信用等级公告

联合[2018] 1918 号

联合资信评估有限公司通过对山西省国新能源发展集团有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西省国新能源发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“15 晋国新 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

二零一八年七月二十五日

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

山西省国新能源发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
15 晋国新 MTN001	3.40 亿元	2018/07/28	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.06	52.14	50.39	45.99
资产总额(亿元)	327.59	387.17	391.83	407.17
所有者权益(亿元)	55.27	53.99	52.62	53.68
短期债务(亿元)	72.21	115.75	108.39	91.63
长期债务(亿元)	144.92	162.89	174.62	209.79
全部债务(亿元)	217.13	278.63	283.01	301.42
营业收入(亿元)	291.70	153.07	149.00	43.04
利润总额(亿元)	5.76	1.44	-3.83	-1.08
EBITDA(亿元)	14.44	14.12	12.54	--
经营性净现金流(亿元)	3.38	0.60	11.01	2.49
营业利润率(%)	7.32	13.84	16.21	12.99
净资产收益率(%)	6.68	0.05	-9.47	--
资产负债率(%)	83.13	86.06	86.57	86.82
全部债务资本化比率(%)	79.71	83.77	84.32	84.88
流动比率(%)	85.21	72.50	73.80	89.68
全部债务/EBITDA(倍)	15.04	19.73	22.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	1.29	1.01	--
经营现金流动负债比(%)	2.77	0.36	6.82	--

注：1、公司其他应付款中的有息债务计入短期债务；
2、公司长期应付款中融资租赁款和信托融资款已计入长期债务；
3、2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张 博　李博文　张 超

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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西省国新能源发展集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为山西省国有大型企业，在行业地位、政策支持、业务规模等方面具备的综合优势，同时联合资信也关注到，公司期间费用高企、收入规模下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司期间费用继续上升，对公司利润水平侵蚀严重，公司利润总额出现亏损。另一方面，公司天然气板块收入规模继续增长，为公司主要的收入及利润来源，公司收入实现质量大幅提高，经营活动获现能力大幅提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“15 晋国新 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司天然气管输业务在山西省内具有垄断地位。
2. 跟踪期内，公司天然气业务收入规模进一步增长。
3. 跟踪期内，公司经营活动获现能力大幅增强。

关注

1. 跟踪期内，公司期间费用进一步扩大，对公司利润形成较严重的侵蚀。
2. 跟踪期内，公司煤炭运销业务收入规模进一步下降。
3. 公司资产负债率过高，债务负担重。
4. 公司将燃产集团托管后，不再将其纳入合并范围，形成了对燃产集团较大规模的对外担保，2017 年，燃产集团归属于母公司所有者的净利润呈亏损状态。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西省国新能源发展集团有限公司（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。

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。

山西省国新能源发展集团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山西省国新能源发展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

山西省国新能源发展集团有限公司（以下简称“公司”或“国新能源”）成立于 1981 年，前身为山西省腐植酸铵办公室。1991 年 10 月，经省经委批准更名为山西省乡镇煤炭运销公司。2004 年 7 月，组建山西省乡镇煤炭运销集团，更名为山西省乡镇煤炭运销集团有限公司。2008 年 6 月，经省国资委批准，更名为现名。公司是国有独资公司，出资人是山西省人民政府，出资人授权山西省人民政府国有资产监督管理委员会行使出资人权利。2017 年 8 月 18 日，根据《山西省人民政府关于同意成立山西省国投的批复》（晋政函〔2017〕80 号）、山西省国资委《关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国投的通知》（晋国资发〔2017〕35 号），山西省国有资产监督管理委员会将持有公司 100%股权划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），并在山西省工商局完成了工商变更登记。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 6.46 亿元，山西国投持有公司 100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。2013 年 12 月 23 日，公司二级子公司山西天然气股份有限公司（以下简称“天然气股份”）在上证 A 股借壳（上海联华合纤股份有限公司）上市（股票代码：600617.SH）。上市公司更名为山西省国新能源股份有限公司（以下简称“国新能源股份”）。天然气股份更名为山西天然气有限公司（以下简称“山西天然气”），山西省国新能源股份持有山西天然气 100%股权。截至 2018 年 3 月底，国新能源股份股本 10.85 亿元，公司持有国新能源股份 31.64%的股份。

公司主要经营批发业，业务板块包括煤炭、贸易、天然气、医药和其他等。截至 2017 年底，公司下设党委办公室、人力资源部、财资管理部等 16 个部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 391.83 亿元，所有者权益合计 52.62 亿元（其中少数股东权益 35.24 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 149.00 亿元，利润总额-3.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 407.17 亿元，所有者权益合计 53.68 亿元（其中少数股东权益 36.93 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.04 亿元，利润总额-1.08 亿元。

公司注册地址：太原市小店区长风大街 108 号东座；法定代表人：刘军。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“15 晋国新 MTN001”于 2015 年 7 月 28 日发行，存续余额 3.40 亿元，2018 年 7 月 28 日到期。债券募集资金用于偿还银行贷款，存续期内，“15 晋国新 MTN001”均已按照规定支付相应利息。

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、 行业经济环境

1. 煤炭物流业

煤炭物流

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

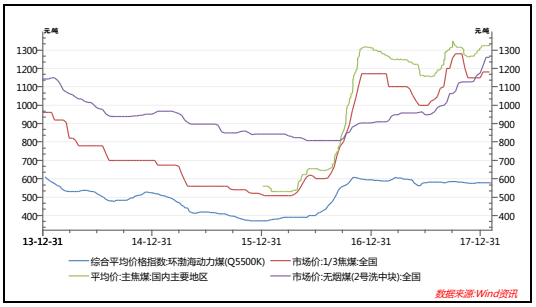
现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，在发展煤炭第三方物流中分得一杯羹，也是一种比较现实的选择。

