信用等级公告

联合[2018] 1712 号

联合资信评估有限公司通过对格盟国际能源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，确定维持格盟国际能源有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 格盟 MTN001”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

二零一八年七月二十六日

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

格盟国际能源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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 格盟 MTN001	15 亿元	2021/05/07	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.95	20.37	27.45	27.74
资产总额(亿元)	366.40	371.66	426.41	431.47
所有者权益(亿元)	145.81	151.00	159.83	160.14
短期债务(亿元)	50.02	54.98	80.88	82.25
长期债务(亿元)	123.48	114.52	116.38	118.66
全部债务(亿元)	173.50	169.50	197.26	200.91
营业收入(亿元)	66.94	64.42	90.37	23.53
利润总额(亿元)	7.02	5.33	4.19	0.68
EBITDA(亿元)	31.57	30.57	32.52	--
经营性净现金流(亿元)	34.66	32.91	20.71	7.80
营业利润率(%)	26.72	24.38	19.11	14.28
净资产收益率(%)	4.13	2.85	1.92	--
资产负债率(%)	60.20	59.37	62.52	62.89
全部债务资本化比率(%)	54.34	52.89	55.24	55.65
流动比率(%)	51.02	45.96	36.68	37.62
经营现金流动负债比(%)	37.97	33.26	14.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.50	5.55	6.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	3.71	3.61	--

注：1. 公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中的有息部分计入长期债务及相关指标核算。

分析师

黄 露 王 爽

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

评级观点

跟踪期内，格盟国际能源有限公司（以下简称“公司”）作为山西省主要的电力供应商之一，保持了其在行业地位、生产规模、装备水平等方面的优势；受益于电力需求回升、上网电价上调、发电机组超低排放改造的完成、煤炭价格高企以及新增气化业务板块，公司营业收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到煤炭价格波动、以火电为主的电源结构相对单一及未来投资压力较大等因素对公司经营可能产生的不利影响。

未来，随着公司电力、煤炭、气化业务规模扩张以及向污水处理、旅游等多元产业链发展的逐步推进，公司资产规模有望继续保持增长，收入规模将有所扩张，公司综合实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持格盟国际能源有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“18 格盟 MTN001”信用等级为 AA^+。

优势

1. 公司为山西省重要的电力投资主体之一，装机容量较大，30 万千瓦及以上火电机组全部完成超低排放改造，运行效率较高，电力业务具有一定规模优势。
2. 公司临近煤炭资源丰富地区，煤炭供给有保障，成本优势显著。
3. 跟踪期内，公司新增气化业务板块，气化业务逐步成为公司新的利润增长点；煤炭业务板块收入及盈利能力进一步增强，成为公司利润的主要来源。
4. 公司经营活动现金流入量对“18 格盟 MTN001”本金覆盖程度高。

关注

1. 公司以火电为主的电源结构相对单一，未来随着各类清洁能源发电规模的增长，公司可能承受一定的经营压力。
2. 跟踪期内，电煤价格高企对公司利润有一定负面影响，公司盈利水平有所下降。
3. 公司在建项目投资规模大，未来存在一定筹资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由格盟国际能源有限公司（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。

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。

格盟国际能源有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于格盟国际能源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

格盟国际能源有限公司（以下简称“公司”），成立于 2007 年 4 月，经中华人民共和国商务部（以下简称“商务部”）批准（商资批【2007】658 号文），由山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）作为主发起人，联合韩电山西国际有限公司（、Deutsche Capital Hong Kong Limited（以下简称“德意志香港”），共同出资组建的有限责任公司（台港澳与境内合资企业），持股比例分别为 47%、34%和 19%。2007 年 12 月，经山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）和商务部的批准（晋国资产权函【2007】375 号和商资批【2007】1946 号），将山西国电所持公司 47%股权无偿划转山西国际能源集团有限公司（以下简称“山西国能”）。2009 年 11 月，经商务部批准（商资批【2009】231 号），德意志香港将其持有的公司 7%和 3%股权分别转让给电源开发株式会社和中国电力株式会社。2014 年 9 月，经山西省商务厅批准（晋商资函【2014】435 号），德意志香港将其持有的公司 8%股权转让给 KEPCO Woori Sprott Global Private Equity Fund。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，公司实际控制人为山西省国资委，组织结构图见附件 1。

公司主要经营电力业务。公司采用扁平化的组织结构模式，不设传统的科层制职能部门，设立财务、投资、工程技术、综合协调四类岗位。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围二级子公司 24 家，三级子公司 16 家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 426.41 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 43.92 亿元）合计 159.83 亿元；2017 年，公司实现营业收入 90.37 亿元，利润总额 4.19 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 431.47 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 44.43 亿元）160.14 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.53 亿元，利润总额 0.68 亿元。

公司注册地址：太原市府西街 69 号国贸大厦座 A40-42 层；公司法定代表人：曹阳。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 5 月 3 日发行“18 格盟 MTN001”，发行额度 15 亿元，期限 3 年。“18 格盟 MTN001”尚未到付息日，募集资金已用于偿还有息债务。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分

别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

公司主营业务为电力运营，其经营状况与电力行业发展状况联系紧密。

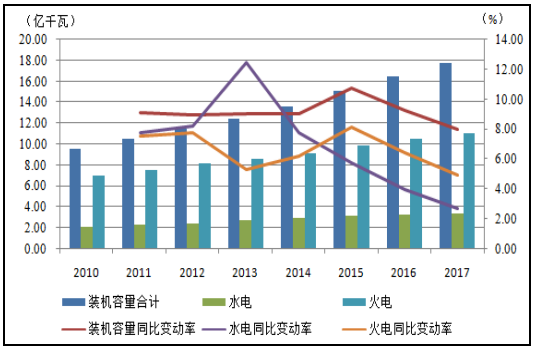
1. 行业分析

（1）行业概况

根据国家能源局统计数据，2017 年中国电源基本建设投资合计完成 2700 亿元，同比下降 20.8%。其中火电完成投资 740 亿元，同比下降 33.9%；水电完成投资 618 亿元，同比增长 0.1%；核电完成投资 395 亿元，同比下降 21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成 5315 亿元，同比下降 2.2%。整体看，2017 年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至 2017 年底，中国全口径发电设备装机容量 17.77 亿千瓦，同比增长 7.6%。其中火电装机 11.06 亿千瓦，同比增长 4.3%；可再生能源发电装机达到 6.5 亿千瓦，同比增长 14%。包括水电装机 3.41 亿千瓦（全国水电新增装机约 900 万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机 1.64 亿千瓦（全国风电新增装机 1503 万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至 2017 年底，风电装机中“三北”地区占比 74.4%）、光伏发电装机 1.30 亿千瓦（全国光伏新增装机 5306 万千瓦，其中，集中电站 3362 万千瓦，同比增加 11%；分布式电站 1944 万千瓦，同比增长 3.7 倍）和生物质发电装机 1488 万千瓦（新增装机 274 万千瓦），分别同比增长 2.7%，10.5%，68.7%和 22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的 36.6%，同比上升 2.1 个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图 1　近年中国发电装机容量变动情况

