采购金额合计 8.24 亿元，煤炭供应商集中度由上年的 27.45%下降至 20.33%。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。

发电运营

阳光发电方面，2019年，受区域内用电需求增加影响，阳光发电发电量较上年增长7.55%；发电利用小时数较上年增加314小时；全年平均厂用电率为8.82%，较上年小幅上升0.34个百分点，供电标准煤耗为319克/千瓦时，单位发电煤耗较上年小幅增加9克/千瓦时，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。当年上网电量为较上年增长5.20%；平均上网电价0.314元/千瓦时，较上年下降9.25%；受上网电价下降影响，阳光发电当年实现营业收入15.75亿元，较上年小幅下降1.13%。

表6　阳光发电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3747	4157	4471
供电标准煤耗（克/千瓦时）	308.40	310.00	319.00
综合厂用电率（%）	8.40	8.48	8.82
装机容量（万千瓦）	128	128	128
发电量（亿千瓦时）	47.97	53.21	57.23
上网电量（亿千瓦时）	43.94	49.60	53.39
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.324	0.346	0.314
营业收入（亿元）	13.33	15.93	15.75

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，2019 年，耀光煤电发电量

17.77 亿千瓦时，较上年下降 2.36%；发电利用小时数为 4442 小时，较上年减少 108 个小时；综合厂用电率 12.26%，较上年基本保持稳定；供电标准煤耗为 413.00 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年增加 25 克。2019 年，耀光煤电上网电量 15.75 亿千瓦时，较上年下降 2.90%；平均上网电价为 0.315 元/千瓦时（含税）；耀光煤电全年实现营业收入 4.73 亿元，较上年增长 1.72%。

表7　耀光煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	4025	4550	4442
供电标准煤耗（克/千瓦时）	373.66	388.00	413.00
综合厂用电率（%）	12.27	12.33	12.26
装机容量（万千瓦）	40	40	40
发电量（亿千瓦时）	16.10	18.20	17.77
上网电量（亿千瓦时）	14.12	16.22	15.75
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.286	0.316	0.315
营业收入（亿元）	3.75	4.65	4.73

注：2019 年营业收入同比增长系供热收入增长
资料来源：公司提供

长治热电方面，2019 年，长治热电发电量 35.81 亿千瓦时，较上年增长 17.60%；发电利用小时数为 5426 小时，较上年增加 813.00 小时；全年平均厂用电率为 9.21%，较上年下降 0.07 个百分点；供电标准煤耗为 314.00 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年增加 5 克。2019 年，长治热电上网电量 33.31 亿千瓦时，较上年增长 17.25%；平均上网电价为 0.313 元/千瓦时（含税），较上年下降 6.29%；长治热电全年实现营业收入 10.77 亿元，较上年增长 12.42%。

表8　长治热电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3841	4613	5426
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309.84	309.00	314.00
综合厂用电率（%）	9.39	9.28	9.21
装机容量（万千瓦）	66	66	66
发电量（亿千瓦时）	25.35	30.45	35.81
上网电量（亿千瓦时）	22.97	28.41	33.31
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.315	0.334	0.313
营业收入（亿元）	7.33	9.58	10.77

资料来源：公司提供

国锦煤电方面，2019 年，国锦煤电当年发电量为 29.47 亿千瓦时，较上年增长 41.82%；发电利用小时为 4912 小时，较上年增加 1509 小时。2019 年，国锦煤电上网电量 26.68 亿千瓦时，较上年增长 41.39%；平均上网电价 0.319 元/千瓦时（含税），与上年基本持平；国锦煤电当年实现营业收入 8.40 亿元，较上年增长 49.20%。

表9　国锦煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	2168	3403	4912
供电标准煤耗（克/千瓦时）	320.97	323.00	323.00
综合厂用电率（%）	12.76	12.24	12.17
装机容量（万千瓦）	60	60	60
发电量（亿千瓦时）	13.01	20.78	29.47
上网电量（亿千瓦时）	11.35	18.87	26.68
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.300	0.314	0.319
营业收入（亿元）	2.90	5.63	8.40

资料来源：公司提供

国峰煤电方面，2019 年，国峰煤电当年发电量为 30.62 亿千瓦时，较上年增长 11.67%；发电利用小时为 5103 小时，较上年增加 534 小时。2019 年，国峰煤电上网电量 28.66 亿千瓦时，较上年增长 11.82%；平均上网电价 0.316 元/千瓦时（含税），较上年基本持平；国峰煤电当年实现营业收入 8.50 亿元，较上年增长 12.73%。

表10　国峰煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	4149	4569	5103
供电标准煤耗（克/千瓦时）	334.61	331	339
综合厂用电率（%）	7.23	7.15	6.87
装机容量（万千瓦）	60	60	60
发电量（亿千瓦）	24.89	27.42	30.62
上网电量（亿千瓦时）	23.08	25.63	28.66

平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.292	0.318	0.316
营业收入（亿元）	6.22	7.54	8.50

资料来源：公司提供

国金电力方面，2019 年，国金电力当年发电量为 33.35 亿千瓦时，较上年基本持平；发电利用小时为 4764 小时，较上年减少 36 小时。2019 年，国金电力上网电量 31.37 亿千瓦时，较上年基本保持稳定；平均上网电价 0.316 元/千瓦时（含税），较上年下降 2.17%；国金电力当年实现营业收入 9.28 亿元，较上年增长 2.54%。

