信用等级公告

联合〔2020〕2715 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的主体长期信用等级为 AA^+，“18 格盟 MTN001”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

二〇二〇年七月二十八日

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2020年度跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
格盟国际能源有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18格盟MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
18格盟MTN001	15	15	2021/5/7

评级时间：2020年7月28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	盈利能力	3
			现金流量	2
			资产质量	2
		资本结构		2
		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

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、生产规模等方面的优势；公司发电装机容量快速增长，电力业务收入稳步增长，气化业务（天然气销售）成为新的利润增长点；公司经营活动现金流状况良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到未来投资压力较大、煤炭业务收入大幅降低和盈利能力较弱等因素对公司经营可能产生的不利影响。

公司EBITDA及经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度高。

未来，随着公司电力及气化业务规模扩张、新能源装机容量不断增长，公司资产和收入规模有望继续保持增长，盈利水平或将有所提高，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+，并维持“18格盟MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司装机容量在山西省内具备一定的规模优势，新能源装机规模增长，电源结构有所优化。**截至2019年底，公司控股火电装机容量710.00万千瓦，较上年底增加140.00万千瓦。截至2020年3月底，新能源装机容量为78.95万千瓦，较上年底增加29.70万千瓦。
2. **跟踪期内，公司电力收入稳步增长，气化业务逐步成为新的利润增长点。**2019年，公司电力和气化业务收入同比增长7.56%和26.67%。
3. **公司EBITDA和经营活动现金流入量对“18格盟MTN001”本金覆盖程度高。**2019年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为“18格盟MTN001”的8.74倍和2.33倍。

分析师： 王 爽　王 皓　石梦遥
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

关注

1. **公司在建工程规模较大，存在一定的资金压力。**截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程尚需投资 60.80 亿元。
2. **公司盈利能力较弱。**2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.82%和 4.30%。
3. **公司短期偿债压力较大。**截至 2020 年 3 月底，公司流动比率为 52.07%，现金类资产/短期债务为 0.49 倍。2021 年到期债券规模较大，存在一定的集中兑付压力。

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）	27.45	34.30	27.42	32.09
资产总额（亿元）	426.41	464.47	461.02	465.28
所有者权益合计（亿元）	159.83	165.74	163.75	163.73
短期债务（亿元）	80.88	71.58	66.51	64.93
长期债务（亿元）	118.55	159.35	159.90	165.65
全部债务（亿元）	199.43	230.93	226.40	230.58
营业收入（亿元）	90.37	113.63	113.63	25.85
利润总额（亿元）	4.19	8.96	8.97	-0.48
EBITDA（亿元）	32.52	36.10	34.90	--
经营性净现金流（亿元）	20.82	22.95	31.33	8.49
营业利润率（%）	19.11	17.72	13.54	8.65
净资产收益率（%）	1.92	3.90	4.30	--
资产负债率（%）	62.52	64.32	64.48	64.81
全部债务资本化比率（%）	55.51	58.22	58.03	58.48
流动比率（%）	36.68	47.35	48.03	52.07
经营现金流动负债比（%）	14.53	17.00	23.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.61	3.49	3.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.13	6.40	6.49	--

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）	134.20	140.01	147.81	148.11
所有者权益（亿元）	116.78	110.61	110.66	110.29
全部债务（亿元）	16.47	28.26	27.27	25.98
营业收入（亿元）	0.55	0.33	0.21	0.03
利润总额（亿元）	0.35	-4.16	2.28	-0.37
资产负债率（%）	12.98	21.00	25.13	25.54
全部债务资本化比率（%）	12.36	20.35	19.77	19.06
流动比率（%）	100.58	1261.26	125.60	128.85
经营现金流动负债比（%）	13.51	-273.38	37.14	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；长期应付款中有息部分已分别计入公司长期债务进行核算；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项	信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 格盟 MTN001	AA+	稳定	2019/7/26	王爽 王皓	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）	阅读全文
18 格盟 MTN001	AA+	稳定	2018/7/26	黄露 王爽	电力行业企业信用评级方法	阅读全文
18 格盟 MTN001	AA+	稳定	2018/1/16	黄露 王爽	电力行业企业信用评级方法	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于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 2020 年度跟踪评级报告

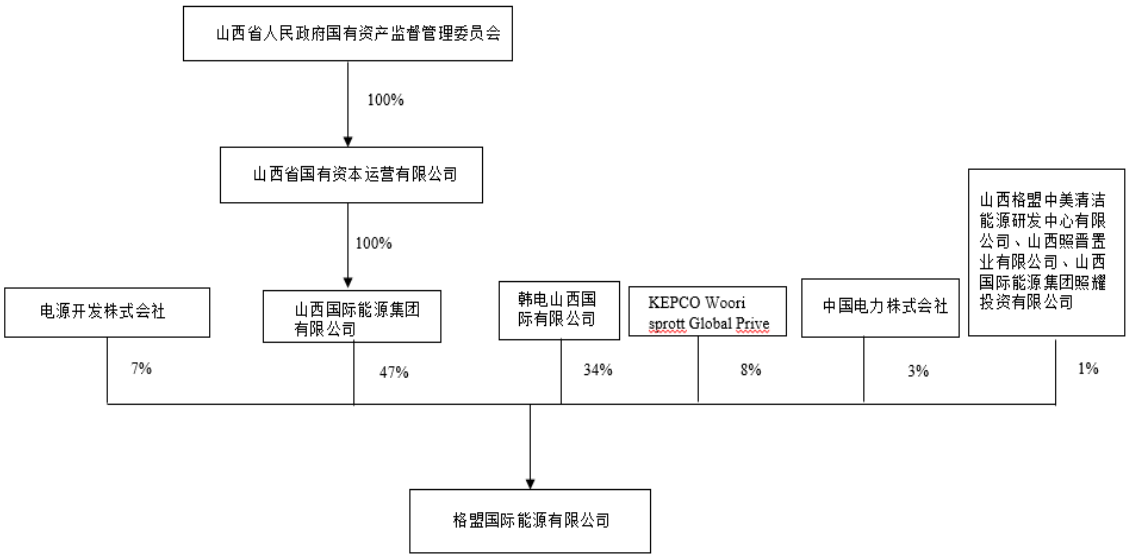
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于格盟国际能源有限公司（以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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 2020 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，股权结构见图 1。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营电力业务。公司采用扁平化的组织结构模式，不设传统的职能部门，设立财务、投资、工程技术、综合协调四类岗位。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司 49 家（详见附件 2）。

截至 2019 年底，公司资产总额 461.02 亿元，所有者权益合计 163.75 亿元（含少数股东权益 45.73 亿元）；2019 年，公司实现营业总

收入 113.63 亿元，利润总额 8.97 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 465.28 亿元，所有者权益合计 163.73 亿元（含少数股东权益 46.38 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 25.85 亿元，利润总额-0.48 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

表 1　公司经联合资信评定的存续债券（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	到期兑付日
18 格盟 MTN001	15	15	2018/5/7	2021/5/7
合计	**15**	**15**	--	--