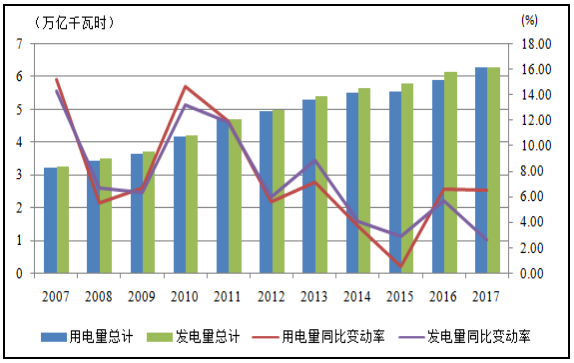


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017 年，中国全口径发电设备发电量 63093 亿千瓦时，同比增长 2.6%，6000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时 3786 小时，同比下降 11 小时。其中火电发电量 46115 亿千瓦时，同比增长 4.6%，利用小时数 4209 小时，同比

增长 23 小时；由于 2016 年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计 2017~2018 年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量 16978 亿千瓦时，同比增长 1500 亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的 26.4%，同比上升 0.7 个百分点。其中，全国水电发电量 11945 亿千瓦时，同比增长 1.7%；平均利用小时数为 3579 小时，同比降低 40 小时。全国风电发电量 3057 亿千瓦时，同比增长 26.3%；平均利用小时数 1948 小时，同比增加 203 小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建 2756 小时、云南 2484 小时、四川 2353 小时）；2017 年，全国风电弃风电量同比减少 78 亿千瓦时，弃风率同比下降 5.2 个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量 1182 亿千瓦时，同比增长 78.6%；全国弃光电量 73 亿千瓦时，弃光率同比下降 4.3 个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图 2　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017 年全社会用电量 63077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。分产业看，第一产业用电量 1155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 44413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业用电量 8814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活用电量 8695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

（2）行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏，截至 2016 年 11 月 7 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点 700 元/吨。2017 年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在 550 元/吨至 670 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018 年 1 月 22 日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家发电集团联名向国家发改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自 2018 年 2 月 5 日起，不允许有高于 750 元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于 2016 年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016 年 11 月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017 年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭

价格在全年大部分时间中高位运行。当年 11 月，发改委再次出台《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求 2018 年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的 75%以上，而且要求全年合同履约不低于 90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017 年 6 月 16 日发改委正式下发文件，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近 1 分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2016 年 12 月 26 日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低 2018 年 1 月 1 日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为 0.40 元/千瓦时、0.45 元/千瓦时、0.49 元/千瓦时和 0.57 元/千瓦时。

2017 年 12 月 22 日，国家发改委发布《2018 年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自 2019 年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630 抢装潮”在 2019 年将不再适用，但年底会再次出现抢装。2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低 0.05 元，即 I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.50 元、0.60 元、0.70 元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元，即补贴标准调整为每千瓦时 0.32 元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5 兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴缺口大、周期长

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。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至 2017 年底，可再生能源补贴缺口已达到 1000 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度有望于 2018 年适时启动强制性约束交易。

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。2017 年 11 月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃

水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017 年，全国全年弃水电量 515 亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到 96%左右；同期，全国全年弃风电量 419 亿千瓦时，弃风率 12%，同比下降 5.2 个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量 73 亿千瓦时，弃光率 6%，同比下降 4.3 个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量 28.2 亿千瓦时，弃光率 22%，同比下降 9.3 个百分点；甘肃弃光电量 18.5 亿千瓦时，弃光率 20%，同比下降 9.8 个百分点。整体看，2017 年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

（3）行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计 2020 年全社会用电量 6.8~7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6%~4.8%，全国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%，人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到 27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到 15%的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机增加 5000 万千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安。根据国家电网 2018 年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资 4989 亿元，开工 110（66）千伏及以上线路 6.1 万千米，变电（交流）容量 3.8 亿千伏安（亿千瓦）；投产 110（66）千伏及以上线路 5.2 万千米，变电（交流）容量 3 亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能 2000 万千瓦以上。

电力交易方面：2016 年 10 月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出 2017 年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017 年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计 1.63 万亿千瓦时，同比增长 45%，占全社会用电量比重达 26%左右，同比提高 7 个百分点，为工商企业减少电费支出 603 亿元。

重组整合方面：2016 年 7 月 26 日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017 年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。2017 年 8 月 28 日，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革[2017]146 号），同意国电集团与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）合并重组，神华集团

更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能投集团”），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登记（备案），国电集团和国家能投集团于 2018 年 2 月 5 日签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。本次合并的实施尚需履行必要的程序及获得其他有权机构必要的批准、核准及同意。但其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

2. 山西省区域经济环境

公司的电力业务主要在山西省内，山西省区域经济环境和全社会用电情况与公司的业绩关联较大。

根据《山西省 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，山西省全年地区生产总值（GDP）14973.5 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 777.9 亿元，增长 3.0%，占生产总值的比重为 5.2%；第二产业增加值 6181.8 亿元，增长 6.5%，占生产总值的比重为 41.3%；第三产业增加值 8013.9 亿元，增长 7.8%，占生产总值的比重为 53.5%。人均地区生产总值 40557 元，按 2017 年平均汇率计算为 6007 美元。山西省一般公共预算收入 1866.8 亿元，增长 19.9%。税收收入 1397.2 亿元，增长 34.8%。

2017 年，山西省规模以上工业增加值增长 7.0%，其中，煤炭工业增加值增长 3.6%，非煤工业增加值增长 9.7%。全省规模以上工业企业实现主营业务收入 17725.3 亿元，增长 25.7%。其中，能源工业实现主营业务收入 10359.6 亿元，增长 30.4%。

截至 2017 年底，山西省发电装机容量 8072.7 万千瓦，比上年底增长 5.7%。其中，火电装机容量 6366.5 万千瓦，增长 0.6%；并网风电装机容量 871.6 万千瓦，增长 13.1%；并网太阳能发电装机容量 590.4 万千瓦，增长 98.9%；水电装机容量 244.2 万千瓦，增长 0.1%。

2017 年，山西省全社会用电总量 1990.6 亿千瓦时，较上一年增长 10.76%。其中，第一产业用电 41.1 亿千瓦时，占全社会用电量的比重为 2.1%；第二产业用电 1566.7 亿千瓦时，占全社会用电量的比重为 78.7%，其中，工业用电 1545.2 亿千瓦时；第三产业用电 200.3 亿千瓦时，占全社会用电量的比重为 10.1%；城乡居民生活用电 182.5 亿千瓦时，占全社会用电量的比重为 9.2%。其中，计算机服务和软件业用电量增长 49.0%，交通运输设备制造业用电量增长 33.5%。