表11　国金电力主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3995	4800	4764
供电标准煤耗（克/千瓦时）	336.16	335.00	337.00
综合厂用电率（%）	6.97	6.79	6.93
装机容量（万千瓦）	70	70	70
发电量（亿千瓦）	27.96	33.60	33.35
上网电量（亿千瓦时）	26.02	31.55	31.37
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.290	0.323	0.316
营业收入（亿元）	6.71	9.05	9.28

注：2019 年营业收入同比增长系供热收入增长

资料来源：公司提供

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 2020 年 3 月底，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 2019 年全年发电量 8.75 亿千瓦时（同比增长 37.15%），上网电量 8.72 亿千瓦时。天桥水电全年实现水电业务收入 1.90 亿元，同比增长 40.74%。2020 年 1－3 月，天桥水电完成发电量 2.29 亿千瓦时，上网电量 2.28 亿千瓦时，实现售电收入 0.50 亿元。

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。截至 2020 年 3 月底，公司风力发电具体发电项目包括平鲁败虎堡风电场等 17 个风力电站，其中 7 个电站尚处建设期内。公司已建成风电装机容量合计 104.30 万千瓦，在建装机 54 万千瓦。公司风力电站全年共完成发电 17.13 亿千瓦时，实现上网电量 16.86 亿千瓦时，同比分别增长 8.56%和 8.49%。公司风电项目均处第四类风电资源区，平均上网电价为 0.59 元/千瓦时（含税），较上年下降 0.05 元。2019 年，公司实现风电售电收入 9.15 亿元，同比增加 15.24%。2020 年 1－3 月，风电完成发电量 3.61 亿千瓦时，上网电量 3.54 亿千瓦时，平均上网电价为 0.561 元/千瓦时，实现收入 1.92 亿元。

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 2020 年 3 月底，公司已建成光伏发电装机容量合计 63.42 万千瓦。2019 年，公司光伏发电设施完成发电量 5.9 亿千瓦时，上网电量为 5.76 亿千瓦时，分别同比增长 15.46%和 15.43%。公司光伏发电项目平均上网电价为 0.78 元/千瓦时（含税），2019 年实现光伏发电收入 4.48 亿元，同比增长 16.06%。2020 年 1－3 月，公司光伏发电业务发电量 1.37 亿千瓦时，上网电量 1.34 亿千瓦时，平均上网电价为 0.78 元/千瓦时，光伏发电实现收入 1.07 亿元。

（2）配电业务

2019 年，公司配电业务能力有所提升，虽的售电价格略有下降，但受区域用电需求增加以及公司配电业务能力提升的带动，公司配电量和配电收入均有所增长。

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 2020 年 3 月底，公司共拥有变电站 125 座，其中，220kV 变电站 7 座，容量 2190MVA，220kV 线路

416kM；110KV 变电站 48 座，容量 4056MVA，110KV 线路 1602kM；35kV 变电站 70 座，容量 1023.7MVA，35kV 线路 1632KM。

受区域用电需求增长影响，2019 年，公司完成配电量 96.94 亿千瓦时，较上年增长 5.91%，平均售电电价为 555.46 元/兆瓦时，较上年下降 1.80%。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 16.49%至 51.35 亿元。

表 12 公司配电业务主要经营数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
配电量（亿千瓦时）	80.87	91.53	96.94
平均售电价（元/兆瓦时）	578.02	565.65	555.46
配电设施完成投资（亿元）	3.90	2.30	3.48
变电站个数（座）	118	119	125
线路长度（公里）	14762.00	17230.00	15799.85
变电总容（万千伏安）	680.50	659.97	726.97

注：2019 年线路长度减少系拆除老旧线路所致
资料来源：公司提供

3. 煤炭板块

2019 年，公司煤炭资源储量及产能基本保持稳定，产销量略有增长，但平均吨煤售价及吨煤毛利有所下降，煤炭产业整体运营情况较为稳定。

（1）煤炭开采

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”）。截至 2020 年 3 月底，上述煤矿共拥有煤炭资源储量 5.47 亿吨，核定总产能为 770 万吨/年。2019 年，上述矿井产量合计 745.94 万吨，同比增长 1.60%。

表 13 截至 2020 年 3 月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	2019 年		2020 年 1—3 月	
					产量	销量	产量	销量
三元煤业	2.51	260	92	贫瘦煤、贫煤	270.56	269.24	73.70	74.50
王庄煤业	1.55	240	48	焦煤、贫煤	294.07	292.58	80.44	79.57
马堡煤业	0.91	150	39	焦煤、贫煤	176.8	176.70	36.68	36.49
盛平煤业	0.50	120	35	焦煤、贫煤、贫瘦煤	4.51	5.10	0.43	2.29
合计	**5.47**	**770**	--	--	**745.94**	**743.62**	**191.25**	**192.85**

资料来源：公司提供

2019 年，公司平均吨煤成本 183.80 元/吨；平均吨煤售价 557.61 元/吨，较上年下降 7.16%；平均吨煤毛利 373.81 元/吨，较上年小幅下降 6.02%。