资料来源：Wind

公司经联合资信评定的债项为于 2018 年 5 月 7 日发行的“18 格盟 MTN001”，发行额度 15 亿元，期限 3 年。“18 格盟 MTN001”募集资金已用于偿还有息债务。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。

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
资料来源：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

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。

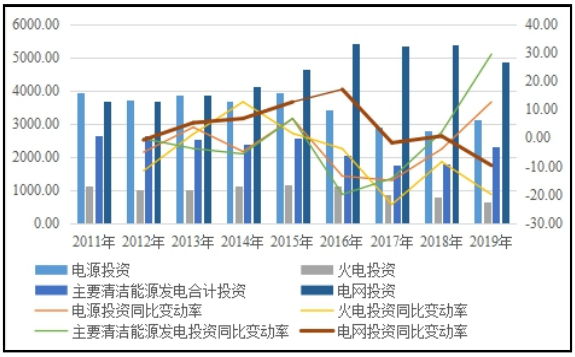
1. 行业概况

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。

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。

图 2　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

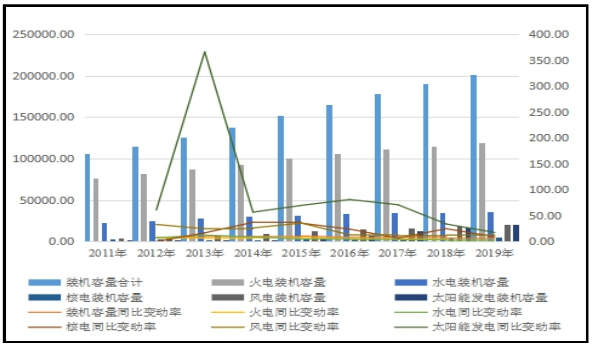
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约

[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。

为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。

图 3　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）

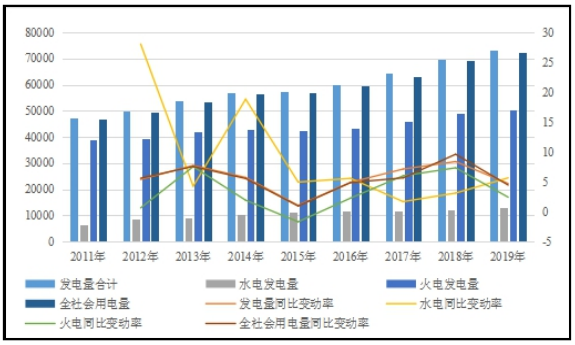


资料来源：中电联，联合资信整理

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%。多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。

图4　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

发电机组运行方面，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。2019年，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）。

2.　行业关注及政策调整

煤炭价格持续高位盘整加剧火电企业经营压力；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。

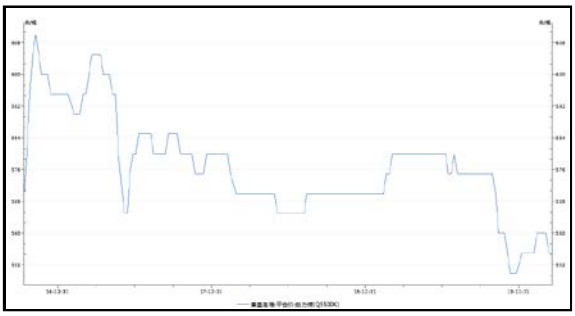
(1)　煤炭价格及供需波动

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 年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在 560 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5　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，现行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》提出将现行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，基准价按当地现行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》将于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，现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将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，煤炭成本持续高位盘整，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步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。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月，国家发展改革委和能源局发布《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。

(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。

3. 行业展望

根据中电联发布《2019－2020年度全国电力供需形势分析预测报告》，未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开：

（1）多措并举，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）协调发展，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）政策引导，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。

六、基础素质及管理分析

1、产权状况

截至 2020 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. 管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员和管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业总收入保持稳定，电力业务收入稳步增长，气化业务成为公司新的增长点，煤炭板块收入大幅下降，公司综合毛利率水平下降幅度较大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司煤炭业务收入下降幅度较大。

2019 年，公司营业总收入为 113.63 亿元，同比保持稳定。从收入结构看，电力生产及销售仍是公司的核心业务，随着公司上网电量增长，2019 年公司电力收入同比增长 7.56%至 75.08 亿元，电力板块收入占比较上年有所回升，为 66.07%。2019 年，煤炭板块营业收入大幅下降 47.16%至 13.96 亿元，主要系山西柳林大庄煤矿有限责任公司（以下简称“大庄煤矿”）因股权转让不再纳入合并范围所致，板块收入比重下降至 12.29%。2019 年，公司其他业务收入为 24.59 亿元，同比增长 41.24%，主要系公司气化业务收入增长所致。其中，气化业务板块务收入为 21.28 亿元，同比增长 26.67%。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率同比下降 4.99 个百分点至 15.35%，除电力板块，其他板块毛利率均有下降；电力板块毛利率同比增长 1.60 个百分点至 11.98%，主要系煤炭采购价格下降所致；煤炭板块毛利率大幅下降 10.40 个百分点至 41.42%，主要系人工成本增加所致；其他板块毛利率小幅下降 1.67 个百分点至 10.83%。

表 3 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	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

电力	63.56	70.33	13.81	69.80	61.43	10.38	75.08	66.07	11.98	16.80	64.99	6.08
煤炭	20.69	22.89	49.40	26.42	23.25	51.82	13.96	12.29	41.42	1.75	6.77	21.58
其他	6.12	6.77	11.27	17.41	15.32	12.50	24.59	21.64	10.83	7.30	28.24	14.80
合计	**90.37**	**100.00**	**21.79**	**113.63**	**100.00**	**20.34**	**113.63**	**100.00**	**15.35**	**25.85**	**100.00**	**9.60**

注：1. 公司自 2017 年起新增气化业务板块，2018 年和 2019 年板块收入分别为 16.80 亿元和 21.28 亿元，该板块营业收入计入其他业务收入；2. 电力板块营业收入中包含热力销售收入；3. 数字尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 25.85 亿元，同比下降 10.62%，主要系煤炭板块收入同比大幅下降所致；综合毛利率同比下降 4.86 个百分点至 9.60%，主要系煤炭板块毛利率同比大幅下降所致。2020 年 1－3 月，公司电力板块收入和其他板块收入同比保持稳定，煤炭板块收入同比下降 58.73%，主要受新冠肺炎疫情，煤矿关闭所致；2020 年 1－3 月，公司电力板块毛利率同比变化不大，其他业务板块毛利率同比增长 3.30 个百分点，煤炭板块毛利率同比下降 28.00 个百分点，主要系煤矿关闭，收入下降但固定成本不变所致。

2. 电力板块

2019年，由于煤炭行业产能释放，煤炭价格下降，公司煤炭成本在发电成本中的占比有所下降；受装机容量增长的影响，公司发电量和上网电量快速增长。

煤炭采购

受煤炭价格下降影响，2019年，公司用煤成本在火力发电成本中的占比有所下降，为52.93%。2020年1－3月用煤成本在火力发电成本中占比进一步降低，为50.62%。