煤炭价格方面，自 2013 年以来，煤炭市场持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至最低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 372 元/吨、515 元/吨、559 元/吨和 844.20 元/吨。进入 2016 年以后，受益

于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年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图1　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind

进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

山西煤炭运销概况

公司位于山西省境内，山西省煤炭运销体制对公司煤炭运销业务影响较大，2014年以前，山西省维持“5+3”的煤炭运销格局，即山西省的煤炭主要通过同煤集团、焦煤集团、阳泉煤业、晋城煤业、潞安煤业五大矿业集团完成自产自销，由山西省煤炭运销集团有限公司、山西煤炭进出口集团有限公司负责其他地方煤炭企业的统购统销任务。上述企业均为铁路运力计划单列企业。

2014年11月26日，山西省人民政府颁布了《山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案》，从2014年12月1日起，山西省全部取消相关企业代行的煤炭、焦炭公路运销管理行政授权。上述企业、分支机构和各站点停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能。此前，山西煤炭销售采用销售票方式，对煤炭实行统一运销。

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境，山西省已完成煤炭运销体制改革，取消行政授权，行业发展更加市场化，有利于行业的长远发展。

2. 城市管道燃气供应

天然气与煤炭、石油能源相比，具有使用安全、热值高、洁净等优势，在环保要求日益提高、环保意识不断增强的背景下，天然气需求快速增长。同时由于目前国际上产生相同热值天然气价格相对汽油、柴油而言，低30%～50%；而且，国内天然气价格比国际价格低，所以天然气具有明显的经济性。

近20年中国城市化率持续提高，中国城市化率不断提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率 85%左右，北京、上海、深

圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，而中国城镇平均气化率约为 15%左右，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

从燃气供应上看，目前中国天然气气源供应不足，从能源储备来看，中国天然气资源量与煤炭相比较为缺乏，整体呈现供应不足的现象。目前中国探明地质储量为 53400 亿立方米，其中海气储量约占中国天然气探明储量的 22%左右，东海、南海天然气储量丰富。陆气主要集中在塔里木、准噶尔、鄂尔多斯、四川、以及松辽等几大盆地，约占中国陆上天然气储量的 75%，天然气的生产地主要位于西部，而消费地主要集中在经济发达东部地区。为解决这一矛盾，国家给予天然气生产和供应优惠政策和有效法律保障，通过建立全国天然气主管网确保天然气供应。

目前，中国燃气供应商的燃气采购定价受国家发改委限制，不是由供应商自己决定。国家发改委综合考虑燃气运营企业的生存等因素，允许燃气采购价与销售价之间存在价差，另外燃气运营情况直接关系人民群众生活、国家稳定等社会问题，所以国家发改委也会考虑百姓承受能力等综合因素确定燃气采购价。

天然气政策方面，大致可分为三个阶段，2011 年至 2015 年，国家发改委通过一系列文件，对天然气基准价格制定及输气各环节收费标准作出规定。2016 年 12 月，国家发改委发布《天然气发展十三五规划》，常规天然气到 2020 年累计探明地质储量 16 万亿立方米，页岩气累计探明地质储量超过 1.5 万亿立方米，煤层气累计探明地质储量超过 1 万亿立方米；年国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上；新建天然气主干及配套管道 4 万公里，总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。同时，国家发改委和能源厅联合发布《能源发展“十三五”规划》，到 2020 年，天然气消费占一次能源的消费比重上升到 10%，加快建设天然气分布式能源项目和天然气调峰电站，2020 年气电装机规模达到 1.1 亿千瓦，煤制天然气生产能力达到 170 亿立方米。2017 年以来，政策制定主要侧重于节能减排，推进天然气应用。2017 年 1 月，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，大力推广节能环保汽车、新能源汽车、天然清洁能源骑车、业务天然气动力船舶等。实施京津冀、长三角、珠三角等区域“煤改气”和“煤改电”工程。加快建设天然气储气库、城市调峰站储气罐等基础工程。新增“煤改气”工程用气 450 亿立方米以上；全面推行居民阶梯气价。2017 年 6 月，国家发改委联合 12 部委印发《加快天然气利用意见》，逐步将天然气培育成我国清洁能源体系的主体能源质疑，到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%足有，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。2017 年 9 月，国务院发布《国务院关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》，支持山西省开展煤炭消费等量、减量替代行动，扩大天然气、电能等清洁能源和可再生能源替代试点范围，因地制宜发展地热能、太阳能等可再生能源。加快实施民用、工业“煤改气”工程。

总体看，天然气作为清洁能源，在未来推广使用中可以受到国家政策支持，具有较为旷阔的发展空间。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为6.46亿元，山西国投持有公司 100%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司下属的山西天然气代表山西省政府

对天然气项目进行统一的建设运营；同时山西省政府授权山西天然气享有山西省内天然气项目专营权。山西天然气的经营范围是根据山西省政府授权，从事省内天然气资源项目的勘探、开发和利用，天然气输气管网的规划、设计和建设，天然气开发利用项目的生产、经营、管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，在区域内处于主导地位。中石油共有 4 条天然气管线过境山西省，分别是陕京一线、陕京二线、陕京三线和西气东输线，这 4 条管道在山西省境内主要的合作方为公司下属子公司山西天然气有限公司，并且签订有为期 20 年的《照付不议天然气买卖与输送合同》

