

信用等级公告

联合[2017] 177 号

联合资信评估有限公司通过对晋能集团有限公司及其拟发行的
2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

晋能集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

晋能集团有限公司
2017 年度第一期中期票据信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年二月二十三日



晋能集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2017 年 2 月 23 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产 (亿元)	263.93	216.35	206.69	205.13
资产总额(亿元)	1835.09	2246.60	2338.76	2400.50
所有者权益(亿元)	492.72	519.15	530.19	544.46
短期债务 (亿元)	141.82	412.16	461.29	330.14
长期债务(亿元)	948.00	884.47	905.96	1023.37
全部债务(亿元)	1089.82	1296.64	1367.26	1353.51
营业收入(亿元)	2280.18	1929.63	770.26	413.16
利润总额(亿元)	22.76	6.61	2.31	1.09
EBITDA(亿元)	92.28	87.58	96.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.64	88.96	26.10	9.28
营业利润率(%)	6.64	6.53	10.53	13.38
净资产收益率(%)	1.41	0.09	-1.31	--
资产负债率(%)	73.15	76.89	77.33	77.32
全部债务资本化比率(%)	68.87	71.41	72.06	71.31
流动比率(%)	183.26	92.79	84.14	94.91
全部债务/EBITDA(倍)	11.81	14.80	14.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.27	1.27	--

注: 1、2016 年三季度财务数据未经审计; 2、长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务; 3、2015 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 24.75 亿元, 2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中票共计 39.58 亿元。

分析师

张 钰 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

晋能集团有限公司(以下简称“公司”或“晋能集团”)由山西煤炭运销集团有限公司和山西国际电力集团有限公司合并式重组成立,是山西省煤炭资源整合主体、全国特大型煤炭运销企业之一及山西省人民政府直属的国有独资电力产业集团。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政策支持、运销体系等方面的综合优势。联合资信同时关注到煤炭行业景气度持续下行、山西省煤炭公路销售体制改革对公司煤炭贸易物流业务影响大、投资收益和营业外收入等非经常性损益对利润水平影响大,公司资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素对其信用基本面的负面影响。

未来,随着自有煤炭产能释放和发电领域项目的建成投产,公司综合竞争力有望提升,进而巩固其行业地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司于 2016 年 6 月 7 日发布公告称,山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司,设立山西晋能国际能源集团有限公司,重组进度和成效有待进一步观察。

基于对公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司近年煤炭产能快速提升,随着整合矿井产能逐步释放,公司自产煤炭业务实现快速发展。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省,运销能力突出,积累了丰富的上下游客户资源。

3. 公司在建火电装机规模大，同时积极发展风电、光伏发电等新能源项目，有利于在未来区域电力市场竞争中获取有利地位。
4. 通过资产重组，公司煤电联营产业链初步成型，有助于提升整体抗风险能力。
5. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 煤炭行业景气度趋势性下行，对公司煤炭业务形成较大经营压力，2013年以来煤炭业务收入和利润规模逐年下降。
2. 山西省2014年推进煤炭公路销售体制改革，对公司煤炭贸易物流业务形成一定负面影响。
3. 公司煤炭资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，存在一定安全及管理压力。
4. 投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润水平影响大。
5. 公司未来投资规模较大，债务规模快速增长，债务负担重。
6. 公司于2016年6月7日发布公告称，山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司，设立山西晋能国际能源集团有限公司。联合资信将对重组事项的后续发展保持关注，并及时揭示上述事项对晋能集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评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。

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、晋能集团有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

晋能集团有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

晋能集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在原山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”）与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电集团”）的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 360.00 亿元。山西省国有资产监督管理委员会（下称“山西省国资委”）持有公司 64.06% 股权，为公司第一大股东和实际控制人。¹

公司经营范围：投资煤炭企业；煤焦科技开发、技术转让；自有房屋租赁；能源领域投资；提供煤炭信息咨询服务；煤层气投资；发电、输变电工程的技术咨询；建筑材料、金属材料（除贵稀金属）、电力设备及相关产品的采购和销售。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2338.76 亿元，所有者权益 530.19 亿元（其中少数股东权益 130.34 亿元）；2015 年公司实现营业收入 770.26 亿元，利润总额 2.31 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 2400.50 亿元，所有者权益 544.46 亿元（其中少数股东权益 129.76 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 413.16 亿元，利润总额 1.09 亿元。

公司注册地址：太原市迎泽区开化寺街 86

号五层；法定代表人：王启瑞。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2017 年注册总额为 20 亿元的中期票据，2017 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度 20 亿元，期限 3 年。

本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和

¹ 根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于山西省国资委对晋能集团有限公司进行单方增资的通知》（晋国资委改革函[2015] 89 号），省财政厅拨付 17 亿元对晋能集团进行单方增资，截至 2015 年 3 月底，晋能集团收到财政厅支付共计 17 亿元。2015 年 8 月，随燃气板块划转拨付国新能源 4.4 亿元，公司注册资本相应减少 4.4 亿元，晋能集团注册资本金实际增加额为 12.6 亿元。截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着