表 4　公司电煤采购情况（单位：%、万吨、元/吨）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
用煤成本在发电成本中占比	48.74	53.95	52.93	50.62
用煤量	708.49	712.85	976.57	247.64
标煤采购均价（含税）	423.70	479.76	424.12	400.34

资料来源：公司提供

从用煤量来看，2019 年，公司用煤量为 976.57 万吨，同比增长 37.00%，主要是发电量增长所致。2020 年 1－3 月，公司用煤 237.64 万吨。2019 年，公司标煤采购均价（含税）为 424.12 元/吨，同比下降 11.60%；2020 年一季度标煤采购均价（含税）为 400.34 元/吨，较 2019 年进一步下降，主要是煤炭行业先进产能释放导致煤炭价格有所下降。

生产经营

电力板块是公司核心业务，截至2020年3月底，公司控股火电装机容量710.00万千瓦，风电装机容量24.25万千瓦，光伏装机容量54.70万千瓦。跟踪期内，公司控股火电装机容量和新能源装机容量分别增加140万千瓦和52.80万千瓦。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司控股电力装机情况

企业名称	持股比例（%）	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	70.00	35×2	火电
山西平朔煤矸石发电有限责任公司	67.00	60.00	30×2	火电
山西柳林电力有限责任公司	100.00	20.00	10×2	火电
山西华光发电有限责任公司	50.00	120.00	60×2	火电
山西兆光发电有限责任公司	100.00	180.00	60×2+30×2	火电
山西瑞光热电有限责任公司	100.00	60.00	30×2	火电
山西昱光发电有限责任公司	70.00	130.00	30×2+35×2	火电
山西启光发电有限公司	50.00	70.00	35×2	火电
小计	--	**710.00**	--	--

山西国际能源集团新能源投资管理有限责任公司	80.00	24.25	--	风电
		54.70	--	光伏
合计	--	**78.95**	--	--

资料来源：公司提供

机组运行方面，2019 年，公司火电机组平均利用小时数同比下降 44.57 小时至 4353.00 小时。2019 年公司火电发电量和上网电量均呈现上升趋势，分别为 297.42 亿千瓦时和 272.91 亿千瓦时，分别同比上升 19.46%和 19.23%。2019 年平均上网电价小幅下降 2.42%至 307.00 元/千千瓦时。2020 年 1－3 月，公司火电机组平均利用小时数 766.00 小时，同比下降 22.10%，实现发电量和上网电量 59.17 亿千瓦时和 53.89 亿千瓦时，分别同比增长 5.66%和 5.40%，主要是发电设备装机规模增长所致；平均上网电价为 294.00 元/千千瓦时，较 2019 年有所下降。

机组效率方面，2019 年，公司综合供电煤耗为 335.00 克/千瓦时，较 2018 年增加 6.65 克/千瓦时。同期，综合厂用电率为 8.20%，同比增长 1.23 个百分点。2020 年 1－3 月，公司综合供电煤耗下降至 317.00 克/千瓦时；同时，公司机组综合厂用电率增长至 8.90%。

表 6　近年来公司火电运营指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
装机容量（万千瓦）	580.00	570.00	710.00	710.00
发电量（亿千瓦时）	225.73	248.97	297.42	59.17
上网电量（亿千瓦时）	207.69	228.90	272.91	53.89
平均上网电价（含税，元/千千瓦时）	316.79	314.61	307.00	294.00
机组利用小时数（小时）	3930.64	4397.57	4353.00	766.00
入炉标煤单价（含税，元/吨）	439.30	500.37	508.10	464.90
综合供电煤耗（克/千瓦时）	332.44	328.35	335.00	317.00
综合厂用电率（%）	6.74	6.97	8.20	8.90

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司新能源装机容量合计78.95万千瓦，其中，风电装机容量24.25万千瓦，风电年规划发电量为4.71亿千瓦。光伏装机容量54.70万千瓦，年规划发电量为5.88亿千瓦。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司新能源发电设备情况

项目名称	项目类型（风电或光电）	装机容量（MW）	投入运营时间	年规划发电量（万千瓦）	所处地区	上网电价（元/千瓦时）
神池霸业梁一期	风电	48.00	2010 年 1 月	10036.80	山西忻州	0.61
神池霸业梁二期	风电	49.50	2010 年 6 月	9717.00	山西忻州	0.61
神池霸业梁三期	风电	48.00	2010 年 1 月	10528.80	山西忻州	0.61
新荣小窑山一期	风电	49.50	2015 年 1 月	8408.61	山西大同	0.61
新荣小窑山二期	风电	47.50	2014 年 1 月	8453.46	山西大同	0.61
小计	--	**242.5**	--	**47144.67**	--	--
新荣小窑山光伏	光伏	10.00	2014 年 12 月	1466.24	山西大同	0.95
乌海光伏	光伏	110.00	2018 年 6 月	17425.00	内蒙乌海市	0.50
虞城光伏	光伏	105.00	2018 年 6 月	13900.00	河南虞城	0.85
石楼光伏一期	光伏	30.00	2018 年 6 月	3929.00	山西吕梁	0.85
垣曲光伏	光伏	10.00	2018 年 6 月	1248.00	山西运城	0.85
左权竞价光伏	光伏	50.00	2020 年 6 月	4368.00	山西晋中	0.44
天镇竞价光伏	光伏	50.00	2020 年 6 月	4718.00	山西大同	0.35
应县风电	光伏	50.00	2020 年 7 月	5062.00	山西朔州	0.57
广灵风电	风电	42.00	2020 年 7 月	2686.00	山西大同	0.57
石楼光伏二期	风电	40.00	2020 年 6 月	4019.00	山西吕梁	0.44
堡子湾风电	光伏	50.00	2021 年 1 月	/	山西大同	0.57

小计	--	547.00	--	58821.24	--	--
合计	--	789.50	--	105965.92	--	--

注：部分发电设备已并网但未投入商业运营
资料来源：公司提供

2019年，公司风电、光伏机组平均利用小时为1612小时，同比下降522小时。得益于新能源装机规模增长，实现发电量7.94亿千瓦时，同比增长47.31%，上网电量7.78亿千瓦时，同比增长48.19%。2019年，公司风电、光伏平均上网电价为660.82元/千千瓦时，同比增长2.08%。2020年1－3月，公司风电、光伏机组利用小时为321小时，实现发电量2.09亿千瓦时，上网电量2.00亿千瓦时，平均上网电价为626.17元/千千瓦时。

表8　公司新能源发电运营指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1－3月
装机容量（万千瓦）	26.15	26.15	49.25	78.95
发电量（亿千瓦时）	4.79	5.39	7.94	2.09
上网电量（亿千瓦时）	4.55	5.25	7.78	2.00
平均上网电价（含税，元/千千瓦时）	650.46	647.36	660.82	626.17
机组利用小时数（小时）	1832	2134	1612	321

资料来源：公司提供

3.煤炭板块

公司转让大庄煤矿后，煤炭产量大幅下降。

2019年2月，山西国际能源集团有限公司通过山西省产权交易市场对其持有山西柳林大庄煤矿有限责任公司51%的股权进行了公开转让，由山西信发化工有限公司摘牌受让，转让价60000万元。大庄煤矿分别持有山西柳林碾焉煤矿有限公司（以下简称“碾焉煤矿”）和山西和顺正邦神磊煤业有限公司（以下简称“神磊煤矿”）85%和51%股份，大庄煤矿股权转让后，不再纳入公司合并范围，因此，碾焉煤矿和神磊煤矿也不再纳入合并范围。