总体看，山西省经济保持平稳发展，财政实力不断增强，全社会用电总量快速增长，公司外部经济环境良好。

六、基础素质分析

1、产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 100 亿元，其中山西国能持股 47%，为公司第一大股东。公司实际控制人为山西省国资委。

2、企业规模和竞争力

公司为山西省重要的电力投资主体之一，装机规模和发电量在山西省内市场份额较大，具有较明显的规模优势。截至2018年3月底，公司已投产控股装机容量595.25万千瓦，在建火电控股装机容量410.00万千瓦，其中煤矸石低热值煤发电机组200.00万千瓦，热力机组装机规模450.00万千瓦；参股6家电厂，参股装机容量575.00万千瓦，已投产权益装机容量为144.65万千瓦。2017年公司实现发电量230.52亿千瓦时，其中火电发电量225.73亿千瓦时；实现上网电量212.24亿千瓦时，其中火电上网电量为207.69亿千瓦时。2017年，公司发电量占山西

全省发电量约8%，具有一定的规模优势。此外，山西省为中国重要的煤炭大省，也为电力企业的煤炭成本控制提供良好的外部环境。

近年来，公司不断扩大煤炭板块业务，截至2017年底，公司拥有5个煤矿，合计煤炭产能为510万吨/年，2017年煤炭产销量分别为394.75万吨和397.38万吨。公司下属大庄煤矿、裕民焦煤、碾焉煤矿地理位置较好，交通便利，煤种以焦煤为主，结焦性好且煤化度较高、煤炭价格高，公司煤矿整体盈利能力较强。

整体看，公司主要从事山西省电力的生产和销售，为山西省重要的电力投资主体之一，装机容量较大，30万千瓦及以上机组于2016年底全部完成超低排放改造，运行效率较高，整体电力资产质量较好。未来随着山西省电力需求回暖、公司现有机组全时段运营以及在建电力项目投产，公司电力板块收入和利润有望进一步提升。同时，公司不断扩张煤炭业务板块，产品以焦煤为主，市场价格高，煤炭板块逐步成为公司收入和利润的重要来源之一。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理制度方面无重大变化。

跟踪期内，公司部分高级管理人员有变动。郭钛星先生、赵孝承先生不再担任董事职务。暂无新任职董事。

跟踪期内，公司高管人员变动对公司正常管理经营并无重大影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司营业收入为 90.37 亿元，同比增长 40.28%。从收入结构看，电力生产及销售是公司的核心业务，伴随着山西经济增速的回升以及公司发电机组超低排放改造的完成，加之上网电价上调，2017 年公司电力收入同比大幅增长 22.47%，当期电力收入为 63.56 亿元。2017 年，随着煤炭板块收入的大幅增长以及新增气化板块收入，电力板块收入占比下降至 70.33%，但仍为公司最主要的收入利润来源。2017 年，受煤炭价格回升影响，煤炭板块营业收入为 20.69 亿元，同比增长 95.19%，占营业收入比重提升至 22.89%。2017 年，公司其他业务收入为 6.12 亿元，较 2016 年增加 4.20 亿元，主要系公司新增气化业务板块，气化业板块务收入为 6.11 亿元。

毛利率方面，2017 年，受煤炭行业景气度回升、煤炭价格高企影响，公司发电成本增加，电力业务毛利率较 2016 年下降 12.74 个百分点至 13.81%。公司煤炭产品主要为焦煤，受行业整体景气度回升影响，销售价格进一步提升，带动该板块毛利率较 2016 年增加 15.72 个百分点至 49.40%。其他业务毛利率受新增气化业务板块影响，毛利率较 2016 年增加 6.06 个百分点至 11.27%，其中气化业务毛利率为 9.00%。受上述因素影响，公司综合毛利率较 2016 年下降 5.30 个百分点至 21.79%。煤炭业务板块毛利润占比提升至 51.90%。

表 1　2016~2018 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
电力	51.90	80.57	26.55	63.56	70.33	13.81	14.10	59.92	5.18
煤炭	10.60	16.45	33.68	20.69	22.89	49.40	5.08	21.59	47.68
其他	1.92	2.98	5.21	6.12	6.77	11.27	4.34	18.44	18.90
合计	**64.42**	**100.00**	**27.09**	**90.37**	**100.00**	**21.79**	**23.53**	**100.00**	**16.89**

资料来源：公司提供

注：1. 公司 2017 年新增气化业务板块；电力板块营业收入中包含热力销售收入，2016 年、2017 年分别为 2.10 亿元和 2.68 亿元；2. 数字尾差系四舍五入造成。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.53 亿元，为 2017 年全年的 26.04%，综合毛利率较 2017 年下降 4.90 个百分点至 16.89%。其中电力板块营业收入 14.10 亿元，毛利率 5.18%，较 2017 年下降 8.63 个百分点，主要系电力板块煤炭采购成本较 2017 年进一步增加所致；煤炭板块业务收入 5.08 亿元，毛利率较 2017 年下降 1.72 个百分点至 47.68%；其他业务板块收入 4.34 亿元，毛利率 18.90%，较 2017 年上升 7.63 个百分点，主要系气化板块售气量同比大幅增长带动气化业务收入增加，单位固定成本下降所致。

跟踪期内，受电力需求回升以及发电机组超低排放改造的完成影响，公司上网电量增长，加之山西省上网电价上调，公司电力板块收入大幅增长，但同时发电成本提升，电力板块毛利润下降；受煤炭行业景气度回升、煤炭价格高企影响，公司煤炭板块产收入、利润均呈增长趋势，成为公司利润重要的来源之一；公司新增气化业务板块，带动其他业务板块收入及毛利润均有所增长，逐步成为公司新的利润增长点。

2．煤炭采购

公司电力板块主要成本为燃煤、燃油等燃料成本。公司通过加强内部生产管理、降低煤耗的同时，积极探索燃煤集中采购模式，下属三级子公司山西柳电燃料有限责任公司主营发电用煤销售及汽车货运业务，作为企业燃料采购平台，通过集中采购提高议价能力，降低燃煤成本。此外，公司部分机组为低热值煤发电机组，有利于公司控制发电成本。截至2018年3月底，公司火电机组中煤矸石低热值煤发电机组200.00万千瓦，占比35.09%。

公司主营火电生产及销售，一方面由于发电量上升导致用煤需求量增加，另一方面由于煤炭采购价格上升，2017年公司用煤采购金额大幅增长，在火力发电成本中的占比增加至48.74%。2018年一季度用煤量采购金额在火力发电成本中占比为47.70%。