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括煤炭运销、天然气和贸易。2017 年公司实现营业收入 149.00 亿元，同比下降 2.66%。从整体收入构成上看，2016 年起，公司天然气板块收入占比明显上升；受山西省发改委考核标准的变化，公司减少了贸易板块的规模；受煤炭运销体制改革，取消了原有行政性收费影响，煤炭运销板块收入占比有所下降。2017 年，公司煤炭运销板块实现收入 35.75 亿元，同比变化不大，占营业收入比重为 23.99%；公司天然气板块实现收入 99.37 亿元，收入占比达 66.69%，同比提升 13.95 个百分点；公司贸易板块则继续压缩，仅实现收入 6.26 亿元，占营业收入的 4.20%。

毛利率方面，天然气板块仍然保持着较高水平，2017 年为 22.26%，受其收入占比上升的影响，公司整体毛利率也有所上升，达到 16.53%；煤炭运销业务毛利率较为稳定，2017 年为 4.90；贸易板块毛利率为-1.12%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.04 亿元，为 2017 年全年的 28.89%，收入构成中天然气板块占比进一步大幅提升。为保障全省平稳度冬，公司采取紧急购气措施，造成了公司当期购气成本增加，天然气板块毛利率有所下降；贸易板块毛利率上升至 1.12%；同期，公司整体毛利率下降至 13.23%。

表 1　公司营业收入及利润构成（单位：亿元、%）

经营项目	2015 年			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	收入	占比	毛利率
煤炭运销	84.56	28.99	4.84	34.39	22.46	4.41	35.75	23.99	4.90	8.74	20.31	2.29
天然气	73.33	25.14	23.88	80.74	52.74	23.82	99.37	66.69	22.26	33.09	76.88	15.93
贸易	133.33	45.71	0.02	29.01	18.95	1.01	6.26	4.20	-1.12	0.32	0.74	1.12
其他	0.48	0.16	8.30	8.93	5.85	7.56	7.62	5.11	10.89	0.89	2.07	12.36
合计	**291.70**	**100.00**	**7.43**	**153.07**	**100.00**	**14.19**	**149.00**	**100.00**	**16.53**	**43.04**	**100.00**	**13.23**

资料来源：公司提供

煤炭运销

公司煤炭运销以铁路运输为主，在山西省取消铁路运输计划之前，公司是少数拥有铁路出省计划的煤炭运销企业之一。2014 年 11 月 26 日，山西省人民政府颁布了《山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案》，从 2014 年 12 月 1 日起，山西省全部取消相关企业代行的煤炭、焦炭公路运销管理行政授权。上述企业、分支机构和各站点停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污

费等行政职能。此前，山西煤炭销售采用销售票方式，对煤炭实行统一运销。煤炭运销体制改革后，公司不再代行煤炭、焦炭公路运销的管理以及相关的收费，对公司的煤炭运销板块的收入影响很大。

公司每年与上游煤炭生产企业、下游煤炭需求企业签订框架合作协议，协议中规定每季度发运量，采购、销售价格随行就市。下游客户需采购煤炭时向公司支付部分预付款，购销双方采取合同方式确定煤炭供应数量，煤炭销售价格随行就市，尾款主要在火车装货后，通过货运单计算，亦有部分下游客户收到货物后结算；公司与下游客户签订销售合同后，向上游煤炭生产企业采购煤炭，公司采购煤炭时向上游企业支付部分预付款，购销双方之间采取合同方式确定煤炭供应数量，煤炭销售价格随行就市，待下游企业支付货款后集团再将货款支付给上游企业。

表 2 公司煤炭采销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销售总量	987.60	770.27	203.60
销售均价	346.37	464.11	429.17
采购均价	334.25	438.38	413.14

资料来源：公司提供

2017 年，公司煤炭销量进一步下降至 770.27 万吨，同比下降 22.01%；价格方面，受煤炭市场价格上升影响，公司煤炭采购均价和销售均价分别上涨至 438.38 元/吨和 464.11 元/吨，价差有所扩大。2018 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 203.60 万吨，采购均价和销售均价分别为 413.14 元/吨和 429.17 元/吨。

下游用户方面，公司强化了市场营销力度，积极组织用户走访，保持同中国华能集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、华润（集团）有限公司等重点用户的联系沟通，发展了一批具有长期稳定合作关系的用户。

跟踪期内，国新能源煤炭贸易产业积极应对煤炭市场变化，进一步理顺产业板块管理体制和运行机制，煤焦销售公司以市场为导向建立完善的全面购销管理体系，降低运销成本，推动产业向实体化、多元化发展。

总体看，跟踪期内，公司煤炭运销业务受煤炭运销体制改革影响，运销规模持续下降，对公司的收入贡献能力有所减弱。

天然气业务

公司天然气板块主要由山西天然气有限公司承担。根据山西省政府发布的《关于加强全省天然气行业管理有关问题的通知》（晋政函【2002】123 号）文件精神，山西省建设及与山西省外合作建设的天然气管道，应由山西天然气有限公司代表山西省政府进行统一的建设运营；同时授权山西天然气有限公司享有山西省内天然气项目专营权。山西天然气有限公司的经营范围是根据山西省政府授权，从事省内天然气资源项目的勘探、开发和利用，天然气输气管网的规划、设计和建设，天然气开发利用项目的生产、经营、管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，在区域内中占有绝对主导地位。

跟踪期内，公司天然气销售量进一步增长。2017 年，公司销售天然气 48.22 亿立方米，同比增长 26.56%；实现销售收入 99.37 亿元，同比增长 23.07%。2018 年 1~3 月，公司天然气销售业务实现收入 33.09 亿元，为 2017 年全年收入的 33.30%。