房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

煤炭价格

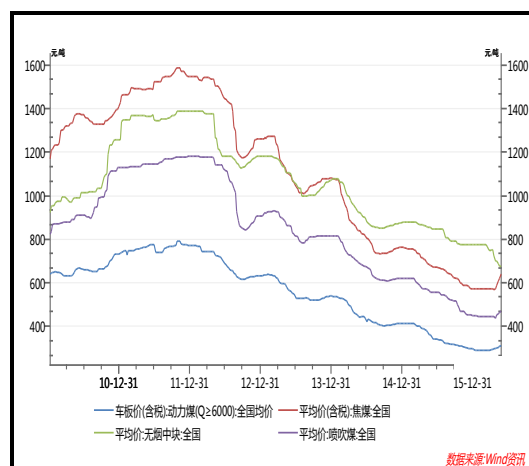
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危

机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



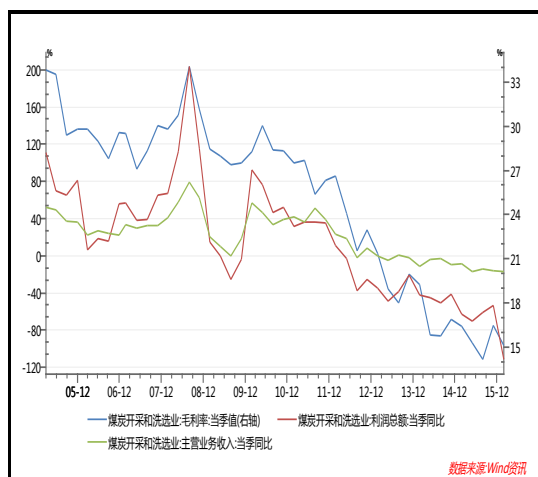
资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年和2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预

期，整合产能释放主要集中在2012~2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集

中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄

厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

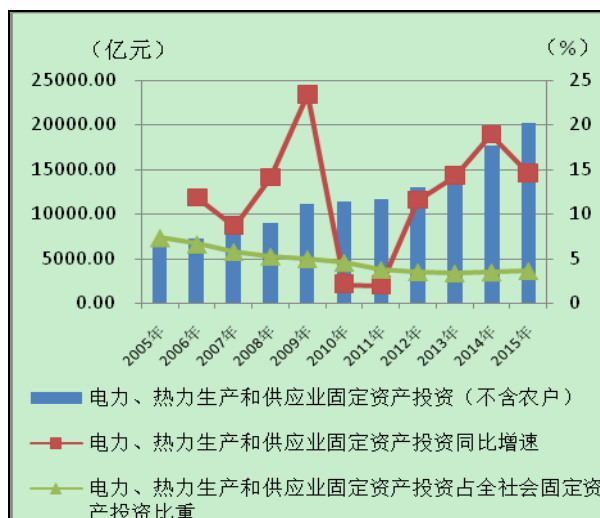
在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（二）电力行业

1. 发电行业运行概况

2005 年~2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 3 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

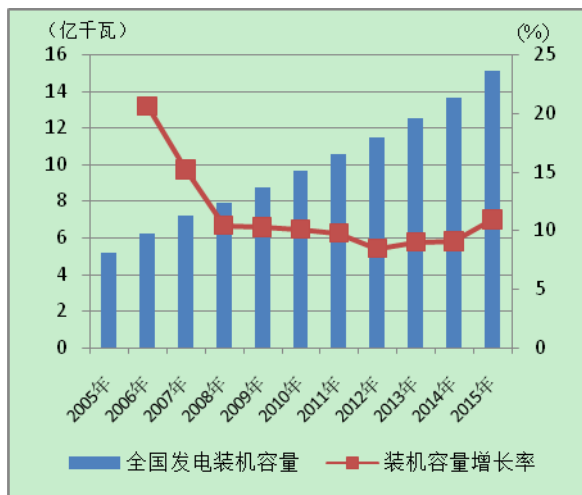
注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据 Wind 资讯数据，2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比上升 10.98%。其中，火电完成投资 1396 亿元，同比上升 21.96%，所占比重为 34.13%；水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%；风电完成投资 1158 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%；核电完成投资 560 亿元，同比上升 5.15%，所占比重为 13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 61.14%，与上年相比有所下降。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8% 以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千

瓦，同比增长73.7%。清洁能源装机占比达到了34.35%，且增幅较快。

图4 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

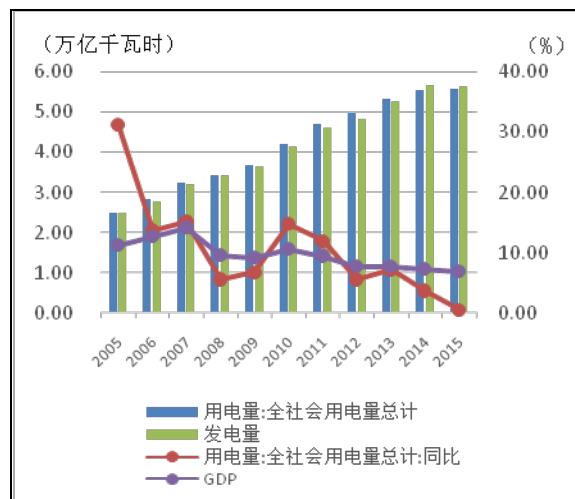
2015年，全国全口径发电量56184亿千瓦时，比上年增长1.31%。分类型看，火电发电量42102亿千瓦时，同比上升0.89%，占全国发电量的74.94%，比上年降低0.26个百分点；水电发电量9960亿千瓦时，同比下降6.58%，占全国发电量的17.73%，比上年下降1.47个百分点。