表 2　公司电煤采购情况（单位：%、万吨、元/吨）

指标	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
用煤成本在发电成本中占比	37.66	48.74	47.70
用煤量	596.48	708.79	298.10
标煤采购均价（含税）	317.14	423.70	474.60
煤炭入炉标煤均价（含税）	303.30	439.30	495.90

资料来源：公司提供

从用煤量来看，2017 年，由于电力需求回升以及 30 万千瓦及以上机组超低排放改造的完成，公司机组利用小时数大幅提升，对煤炭需求量大幅增长，用煤量为708.79万吨，较2016年增长 18.83%。2018 年一季度实现用煤量 298.10 万吨，为 2017 年全年的 42.06%。2017 年，公司标煤采购均价（含税）受煤炭供给侧改革影响而快速回升，2017 年为 423.70 元/吨，较 2016 年增长 33.60%；2018 年一季度标煤采购均价（含税）为 474.60 元/吨，较 2017 年底进一步增长 12.01%。

跟踪期内，公司发电量上升，用煤需求增加，以及煤炭采购价格上升，公司电煤采购成本大幅增长；公司燃煤集中采购模式以及煤矸石低热值煤的使用有利于公司控制成本，扩大盈利空间。

3．生产经营

电力板块

电力板块是公司核心业务，截至2018年3月底，公司控股火电装机容量570.00万千瓦；风电装机容量24.25万千瓦，光伏装机容量1.00万千瓦。近年来，随着国家对环保要求的逐步提高，公司逐渐推进30万千瓦及以上机组超低排放改造，并于2016年完成全部机组改造。公司单机容量在30万千瓦及以上的机组占比达96%以上，单台机组发电热效率高、煤耗较低、脱硫率较高，具备较好的经济性和设备可靠性。

表 3　截至 2018 年 3 月底公司控股电力装机情况

企业名称	持股比例（%）	电厂简称	总装机（万千瓦）	装机结构（万千瓦）	发电类型
山西河坡发电有限责任公司	93.51	河坡电厂	70.00	35×2	火电
山西平朔煤矸石发电有限责任公司	67.00	平朔电厂	60.00	30×2	火电
山西柳林电力有限责任公司	100.00	柳林电厂	20.00	10×2	火电
山西华光发电有限责任公司	50.00	华光电厂	120.00	60×2	火电
山西兆光发电有限责任公司	100.00	兆光电厂	180.00	60×2+30×2	火电
山西瑞光热电有限责任公司	100.00	瑞光热电	60.00	30×2	火电
山西昱光发电有限责任公司	70.00	昱光电厂	60.00	30×2	火电
山西国际能源集团新能源投资管理有限责任公司	80.00	新荣风电	10.10	5.35+4.75	风电
		神池风电	14.15	5.30+8.85	风电
		畅翎岭光伏	1.00	1.00	光伏
合计	--	--	**595.25**	--	--

资料来源：公司提供
注：柳林电厂20.00万千瓦机组预计于2018年下半年完成超低排放改造。

总体看，公司装机容量较大，但主营业务为火力发电，在目前电网实行节能调度政策的背景下，公司以火电为主的电源结构相对单一，未来随着各类清洁能源发电规模的增长，公司可能承受一定的经营压力。

机组运行方面，受益于电力需求回升以及机组超低排放改造的完成，2017 年，公司火电机组平均利用小时数较 2016 年增加 630.93 小时至 3930.64 小时，高于全国火电机组的平均水平（2017 年为 3786 小时），受此影响，2017 年公司火电发电量和上网电量均呈现上升趋势，分别为 225.73 亿千瓦时和 207.69 亿千瓦时，同比分别上升 16.56%和 17.26%。2017 年 7 月 21 日，山西省发展和改革委员会下发《关于合理调整电价结构有关事项的通知》（晋发改商品发［2017］641 号），决定自 2017 年 7 月 1 日起，提高燃煤发电机组标杆上网电价 1.15 分/千瓦。2017 年平均上网电价小幅上升至 316.79 元/千千瓦时。2018 年 1~3 月，公司火电机组平均利用小时数 753.08 小时，为 2017 年全年的 19.16%，实现发电量 42.84 亿千瓦时，上网电量 39.20 亿千瓦时；2018 年一季度平均上网电价为 333.07 元/千千瓦时，较 2017 年增长 5.14%，主要系基础电量占比较高所致。

机组效率方面，公司机组部分采用低热值煤以控制成本，2017 年，公司综合供电煤耗为 332.44 克/千瓦时，较 2016 年增加 3.09 克/千瓦时，主要系当期采购电煤热值降低致使综合供电煤耗增加。同期，公司受益于机组改造，综合厂用电率呈下降趋势，2017 年为 6.74%，同比下降 0.59 个百分点。2018 年 1~3 月，公司综合供电煤耗下降至 300.62 克/千瓦时；同时，公司机组综合厂用电率进一步下降至 6.56%。整体看，公司机组运行效率有所提升。

表 4　公司火电运营指标情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
装机容量（万千瓦）	610.00	580.00	580.00
发电量（亿千瓦时）	193.66	225.73	42.84
上网电量（亿千瓦时）	177.12	207.69	39.20
平均上网电价（含税，元/千千瓦时）	312.83	316.79	333.07
机组利用小时数（小时）	3299.71	3930.64	753.08
入炉标煤单价（含税，元/吨）	303.30	439.30	495.90
综合供电煤耗（克/千瓦时）	329.35	332.44	300.62
综合厂用电率（%）	7.33	6.74	6.56

资料来源：公司提供
注：河坡电厂装机容量30万千瓦的旧机组于2017年一季度拆除；平朔电厂10万千瓦小机组于2018年一季度拆除。

近年来，公司积极拓展风电、光伏项目，探索开发垃圾焚烧等生物质发电项目，通过推动环保清洁能源领域投资，改善原有单一的电源结构。截至2018年3月底，公司已投运风电项

目为新荣小窑山一期5.35万千瓦风电项目、新荣小窑山二期4.75万千瓦风电项目、神池霸业梁一期5.30万千瓦风电项目和神池霸业梁二期8.85万千瓦风电项目；已投运光伏项目为畅家岭光伏1.00万千瓦项目，装机容量合计25.25万千瓦。2017年，公司风电、光伏机组平均利用小时为1868.60小时，较2016年增加309.50小时，实现发电量4.72亿千瓦时，上网电量4.56亿千瓦时，均较2016年有所提升，分别增长15.69%和25.57%；2017年，公司风电、光伏平均上网电价为658.20元/千千瓦时，较2016年下降6.07元/千千瓦时，主要系上网电价较高的电站发电量减少所致。2018年1~3月，公司风电、光伏机组利用小时为687.66小时，实现发电量1.74亿千瓦时，上网电量1.69亿千瓦时，平均上网电价为658.20元/千千瓦时。

跟踪期内，受益于社会用电需求回升以及机组超低排放改造的完成，公司机组利用小时数有所提升，高于同期全国火电机组平均水平，同时公司机组运行效率有所提升，综合厂用电率指标呈下降趋势；公司清洁能源运营稳定，发电量及上网电量有所提升。