截至 2017 年底，公司已建成长输管网 6300 公里，城市管网 6000 公里；CNG/LNG 加气站 210 座、液化调峰设施 8 座、燃气热电联产项目 1 座和碳四深加工项目 1 座，年管输能力超过 316 亿立方米，气化覆盖全省 104 县（市、区）600 万户居民 1950 万人，供气村镇 2250 个、工业用户 550 家、商业公福用户 10252 家，各类 CNG/LNG 车辆 12 万辆，形成了对全省各县市区、重点工业用户、

新型工业经济开发区和重点旅游区的供气网络，全省气化率远超全国平均水平。山西省境内可从中石油等公司获得天然气的企业为山西天然气有限公司，由于山西省境内约80%的天然气长输管线都由山西天然气有限公司建设运营，因此中石油天然气主要供应给山西天然气有限公司。公司已占据山西省境内天然气市场90%以上的份额。

表3 公司天然气采购及销售情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
销售总量（亿立方米）	31.46	38.10	48.22	14.01
采购均价（元/立方米）	1.74	1.61	1.57	1.96
销售均价（元/立方米）	2.27	2.03	1.99	2.33
天然气板块销售收入（亿元）	73.33	80.74	99.37	33.09
协议接驳用户数（户）	4184996	5784758	6211446	6212447
其中：住宅用户（户）	4175575	5753000	6197901	6198894
工商业用户（户）	9421	11388	13635	13635
燃气管道长度（公里）	6100	12100	13508.10	13508.10
供气能力（立方米/日）	6000	6300	6548.39	6567.69
CNG/LNG加注站（个）	131	163	265	265

资料来源：公司提供

总体看，公司天然气板块仍为公司主要的收入及利润来源，跟踪期内进一步增长。

贸易

公司的贸易业务主要由山西省远东实业有限公司（以下简称“远东公司”）和山西省冶金物资总公司（以下简称“冶金公司”）开展。远东公司原经营焦炭、钢材、金属镁、石墨、型煤、腐植酸类等能源化工产品的销售业务。冶金公司主要经营钢材、焦炭、化工产品等的销售业务。

2017年公司贸易板块收入为6.26亿元，同比大幅下降，主要系山西省国资委改变考核标准，鼓励企业减少低毛利率的贸易业务。截至2017年底，远东公司总资产78510.88万元，负债75565.87万元，所有者权益2945.01万元，2017年实现销售收入5655.28万元，净利润为-1037.53万元。

总体来看，跟踪期内，公司继续压减贸易业务规模，公司贸易板块对公司的收入及利润贡献较小。

2．经营效率

从经营效率来看，2015~2017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大幅下降，2017年分别为8.24次、20.29次和0.38次。整体看来，公司资产经营效率一般。

3．在建项目

截至2018年3月底，公司在建项目计划总投资55.01亿元，截至2018年3月底已投入40.82亿元，总体来看，公司在建项目投资完成度较高，未来投资支出压力不大。

表4 公司主要在建工程情况（单位：万元）

投资项目名称	计划投资金额	2018年投资计划	审批手续	土地手续	环评手续
山西煤层气综合利用项目昔阳热电联产工程	81724.00	26269.00	晋发改外资发[2013]2309号	晋国土资涵[2017]500号	市环函【2017】209号
保德热电联产工程	81312.00	33382.51	晋发改外资函	晋国土资函〔2013〕	晋环函〔2013〕1658

			〔2013〕2309 号	606 号	号
祁县液化调峰储备集散中心项目	78600.00	37739.00	祁发改核字〔2016〕10 号	祁国土资预〔函〕〔2016〕5 号	市环函〔2016〕154 号
大同液化调峰储备集散中心项目	49000.00	--	同发改政务发〔2016〕124 号	同国土资申函〔2016〕46 号	同环涵(服务)〔2016〕73 号
临汾液化调峰储备集散中心项目	46000.00	10300.00	洪发审〔2016〕69 号	晋 2016 洪洞县不动产权第 0000006 号	洪环审函〔2016〕85 号
国新液化	42227.07	4792.30	前期工作涵、选址意见书、核准、节能评价、土地证、环境评价、环评验收许可、消防验收、安全生产许可证等系列证件均已齐全		
襄垣液化	40800.00	6887.28	前期工作涵、选址意见书、核准、节能评价、土地预审、环境评价手续均已齐全		
阳曲液化工厂	40343.04	1621.95	并发改审批发【2014】106 号	部分土地已办理土地证	晋环函【2014】749 号
蒲县-河津输气管道工程项目	40080.00	560.44	晋发改地区发[2013]2137 号	晋国土资函[2013]983 号	晋环函[2013]1202 号
山西国新晋药中药饮片生产基地建设项目	50000.00	6000.00	晋发改备案[2016]157 号	--	--
合计	**550086.11**	**127552.48**	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司将在“十三五”期间坚定不移地走高碳能源低碳化利用的发展道路，大力实施天然气、煤层气、焦炉煤气、氢气“四气合一”战略，加大燃气管网建设力度，全面推进以低碳为特征的新型产业发展，同时巩固发展煤炭运销产业，带动贸易产业，布局油页岩产业，坚持优势互补，共赢发展，全力推进项目合作，逐步增强企业的发展后劲，力争成为“气化山西”的主力军，山西省全面转型的先锋队，加快跨越的排头兵，环境生产力的先行者。