（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 2020 年 3 月底，公司拥有煤炭发运站 111 个，2019 年公司实现煤炭贸易及物流收入为 163.55 亿元。

4. 非煤贸易及其他

公司非煤贸易及其他业务板块以光伏组件业务为主。2019 年，受国内新能源政策调整影响，光伏组件业务收入规模明显下降。

公司非煤贸易及其他业务主要包括光伏产品的生产销售、车辆零配件制造等业务，其中光伏产品业务由晋能清洁能源科技股份公司（以下简称“晋能清洁”）负责运营；车辆零配件制造由山西国际电力投资有限公司下属的山西恒泰制动器股份有限公司负责运营。

截至 2019 年底，公司拥有 1.8GW 太阳能

电池及组件产能，实现了高效多晶硅太阳能组件、高效背钝化单晶（PERC）组件及超高效异质结（HJT）组件大规模量产，成为首批通过国家领跑者认证的企业。晋能清洁先后通过了UL、TUV、JET 认证，具备美国、欧洲、日本、澳洲、印度、巴西、墨西哥、菲律宾等市场的准入资格。2019 年，公司生产电池组件 1.79GW，光伏组件生产与销售实现销售收入 29.39 亿元，较上年减少 10.56%，主要系国内新能源政策调整导致国内市场下游需求减少所致。2020 年 1－3 月，生产电池组件 270MW，实现销售收入 1.49 亿元。

5. 经营效率

2019 年，公司经营效率有所提升。

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.17 次、22.52 次和 0.39 次，较上年分别上升 0.1 次、上升 7.93 次和上升 0.01 次，公司经营效率整体上有所提高。

6. 同业对比

同业对比来看，公司资产和收入规模较大。

同行业对比来看，公司资产和收入规模较大，债务负担处于适中水平，装机容量适中。

表 14 发电企业数据对比

项目	公司	山西漳泽电力股份有限公司	格盟国际能源有限公司
企业性质	国企	国企	国企
装机容量（万千瓦）	760.92	861.74	774.25
资产总额（亿元）	984.20	509.36	461.02
所有者权益（亿元）	270.33	78.89	163.75
营业收入（亿元）	382.99	120.25	113.63
利润总额（亿元）	20.28	0.99	8.97
资产负债率（%）	72.53	84.32	64.48

注：上表数据为 2019 年数据
资料来源：联合资信整理

7. 在建项目及未来发展

公司资本支出较大，未来仍存在较大的外部融资需求。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目包括低热值发电及风力发电项目的建设，总投资规模 70.42 亿元，已累计投资 30.33 亿元，2020 年内尚需投资 22.66 亿元，相关项目将于 2020－2021 年陆续投产。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。其中晋能孝义 2×35 万千瓦低热值煤发电工程剩余待投入资金规模不大。阳曲风电等项目待投入规模较大，以致公司未来仍存在较大的外部融资需求。

未来随着项目的陆续投产，公司发电能力将得到增强，且有利于公司清洁能源发电占比的提升。

表15 截至2020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 2020 年 3 月底已完成投资	2020 年预计投资
晋能孝义 2×35 万千瓦低热值煤发电工程	280000.00	211417.66	35000.00
阳曲侯村 50MW 风电项目等七项	424181.00	91837.00	191645.00
合计	704181.00	303254.66	226645.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 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，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和陆续颁布的各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2020 年一季度财务报表未经审计。

在合并范围变化方面，2019 年，公司通过投资新设新增 3 家子公司，分别为晋能清洁能源光伏发电（怀仁）有限公司、晋能清洁能源光伏发电（天镇）有限公司、晋能清洁能源光伏发电（山阴）有限公司；不再纳入合并范围子公司 4 家，分别为山西国际电力发电运营有限公司、山西国益生物发电有限公司、山西大同热电有限责任公司和晋能保德煤电有限公司（以下简称“保德煤电”）。在财务数据可比性方面，财务合并范围变化不大，对公司财务数据整体可比性的影响相对较小。

截至2019年底，公司合并资产总额984.20亿元，所有者权益（含少数股东权益52.63亿元）270.33亿元；2019年公司实现营业总收入382.99亿元，利润总额20.28亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1031.72亿元，所有者权益（含少数股东权益53.82亿元）273.28亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入81.85亿元，利润总额4.13亿元。

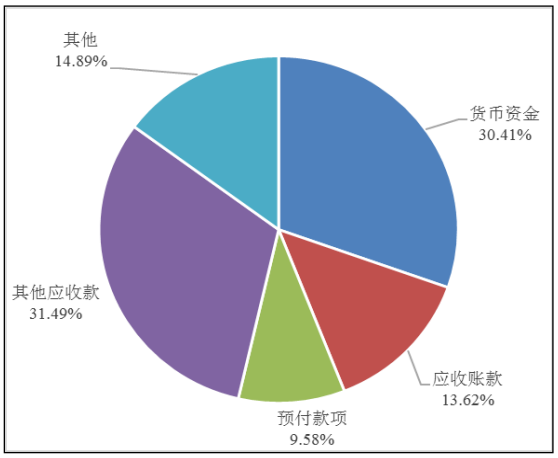
2. 资产质量

公司资产结构中非流动资产所占比重相对较大，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，公司整体资产质量高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 984.20 亿元，较 2018 年底下降 0.11%。其中，流动资产占 43.29%，非流动资产占 56.71%。公司资产结构中非流动资产所占比重相对较大，资产结构变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产 426.02 亿元，较 2018 年底增长 3.70%。公司流动资产主要由货币资金（占 30.41%）、应收账款（占 13.62%）、预付款项（占 9.58%）、其他应收款（占 31.49%）构成。