煤炭板块

公司下属控股煤矿主要包括大庄煤矿、裕民焦煤、碾焉煤矿、神磊煤业和新星煤业，合计产能510万吨/年，保有储量31629万吨，井田面积36.94平方公里，剩余可采储量21709万吨。

表 5　公司煤炭指标情况

（单位：万吨、平方公里）

煤矿名称	主要煤种	产能	保有储量	井田面积	剩余可采储量
大庄煤矿	焦煤	120	3509	6.01	2094
裕民煤矿	肥煤、1/3焦煤	90	14618	11.79	10588
碾焉煤矿	焦煤、1/3焦煤	90	4552	5.10	3106
新星煤矿	焦煤、瘦煤	120	4738	9.96	2861
神磊煤矿	贫煤	90	4212	4.08	3060
合计	--	**510**	**31629**	**36.94**	**21709**

资料来源：公司提供

公司下属煤矿煤种主要包括焦煤、1/3焦煤、贫煤等。2017年，主要受神磊煤矿采矿工作面以及和顺县所有露天煤矿停产整顿的影响，公司煤矿产量为394.75万吨，较2016年下降45.47%；2018年1~3月，煤炭产量为81.36万吨，为2017年全年的20.61%。2017年及2018年1~3月，煤炭产销情况良好。

2016年下半年煤炭市场开始回暖，煤炭价格逐步回升，2017年公司各矿煤炭销售价格较2016年大幅增长，其中裕民煤矿销售价格增幅最大，为94.25%，销售均价达440.67元/吨；增幅最小的为大庄煤矿，销售均价为423.30元/吨，同比增长53.72%。2018年一季度，除大庄煤矿销售均价小幅下降外，裕民、碾焉、新星煤矿销售均价较2017年进一步提升。

跟踪期内，公司煤炭产量有所下降，但受益于煤炭价格高企，煤炭业务板块毛利率大幅增长，对公司盈利贡献逐步提升，成为公司利润的重要来源之一。

表 6　公司煤炭产销情况

煤矿	主要煤种	产能	产量（万吨）			销量（万吨）		
			2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
大庄煤矿	焦煤	120.00	100.88	101.88	27.62	102.98	101.95	27.61
裕民煤矿	肥煤、1/3 焦煤	90.00	84.35	84.38	5.08	103.19	83.72	4.73
碾焉煤矿	焦煤、1/3 焦煤	90.00	86.46	90.60	20.99	88.07	90.00	21.30
新星煤矿	焦煤、瘦煤	120.00	108.28	104.19	27.67	113.44	106.82	28.19
神磊煤矿	贫煤	90.00	87.01	13.70	--	87.44	14.89	--
合计	--	**510.00**	**466.98**	**394.75**	**81.36**	**495.12**	**397.38**	**81.83**

资料来源：公司提供

注：裕民煤矿于2017年3月正式投产，2016年销售收入未计入营业收入；2017年1~2月，8.61万吨销量实现的收入未计入营业收入；神磊煤矿预计2018年11月恢复生产。

表 7　公司煤炭售价情况（含税，元/吨）

煤矿	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
大庄煤矿	275.37	423.30	400.00
裕民煤矿	226.86	440.67	629.91
碾焉煤矿	320.00	565.21	652.97
新星煤矿	245.61	379.31	579.86
神磊煤矿	234.67	416.00	--

资料来源：公司提供

其他业务板块

多元产业是公司的重要组成部分，根据“板块化经营、专业化管理、新型化引领”的基本思路，坚持“适度多元，链式发展”的经营战略，通过专业化的管理，真正实现多元产业有效益、有规模、有引领，起到促进发行人转型发展的作用。

2017 年，公司新增气化业务板块。多元产业目前主要包括五个板块：气化、污水处理、旅游、水泥生铁、房地产板块，除气化业务板块外，其他业务板块收入及利润规模较小，对多元产业整体收入及利润规模影响有限。2017 年及 2018 年 1~3 月，上述板块分别实现收入 6.12 亿元和 4.34 亿元，毛利率分别为 11.27%和 18.90%，2018 年一季度收入及毛利率增长较快，主要系气化业务板块毛利率增长所致。

截至 2018 年 3 月底，公司建成并运营的输气管道为太原—长治、临汾—长治和黎城—沙河输气管道，管道全长超过 1000 公里，输气能力 50 亿立方米。建成并运营的加气站有 3 座，包括寿阳母站、长治标准站和介休子站。气源主要来自中石化榆济线、中石油陕京三线及管线周边的煤层气。2017 年供气量 67320 万立方米，2017 年气化业务板块收入 6.11 亿元，毛利率 9.00%。2018 年 1~3 月，供气量 31536 万立方米，气化业务板块收入 4.02 亿元，毛利率 20.50%，较 2017 年上升 11.50 个百分点，主要系气化板块售气量大幅增长带动气化业务收入增加，单位固定成本下降所致。

跟踪期内，气化业务板块的增加带动多元产业收入及毛利率的增长，逐步成为公司新的利润增长点。

4. 在建项目及未来发展

公司坚持以环保、收益、创新为理念，发展战略性新兴产业、科技创新战略，以自身作为国际化合作平台，吸引外资，围绕七大产业板块，以电为主，上下游链接循环开发，开发清洁能源，形成电为核心，新能源（风、光、城市垃圾、生物质发电）、煤层气、水务、房地产、旅游等相辅相成、协同发展的多元化发展产业格局，打造绿色低碳节能环保特大型综合能源企业。

截至2018年3月底，公司在建项目8个，主要为电站和气化管道建设，预计总投资195.58亿元，已完成投资89.18亿元，计划2018年4~12月及2019年将分别投资49.39亿元和32.66亿元，投资规模大，公司未来或将面临一定的筹资压力。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	拟投资		
			2018 年剩余	2019 年	2020 年
灵石启光 2*350MW 低热值煤发电供热工程	28.99	17.58	11.41	--	--
介休崇光低 2*350MW 低热值煤发电	29.02	18.80	8.22	2.00	--
山阴奕光 2*350MW 低热值煤发电供热工程	27.68	23.46	4.22	--	--
孟县裕光煤电 2*1000MW 发电项目	72.60	10.00	22.00	29.00	11.60
临汾—长治输气管道工程	32.27	18.26	0.47	1.20	0.50
榆济线平遥站至国化平遥分输站管线工程	0.43	0.11	0.05	0.10	0.1
榆济线汾阳站至国化汾阳分输站管线工程	0.66	0.36	0.06	--	--
娄烦风电一期	3.93	0.61	2.96	0.36	