到“十三五”末，公司将以全面深化改革为主线，专注气化山西不动摇，实现区域化管理、规模化推进、社会化服务和效益化发展，落实混合燃气资源量 300 亿立方米，累计建成长输管线 8000 公里，城市管网 10000 公里，全省两级管网累计总里程 1.8 万公里，实现气化全省 1000 万户居民，气化人口率 68%，全省混合燃气年用气量 100 亿立方米，力争实现销售收入 700 亿元、利润 13.8 亿元。

针对燃气管网建设及综合开发利用主导产业，国新能源的指导思想是：多种气源互补、管网纵横贯通、集中科学管理、全面加快推进。公司在“十二五”期间将重点围绕“四气合一”发展战略，在气源多源、管网建设、市场开发上狠下功夫，为燃气产业的可持续发展奠定基础。按照“加快管网投资，集中下游开发，加大低碳研发，实现战略合围”的发展思路，在保证气源多源、管网互通、战略互供、集中管理、全面推进的前提下，真正形成“一体两翼”即以省天然气公司为主体，压缩气公司和煤层气公司为两翼的产业格局。以省天然气公司为主体负责省级燃气管线的大建设、大调控、大安全；煤层气公司负责煤层气进入管网的大贯通和瓦斯气的提纯液化；压缩气公司在全省运煤通道的压缩天然气加气站全覆盖，实现气化山西的战略大合围。

九、重大事项

2017 年 8 月 18 日，根据《山西省人民政府关于同意成立山西省国投的批复》（晋政函〔2017〕80 号）、山西省国资委《关于将持有的省属 22 户企业国有股权全部注入山西省国投的通知》（晋国资发〔2017〕35 号），山西省国有资产监督管理委员会于将持有公司 100%股权划转至山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），并在山西省工商局完成了工商变更登记。山西国投系山西省政府出资设立的省属国有企业，注册资本 500 亿元。山西国投系山西省国有资产监督管理委员会下属全资企业，公司实际控制人未发生变更。

十、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

2017 年公司合并范围新增子公司 14 家，减少子公司 8 家。其中公司将原公司山西燃气产业集团有限公司（以下简称“燃产集团”）委托太原燃气进行经营管理，由太原燃气代理行使股东职权，对燃产集团实施整体托管经营，公司当期未将燃产集团纳入合并范围，合并范围变化对部分财务科目影响较大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 391.83 亿元，所有者权益合计 52.62 亿元（其中少数股东权益 35.24 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 149.00 亿元，利润总额-3.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 407.17 亿元，所有者权益合计 53.68 亿元（其中少数股东权益 36.93 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.04 亿元，利润总额-1.08 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 391.83 亿元，同比增长 1.20%。从资产构成看，流动资产占比 30.40%，非流动资产占比 69.60%，资产结构保持稳定。

截至 2017 年底，公司流动资产为 119.11 亿元，同比下降 2.11%，主要由货币资金（占比 41.16%）、应收账款（占比 12.97%）、预付款项（占比 14.22%）、其他应收款（占比 17.66%）和存货（占比 5.65%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 49.02 亿元，同比下降 3.28%，其中，受限资金 5.30 亿元，系主要系银行汇票保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 15.45 亿元，同比下降 13.61%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 15.84 亿元，其中，1 年以内的占比 70.40%，1~2 年的占比 5.43%，2~3 年的占比 7.40%，3~4 年的占比 9.58%、4~5 年的占比 2.80%、5 年以上的占 4.39%，公司应收账款账龄结构适中。公司应收账款共计提坏账准备 0.71 亿元。

截至 2017 年底，公司预付款项为 16.93 亿元，同比下降 16.83%。按照账龄列示，公司预付账款中 1 年以内的占 59.24%，1~2 年的占 12.54%，2~3 年的占 7.21%，3 年以上的占 21.01%。公司按欠款方归集的期末余额前五名的预付款项合计 3.22 亿元，占预付款项合计的 19.04%。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 21.03 亿元，同比下降 6.38%，其他应收款账面余额为 22.13 亿元，坏账准备 1.09 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 18.65 亿元，其中 1 年以内（含 1 年）的占 23.88%、1~2 年的占 8.61%、2~3 年的占 15.03%、3~4 年的占 44.34%、4~5 年的占 0.78%、5 年以上的占 7.36%，其他应收款账期偏长。按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款账面余额 9.78 亿元，占其他应收款合计的比例为 43.28%。

表 5　2017 年底其他应收款前五名预付款项情况

（单位：万元）

债务人	账面余额	占比
山西介休义堂瑞东煤业有限公司	28730.76	12.71
铜川市耀州区照金矿业有限公司	25247.25	11.42
山西昆泰能源有限公司	25812.63	11.17
山西普大煤业集团有限公司	9963.70	4.41
山西山阴芍药花煤业有限公司	8074.56	3.57
合计	**97828.90**	**43.28**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司存货为 6.72 亿元，同比增长 21.42%，增长主要来自原材料和库存商品（产成品）。公司存货中原材料 1.35 亿元、库存商品（产成品）4.11 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 8.56

亿元，同比大幅增长 161.98%，主要为增值税留抵税额增长所致，公司其他流动资产中，增值税留抵税额 4.73 亿元、待认证进项税额 0.09 亿元、预缴所得税 0.02 亿元、预缴其他税费 69.24 万元。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 272.72 亿元，同比增长 2.72%。从构成上来看，公司非流动资产主要由固定资产（占 44.34%）和在建工程（占 37.60%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 3.12 亿元，同比下降 21.02%，账面余额为 4.32 亿元，共计提减值准备 1.20 亿元，全部为可供出售权益工具。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 7.65 亿元，同比增长 23.59%，主要系对合营企业投资增加所致，期末公司对合营企业投资为 3.24 亿元，对联营企业投资 4.41 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产为 120.92 亿元，同比下降 18.30%，主要系当期公司将燃产集团委托给太原燃气经营而未将其纳入合并范围所致。从构成上来看，固定资产账面价值中，房屋建筑物占比为 18.01%，机械设备占比为 16.70%，输气管线占比为 60.18%。公司固定资产累计折旧 23.93 亿元，共计提减值准备 116.58 万元。