图5 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 129.56 亿元，较 2018 年底下降 2.30%。其中，以银行存款为主，占 91.14%。公司受限制货币资金 22.24 亿元，占货币资金的比重为 17.17%，主要为其他货币资金中的银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款等，货币资金受限规模较小。

截至 2019 年底，公司应收账款 58.03 亿元，较 2018 年底增长 11.89%；公司应收账款账面余额 61.16 亿元，其中按账龄法计提坏账准备的应收账款余额为 58.28 亿元，从账龄分布看，1 年以内（含 1 年）的应收账款占 59.86%，1 至 2 年的应收账款占 25.36%，其余为 2 年以上。截至 2019 年底，公司已累计计提应收账款坏账准备 3.13 亿元，计提比例为 5.12%。公司应收前五大客户合计金额占比为 52.93%，其中国网山西省电力公司应收账款占比为 38.92%，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 2019 年底，公司预付款项 40.82 亿元，较 2018 年底下降 1.08%，主要为公司向煤销集团等关联方预付的煤炭采购款。

截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）138.97 亿元，其中其他应收款 134.16 亿元，较 2018 年底增长 2.47%；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 63.78%，其

中主要为与公司控股股东晋能集团的往来款（86.96 亿元），主要系晋能集团对下属企业实行资金集中管理所致；按账龄法计提坏账准备的其他应收款占 36.00%。截至 2019 年底，公司已累计计提其他应收款坏账准备 3.65 亿元；公司其他应收款前五大欠款方合计占比为 88.16%，其中晋能集团往来款占比为 63.10%，集中度较高，虽回收风险低，但一定程度上也对公司资产的流动性产生影响。

截至 2019 年底，公司非流动资产 558.18 亿元，较 2018 年底下降 2.84%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 8.16%）、固定资产（占 58.07%）、在建工程（占 12.97%）、无形资产（占 6.19%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 45.55 亿元，较 2018 年底增长 6.32%，主要系对联营企业浙江浙能镇海发电有限责任公司投资有所增加以及权益法下确认的投资收益增加所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 324.12 亿元，较 2018 年底小幅增长 3.05%；公司固定资产累计计提折旧 214.06 亿元，固定资产成新率为 60.23%，成新率一般；公司计提固定资产减值准备 0.10 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程 72.37 亿元，较 2018 年底下降 30.52%，主要系保德煤电公司不再纳入公司合并范围所致。

截至 2019 年底，公司受限资产总额为 157.06 亿元，占总资产的 15.96%，受限资产占比较小。

表 16　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	22.24	银行承兑汇票保证金、担保
应收票据	0.33	质押
固定资产	112.95	售后租回抵押
无形资产	0.69	不动产抵押
在建工程	2.32	售后租回抵押
其他	18.54	质押担保
合计	**157.06**	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1031.72 亿元，较 2019 年底增长 4.83%。其中，流动资产占 45.69%，非流动资产占 54.31%。公司资产结构较 2019 年底变化不大。

3. 所有者权益与负债

所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模有所增长，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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 270.33 亿元，较 2018 年底增长 14.45%，主要系新增可续期融资 15 亿元以及未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.53%，少数股东权益占比为 19.47%。归属于母公司所有者权益 217.70 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 30.30%、21.82%、6.17%、1.43%和 31.69%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 273.28 亿元，较 2019 年底增长 1.09%，所有者权益结构变化不大。

负债

截至 2019 年底，公司负债及有息债务规模均有所下降，债务期限结构以长期债务为主，债务结构较好；但债务负担仍较重。

截至 2019 年底，公司负债总额 713.87 亿元，较 2018 年底下降 4.71%。其中，流动负债占 40.70%，非流动负债占 59.30%。公司负债结构相对均衡，但流动负债占比上升较快。

截至 2019 年底，公司流动负债 290.54 亿元，较 2018 年底增长 17.24%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要主要由短期借款（占 9.22%）、应付账款（占 21.44%）、其他应付款（占 9.11%）、一年内到期的非流动负债（占 42.25%）等构成。

截至2019年底，公司短期借款26.79亿元，较2018年底增长18.67%，主要系融资规模有所增长所致；公司短期借款主要包括信用借款16.35亿元和保证借款6.79亿元构成。

截至2019年底，公司其他应付款（合计）30.58亿元，其中其他应付款26.45亿元，较2018年底增长5.47%，主要系往来款有所增长所致；公司其他应付款主要由往来款（占70.40%）、质保金（占10.70%）和押金保证金（占9.34%）。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债122.75亿元，较2018年底增长66.98%，主要系一年内到期的应付债券转入此科目所致。