合计	195.58	89.18	49.39	32.66	12.20

资料来源：公司提供

总体看，随着公司在建项目建成投产，公司电力业务及气化等多元化业务规模有望逐步扩大。同时，由于在建项目投资规模大，公司资金面将面临较大压力，对外融资依赖程度或有所加大。考虑到目前公司投资项目较为优良，上述项目的投产或将推进公司整体盈利规模及现金流的增长，有望增强公司偿债能力。

九、财务分析

公司提供了 2016~2017 年财务报告，其中 2016 年财务报告由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，2017 年财务报告由毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年纳入公司合并财务报表范围的子公司共 45 家，二级控股子公司较 2016 年新增 3 家，分别为山西国际能源集团气化投资管理有限公司（以下简称“气化投资”）、山西国际能源集团水务投资管理有限公司（以下简称“水务投资”）和山西国际能源裕光煤电有限责任公司，新纳入的合并子公司资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 426.41 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 43.92 亿元）合计 159.83 亿元；2017 年，公司实现营业收入 90.37 亿元，利润总额 4.19 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 431.47 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 44.43 亿元）160.14 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.53 亿元，利润总额 0.68 亿元。

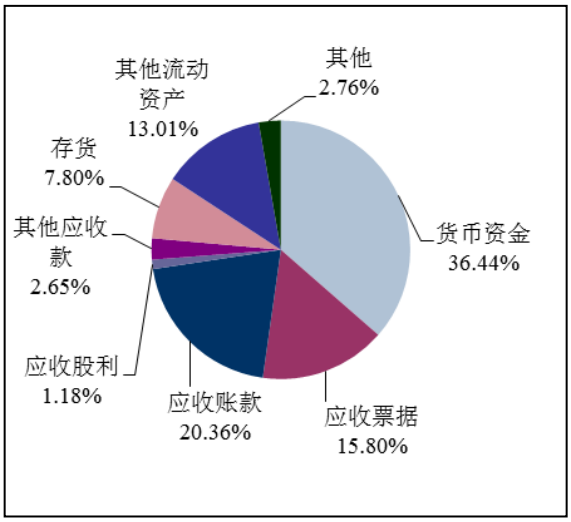
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 426.41 亿元，同比增长 14.73%，主要系固定资产和投资性房地产增长所致。其中，流动资产占比为 12.32%，非流动资产占比 87.68%，资产结构稳定，其中固定资产及在建工程占比较大。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产为52.54亿元，同比增长15.54%，主要系货币资金及应收票据增长所致；构成以货币资金（占36.44%）、应收账款（占20.36%）、应收票据（占15.80%）和其他流动资产（占13.01%）为主。

图3　2017年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至2017年底，公司货币资金19.15亿元，同比增长14.30%；货币资金主要由银行存款（占71.72%）和其他货币资金（占28.19%）构成，其他货币资金主要为使用权受到限制的资金，其中银行承兑汇票保证金及其他保证金等4.35亿元，德意志银行上海分行质押金1.05亿元。

随着公司业务规模扩大，公司应收票据快速增长，截至2017年底为8.30亿元，同比增长129.70%，主要系公司票据结算方式增加所致；同期，公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中0.23亿元应收票据用于质押。

截至2017年底，公司应收账款10.70亿元，同比增长13.31%，其中应收国网山西省电力公司款6.89亿元；公司应收账款前五位占比合计

77.76%，应收客户主要为电力及热力销售公司；账龄在1年以内的占比84.56%，账龄1至2年的占比8.64%，其余为账龄2年以上的应收账款，期末坏账准备余额0.27亿元。公司应收账款主要集中在1年以内，账龄较短。

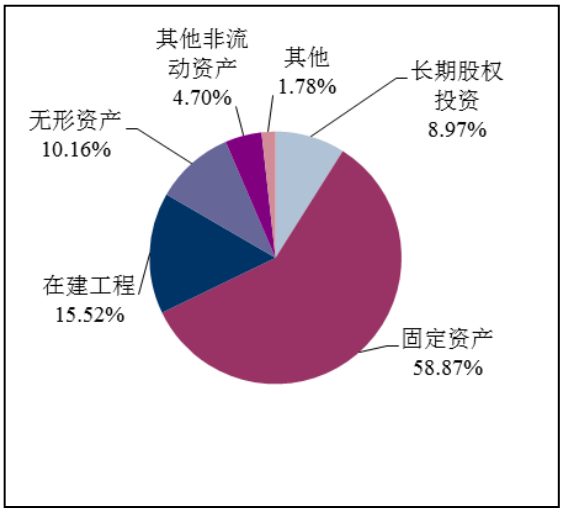
截至 2017 年底，公司存货总额为 4.10 亿元，同比下降 7.33%，主要系发电用燃料减少所致；公司存货主要由燃料（占 44.45%）和辅助材料、维修工具及备品备件（占 43.43%）组成；期末存货跌价准备余额为 0.04 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 6.84 亿元，同比下降 5.59%，其中关联方委托贷款 4.82 亿元（同比下降 17.54%），主要为公司向合营企业、参股企业、投资方子公司提供的委托贷款。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 378.87 亿元，同比增长 14.62%，主要系固定资产、在建工程和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产以固定资产（占 58.87%）、长期股权投资（占 8.97%）、无形资产（占 10.16%）和在建工程（占 15.52%）为主。

图4　2017年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，公司固定资产 220.08 亿元，同比增长 7.27%，主要系发电相关机器设备由在建工程转入所致；公司固定资产主要包括厂房及建筑物（占 29.18%）、发电相关机器设备（占 52.37%）、燃气运输相关机器设备（占 5.78%）、煤炭采掘相关机器设备（占 6.47%）和井巷资产（占 6.03%），以机器设备和厂房为主的固定资产结构符合公司生产经营特点；公司固定资产减值准备期末余额 4.79 亿元。

截至 2017 年底，长期股权投资同比减少 7.25%，主要系公司对合营企业气化投资和水务投资持股比例上升纳入合并范围所致；同期对合营企业投资账面价值余额合计 10.75 亿元，对联营企业投资账面余额合计 22.80 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程 58.04 亿元，同比增长 82.07%，主要系在建工程项目持续投入所致。2017 年，公司在建工程主要为裕光煤电项目、灵石启光低热值煤发电供热工程、山阴奕光低热值煤发电供热工程、介休低热值煤发电工程及部分输气管道工程等。

截至 2017 年底，公司无形资产为 38.00 亿元，同比增长 8.58%，主要系土地使用权增加 3.05 亿元所致；无形资产构成主要为采矿权（占 70.95%）和土地使用权（占 25.86%），期末累计摊销余额 6.69 亿元，期末减值准备余额 0.24 亿元。