截至2020年3月底，公司控股煤矿合计产能210万吨/年，保有储量19356万吨，井田面积21.75平方公里，剩余可采储量12101万吨。

表9　截至2020年3月底公司煤炭指标情况
（单位：万吨/年、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
裕民煤矿	肥煤、1/3焦煤	90	14618	11.79	9569
新星煤矿	焦煤、瘦煤	120	4738	9.96	2532
合计	--	210	19356	21.75	12101

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、肥煤和瘦煤等。2019年，公司煤矿产量为216.40万吨，同比下降50.31%，主要是大庄煤矿、碾焉煤矿和神磊煤矿不再纳入合并范围所致；煤炭销售151.45万吨，产销率为69.99%。2020年1－3月，煤炭产量为33.23万吨，煤炭销量为22.01万吨，产销率为69.24%。

表10　近年来公司煤炭产销情况（单位：万吨/年、万吨）

煤矿	主要煤种	产能	产量				销量			
			2017年	2018年	2019年	2020年1－3月	2017年	2018年	2019年	2020年1－3月
大庄煤矿	焦煤	120.00	101.88	114.41	--	--	101.95	114.41	--	--
裕民煤矿	肥煤、1/3焦煤	90.00	84.38	90.02	96.59	16.48	83.72	46.24	31.88	4.50
碾焉煤矿	焦煤、1/3焦煤	90.00	90.60	95.12	--	--	90.00	95.64	--	--
新星煤矿	焦煤、瘦煤	120.00	104.19	116.71	119.81	16.75	106.82	117.89	119.57	17.51
神磊煤矿	贫煤	90.00	13.70	19.20	--	--	14.89	18.79	--	--
合计	--	510.00	394.75	435.46	216.40	33.23	397.38	392.97	151.45	22.01

注：由于大庄煤矿转让，大庄煤矿下属的碾焉煤矿和神磊煤矿不再纳入合并报表
资料来源：公司提供

4. 气化业务板块

公司气化板块发展较快，2019 年，公司天然气输销总量快速增长。

公司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。

公司气化业务经营模式为向中国石油天然气集团有限公司、中国石化集团公司等上游天然气（煤层气）气源单位采购天然气（煤层气），通过公司铺设的燃气管道输送至各地城市燃气公司或工业企业。

公司气化业务目前以中石化榆济线气源为主，中石油陕京三线、西气东输一线及省内煤层气作为重要补充气源。目前公司已对接晋煤集团蓝焰煤层气、中联煤层气、中石油煤层气、阳煤集团瑞阳煤层气、中石化延川南煤层气、中石油华北油田煤层气、格瑞克煤层气。

表 11 公司 2019 年气化业务主要供应商

（单位：万立方米、%）

供应商	协议模式	采购量	占比
中国石化集团公司（含煤层气）	长协	47380	52.53
中国石油天然气集团有限公司（含煤层气）	长协	21024	23.31
中联煤层气	长协	8668	9.61
山西蓝焰煤层气	长协	6838	7.58
合计	--	**83910**	**93.03**

资料来源：公司提供

气化业务采购模式分传统采购模式和招标采购模式两种。其中天然气（煤层气）采购为传统采购模式，采购前支付预付款，到商定的结算日期，根据实际用量和价格开展结算工作。其他工程、物资和服务的采购以招标采购模式为主。

截至 2020 年 3 月底，公司已经建成并运营太原-长治东干线、临汾-长治南干线、孟县-寿阳管线、固县-金峰管线、黎城-邯郸管线、中石化榆济管道配套分输项目（榆济线上楼桥阀室-国化离石站、榆济线汾阳站-国化汾阳站、榆济平遥站-国化平遥站）、临县兔坂分输增压站，管网覆盖山西省太原、晋中、阳泉、长治、晋城、运城、临汾、吕梁等 8 市 40 余县区及河北省邯郸、邢台、石家庄等区域，管网里程达 1122 公里，年输气能力达 60 亿立方米。截至 2020 年 3 月底，公司接驳城市燃气 32 户，工业用户 3 户、压缩天然气加气站 4 个。

结算方面，公司向上游资源方支付预付款，到商定的结算日期，根据实际用量和价格开展结算工作；下游用气方（各地城市燃气公司或工业企业）向公司支付预付款，到商定的结算日期，根据实际用量和价格开展结算工作。结算周期根据实际情况商定，每月一次或两次。定价方面，正常情况下，公司根据物价部门核定的省门站价格销售天然气（煤层气）。冬季等用气高峰期公司根据上游资源单位制定的采购或销售价格相应调整销售天然气（煤层气）。

表 12 公司 2019 年天然气销售情况

（单位：元/立方米、万立方米）

用户	销售价格	销售量
城市燃气用户	2.40	83343
工业用户	2.38	10200
合计	--	**93544**

注：数据由于小数四舍五入不完全等于合计

资料来源：公司提供

2019 年，公司天然气输销总量 159612 万立方米（销售 93544 万立方米、代输 66067 万立方米），其中输销总量同比增长 21.01%，销售总量同比增长 21.43%，代输总量同比增长 20.43%。2019 年，气化业务收入 21.28 亿元，同比增长 26.67%；气化业务毛利率为 8.69%。

3. 在建项目及未来发展

公司在建项目较多，规模较大，存在一定的资金压力。

截至2020年3月底，公司在建项目11个，预计总投资208.67亿元，主要集中在发电板块、气化板块和新能源板块。其中，公司发电板块预计投资154.74亿元，气化板块33.85亿元，新能源板块17.33亿元。截至2020年3月底，公司主要在建工程已完成投资147.87亿元，尚需投资60.80亿元，2020年4－12月计划投资额为

38.69亿元，在建项目规划投资规模大，公司未来或将面临一定的筹资压力。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

板块	项目	总投资	截至 2020 年 3 月底投资额	2020 年剩余
发电板块	介休崇光（2×350MW）	290172.00	261155.60	29016.77
	高河潞光（2×660MW）	522736.00	374596.80	94667.00
	孟县裕光煤电（2×1000MW)	691902.00	436786	241091.00
	荣光能源 (2×15MW)	42600.00	44600.00	6000.00
	小计	**1547410.00**	**1117138.40**	**370774.77**
气化板块	临汾－长治输气管道（输气规模 30 亿立方）	325600.00	192228.30	2741.02
	鸣谦分输站－鄂安沧忻州分输站联络线一期工程（太长线－鸣谦分输站－孟家井分输站联络线项目）	12905.00	6300.00	2000.00
	小计	**338505.00**	**198528.30**	**4741.02**
水务板块	山西正阳污水净化有限公司二厂三期扩建工程（一单元）项目	27451.13	26180.00	1271.00
新能源板块	大同新荣堡子湾风电（100MW）	79936.88	55300.00	7900.00
	石楼县小蒜镇风电（25MW）	21459.50	15190.00	2170.00
	大同广灵县风电项目（40MW）	34860.17	29000.00	0.00
	应县长城沟风电项目（40MW）	37069.68	37400.00	0.00
	小计	**173326.23**	**136890.00**	**10070.00**
合计	--	**2086692.36**	**1478736.70**	**386856.79**