2015年，受电力消费增速放缓影响，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3969小时，同比降低349小时。其中，火电设备平均利用小时4329小时，同比降低410小时；水电设备平均利用小时3621小时，同比减少48小时；核电7350小时，同比降低437小时；风电1728小时，同比降低172小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低于预期，全社会用电量55500亿千瓦时，同比增长0.5%，增速比上年回落3.3个百分点，增速为1974年以来年度最低水平。

从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为2.5%、7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降1.4%，是40年来首次负增长。

图5 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发

电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极开展扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起

煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价继续下跌，2014年12月环渤海动力煤价下降至约525元/吨，较2013年底下降约17%。进入2015年，该指数继续下跌，截至2015年12月底下跌至约370元/吨，较2014年底跌幅约达30%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。

《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省(区)降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱

硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划

的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实

力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立，重组后山西省国资委占 64.06% 股权²，为公司第一大股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立。煤销集团为中国最大的煤炭运销企业，山西国电集团为山西省政府直属的国有独资电力产业集团，公司整合两家企业，业务规模大，竞争优势明显。

在煤炭生产和运销方面，公司拥有近 3 亿吨/年煤炭储装运、销售能力，煤炭年生产能力 1.39 亿吨，为中国最大的煤炭运销企业，通过建立储煤场、煤炭发运站，将煤炭收购及销售发运网络覆盖山西全省。公司拥有 144 个铁路煤炭发运站（其中大列发运站 22 个），储配煤厂 82 个。公司目前已经形成覆盖全国 26 个主要省市的煤炭销售网络；铁路运销方面，拥有 31 条铁路专用线、135 个铁路发运站，总发运能力超过 2 亿吨/年。公司是山西省煤炭资源整合的主要主体之一，通过山西煤销集团兼并重组拥有矿井 448 座，占地方被整合矿井总数的 15%；经省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室批复整合后拥有矿井共 165 座，占整合后山西省内七大整合主体矿井总数的约 30%。

在发电、输配电及新能源板块建设方面，公司通过山西国电集团获得运营的控股和参股电厂权益装机容量 1162.50 万千瓦（包括已投产和在建装机）。截至 2016 年 9 月底，公司已投产可控装机容量 489.99 万千瓦，在建可控装机容量 375.90 万千瓦，公司参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）1162.50 万千瓦（见

表 1）。公司水电和风电等新能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。公司通过山西国电集团对山西省内 12 家县级电业局兼并重组，拥有了配电资产，并经营配电业务。截至 2016 年 9 月底，公司拥有 220KV 变电站 7 座，容量 2135MVA，220KV 线路 248KM；110KV 变电站 45 座，容量 3552MVA，110KV 线路 1429KM；35KV 变电站 66 座，容量 813.02MVA，35KV 线路 1485KM。

表1 截至2016年9月底公司控股和参股电厂情况
(单位：%、万千瓦)

运营状态	企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
控股 已投产 电厂	山西阳光发电有限责任公司	100.00	128.00	火力
	山西耀光煤电有限责任公司	100.00	40.00	火力
	晋能长治热电有限公司	80.00	52.80	火力
	山西国峰煤电有限公司	80.00	48.00	火电
	山西国金电力有限公司	51.00	17.85	火电
	山西国锦煤电有限公司	51.00	30.60	火电
	山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	水电
	晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100.00	86.40	燃气发电
	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100.00	48.35	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100.00	25.08	太阳能
控股 在建 电厂	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100.00	85.95	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100.00	33.00	太阳能
	山西国金电力有限公司	51.00	17.85	火力
	晋能保德煤电有限公司	100.00	132.00	火力
	晋能大土河热电有限公司	51.00	35.70	火力
	晋能孝义煤电有限公司	51.00	35.70	火力

²公司 2015 年审计报告中披露，截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

	晋能鑫磊煤电有限公司	51.00	35.70	火力
参股电厂	国电太一发电有限责任公司	45.00	28.13	火力
	浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	32.25	火力
	浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	18.00	火力
	华能左权煤电有限责任公司	20.00	24.00	火力
	北京京能热电股份有限公司	9.20	102.00	火力
	山西鲁能河曲发电有限公司	10.00	12.00	火力
	山西鲁能河曲能源有限公司	10.00	12.00	火力
	国电榆次热电有限公司	49.00	32.34	水电
	大同煤矿集团同华发电有限公司	5.00	6.00	火力
	山西鲁能王曲发电有限责任公司	5.00	6.00	火力
	华能左权煤电有限公司	20.00	24.00	火力
	合计	-	1162.50	-

资料来源：公司提供

总体看，重组完成后，公司同时具备煤炭生产和运销及电力行业的双重优势，内部产业链衔接较为完善，未来在煤炭和电力方面的业务整合有望提升公司综合竞争力，为公司可持续发展提供了可靠的保障。

3. 人员素质

根据《公司法》和《公司章程》的有关规定，公司应有董事 13 人，实存 12 人，缺位 1 人，应有监事 11 人（其中职工监事 2 人，省国资委派 5 名，大同市国资委、太原市国资委、临汾市国资委、吕梁市国资委各派 1 名监事），实存 9 人，缺位 2 人，应有高级经理层 15 人，实存 14 人，缺位 1 人。

据山西省纪委监委网站 2015 年 5 月 26 日消息，经山西省委批准，山西省纪委对晋能集团有限公司原董事长、党委书记刘建中严重违纪问题进行立案审查。依据《中国共产党纪律处分条例》、参照《行政机关公务员处分条例》的有关规定，经山西省纪委常委会议研究