截至2019年底，公司非流动负债423.33亿元，较2018年底下降15.56%，主要系一年内到期的应付债券重分类所致。公司非流动负债主要由长期借款（占40.82%）、应付债券（占24.59%）、长期应付款（占27.91%）构成。

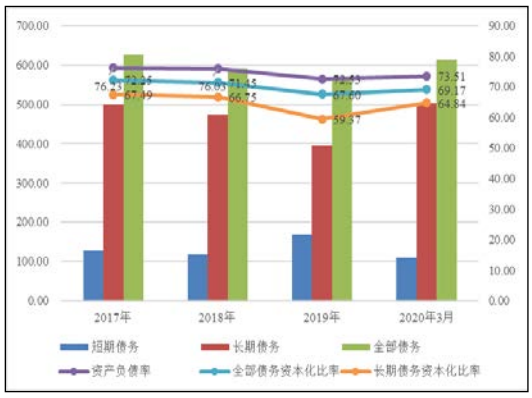
截至2019年底，公司长期借款172.80亿元，较2018年底下降5.64%；主要系部分存续期不到一年的长期借款重分类至一年以内到期的非流动负债所致。其中，质押借款占15.21%，保证借款占73.09%，信用借款占11.71%。从期限分布看，长期借款中1~2年到期占比19.32%，2~3年到期占比22.25%，3~4年到期占比2.55%，4~5年到期占比1.83%；5年以上到期占比54.05%。

截至2019年底，公司应付债券104.10亿元，较2018年底下降35.54%，主要系一年内到期部分重分类所致。应付债券中2022年到期金额为37.01亿元，2025年到期金额为39.87亿元，2027年到期金额为27.21亿元，期限分布相对分散。

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2019年底，公司长期应付款118.17亿元，较2018年底下降8.93%。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务564.04亿元，较2018年底下降4.60%。其中，短期债务占29.97%，长期债务占70.03%，以长期债务为主。短期债务169.03亿元，较2018年底增长44.51%，主要系即将到期的中长期债务重分类所致。长期债务395.01亿元，较2018年底下降16.71%。截至2019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72.53%、67.60%和59.37%，较2018年底分别下降3.50个百分点、下降3.85个百分点和下降7.39个百分点。公司债务负担仍较重。如将公司所有者权益中的可续期融资调入长期债务，截至2019年底，公司全部债务增至579.04亿元。其中，短期债务169.03亿元（占29.19%），长期债务410.01亿元（占70.81%），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74.06%、69.40%和61.62%，较调整前分别上升1.52个百分点、1.80个百分点和2.25个百分点。

图6　公司近年债务情况



资料来源：公司财务报告及报表

截至2020年3月底，公司负债总额758.44亿元，较2019年底增长6.24%。其中，流动负债占29.86%，非流动负债占70.14%。公司以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。有息债务方面，截至2020年3月底，公司全部债务613.02亿元，较2019年底增长8.68%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务109.06亿元（占17.79%），较2019年底下降35.48%，主要系偿还部分到期债务所致；长期债务503.96亿元（占82.21%），较2019年底

增长 27.58%，长期债务占比进一步提升。截至 2020 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 73.51%、69.17%和 64.84%，较 2019 年底分别上升 0.98 个百分点、上升 1.57 个百分点和上升 5.47 个百分点。如将公司所有者权益中的可续期融资调入长期债务，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增至 628.02 亿元；其中，短期债务 109.06 亿元（占 17.37%），长期债务 518.96 亿元（占 82.63%），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 74.97%、70.86%和 66.77%，较调整前分别上升 1.45 个百分点、1.69 个百分点和 1.93 个百分点。

表 17　截至 2020 年 3 月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

剩余期限	有息债务到期金额	占比
2020 年 3 月底至 2020 年底	77.03	12.57
2021 年	14.66	2.39
2022 年	113.12	18.45
2023 年及以后	408.21	66.59
合计	**613.02**	**100.00**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019 年，公司继续保持大规模的营业收入规模，利润大幅增长，但较大规模的期间费用仍对公司利润形成明显侵蚀，公司盈利仍较为依赖投资收益及政府补助。

2019 年公司实现营业收入 382.99 亿元，同比增长 1.65%，主要系发电业务和配电业务收入有所增长所致；实现利润总额 20.28 亿元，同比增长 52.51%，主要系营业收入增长的同时，合并范围变化导致煤炭贸易物流业务营业成本下降等因素影响所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 38.01 亿元，同比下降 2.06%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.78%、34.96%、3.65%和 49.61%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用和管理费用分别为 4.48 亿元和 13.29 亿元，分别同比下降 8.10%和 4.68%，主要系主要系公司加强费用控制所致；财务费用为 18.86 亿元，同比增长 2.58%。2019 年，公司费用收入比为 9.93%，同比下降 0.38 个百分点，但公司费用控制能力仍有待加强。