资料来源：公司提供

5. 经营效率

与同行业企业相比，公司经营效率处于中等水平。

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4.97次、16.09次和0.25次。从同业对比看，公司经营效率处于中等水平，盈利能力较弱，负债水平较低。

表 14　2019 年同业对比情况

主体名称	山西漳泽电力股份有限公司	公司	山西国际电力集团有限公司
企业性质	国企	国企	国企
装机容量（万千瓦）	861.74	774.25	760.92
发电量（亿千瓦时）	361.87	305.36	/
资产总额（亿元）	509.36	461.02	984.20
所有者权益（亿元）	79.89	163.75	270.33
营业收入（亿元）	120.25	113.63	382.99
利润总额（亿元）	0.99	8.97	20.28
经营活动现金净流量（亿元）	22.17	31.33	46.78
营业利润率（%）	15.77	13.53	13.59
资产负债率（%）	84.32	64.48	72.53
销售债权周转次数（次）	3.32	4.97	6.17
存货周转次数（次）	12.28	16.09	23.13
总资产周转次数（次）	0.24	0.25	0.39

资料来源：联合资信整理

八、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

2019 年纳入公司合并财务报表范围的子公司共 49 家，增加了 11 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 8 家。2020 一季报合并范围较 2019 年底无变化。综上，公司财务数据可

比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 461.02 亿元，所有者权益合计 163.75 亿元（含少数股东权益 45.73 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 113.63 亿元，利润总额 8.97 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 465.28 亿元，所有者权益合计 163.73 亿元（含少数股东权益 46.38 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 25.85 亿元，利润总额-0.48 亿元。

1. 资产质量

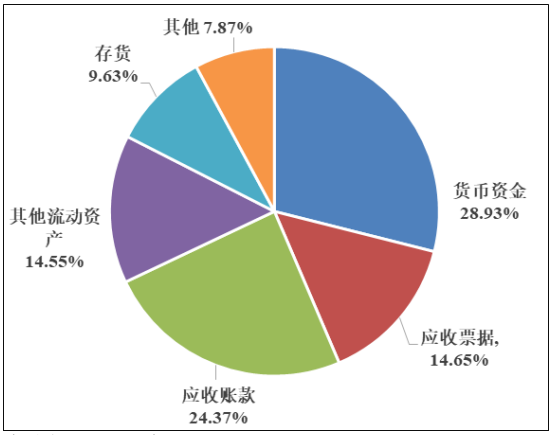
跟踪期内，公司资产规模进一步增长，以非流动资产为主，其中固定资产和在建工程占比相对较高，符合电力企业特点；公司资产受限程度低，整体资产质量较好，但流动性较弱。

截至 2019 年底，公司资产总额为 461.02 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占比为 13.65%，非流动资产占比为 86.35%，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2019年底，公司流动资产为62.91亿元，较上年底下降1.56%，变化不大，以货币资金（占28.93%）、应收账款（占24.37%）、应收票据（占14.65%）、其他流动资产（占14.55%）和存货（占9.63%）为主。

图6　2019年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至2019年底，公司货币资金18.20亿元，较上年底下降30.78%；货币资金主要由银行存款（占75.49%）和其他货币资金（占24.50%）构成。其他货币资金为使用权受到限制的资金，受限比例较高，其中保证金3.21亿元，用于社会保险、住房公积金、住房基金等银行存款0.19亿元，质押金1.06亿元。

截至2019年底，公司应收票据为9.21亿元，较上年底增长15.04%，主要系气化板块收入增长所致，全部为银行承兑汇票。

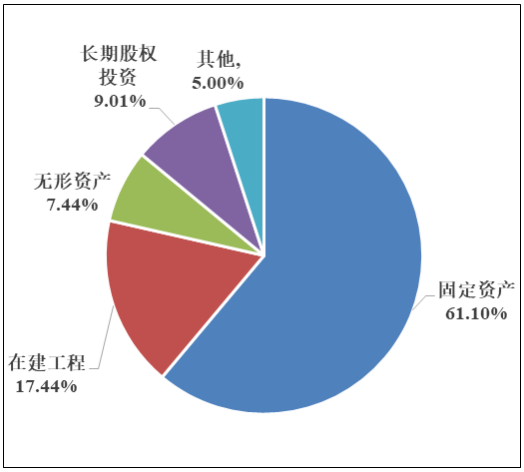
截至2019年底，公司应收账款15.33亿元，较上年底增长16.41%，主要系为收购新能源子公司增加应收可再生能源补贴，以及新建成电厂增加应收电费所致。公司应收账款账龄在1年以内（含1年）的占87.54%，账龄1至2年（含2年）的占9.47%，其余为账龄2年以上的应收账款，账龄短。截至2019年底，公司累计计提坏账准备0.17亿元。

截至 2019 年底，公司存货为 6.06 亿元，较上年底增长 2.69%，变化不大；公司存货以发电用燃料为主。截至 2019 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.08 亿元。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产总额为 398.11 亿元，较上年底变化不大，主要包括固定资产（占 61.10%）、在建工程（占 17.44%）、长期股权投资（占 9.01%）和无形资产（占 7.44%）。

图7　2019年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至2019年底，公司固定资产账面价值为243.25亿元，较上年底增长10.01%，主要由发电装置及其他相关机器设备（占52.61%）和厂房及建筑物（占29.51%）构成。截至2019年底，公司累计计提折旧133.45亿元，计提减值准备3.77亿元；固定资产成新率64.93%。

截至2019年底，公司长期股权投资为35.86亿元，较上年底增长8.23%；其中，对合营企业投资账面价值余额合计10.55亿元，对联营企业投资账面余额合计25.30亿元。

截至2019年底，公司在建工程69.44亿元，较上年底下降15.64%，主要系在建工程转固定资产所致。

截至2019年底，公司无形资产为29.63亿元，较上年底下降22.25%，主要是处置子公司所致；无形资产构成主要为采矿权（占50.76%）和土地使用权（占29.54%），累计摊销4.93亿元，未计提减值准备。

截至2020年3月底，公司受限资产合计3.53亿元，受限额度小。

表 15　截至 2020 年 3 月底公司所有权或使用权受到限制的资产情况

项目	账面价值（万元）	受限原因
货币资金	35338.36	银行承兑汇票保证金、存于社保专项账户、质押金
合计	**35338.36**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 465.28 亿元，较 2019 年底变化不大；公司流动资产占 14.48%，非流动资产占 85.52%，资产结构较 2019 年底变化不大。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益保持稳定，归属于母公司所有者权益中实收资本占比高，所有者权益稳定性高。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 163.75 亿元（含少数股东权益 45.73 亿元），较上年底下降 1.20%。截至 2019 年底，归属于母公司的所有者权益 118.02 亿元，其中实收资本占 84.73%、未分配利润占 8.63%，其余为资本公积、盈余公积和专项储备。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 163.73 亿元（含少数股东权益 46.38 亿元）。所有者权益规模及构成较 2019 年底变化不大。