截至 2017 年底，其他非流动资产为 17.56 亿元，同比增长 52.68%，主要系预付设备款及工程款、待抵扣税费增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 431.47 亿元，较 2017 年底增长 1.19%，主要系货币资金和固定资产增加所致；固定资产增加主要系气化板块输气管线投产转入固定资产所致；应收票据和其他非流动资产较 2017 年底分别减少 3.85 亿元和 4.86 亿元，主要系票据结算方式减少及预付工程款转入在建工程所致。流动资产占比上升 0.38 个百分点至 12.70%，非流动资产占比 87.30%，资产构成较 2017 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模进一步增长，以非流动资产为主，其中固定资产和在建工程占比相对较高，符合电力企业特点；公司主要资

产受限程度不高，整体资产质量较好，但流动性较弱。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，所有者权益合计 159.83 亿元，同比增长 5.85%，主要系少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，归属于母公司的所有者权益 115.91 亿元，其中实收资本占 86.27%、未分配利润占 6.16%，其余为资本公积、盈余公积和专项储备。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 160.14 亿元，所有者权益规模及构成较 2017 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳结构定性较好。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 266.57 亿元，同比增长 20.81%，主要系短期借款、其他应付款和长期借款增加所致；其中流动负债占比较 2016 年底上升 8.90 个百分点至 53.74%，非流动负债占比为 46.26%。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债 143.25 亿元，同比增长 44.77%，主要系短期借款和其他应付款增长所致；流动负债主要由短期借款（占 29.66%）、应付账款（占 10.84%）、其他应付款（占 24.60%）和一年内到期的非流动负债（占 25.23%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 42.49 亿元，同比增长 67.53%，主要系公司融资结构变化所致；其中，保证借款占 68.15%、信用借款占 27.26%、质押借款占 4.59%。

截至 2017 年底，公司应付账款为 15.52 亿元，较 2016 年变化不大；应付账款主要为应付技改工程设备款和应付与生产相关的采购款。

截至 2017 年底，公司其他应付款 35.24 亿元，同比增长 69.80%，主要系应付工程、设备款增加所致；应付工程、设备款占比为 78.56%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 36.14 亿元，其中一年内到期的长期借款占 48.24%、一年内到期的应付债券占 41.46%、一年内到期的长期应付款占 10.17%，其余为一年内到期的长期应付职工薪酬。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债 123.32 亿元，同比增长 1.32%。非流动负债主要由长期借款（占 84.54%）和应付债券（占 9.83%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 104.26 亿元，同比增长 12.09%，主要由保证借款（占 69.31%）、质押借款（占 11.41%）和信用借款（占 19.22%）构成。

公司 2015 年发行的 15 亿元中期票据（“15 格盟 MTN001”），票面利率 4.90%，将于 2018 年 6 月 9 日到期，转入一年内到期的非流动负债。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 12.13 亿元，同比增长 84.75%，主要系应付融资租赁款增加所致；长期应付款主要构成为应付未付采矿权价款和应付融资租赁款。

有息债务方面，将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务及相关指标核算。截至 2017 年底，公司全部债务 197.26 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占 41.00% 和 59.00%，短期债务比重较 2016 年底有所上升 8.56 个百分点。截至 2017 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 42.13%、55.24%和 62.52%，全部债务资本化比率和资产负债率较 2016 年底分别上升 2.35 个和 3.15 个百分点，长期债务资本化比率较 2016 年底下降 1.00 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，按相关债务经济实质对有息债务进行调整后，公司全部债务为 200.91 亿元，较 2017 年底增长 1.85%，其中短期债务占比小幅下降至 40.94%。公司资产负债

率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较 2017 年底均小幅上升，分别为 62.89%、55.65%和 42.56%。

跟踪期内，伴随着业务规模的扩大，公司负债规模大幅增长，其中以短期借款和长期借款为主的刚性债务规模相对较大，负债结构发生变化，以流动负债为主，公司债务负担有所增加，整体债务负担基本适宜。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 90.37 亿元，同比增长 40.28%，主要系电力销售、煤炭及焦炭销售收入较上一年增加以及当期新增燃气销售收入所致。2017 年，营业成本为 70.69 亿元，同比增长 50.49%，主要系发电成本增加所致。综上，营业成本增幅大于营业收入增幅，公司利润总额 2017 年为 4.19 亿元，同比下降 21.42%；营业利润率为 19.11%，较 2016 年下降 5.27 个百分点。

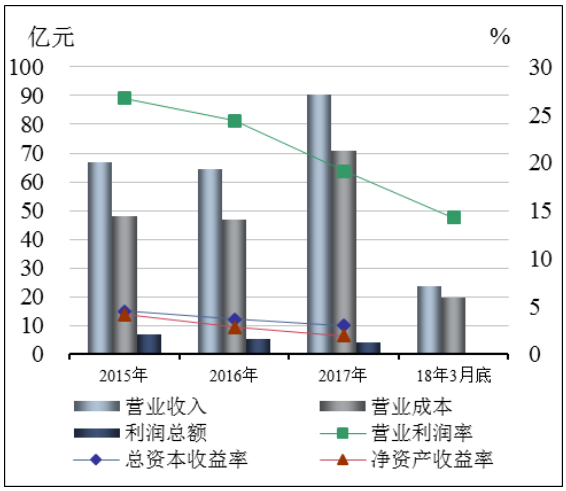
从期间费用看，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）保持相对稳定，2017 年为 11.51 亿元。2017 年，期间费率为 12.74%，较 2016 年下降 4.83 个百分点。公司期间费用控制能力有所提升，但仍对毛利润造成了一定的侵蚀。2017 年，公司期间费用主要以财务费用（占 67.31%）和管理费用（占 30.31%）为主。

2017 年，公司资产减值损失为 1.30 亿元，同比下降 22.66%，主要系其他非流动资产减值损失减少所致。

非经常性损益方面，2017 年，公司投资收益快速下降至-0.75 亿元，主要系公司部分参股企业为电力行业，投资收益受电力企业经营情况影响较大。2017 年，公司营业外收入为 0.52 亿元，同比下降 57.31%，主要系与公司日常活动相关的政府补助的补助计入其他收益所致。总体看，公司非经常性损益对盈利能力影响减弱。

盈利指标方面，2017 年，总资本收益率和净资产收益率分别为 3.03%和 1.92%，较 2016 年分别下降 0.69 个和 0.93 个百分点。

图 5 近年公司盈利能力指标情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.53 亿元，为 2017 年营业收入的 26.04%，实现利润总额 0.68 亿元，营业利润率为 14.28%；公司实现投资收益-0.29 亿元，营业外收入 0.39 亿元。

跟踪期内，受发电机组利用小时数增加、上网电价上调、煤炭价格上涨等因素影响，公司收入规模大幅提升，营业成本增幅大于营业收入增幅，期间费用率有所下降，但期间费用控制能力仍有待提升，公司盈利能力有所减弱，整体盈利水平较低。