截至 2017 年底，公司在建工程为 102.55 亿元，同比增长 36.58%，主要系公司在建工程不断投入所致，其中当年投入规模较大的项目包括祁县液化调峰储备集散中心项目、保德热电联产项目、端氏-长子项目及其他在建工程等。

截至 2017 年底，公司无形资产 8.71 亿元，同比增长 32.12%，主要来自土地使用权的增长，公司无形资产中，土地使用权 8.10 亿元、软件 0.54 亿元、专利权 516.60 万元、特许权 120.56 万元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 407.17 亿元，较 2017 年底增长 3.92%，其中，流动资产占比 31.10%，非流动资产占比 68.90%。2018 年 3 月底，公司预付款项 21.67 亿元，同比增长 27.94%，主要来自预付预付的气款、工程款、设备款；公司其他应收款 30.22 亿元，同比增长 43.69%；公司其他流动资产 2.78 亿元，同比下降 67.48%。

总体看，跟踪期内，公司资产构成整体变化不大，以非流动资产为主，公司其他应收款账龄偏长，对资金形成占用，公司资产流动性一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 52.62 亿元，同比下降 2.54%。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 17.37 亿元，其中实收资本占 37.17%、资本公积占 56.19%、未分配利润占 6.01%，未分配利润由 2016 年底的 4.67 亿元下降至 1.04 亿元。2015 年 8 月，山西省财政厅以资本金的形式向公司拨入 4.40 亿元，计入资本公积科目，随后按照公司法和省国资委国资监管的相关要求，公司在履行完公司增加资本金的相关审批手续后，并在工商局完成了增加注册资本的变更事项，于 2016 年将计入资本公积的政府拨入的款项转入实收资本。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 53.68 亿元，较 2017 年底增长 2.02%，所有者权益构成变化不大，未分配利润由 2017 年底的 1.04 亿元下降至 0.21 亿元。

跟踪期内，公司所有者权益构成变化不大，但少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 339.21 亿元，同比增长 1.81%。其中，流动负债占比 47.58%，非流动负债占比 52.42%。

截至 2017 年底，公司流动负债为 161.38 亿元，同比下降 3.87%，主要由短期借款（占 26.38%）、应付账款（占 6.88%）、预收款项

（8.71%）、其他应付款（14.57%）和一年内到期的非流动负债（27.96%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 42.57 亿元，同比下降 19.52%，主要系信用借款下降所致，公司信用借款 25.33 亿元、16.89 亿元；公司应付票据 7.17 亿元，同比增长 26.71%；公司应付账款为 11.10 亿元，同比下降 2.69%，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的为 6.84 亿元，1~2 年（含 2 年）的为 1.22 元、2~3 年（含 3 年）的为 1.08 亿元、3 年以上的为 1.96 亿元；公司预收款项为 14.05 亿元，同比增长 4.61%，公司 1 年以内（含 1 年）的预收款项 11.04 亿元，1 年以上的为 3.02 亿元，公司账龄超过 1 年的重要预收账款 1.00 亿元；公司其他应付款 23.51 亿元，同比下降 11.03%，主要系工程及设备款下降所致；公司一年内到期的非流动负债 45.13 亿元，同比下降 16.13%，主要系一年内到期的长期借款一年内到期的应付债券下降所致；公司其他流动负债为 13.07 亿元，同比大幅增长 13.01 亿元，主要系公司发行短期融资券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 177.83 亿元，同比增长 7.54%，主要来自于长期借款和应付债券的增长。从构成上来看，长期借款占比为 65.08%、应付债券占比为 29.62%、长期应付款占比为 3.50%。

截至 2017 年底，公司长期借款为 115.73 亿元，同比增长 25.97%，其中质押借款 20.50 亿元、抵押借款 4.15 亿元、保证借款 25.67 亿元、信用借款 65.41 亿元；公司应付债券为 52.67 亿元，同比增长 18.19%，当期期末公司应付债券主要为山西省政府债券、公司发行中期票据及子公司山西天然气有限公司发行的公司债券；公司长期应付款 6.22 亿元，同比下降 76.48%，主要系融资租赁款偿付所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 283.01 亿元，同比增长 1.57%，其中，短期债务占比 38.30%，长期债务占比 61.70%。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率为 86.57%，同比上升 0.51 个百分点；全部债务资本化比率为 84.32%，同比上升 0.55 个百分点；长期债务资本化比率为 76.84%，同比上升 1.73 个百分点，公司债务指标偏高。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 353.50 亿元，较 2017 年底增长 4.21%。同期，公司全部债务 301.42 亿元，其中，短期债务占比 30.40%，长期债务占比 69.60%；资产负债率和全部债务资本化比率较 2017 年底变化不大，分别为 86.82%和 84.88%，公司长期债务资本化比率较 2017 年底增长 2.79 个百分点至 79.63%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模进一步增长，公司整体债务负担较重。