负债

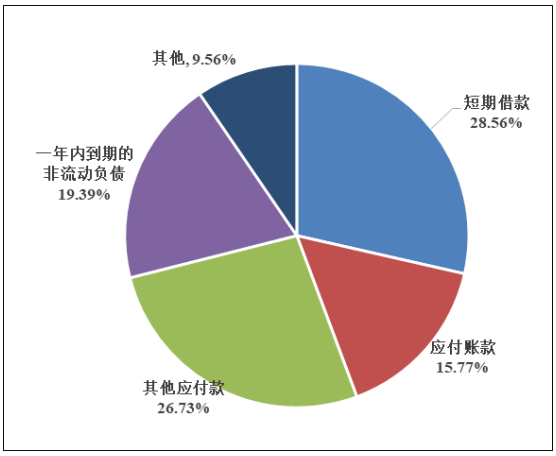
跟踪期内，公司负债规模保持稳定，以非流动负债为主；公司债务负担变化不大，债务结构较合理，债务负担适宜。

截至 2019 年底，公司负债合计 297.27 亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债占 55.94%，流动负债占 44.06%。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债 130.97 亿元，较上年底下降 2.96%；流动负债主要由短期借款（占 28.56%）、应付账款（占 15.77%）、其他应付款（占 28.73%）和一年内到期的非流动负债（占 19.39%）构成。

图 8　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司短期借款37.40亿元，较上年底下降4.31%。其中，保证借款占6.81%，信用借款占82.96%，质押借款占10.24%。

截至2019年底，公司应付账款20.65亿元，较上年底增长37.93%，主要是收购新能源子公司增加应付工程款，气化板块应业务增长增加

购气款。

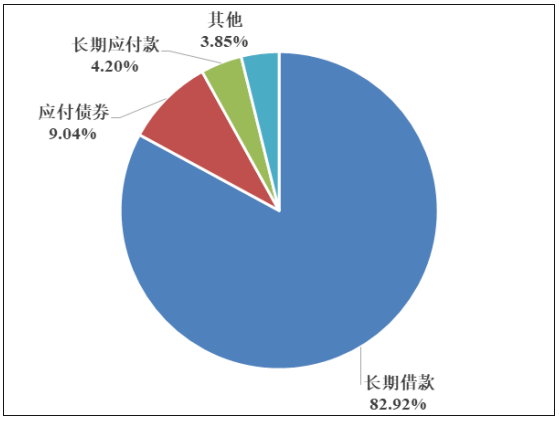
截至 2019 年底，公司其他应付款 35.01 亿元，较上年底下降 6.56%，主要系应付工程设备款及应付投资款减少所致；应付工程、设备款为 29.59 亿元（占 84.52%）。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 25.39 亿元，较上年底下降 14.25%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债 166.29 亿元，较上年底增长 1.54%。非流动负债主要由长期借款（占 82.92%）和应付债券（占 9.04%）构成。

图 9　截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司长期借款为 137.88 亿元，较上年底增长 5.03%，其中欧元信用借款 1.23 亿元，占比很小，其余均为人民币借款。截至 2019 年底，公司长期借款中，质押借款 39.90 亿元，以未来的发电收入的收款权和应收污水处理收费权作为质押。

截至 2019 年底，公司应付债券为 15.03 亿元，系公司 2018 年发行的 15 亿元中期票据，票面利率 6.20%，将于 2021 年 5 月到期。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 6.98 亿元，较上年底下降 32.22%，为应付融资租赁款。

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 2019 年底，公司全部债务 226.40 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占 29.37%和 70.63%，债务结构较上年底变化不大。截至 2019 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 49.40%、58.03%和 64.48%，较 2018 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 230.58 亿元，较 2019 年底增长 1.84%，变化不大。公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率分别为 50.29%、58.48%和 64.81%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入规模保持稳定，营业成本有所增长，导致营业利润率下降幅度较大，整体盈利水平仍较低。

2019 年，公司营业总收入 113.63 亿元，同比变化不大。2019 年，营业成本为 96.19 亿元，同比增长 6.26%；公司利润总额为 8.97 亿元，同比变化不大；营业利润率为 13.54%，较 2018 年下降 4.18 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用同比增长 2.37%至 12.38 亿元。2019 年，期间费率为 10.89%，较 2018 年下降 0.27 个百分点。公司期间费用控制能力尚可。2019 年，公司期间费用以财务费用（占 62.42%）和管理费用（占 29.55%）为主。

非经常性损益方面，2019 年，公司投资收益为 3.94 亿元，同比增加 3.70 亿元，主要系处置子公司收益增加所致。2019 年，公司营业外收入为 1.11 亿元，同比变化不大。总体看，公司非经常性损益对利润影响较大。

图 10　近年公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.82%和 4.30%，较 2018 年分别增长 0.11 个和 0.40 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 25.85 亿元，同比下降 10.63%，主要系新冠肺炎疫情影响及转让大庄煤矿所致；实现利润总额-0.48 亿元，营业利润率为 8.65%；公司实现投资收益 0.21 亿元，营业外收入 0.06 亿元。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流有所增长，经营活动获现能力保持较高水平，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。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入为 131.12 亿元，同比下降 3.21%，其中主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占 98.10%）。2019 年，公司经营活动现金流出 99.80 亿元，同比下降 11.31%，主要是支付其他与经营活动相关的现金及支付的各项税费下降所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额 31.33 亿元，同比增长 36.52%。从收入实现质量看，2019 年公司现金收入比为 113.20%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 7.34 亿元，同比下降 5.80%，主要系取得投资收益收到的现金下降所致。2019 年，公司投资活动现金流出量为 49.08 亿元，同比大幅增长 16.74%，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金增长所致。2019，公司投资活动现金流量净额为-41.74 亿元，净流出规模较上年有所增长。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为-10.41 亿元，经营活动现金流不能覆盖投资活动所需现金。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 63.88 亿元，同比下降 6.08%，主要系公司取得借款收到的现金下降所致。公司筹资活动现金流入中取得借款收到的现金为 60.57 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流出为 60.21 亿元，同比增长 20.48%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 3.66 亿元。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	102.41	135.47	131.12
经营活动现金流出	81.70	112.52	99.80
销售商品、提供劳务收到的现金	101.78	132.76	128.63
购买商品、接受劳务支付的现金	57.94	81.36	82.24
经营活动产生的现金流量净额	20.71	22.95	31.33
投资活动现金流入小计	7.50	7.80	7.34
投资活动现金流出小计	22.47	42.04	49.08
投资活动产生的现金流量净额	-14.97	-34.25	-41.74
筹资活动前现金流量净额	5.74	-11.30	-10.41
筹资活动现金流入小计	32.85	68.01	63.88
筹资活动现金流出小计	38.81	49.98	60.21
筹资活动产生的现金流量净额	-5.96	18.04	3.66