2019 年，公司实现投资收益 3.57 亿元，同比增长 181.74%，主要系长期股权投资确认的收益增长所致；投资收益占营业利润比重为 17.38%。2019 年，公司实现其他收益 5.53 亿元，同比增长 28.10%，主要系政府补贴增长所致；其他收益占营业利润比重为 26.93%。公司盈利对投资收益以及政府补助较为依赖，但相关投资收益及政府补助较为持续。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 13.59%，同比上升 1.20 个百分点。2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.79%和 5.59%，较上年分别上升 0.74 个百分点和上升 2.66 个百分点。公司各盈利指标均有所提升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 81.85 亿元，同比下降 16.07%；实现利润总额 4.13 亿元，同比下降 34.65%。受新冠疫情影响，公司一季度经营业绩有所下降。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持较大规模净流入，收入实现质量较高；投资活动现金流仍为净流出；综合考虑公司在建项目支出及到期债务规模等方面因素，未来公司仍面临一定的筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 553.02 亿元，同比增长 6.21%，主要系公司营业收入增长所致；经营活动现金流出 506.24 亿元，同比增长 8.73%。综上影响，2019 年，公司经营活动现金净流入 46.78 亿元，同比下降 15.07%。2019 年，公司现金收入比为 111.74%，较上年上升 5.80 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 6.90 亿元，同比下降 74.28%，主要系理财产品到期规模同比减少所致；投资活动现金流出 47.75 亿元，同比下降 18.18%，主要系在建项目投资规模下降所致。综上影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 40.85 亿元，同比增长 29.52%，持续较大规模的投资活动净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 138.32 亿元，同比增长 10.87%，主要系公司吸收投资及借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出 153.68 亿元，同比下降 18.09%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金减少所致。综上影响，2019 年，公司筹资活动现金净流出 15.35 亿元，同比下降 75.58%。

表 18　公司现金流情况　（单位：亿元）

项目	2017 年	2019 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	497.74	520.68	553.02	112.28
经营活动现金流出量	463.38	465.60	506.24	105.27
经营活动现金流量净额	**34.37**	**55.08**	**46.78**	**7.01**
投资活动现金流入量	101.28	26.82	6.90	0.72
投资活动现金流出量	146.28	58.36	47.75	6.32
投资活动现金流量净额	**-45.00**	**-31.54**	**-40.85**	**-5.60**
筹资活动现金流入量	288.09	124.76	138.32	131.99
筹资活动现金流出量	240.54	187.61	153.68	88.30
筹资活动现金流量净额	**47.55**	**-62.85**	**-15.35**	**43.69**
筹资活动前现金流	**-10.63**	**23.54**	**5.93**	**1.41**

资料来源：公司财务报告

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 7.01 亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.60 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 43.69 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债指标表现好，综合考虑公司所处区域行业地位高，股东对公司支持力度强，公司经营业绩持续向好发展，经营获现能力较强等优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别为 146.63%和 141.99%，较 2018 年底均有所下滑，流动资产对流动负债的保障程度较高；公司现金短期债务比由 2018 年底的 1.22 倍下降至 0.79 倍，主要系一年内到期的中长期债务规模大幅增加所致，现金类资产对短期债务的保障程度较为较高。2019 年经营现金流动负债比为 16.10%，较 2018 年有所下滑。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 74.58 亿元，较 2018 年增长 10.04%，主要系利润总额增长所致；EBITDA 利息倍数由上年的 2.37 倍上升至 2.69 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA(倍)由上年的 8.72 倍下降至 7.56 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。综合考虑公司所处区域行业地位高，股东对公司支持力度强，公司整体偿债能力很强。

表 19　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

被担保企业	担保金额（亿元）
山西燃气产业集团有限公司	9.41
山西国强天然气输配有限公司	0.14
山西华光发电有限责任公司	4.03
晋能集团有限公司	20.00
山西宁武榆树坡煤业有限公司	0.23
合计	**33.81**

资料来源：公司提供

在对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司为合并范围以外的单位提供担保金额共计 33.81 亿元，占公司所有者权益的 12.38%，所占比重一般。主要担保对象为晋能集团有限公司、山西华光发电有限责任公司、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，公司对控股股东晋能集团担保 20.00

亿元；对山西燃气产业集团有限公司担保 9.41 亿元，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，公司整体或有风险可控。

截至 2020 年 3 月底，公司已获金融机构授信 605.18 亿元，尚未使用授信额度为 347.28 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。

7. 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（机构信用代码为：G1014010700128070E），截至 2020 年 4 月 3 日，公司无未结清不良贷款，信用记录良好。

8. 抗风险能力

跟踪期内，发电业务和配电收入稳定增长，整体盈利能力有所提升。同时，公司在业务多元性、产业链整合和股东支持等方面具有显著优势。总体看，公司整体抗风险能力很强。

9. 母公司财务分析

公司主要业务在子公司层面开展，母公司资产构成较为简单，主要为子公司往来款和持有的子公司股权；母公司层面所开展的经营项目规模小且盈利差，对子公司投资收益为母公司主要利润来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额 450.31 亿元，主要由货币资金（46.92 亿元）、其他应收款（183.25 亿元）和长期股权投资（155.71 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额 285.01 亿元，其中，一年内到期的非流动负债 89.54 亿元，长期借款 44.48 亿元，应付债券 104.10 亿元，长期应付款 39.26 亿元；母公司资产负债率为 63.29%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 165.30 亿元，主要由实收资本（65.97 亿元）、资本公积（49.96 亿元）和未分配利润（17.84 亿元）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 0.42 亿元，同比增长 110%；投资收益 1.46 亿元，同比下降 48.23%；利润总额-1.88 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 0.36 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -14.28 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 -2.26 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司EBITDA和经营活动现金流入量对“12晋国电债/PR晋国电”的保障程度很强。