3. 盈利能力

受山西省煤炭运销体制改革，取消行政性收费影响，公司近三年营业收入大幅下降，公司营业收入由 2015 年的 291.70 亿元下降至 2017 年的 149.00 亿元；营业成本方面，2017 年，公司营业成本 124.37 亿元，同比下降 5.36%，高于营业收入下降速度。煤炭运销板块收入自 2016 年大幅削减后，公司营业利润率实现大幅增长，2015~2017 年分别为 7.32%、13.84%、16.21%，公司毛利润分别为 21.66 亿元、21.65 亿元和 24.62 亿元。

从期间费用看，2017 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比重为 21.04%，同比增长 6.20 个百分点。公司销售费用、管理费用及财务费用均逐年大幅增长，近三年年均复合增长率分别达 26.51%、34.44 和 43.37%，2017 年，公司销售费用、管理费用及财务费用分别为 12.25 亿元、10.04 亿元和 9.06 亿元，公司销售费用和管理费用大幅增长，一方面是因为公司分三年接收原晋能集团煤站分流员工 10000 名，导致职工薪酬支出大幅增长，另一方面主要系公司输气管网在建工程于 2016 年大规模转固，导致折旧费支出大幅增长；公司近三年来有息债务规模大幅增长，导致公司财务费用增长过快。近年来，公司期间费用对毛利润形成了较大的侵蚀。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司营业外收入分别为 1.49 亿元、4.33 亿元和 0.24 亿元，主要为公司因接收晋能集团煤站分流员工而获得的政府补助。2017 年，公司实现其他收益 4.18 亿元，其中包括 2.93 亿元接收晋能集团分流员工获得的补助、1.00 亿元气源补贴。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 5.76 亿元、1.44 亿元和-3.83 亿元。从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率为 1.04%，同比下降了 1.09 个百分点；公司净资产收益率为-9.47%，同比下降了 9.52 个百分点，主要系期间费用增长过快，对公司利润侵蚀较大。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.04 亿元，为 2017 年全年的 28.89%；营业利润率为 12.99%，较 2017 年全年水平下降了 3.22 个百分点；利润总额为-1.08 亿元。

总体看，跟踪期内，公司期间费用规模继续增长，对公司利润侵蚀严重，导致公司利润总额呈亏损状态。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 165.83 亿元，同比增长 22.43%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 156.03 亿元，同比增长 23.56%。2017 年，公司经营活动现金流出 154.83 亿元，同比增长 14.81%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 126.31 亿元，同比增长 14.74%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.01 亿元。从收入实现质量看，2017 年，公司现金收入比为 104.72%，较 2016 年增加了了 22.22 个百分点，公司收入实现质量同比大幅提高。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 5.30 亿元，同比大幅增长 63.34%，其中，收回投资收到的现金 4.27 亿元，同比大幅增长 3.46 亿元，主要为收回的购买短期理财产品的资金。2017 年，公司投资活动现金流出 48.12 亿元，同比增长了 13.46%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 35.89 亿元，同比增长 1.80%，投资支付的现金 5.03 亿元，同比增长 3.42 亿元，主要为购买短期理财产品的资金。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-42.82 亿元。2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为-31.82 亿元，公司具有一定的对外融资需求。

筹资活动方面，现金流主要是取得借款收到现金和偿还债务支付的现金。2017 年，公司取得借款收到的现金 170.44 亿元，偿还债务支付的现金 142.99 亿元，筹资活动现金流量净额为 27.45 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 2.49 亿元，其中，经营活动现金流入 60.01 亿元，经营活动现金流出 57.51 亿元；投资活动现金流量净额-8.91 亿元；筹资活动现金流量净额 6.38 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力较好，收现质量大幅提高，但经营活动现金流仍无法满足投资支出，存在一定的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率为 73.80%，同比增长 1.30 个百分点；速动比率为 69.64%，同比增长 0.44 个百分点；经营现金流动负债比为 6.82%，同比大幅增长 6.46 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 89.68%和 84.36%，分别较 2017 年底上升 15.88 个和 14.72 个百分点。总体看，跟踪期内公司短期偿债指标均有所好转，但仍有待进一步提高。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.54 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.01 倍，EBITDA 对利息保障能力弱；全部债务/EBITDA 倍数为 22.57 倍，EBITDA 对全部债务保障能力弱。总体看，公司长期偿债能力指标偏弱。

截至 2017 年底，公司对外担保合计 18.82 亿元，占截至 2017 年底公司净资产的 35.77%，

其中对燃产集团担保 15.15 亿元，截至 2017 年底，燃产集团资产总额为 57.99 亿元，所有者权益合计-1.20 亿元，主要系未分配利润较低，为-6.98 亿元，2017 年，燃产集团实现营业收入 29.62 亿元，净利润 581.38 万元，归属于母公司所有者的净利润-0.23 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 304.08 亿元，其中未使用授信额度 82.21 亿元。公司子公司山西省国新能源股份有限公司为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公开市场信息，公司过往公开市场债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司在山西燃气开发利用市场占据主导地位。整体业务具备很强的竞争实力，经营风险较小。虽然公司债务负担重，负债水平高，未来具有一定的融资需求，但考虑到山西省政府对天燃气开发利用政策支持力度强，公司燃气业务在山西省具有垄断性，且经营规模快速增长，未来天然气板块收入有望持续增长，有助于公司经营及财务状况的稳定。综合评估，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期债券偿还能力