资料来源：公司财务报告

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为 8.49 亿元，现金收入比 94.99%，较 2019 年下降 18.20 个百分点。公司投资活动现金流量净额为-6.46 亿元，筹资活动现金流量净金额为 5.38 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标一般，但考虑到公司未来将大力发展毛利率水平高的气化业务，公司偿债能力有望增强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 48.03%和 43.41%，较 2018 年底分别上升 0.68 个百分点和 0.43 个百分点；2019 年，公司经营现金流动负债比为 23.92%，较 2018 年上升 6.92 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 52.07%和 47.10%，较上年底增长 4.03 个百分点和 3.70 个百分点。2019 年，经营现金流动负债比为 23.92%，较上年增长 6.92 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司现

金资产短期债务比为 0.49 倍。跟踪期内，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 34.90 亿元，同比下降 3.30%。同期，公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 3.40 倍；全部债务/EBITDA 上升至 6.49 倍。跟踪期内，公司长期偿债指标有所下降，整体偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司本部已获得银行授信额度 90.00 亿元，其中已使用授信额度 16.97 亿元，尚未使用额度 73.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保合计 8.99 亿元，担保比率为 5.49%，主要为山西潞光发电有限公司担保 8.74 亿元，但山西潞光发电有限公司未取得反担保，存在一定的或有负债风险。

6. 母公司财务分析

母公司资产以长期股权投资为主，所有者权益稳定，债务负担轻，利润主要来自投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 147.81 亿元，较上年底增长 5.57%，其中流动资产占 17.18%，非流动资产占 82.82%。

截至 2019 年底，母公司流动资产为 25.39 亿元，主要由货币资金（占 37.99%）、其他应收款（占 7.69%）和其他流动资产（占 53.92%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 9.65 亿元，较上年底增长 71.27%。截至 2019 年底，母公司其他流动资产 13.69 亿元，较上年底变化不大。

截至 2019 年底，母公司非流动资产为 122.42 亿元，主要由长期股权投资（占 97.49%）构成。截至 2019 年底，公司长期股权投资 119.35 亿元，较上年底增长 4.33%，长期股权投资主要是对集团子公司的投资。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 148.11 亿元，资产规模及构成较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金为 12.56 亿元，较 2019 年底增长 30.15%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 110.66 亿元，保持稳定，主要由实收资本（占 90.37%）和未分配利润（占 5.83%）构成。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益规模及构成较 2019 年底变化不大。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 37.15 亿元，流动负债占 54.42%，较 2018 年底增长 48.40 个百分点，主要是短期借款和其他应付款（合计）大幅增长所致。母公司负债主要由短期借款、其他应付款（合计）和应付债券构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 25.13%、19.77%和 12.81%。

截至 2020 年 3 月底，母公司负债总额 37.82 亿元，较 2019 年底增长 1.82%，主要系长期借款和其他应付款（合计）增长所致。母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 25.54%、19.06%和 13.48%。

2019 年，母公司营业收入为 0.21 亿元，同比下降 36.17%。期间费用方面，管理费用和财务费用 2019 年分别为 0.52 亿元和 0.94 亿元。2019 年，受母公司投资收益增长影响，母公司营业利润由负转正，为 2.28 亿元。2019 年，母公司利润总额为 2.28 亿元。

2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 291.91 万元，利润总额为-0.37 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流入量为 21.09 亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金；同期，经营活动现金流出为 13.58 亿元，主要是支付其他与经营活动有关的现金。2019 年母公司经营活动产生的现金流量净额为 7.51 亿元。

2019 年，母公司投资活动现金流入量为 10.00 亿元，同比增长 257.73%，主要是处置子公司及其他单位收到的现金净额增长所致。同期，投资活动现金流出量为 10.38 亿元，主要为投资支付的现金。2019 年，母公司投资活动

产生的现金流量净额为-0.37 亿元。

2019 年，母公司筹资活动现金流入量为 11.60 亿元，同比下降 56.72%，主要是来自取得借款收到的现金下降所致；母公司筹资活动现金流出为 14.73 亿元，同比下降 17.36%，主要为偿还债务支付的现金下降所致。2019 年，母公司筹资活动现金呈现净流出，为-3.13 亿元。

2020 年 1－3 月，母公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.96 亿元、-0.83 亿元和-1.23 亿元。

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 2020 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、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。

九、存续债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA对存续债券的保障程度高。

联合资信评定的公司存续债券“18格盟MTN001”，发行额度为15亿元，余额为15亿元。2019年，公司经营活动产生的现金流入量为131.12亿元，为“18格盟MTN001”发行额度的8.74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34.90亿元和31.33亿元，分别为“18格盟MTN001”发行额度的2.33倍和2.09倍。

截至报告出具日，公司存续债券余额为26.80亿元（以下简称“存续债券余额”），均在2021年到期。2019年，公司经营活动产生的现金流入量、EBITDA和经营性净现金流为存续债券余额的4.89倍、1.30倍和1.17倍，存在一定的集中兑付压力。

表17　截至报告出具日公司存续债券（单位：亿元）

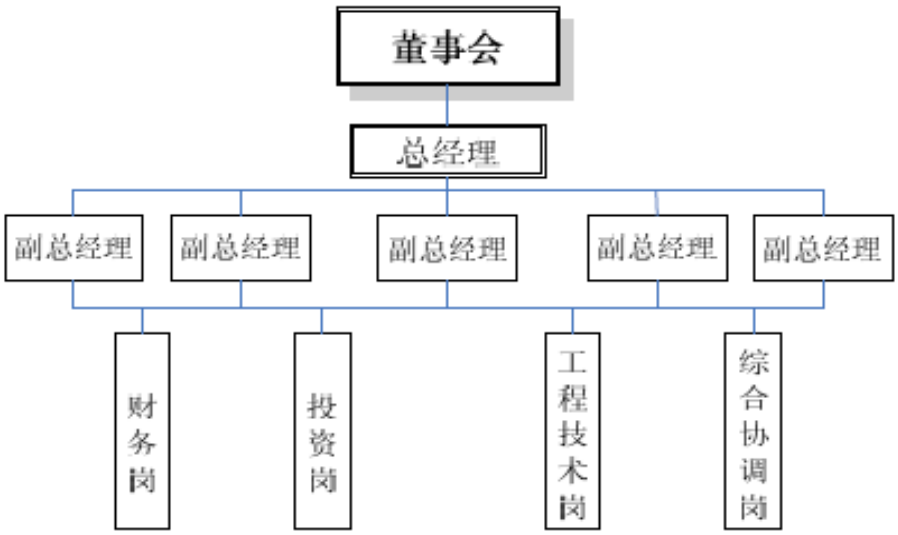
债券名称	债券类型	债券余额	到期日
18 格盟 MTN001	一般中期票据	15.00	2021-05-07
20 格盟 SCP002	超短期融资债券	3.30	2021-03-02
20 格盟 SCP001	超短期融资债券	8.50	2021-01-23
合计	--	**26.80**	--