“12晋国电债/PR晋国电”余额为8.77亿元，2019年，公司EBITDA为74.58亿元，为“12晋国电债/PR晋国电”余额的8.50倍；公司经营活动现金流入量553.02亿元，对“12晋国电债/PR晋国电”余额的覆盖倍数为63.06倍；经营活动现金净流量为46.78亿元，对“12晋国电债/PR晋国电”余额的覆盖倍数为5.33倍。总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“12晋国电债/PR晋国电”的保障程度很强。

公司存续债券余额为158.77亿元，到期日期分布较为均匀，2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为存续债券余额的0.47倍、3.48倍和0.29倍。2023年债券偿付金额最高，2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为2020年债券偿付金额的1.24倍、9.22倍和0.78倍。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度强。

表20　公司存续债券期限分布情况

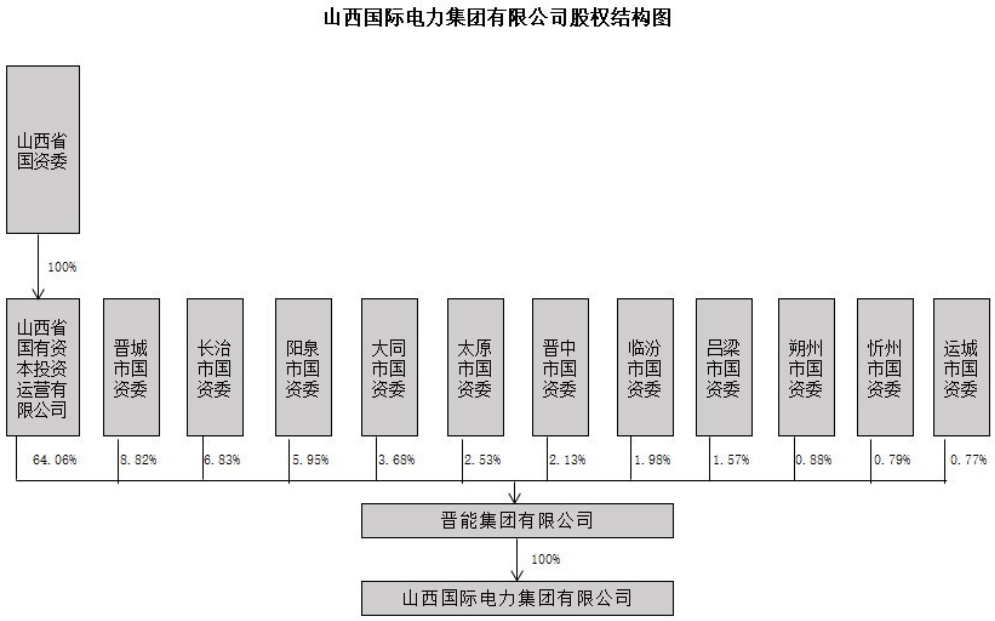
到期兑付/行权日期	债券余额
2020	40.00
2022	58.77
2023	60.00
合计	**158.77**

资料来源：联合资信整理

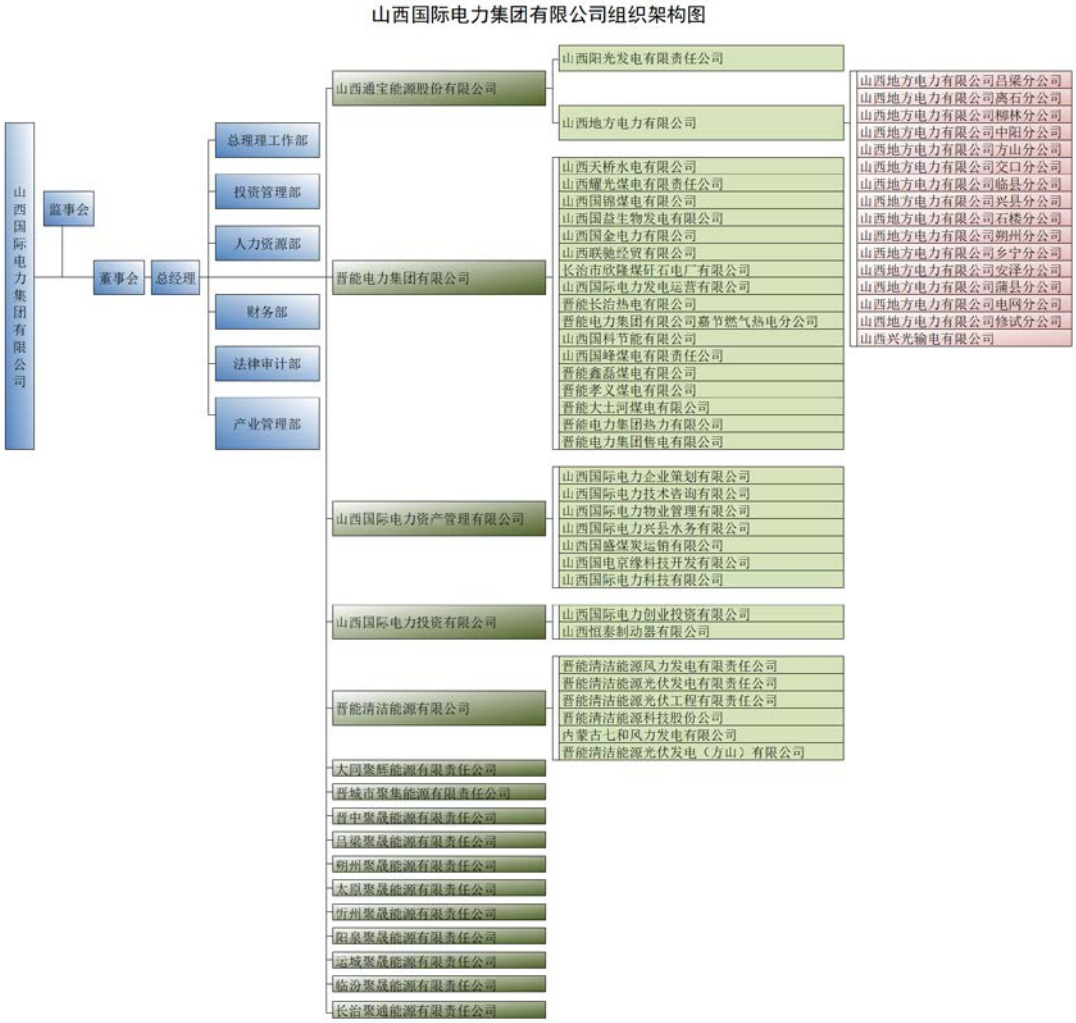
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“12 晋国电债/PR 晋国电”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司二级子公司情况表