并报省委批准，决定给予刘建中开除党籍处分；经山西省监察厅报请山西省政府批准，决定给予刘建中开除公职处分。2015 年 7 月 21 日，晋能集团发布公告称，根据晋能集团 2015 年 7 月 20 日 2015 年第五次临时股东会会议作出决议：选举王启瑞、李国彪为董事。同日，晋能集团第一届董事会第二十次会议作出决议：选举王启瑞为董事长、李国彪为副董事长，聘任李国彪为总经理。截至本报告发布日，相关工商变更已经完成。

公司现任董事长王启瑞先生，男，现年 49 岁，党委书记、董事长，工学博士，教授级高级工程师。曾任准格尔煤炭工业公司黑岱沟露天煤矿总工程师、副矿长，神华胜利煤田筹备处处长，神华北电胜利能源有限公司总经理，神华准格尔能源有限责任公司总经理，神华准能资源综合开发公司总经理，神华准格尔能源集团公司总经理。

公司总会计师蔚振廷先生，男，现年 54 岁，研究生学历，高级会计师。曾任霍州煤电集团公司董事、总会计师、党委委员，汾西矿业集团公司董事、总会计师、党委委员，山西煤炭运销集团总会计师。

公司员工全部来自重组的煤销集团和山西国电集团。截至 2016 年 9 月底，公司拥有员工 98173 人。学历构成方面，专科及以上学历人员占 60.91%，专科以下学历占 39.09%；岗位构成方面，经营管理人员占 21.65%，专业技术人员占 11.67%，生产操作人员占 66.68%。

整体看，公司董事及高管大部分来自煤销集团和山西国电集团，在所属业务领域工作多年，行业经验丰富，管理水平较高，员工结构合理，能够基本满足公司运营的需要。

4. 政府支持

煤炭生产

中国政府治理小煤矿的政策有利于公司在山西省内煤炭资源的整合；山西省政府为加强省内煤炭资源的管理和煤炭资源税费的征

收，也出台了一系列文件。外部政策有助于公司在煤炭销售体系竞争力的加强和资源整合领域的快速扩张。

2009年4月15日，山西省人民政府《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》（晋政发[2009]10号）明确，大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。同时，允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。

煤炭运销

2014年11月26日，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》（晋政发[2014]37号）（以下简称“《公路体制改革通知》”）。为顺利完成山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，《公路体制改革通知》还规定相关支持政策，包括：（1）为晋能集团补充资本金，即利用煤炭资源价款省级留成、省属企业国有资本收益金等，适当补充晋能集团国有资本金；（2）适当给予资金支持，即在三年改革过渡期内安排适当资金，支持晋能集团内部改革重组，资金由企业统筹安排使用；（3）落实其他相关优惠政策，即山西省人力资源社会保障厅、省财政厅、省民政厅等相关部门加大对企业职工就业再就业等政策支持力度，指导帮助相关市、县落实好各项资金补贴、免费服务、社会救助等相关优惠政策。

2014年12月19日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团国有资本金的通知》（晋财企[2014]141号），由山西省财政预拨17亿元补充晋能集团资本金，此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。截至2015年3月底，公司收到财政厅支付共计17亿元；2015年8月，随燃气板块

划转拨付国新能源4.4亿元，公司注册资本相应减少4.4亿元，注册资本金实际增加额为12.6亿元。截至2016年9月底，公司注册资本金372.6亿元³。

2014年12月18日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团改革重组补助资金的通知》（晋财企[2014]142号），由山西省财政预拨18亿元补充晋能集团转岗职工第一年过渡期（2014年12月1日~2015年11月30日）补助，此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。资金使用采取按季度审批，按月拨付的方式。截至2015年底，晋能集团已收到全部18亿元补贴资金。

电力

电力产业是山西省人民政府确定的八大支柱产业之一，并且处于战略中心地位。山西国电集团代表省政府行使电力建设、电力资产管理的职能，肩负着建设山西新型能源基地的重任，从成立以来一直得到山西省政府的大力支持。

公司成立后，承接了煤销集团及山西国电集团享受的相关政策支持，是公司未来发展的重要支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《晋能集团有限公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会，聘任了经营管理层。

晋能集团是由山西省政府出资设立的国有独资公司，授权山西省人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责的有限责任公司。股东会由全体股东组成，股东会是公司的权利机构。

³ 根据晋能集团2015年12月2日发布的公告，为支持晋能集团转型发展，山西省人民政府向晋能集团新增注册资本金12.60亿元。

公司董事会是公司的决策机构，由 13 名董事组成。董事长、副董事长由山西省国资委委派，董事长负责召集股东会、董事会，代表公司签署文件。董事由山西省国资委委派 8 名，由晋城市国资委委派 1 名，由长治市国资委委派 1 名，由阳泉市国资委委派 1 名，由晋中市国资委委派 1 名，职工代表 1 名。董事会对股东会负责，负责履行召集股东会会议并执行股东会决议、制定公司的经营计划和投资方案等职责。

公司监事会由 11 名监事组成，由山西省国资委委派 5 名监事，由大同市国资委委派 1 名监事，由太原市国资委委派 1 名监事，由临汾市国资委委派 1 名监事，由吕梁市国资委委派 1 名监事，职工代表大会选举 2 名职工代表担任监事。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会负责履行检查公司的财务；对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职责。