资料来源：Wind，联合资信整理

十、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$^+$，并维持“18格盟MTN001”信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　2019 年纳入合并报表范围的子公司基本情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例（%）
1	山西平朔煤矸石发电有限责任公司	山西省朔州市	火力发电及供热	67.00
2	山西朔阳能源技术有限公司	山西省朔州市	节能项目设计开发和应用	80.00
3	朔州市巨光建材开发有限公司	山西省朔州市	建材生产销售	70.00
4	山西柳林电力有限责任公司	山西省吕梁市	火力发电	100.00
5	柳林电力康鑫运输有限责任公司	山西省吕梁市	汽车运输	100.00
6	山西柳电燃料有限责任公司	山西省吕梁市	发电用煤销售及汽车货运	100.00
7	山西华光发电有限责任公司	山西省吕梁市	火力发电	50.00
8	山西河坡发电有限责任公司	山西省阳泉市	火力发电及供热	94.00
9	山西兆光发电有限责任公司	山西省霍州市	火力发电及供热	100.00
10	山西国际能源集团新能源投资管理有限责任公司	山西省太原市	风力发电	80.00
11	乌海市卓尔新能源开发有限公司	内蒙古乌海市	光伏发电	100.00
12	乌海市阿斯特新能源开发有限公司	内蒙古乌海市	光伏发电	100.00
13	山西晋瑞鑫新能源有限公司	山西省太原市	风力、光伏发电	95.00
14	石楼县晋瑞鑫新能源有限公司	山西省吕梁市	风力、光伏发电	95.00
15	交口县瑞鑫新能源有限公司	山西省吕梁市	风力、光伏发电	100.00
16	山西久众伟业新能源有限公司	山西省太原市	风力、光伏发电	51.00
17	朔州市海装久众新能源有限公司	山西省霍州市	风力、光伏发电	100.00
18	山西晋能智慧能源有限公司	山西省太原市	风力、光伏发电	100.00
19	广灵县国新能源有限公司	山西省大同市	风力、光伏发电	100.00
20	虞城阿特斯新能源开发有限公司	河南省商丘市	光伏发电	100.00
21	石楼县阿特斯新能源扶贫开发有限公司	山西省吕梁市	光伏发电	100.00
22	太原阿特斯能源科技有限公司	山西省运城市	光伏发电	100.00
23	石楼县阿特斯新能源有限公司	山西省吕梁市	光伏发电	100.00
24	山西瑞光热电有限责任公司	山西省太原市	火力发电及供热	100.00
25	山西昱光发电有限责任公司	山西省朔州市	火力发电	60.00
26	山阴玉石制品有限责任公司	山西省朔州市	石灰石生产销售	61.00
27	山西榆次常家庄园旅游股份有限公司	山西省晋中市	旅游景点	70.00
28	山西正阳污水净化有限公司	山西省晋中市	污水处理	86.00
29	山西高平天阳污水净化有限责任公司	山西省高平市	污水处理	67.00
30	霍州市朝阳污水净化有限责任公司	山西省霍州市	污水处理	100.00
31	临县裕民焦煤有限公司	山西省吕梁市	煤炭开采	51.00
32	山西方山汇丰新星煤业有限公司	山西省吕梁市	煤炭开采	51.00
33	山西新星冶炼集团有限公司	山西省吕梁市	焦炭及生铁冶炼	51.00
34	山西格盟安全生产咨询有限公司	山西省太原市	管理及技术咨询	100.00
35	山西崇光发电有限责任公司	山西省晋中市	火力发电	51.00
36	山西启光发电有限公司	山西省晋中市	火力发电	50.10
37	山西格盟国际售电有限公司	山西省太原市	售电业务	100.00
38	山西国际能源气化投资管理有限公司	山西省太原市	气化项目投资管理	100.00

39	山西国化燃气有限责任公司	山西省太原市	气化项目运营	51.00
40	山西国化能源有限责任公司	山西省太原市	气化项目运营	51.00
41	山西国际能源集团燃气输配有限公司	山西省太原市	气化运输	100.00
42	山西国化科思燃气有限公司	山西省太原市	气化运输	70.00
43	山西国化晋南天然气有限公司	山西省河津市	气化项目运营	51.00
44	秦晋天然气有限公司	山西省临汾市	气化项目运营	51.00
45	山西国化盛达燃气有限公司	山西省长治市	气化项目运营	60.00
46	山西国际能源集团水务投资管理有限公司	山西省太原市	水务项目投资管理	51.00
47	山西孟县正阳污水净化有限公司	山西省阳泉市	污水处理	60.00
48	阳泉昇阳污水净化有限公司	山西省阳泉市	污水处理	100.00
49	山西国际能源裕光煤电有限责任公司	山西省阳泉市	火力发电	51.00

附件 3　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)	27.45	34.30	27.42	32.09
资产总额(亿元)	426.41	464.47	461.02	465.28
所有者权益合计(亿元)	159.83	165.74	163.75	163.73
短期债务(亿元)	80.88	71.58	66.51	64.93
长期债务(亿元)	118.55	159.35	159.90	165.65
全部债务(亿元)	199.43	230.93	226.40	230.58
营业总收入(亿元)	90.37	113.63	113.63	25.85
利润总额(亿元)	4.19	8.96	8.97	-0.48
EBITDA(亿元)	32.52	36.10	34.90	--
经营性净现金流(亿元)	20.82	22.95	31.33	8.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.64	5.66	4.97	--
存货周转次数(次)	16.59	18.11	16.09	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.26	0.25	--
现金收入比(%)	112.62	116.83	113.20	94.99
营业利润率(%)	19.11	17.72	13.54	8.65
总资本收益率(%)	3.02	3.71	3.82	--
净资产收益率(%)	1.92	3.90	4.30	--
长期债务资本化比率(%)	42.59	49.02	49.40	50.29
全部债务资本化比率(%)	55.51	58.22	58.03	58.48
资产负债率(%)	62.52	64.32	64.48	64.81
流动比率(%)	36.68	47.35	48.03	52.07
速动比率(%)	33.82	42.98	43.41	47.10
经营现金流动负债比(%)	14.53	17.00	23.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.61	3.49	3.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.13	6.40	6.49	--

注：1. 公司 2020 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

附件 4　主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.57	5.77	9.75	12.66
资产总额(亿元)	134.20	140.01	147.81	148.11
所有者权益合计(亿元)	116.78	110.61	110.66	110.29
短期债务(亿元)	15.00	1.07	11.02	8.80
长期债务(亿元)	1.47	27.19	16.26	17.18
全部债务(亿元)	16.47	28.26	27.27	25.98
营业总收入(亿元)	0.55	0.33	0.21	0.03
利润总额(亿元)	0.35	-4.16	2.28	-0.37
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	2.09	-4.84	7.51	4.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.58	0.79	1.76	--
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	0.00	0.00
营业利润率(%)	97.08	95.53	91.76	99.72
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	0.30	-3.76	1.86	--
长期债务资本化比率(%)	1.24	19.73	12.81	13.48
全部债务资本化比率(%)	12.36	20.35	19.77	19.06
资产负债率(%)	12.98	21.00	25.13	25.54
流动比率(%)	100.58	1261.26	125.60	128.85
速动比率(%)	100.58	1261.26	125.60	128.85
经营现金流动负债比(%)	13.51	-273.38	37.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：1. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 有息债务未调整

附件 5　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-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 6-1　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 6-2　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 6-3　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