子公司名称	持股比例（%）	实收资本（万元）	主营业务
山西通宝能源股份有限公司	57.57	114650.25	火力发电
晋能电力集团有限公司	100.00	174810.20	电力生产
山西国际电力资产管理有限公司	100.00	40000.00	资产管理
山西国际电力投资有限公司	100.00	20000.00	投资与资产管理
晋能清洁能源有限公司	100.00	241764.49	清洁能源和光伏发电
大同聚辉能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭运销
晋城市聚集能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭运销
晋中聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经销
吕梁聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经销
朔州聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭及制品批发
太原聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经营
忻州聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭经营
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
运城聚晟能源有限责任公司	100.00	2000.00	煤炭销售
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
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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	182.36	142.50	134.06	175.14
资产总额(亿元)	1011.92	985.32	984.20	1031.72
所有者权益合计(亿元)	240.50	236.20	270.33	273.28
短期债务(亿元)	127.00	116.97	169.03	109.06
长期债务(亿元)	499.22	474.28	395.01	503.96
全部债务(亿元)	626.22	591.24	564.04	613.02
营业收入(亿元)	306.97	376.79	382.99	81.85
利润总额(亿元)	3.13	13.30	20.28	4.13
EBITDA(亿元)	52.98	67.78	74.58	--
经营性净现金流(亿元)	34.37	55.08	46.78	7.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.41	6.07	6.17	--
存货周转次数(次)	8.49	14.59	22.52	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.38	0.39	--
现金收入比(%)	105.27	105.94	111.74	98.77
营业利润率(%)	11.67	12.39	13.59	14.76
总资本收益率(%)	3.27	4.05	4.79	--
净资产收益率(%)	0.53	2.93	5.59	--
长期债务资本化比率(%)	67.49	66.75	59.37	64.84
全部债务资本化比率(%)	72.25	71.45	67.60	69.17
资产负债率(%)	76.23	76.03	72.53	73.51
流动比率(%)	194.49	165.77	146.63	208.17
速动比率(%)	182.33	159.86	141.99	201.90
经营现金流动负债比(%)	14.40	22.23	16.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	2.37	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.82	8.72	7.56	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.长期应付款中有息部分计入公司长期债务；3..2018 年底财务数据使用 2019 年期初数据

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	84.47	59.42	62.35	91.09
资产总额(亿元)	453.86	427.82	450.31	490.27
所有者权益合计(亿元)	155.07	148.22	165.30	164.21
短期债务(亿元)	41.69	40.62	89.54	34.49
长期债务(亿元)	210.16	191.70	148.58	244.80
全部债务(亿元)	251.85	232.32	238.12	279.29
营业收入(亿元)	0.02	0.20	0.42	0.00
利润总额(亿元)	-2.38	-0.52	-1.88	-1.09
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	5.59	7.62	0.36	0.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.01	0.13	0.35	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	100.14	--
营业利润率(%)	-43.15	84.58	74.38	--
总资本收益率(%)	-0.57	-0.13	-0.48	--
净资产收益率(%)	-1.40	-0.33	-1.20	--
长期债务资本化比率(%)	57.54	56.39	47.34	59.85
全部债务资本化比率(%)	61.89	61.05	59.02	62.97
资产负债率(%)	65.83	65.35	63.29	66.51
流动比率(%)	593.53	514.04	273.66	775.91
速动比率(%)	593.53	514.04	273.66	775.91
经营现金流动负债比(%)	12.49	16.68	0.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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