2. 管理水平

公司重视内控制度的建设，建章建制，把内部控制全面、完善覆盖到企业经营管理活动各个领域。

预算管理制度方面，公司制定了《全面预算管理办法》，对集团本部和所属单位在筹资预算、投资预算、大额资金支付预算、成本预算、费用预算、财务预算、煤炭产销量预算、应收账款货款回收预算、库存煤管理预算和其他预算等十个方面进行了规范，并对预算编制程序、预算调整和预算分析考核提出了明确要求。

财务管理制度方面，公司制定了财务管理相关制度，包括会计基础工作、资产运营、成本控制、收入管理、基本建设财务、财务会计报告、重组清算等方面。其中，公司为加强资金集中管理，控制财务风险，充分发挥集团整

体优势，实现资金的优化配置，盘活集团内部沉淀资金，最大限度地提高资金的使用效率，规范和提升集团资金管理水平，结合集团实际，特制定了《资金管理办法》、《加强货币资金（有价证券）管理的补充规定》、《资金管理指导意见》、《企业借款管理办法》等相关制度文件。

融资管理制度方面，为规范集团公司融资行为，加强融资管理，降低资金成本，防范和控制财务风险，保证集团资金安全、合理、有效的使用，结合集团目前实际，公司相继制定了《筹资管理制度》、《内部贷款担保、委托贷款管理办法》等制度。各下属公司的对外融资必须经集团公司审批，报批的内容包括贷款的利率、期限、额度及担保方式等。所有下属公司一律不准为晋能集团管理范围外单位或个人提供担保。下属公司间资金拆借应报集团公司批准，统一委托相关金融机构发放。

担保管理制度方面，为规范集团的担保行为，控制公司资产运营风险，促进公司健康稳定地发展，公司制定了《担保管理制度》，从担保范围、被担保对象、担保原则、担保方式、担保办理程序、担保的期限、合同管理、后续管理等方面进行了详细规定，被担保人资格、资信状况、项目的真实性及可行性、反担保措施等内容，经董事会、股东会和山西省国资委审批同意后，方可签订担保合同。

关联交易制度方面，为了规范关联交易行为，公司制定了关联交易的相关规定，对关联交易所涵盖的事项、关联方的定义、公司与关联方发生关联交易应当遵循的原则、关联交易的定价原则、审批权限、合同执行、信息披露等事项作出了明确的规定。

对下属子公司管理方面，公司严格按照有关法律法规和相关规定对控股子公司进行管理。控股子公司根据《公司法》的要求建立公司治理结构，并结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。集团公司通过行使股东权利决定控股子公司的董事会及主要领导的任免和

重要决策，使得集团各项制度和决策能够有效、快速地在子公司贯彻执行。

公司成立后，正在对煤销集团和山西国电集团现有业务重新归类对接，并建立相应的组织体系和管理制度，以适应大集团化整合需要。目前相关管理制度已逐步建立，组织机构和业务条块重组正在有序推进，未来实际整合成效有待进一步观察。

七、重大事项

1. 燃气板块无偿划转事项

2015年7月3日，晋能集团发布公告称，2015年7月2日，晋能集团有限公司收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函[2015]383号），根据《通知》安排，拟将晋能集团有限公司和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给山西国新能源发展集团有限公司（下称“国新能源”）。

本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国电持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）66%的股权及山西煤销持有的山西压缩天然气有限公司（以下简称“山西天然气”）50%的股权及山西大元新能源有限公司（以下简称“山西大元新”）51%的股权，上述被划转三公司的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系。上述划转基准日拟定为2015年5月31日。

截至2015年5月31日，山西国电下属的山西燃气与山西煤销下属的山西天然气及山西大元新合计的合并资产总额分别为50.92亿元和23.71亿元，分别占山西国电和山西煤销合并资产总额的6.36%和1.56%；拟被划转公司的所有者权益分别占山西国电和山西煤销合并所有者权益的0.85%和1.90%；2015年1~5月，山西国电下属的山西燃气的合并营业收入

为6.80亿元，利润总额为-0.88亿元（未经审计）；2015年1~5月，山西煤销下属的山西天然气及山西大元新合计的合并营业收入为1.96亿元，净利润为-0.92亿元（未经审计）。

本次股权无偿划转的同时，国新能源一次性接受因山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，山西煤销公路煤炭管理站（含稽查电）和营业站撤销后所分流职工38505人中的10000名。山西省政府给予的财政补贴（包括资本金和人员工资保险补贴），按照10000:38505分配给国新能源和晋能集团。

2015年8月25日，山西国电发布公告称，已与国新能源正式签署《国有股权无偿划转协议》，将公司持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）65.79%股权无偿划转给国新能源；目前，山西燃气已办理完成工商变更登记，国新能源成为山西燃气控股股东。

2015年9月6日，煤销集团发布公告称，煤销集团持有的山西压缩天然气集团有限公司50%股权、山西煤炭运销集团大元新能源有限公司51%股权无偿划转至国新能源，目前已完成股权工商变更登记。

本次股权划转事项将使公司丧失对燃气板块的控制权，其不再并入公司合并范围。由于合并重组事项涉及的燃气板块资产、收入及利润规模占晋能集团整体比例较小，其划转事项对晋能集团综合偿债能力的影响小；同时，剥离融资需求较大的燃气产业板块业务，可减轻公司未来几年的融资压力；此外，公司剥离亏损及高负债板块，有利于集中资源发展煤炭生产和煤炭物流优势主业；随着此次股权无偿划转的推进，公司安置转岗分流人员，有利于维护职工稳定，降低人工成本。