4. 现金流

从经营活动看，2017 年，受营业收入增长影响，公司现金流入为 102.41 亿元，同比增长 31.87%，其中销售商品、提供劳务收到的现金占 99.38%。2017 年，受营业成本大幅增长影响，公司经营活动现金流出 81.70 亿元，同比增长 82.56%；其中购买商品、接受劳务支付的现金占 70.92%，支付的各项税费占 14.53%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 20.71 亿元，同比下降 37.07%，仍表现为净流入。从收入实现质量看，2017 年公司现金收入比为 112.62%，较 2016 年小幅下降 3.71 个百

分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入量为 7.50 亿元，同比增长 101.87%，主要系收到其他与投资活动有关的现金（处置资产尚未确认转让，对应收到的现金）以及处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加（兆光电厂出售环保资产收到现金增加）所致。2017 年，公司投资活动现金流出量为 22.47 亿元，较 2016 年变化不大，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 21.84 亿元。随着在建项目的投入，公司投资活动现金流持续呈现净流出状态，2017 年为-14.97 亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入流出主要为取得和偿还银行贷款。2017 年，受融资规模下降影响，公司筹资活动现金净流量同比下降 22.92%，为-5.96 亿元。2017 年公司筹资活动产生的现金流入为 32.85 亿元，主要为取得借款收到的现金（占 94.80%）；同期筹资活动现金流出量为 38.81 亿元，主要为偿还债务支付的现金（占 61.13%）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（占 29.12%）。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 25.30 亿元，经营现金净流量 7.80 亿元，现金收入比 98.63%，较 2017 年下降 13.99 个百分点。公司投资活动现金净流出 6.26 亿元，筹资活动现金净流入 5.40 亿元。

跟踪期内，公司经营活动获现能力有所下降，经营活动净现金流有所下降但仍维持较大规模，考虑到未来在建项目的持续投资，公司仍将面临一定的筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率持续下降，分别为 36.68%和 33.82%，较 2016 年底分别下降 9.28 和 7.67 个百分点；公司经营现金流动负债比持续下降，2017 年为 14.46%，较 2016 年下降 18.80 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 37.62%和 34.75%。跟踪期内，公司短期偿债能力有所下降，公司资产流动性较弱，流动比率和速动比率低，有一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 32.52 亿元，同比增长 6.39%。同期，公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 3.61 倍；全部债务/EBITDA 上升至 6.07 倍。跟踪期内，公司长期偿债能力有所下降，但整体偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司本部已获得银行授信额度 59.00 亿元，其中已使用授信额度 19.69 亿元，尚未使用额度 39.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 8.18 亿元，担保比率为 5.11%。公司均取得了被担保企业提供的反担保。目前主要被担保企业经营正常。

表 9　公司对外担保明细（单位：万元）

被担保企业	是否有反担保措施	担保金额
山西潞安集团和顺李阳煤业有限公司	是	28580.00
山西普丽环境工程股份有限公司	是	3741.39
山西孟县正阳污水净化有限公司	是	27961.66
山西国际电力集团有限公司	是	21524.00
合计	--	**81807.05**

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：G1014010700779170D），截至 2018 年 7 月 23 日，公司本部无已结清及未结清的不良信贷记录。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对电力行业良好的发展前景、山西区域经济环境和区域电力状况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

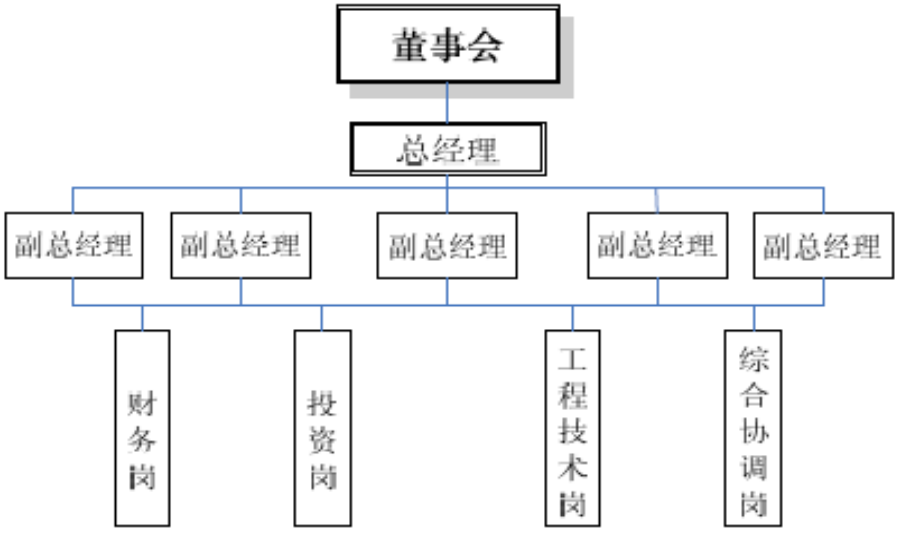
公司存续债券“18格盟MTN001”，发行额度为15亿元。2017年，公司经营活动产生的现金流入量为102.41亿元，为“18格盟MTN001”额度的6.83倍，公司经营活动现金流入量对“18格盟MTN001”本金覆盖程度高。同期，公司EBITDA和经营性净现金流分别为32.52亿元和20.71亿元，分别为“18格盟MTN001”额度的2.17倍和1.38倍。总体看，公司EBITDA和经营性现金流对“18格盟MTN001”的保障能力尚可。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持格盟国际能源有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，维持“18格盟MTN001”信用等级为AA^+。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.95	20.37	27.45	27.74
资产总额(亿元)	366.40	371.66	426.41	431.47
所有者权益(亿元)	145.81	151.00	159.83	160.14
短期债务(亿元)	50.02	54.98	80.88	82.25
长期债务(亿元)	123.48	114.52	116.38	118.66
全部债务(亿元)	173.50	169.50	197.26	200.91
营业收入(亿元)	66.94	64.42	90.37	23.53
利润总额(亿元)	7.02	5.33	4.19	0.68
EBITDA(亿元)	31.57	30.57	32.52	--
经营性净现金流(亿元)	34.66	32.91	20.71	7.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.82	5.29	5.64	--
存货周转次数(次)	8.98	9.67	16.59	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.17	0.23	--
现金收入比(%)	119.44	116.33	112.62	98.63
营业利润率(%)	26.72	24.38	19.11	14.28
总资本收益率(%)	4.55	3.72	3.03	--
净资产收益率(%)	4.13	2.85	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	45.85	43.13	42.13	42.56
全部债务资本化比率(%)	54.34	52.89	55.24	55.65
资产负债率(%)	60.20	59.37	62.52	62.89
流动比率(%)	51.02	45.96	36.68	37.62
速动比率(%)	45.22	41.49	33.82	34.75
经营现金流动负债比(%)	37.97	33.26	14.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	3.71	3.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.50	5.55	6.07	--

注：1. 公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 已将长期应付款中的有息部分计入长期债务及相关指标计算。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

附件 4-3　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。