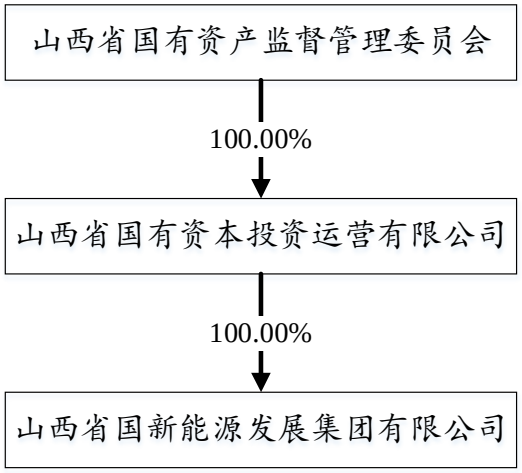
公司发行的“15 晋国新 MTN001”存续余额 3.4 亿元，到期日为 2018 年 7 月 28 日。2015～2017 年，公司 EBITDA 分别为 14.44 亿元、14.12 亿元和 12.54 亿元，分别为“15 晋国新 MTN001”存续余额的 4.25 倍、4.15 倍和 3.69 倍，EBITDA 对应付债券的保障程度较高。2015～2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 199.43 亿元、135.45 亿元和 165.83 亿元，分别为“15 晋国新 MTN001”存续余额的 58.66 倍、39.84 倍和 48.77 倍，公司经营活动现金流入量对应付债券的保障能力很强；2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 3.38 亿元、0.60 亿元和 11.01 亿元，分别为存续债券余额的 0.99 倍、0.18 倍和 3.24 倍。考虑到，“15 晋国新 MTN001”将于近期兑付，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产合计 45.99 亿元，为“15 晋国新 MTN001”存续余额的 13.53 倍

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流对“15 晋国新 MTN001”存续余额保障程度高。

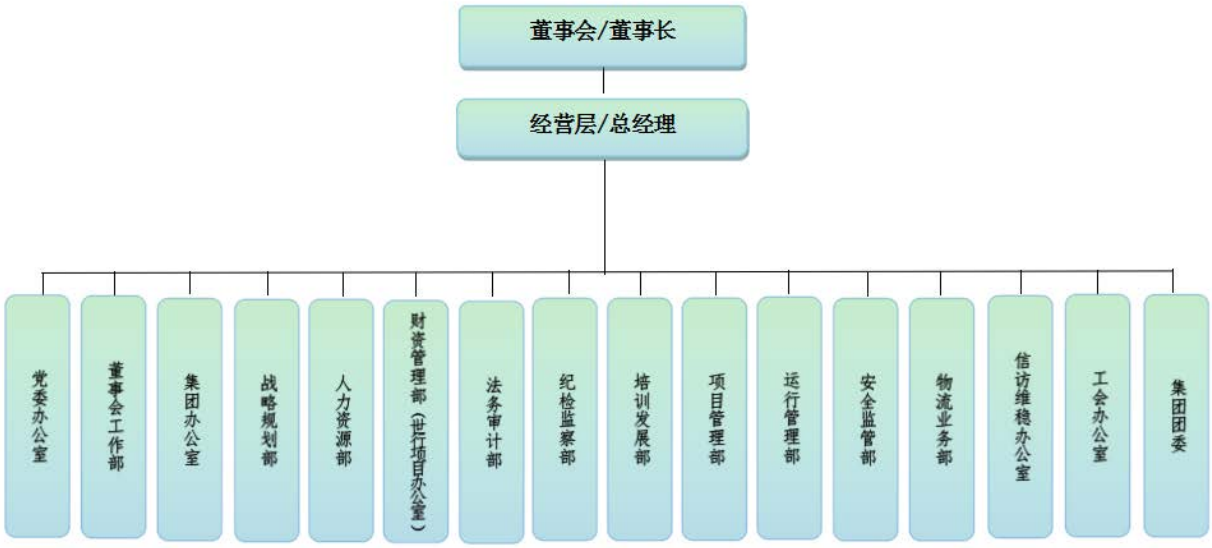
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“15 晋国新 MTN001”的信用等级为 AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



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)	46.06	52.14	50.39	45.99
资产总额(亿元)	327.59	387.17	391.83	407.17
所有者权益(亿元)	55.27	53.99	52.62	53.68
短期债务(亿元)	72.21	115.75	108.39	91.63
长期债务(亿元)	144.92	162.89	174.62	209.79
全部债务(亿元)	217.13	278.63	283.01	301.42
营业收入(亿元)	291.70	153.07	149.00	43.04
利润总额(亿元)	5.76	1.44	-3.83	-1.08
EBITDA(亿元)	14.44	14.12	12.54	--
经营性净现金流(亿元)	3.38	0.60	11.01	2.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.57	8.54	8.24	--
存货周转次数(次)	63.61	26.33	20.29	--
总资产周转次数(次)	1.02	0.43	0.38	--
现金收入比(%)	65.04	82.50	104.72	114.84
营业利润率(%)	7.32	13.84	16.21	12.99
总资本收益率(%)	3.20	2.13	1.04	--
净资产收益率(%)	6.68	0.05	-9.47	--
长期债务资本化比率(%)	72.39	75.11	76.84	79.63
全部债务资本化比率(%)	79.71	83.77	84.32	84.88
资产负债率(%)	83.13	86.06	86.57	86.82
流动比率(%)	85.21	72.50	73.80	89.68
速动比率(%)	81.57	69.20	69.64	84.36
经营现金流动负债比(%)	2.77	0.36	6.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.80	1.29	1.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.04	19.73	22.57	--

注：1. 公司其他应付款中的借款计入短期债务；
2. 公司长期应付款中融资租赁款和信托融资款已计入长期债务；
3. 2018 年一季度财务数据未经审计。

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	
主营业务收入年复合增长率	
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
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。