总体看，随着燃气板块划转事项的推进，公司尚处于建设阶段的燃气产业板块将剥离，资产规模将略有下降，未来融资压力和债务负担将有所减轻。燃气板块划转事项对公司信用状况影响很小。

2. 金融类资产无偿划转事项

晋能集团于 2015 年 12 月 2 日发布公告，根据山西省人民政府办公厅《关于印发山西金融投资控股集团有限公司筹组方案的通知》（晋政办发[2015]114 号），为推进山西省地方金融企业管理体制机构改革、整合省内金融资源、健全地方金融企业法人治理结构、全面提升竞争力与服务实体经济的能力，山西省人民政府筹组成立省属金融投资控股集团有限公司，根据《通知》，晋能集团全资子公司山西国电集团持有的山西金融租赁有限公司（以下简称“山西金租”）全部股权将以直接协议无偿划转方式注入该公司。根据山西国电 2016 年 5 月 11 日发布的《关于持有山西金融租赁有限公司全部股权无偿划转的进展公告》，本次划转采取无偿划转方式，以划转基准日 2015 年 12 月 31 日经审计的账面净资产划转。经山西正裕会计师事务所审计，截至 2015 年 12 月 31 日，山西金租净资产为 57202.47 万元，占晋能集团净资产比例为 0.24%。

2016 年 5 月 10 日，山西国电与山西金控签署了国有股权无偿划转协议。2016 年 6 月 30 日，晋能集团发布《晋能集团有限公司关于所属山西金融租赁有限公司全部股权无偿划转的进展公告》，山西金租已办理完成工商变更登记，不再纳入晋能集团合并财务报表范围。

3. 晋能集团资产重组事项

晋能集团于 2016 年 6 月 7 日发布公告，根据《山西省人民政府印发关于重组设立山西晋能国际能源集团有限公司方案的通知》（晋政函[2016]62 号）（以下简称“《重组通知》”），山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司，设立山西晋能国际能源集团有限公司。根据《重组通知》安排，本次重组设立的方式如下：

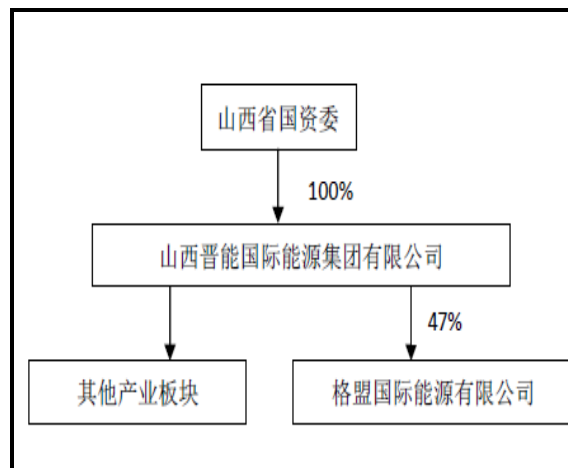
（1）山西省 11 个设区市国资委合计持有晋能集团有限公司 35.9439% 的国有股权，无偿

划转由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）持有，晋能集团变更为省国资委作为出资人的国有独资公司。2016 年 6 月 17 日，晋能集团发布《晋能集团有限公司关于股权变更事项的公告》，根据《山西省人民政府关于划转晋能集团有限公司股权的通知》（晋政函[2016]64 号），股权变更后，省国资委将持有晋能集团 100% 股权，相关产权变更、工商变更手续正在办理中。

（2）省国资委以持有晋能集团 100% 的股权、山西国际能源集团有限公司 100% 的股权出资，设立山西晋能国际能源集团有限公司。晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司全部资产、业务、人员合并重组，两户企业限期注销。鉴于本次整合重组的两户企业均为国有企业，本次整合重组可不进行资产评估，省国资委将持有晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司 100% 的股权价值以 2015 年 12 月 31 日经审计的账面值作为出资依据。

（3）山西晋能国际能源集团有限公司基本框架如下：

图6 山西晋能国际能源集团有限公司基本框架图



资料来源：公司提供

截至本报告出具日，相关各方就此次资产重组事宜，正在有序开展各项工作。联合资信将持续关注晋能集团资产重组事项的进展情况，并及时揭示上述事项对晋能集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司合并重组煤销集团和山西国电集团，业务类型主要为上述两家公司原有业务体系，公司成立后，对煤销集团及山西国电集团存续业务进行优化重组，形成煤炭产业、电力产业、贸易物流产业、燃气产业、新能源产业及多元业务产业六大业务板块。

受煤炭行业景气度下行和山西省煤炭公路体制改革影响，2013~2015 年公司主营业务收入年均复合下降 41.91%，2015 年实现主营业务收入 768.90 亿元，同比大幅下降 60.12%。

收入构成方面，贸易物流板块仍占主导地位，2015 年实现板块营业收入 396.06 亿元，同比大幅下降 68.54%，主要原因是公路体制改革后，公司贸易物流板块运输量大幅下降。同期，受煤炭行业景气度下行影响，公司自产原煤产销规模逐年下降，2015 年煤炭产业收入为 86.46 亿元。随着在建电力项目陆续建成投产，公司电力板块收入规模逐年增加，2015 年电力板块实现营业收入 86.17 亿元。公司燃气板块尚处于建设初期，2015 年实现收入 8.79 亿元。近年来，得益于新能源板块在役装机规模增长和上网率的提升，整体收入规模大幅增长，2015 年实现收入 20.10 亿元。公司多元板块包含焦炭经营、多元投资及各类生产辅助产业，2015 年多元板块实现营业收入 171.32 亿元，同比大幅下降 62.83%，主要是宏观经济增速放缓导致相关板块业务量下降所致。根据山西省

人民政府国有资产监督管理委员会晋国资发[2013]24 号《关于山西焦煤集团有限责任公司整合重组山西煤炭运销集团有限公司所属山西焦炭（集团）有限公司有关事宜的通知》，以 2013 年 5 月 31 日为划拨基准日将焦炭公司资产无偿划拨给山西焦煤集团；公司 2014 年后已无焦炭经营业务。

毛利率方面，公司贸易物流业务毛利率水平较低，但由于该板块收入占比较大，仍是公司利润的主要来源。2013~2015 年，受煤炭行业景气度下行影响，公司自产煤炭销售价格持续下滑，煤炭生产板块毛利率波动中有所下降。电力板块方面，受煤炭价格下行导致的发电业务盈利能力增强，以及配电板块因差价收窄压缩了盈利空间的综合影响，整体毛利率波动中有所提升。2013~2015 年，公司燃气板块毛利率波动下降；2015 年，受燃气板块在建项目投产导致折旧费增加影响，公司燃气板块毛利率大幅下降至 2.84%。同期，新能源板块得益于在役装机规模增长以及上网率的提升，整体毛利率呈增长趋势。多元板块整体盈利能力偏低但 2014 年以来呈增长趋势。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 413.15 亿元，较 2015 年同期下降 31.31%，主要是受煤炭行业景气度持续下行，公司贸易物流板块下游需求不足、煤炭生产板块产量有所控制所致；同期，公司整体毛利率较 2015 年有较大增长，主要是由于毛利率水平较高的电力和新能源板块占比增加所致。

表 2 公司分板块经营情况（单位：亿元、%）

板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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
煤炭生产	131.79	5.78	38.64	105.53	5.47	36.83	86.46	11.24	37.17	67.72	16.39	35.04
贸易物流	1486.90	65.25	5.95	1259.05	65.30	3.43	396.06	51.51	5.47	219.84	53.21	9.09
电力	69.01	3.03	17.87	77.78	4.03	20.20	86.17	11.21	17.33	64.96	15.72	13.30
燃气	17.18	0.75	11.06	22.90	1.19	12.93	8.79	1.14	2.84	0.00	0.00	0.00
新能源	0.61	0.03	-39.34	1.95	0.10	23.59	20.10	2.61	28.46	16.87	4.08	29.93
多元业务	573.20	25.15	1.15	460.87	23.90	7.05	171.32	22.28	9.72	43.76	10.59	10.42
合计	2278.69	100.00	7.02	1928.08	100.00	6.94	768.90	100.00	11.88	413.15	100.00	15.00

资料来源：公司提供

2. 贸易物流板块

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，为煤销集团核心业务。截至 2015 年底，物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，建设和运营 28 座煤炭超市、煤炭储配中心，总占地面积 6721 亩，吞吐规模达 7850 万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心 19 座，占地面积 2950 亩，吞吐规模达 4150 万吨，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求；省际间及省外消费地煤炭超市 9 座，占地面积 3771 亩，吞吐规模达 3700 万吨。公司依靠其市场垄断优势，在山西省内煤炭运销市场中居主导地位。

作为传统业务板块，贸易物流提供了公司近年来大部分收入和现金流。受煤炭行业景气度下行和 2014 年山西省煤炭公路体制改革影响，2015 年，公司贸易物流板块实现收入 396.06 亿元，同比大幅下降 68.54%。2016 年 1~9 月，受煤炭行业持续低迷影响，煤炭贸易物流业务实现收入 219.84 亿元，占该业务 2015 年全年收入的 55.51%。公路销售体制改革后，公司全年煤炭公路贸易量和贸易收入均大幅下滑，但由于公路煤炭贸易物流业务毛利率较低，公路销售体制改革对公司利润影响较小。

表 3 公司近年煤炭运销收入情况（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
公路	1294.04	1102.04	288.66	163.91
铁路	192.86	157.01	107.40	55.93
合计	1486.90	1259.05	396.06	219.84

资料来源：公司提供

公路物流

在公路煤炭贸易方面，根据山西省经济委员会《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》（晋经能源字[2008]314 号）的精神，在山西全省范围内除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销政策，统一

由煤销集团及所属市、县公司与省外用户和煤矿分别签订公路煤炭购销合同，凡未与山西煤销集团及所属市、县公司签订购销合同的煤炭，不得通过公路出省销售。根据上述文件精神，公司在山西全省公路设有 48 家出省管理站；省内各大用煤客户厂外设企业用煤管理站，公路运输煤炭没有公司的运票不得出省，省内不得入厂。除铁路运输以外，公司可以控制全省公路煤炭运输网络，其公路运输具备突出的规模优势。公司煤炭运输主要通过自有的 18 支车队和社会联营的 36 支车队共计 15000 余辆车实现。公路煤炭销售出省流向主要为河北（占 55%）、山东（占 25%）和河南（占 10%）等地。公路煤炭贸易是公司近年来收入的主要来源。

在省内，晋能集团经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过 1 亿吨，在省外，公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。经过 30 年的发展，公司贸易物流品牌已经形成，在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、资金筹集等方面有极大的优势，在通道占有、车辆整合、清洁能源通道建设等方面处于行业领先地位。

从公路物流上游客户来看，晋能集团现有生产矿井 51 座。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作，预计年外购资源为 5000 万吨，其中山西地区预计外购 4000 万吨，省外（陕西、内蒙为主）预计外购 1000 万吨。

从晋能集团公路物流下游客户情况来看，2015 年，公司共为省内外 50 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地。主要客户为：在平信发物资、大唐国际神头发电、太原市梗阳实业、山西兆光发电、山西阳光发电、阳城国际发电、北京京能电力燃料、山东魏桥铝电、河南孟电集团热力和漳泽发电分公司

等。公司针对战略用户和大用户，采用先行供货，45~60 天到期结算方式，对其他各类用户实行预收款结算方式。

2014 年 11 月，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》，自 2014 年 12 月 1 日起，取消对公司及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托，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；取消公司监制的山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境外统一调运单；撤销公司在省内的煤炭公路检查点、稽查点。同时，煤炭公路销售体制改革涉及到公司 38000 转岗人员，《公路体制改革通知》中规定对公司一线职工要做到不下岗、不减薪、不减收、不断保。

《公路体制改革通知》规定，2014 年 12 月 31 日前，省内各类公路煤炭、焦炭检查站、稽查站的岗楼、挡杆等设施要全部拆除。

表 4 晋能集团 2014~2016 年 9 月公路物流板块
综合成本、售价、利润表

年份	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
贸易量（万吨）	35612.00	9622.90	6132.00
收入（亿元）	1102.04	288.66	163.91
综合平均采购成本（元/吨）	298.87	289.58	234.80
综合平均售价（元/吨）	309.46	299.97	267.30
毛利润（元/吨）	10.59	10.39	25.68
期间费用（元/吨）	10.40	22.13	24.72
利润（元/吨）	-2.20	-12.32	-10.18
总利润（亿元）	-7.83	-11.86	-6.24

资料来源：公司提供

山西省实施了公路销售体制改革后，2015 年，受国内煤炭行业景气度处于下行趋势影响，公司煤炭公路物流板块贸易量和贸易收入同比大幅下滑。2015 年，公司煤炭公路物流板块贸易量较 2014 年大幅减少 25989.10 万吨，收入同比减少 813.38 亿元，但利润下降幅度较小，为 4.03 亿元，主要是公司公路物流业务毛

利率较低所致。

考虑到公司全资子公司煤销集团拥有三十年的煤炭运销经验、专业化的营销和物流队伍、先进完善的供应链信息平台以及长期建立的稳定优质客户群，在未来煤炭市场化经营中，公司仍有望保持行业领先地位。

同时，随着公司逐步深化煤炭销售体制改革，推进煤炭公路贸易物流市场化转型和政府的相关支持政策的逐步到位，公路销售体制改革对集团带来的不利影响有望逐步减小。

铁路物流

在铁路煤炭贸易方面，铁路煤炭运输量由铁道部统一分配，从以往历史看，由于山西省铁路运力紧张，公司获取铁路运输计划量一般，与省内各大省属煤企相比不具备比较优势。山西省煤矿铁路煤炭发运站共计 530 个，其中，公司拥有 140 多个，主要分布在石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市，与山西省内其他煤炭运输企业相比，公司铁路煤运设施优势较为明显。公司铁路煤炭运输通过石太线、石德线、京九线、京浦线可以辐射京津塘等华北、华东、东北地区；通过太焦线、侯月线、南同蒲线可以运往华中、华西地区，并通过连云港、日照港、邳州港等港口下水运往华南地区。公司通过太原煤炭交易市场（公司子公司）将铁路运力计划上报铁路局，由铁路局统一调配运力，公司根据运力情况在各煤矿之间进行分配。

联合资信关注到，公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有一定行政强制属性。随着山西省资源整合的推进，省内其他整合主体（国有重点煤矿）煤炭资源整合工作逐步完成，且山西省 2014 年推进煤炭公路销售体制改革对公司煤炭贸易业务形成一定负面影响，通过公司公路渠道和铁路渠道的煤炭贸易总量长期来看将呈下降趋势，但考虑到政府对员工转岗等支持逐步到位，以及公司既有的庞大物流配送网络和配套基础设施，经

营规模优势明显，对运销渠道的控制力较强，公司依托成熟的运销体系，仍有望保持较高的市场占有率。

“十三五”期间，面对煤炭市场低迷，煤炭价格大幅下滑的不利局面，晋能集团进一步转变经营观念，积极寻找新的增长点，在坚持大客户战略的基础上，通过市场化贸易模式、物流服务模式、贸易融资模式、煤电一体化模式，按照供应链管理理念，积极扩大物流节点运营规模、推进点对点铁路直达运输、骨干运输能力建设，促进大型发煤站和终端大客户的战略合作，以保证煤炭贸易的平稳发展。

3. 煤炭板块

公司下属煤销集团作为山西省煤炭资源整合七大主体之一，在煤炭资源整合进程中，获取了大量较优质的煤炭资源，煤炭生产业务保持较快发展，煤炭产运销一体化水平不断提高。

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 137 亿吨，矿井 165 座。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强抗风险能力。

表 5 公司煤炭资源储备情况

	矿井数量 (座)	设计/核定产能 (亿吨/年)	保有储量 (亿吨)
合计	165	1.5	137

资料来源：公司提供

注：公司整合 448 座矿井，“打包”后保留 165 座矿井。

表 6 公司煤炭经营情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
煤炭 生产	价格（元/吨）	373.55	250.21	193.65	200.06
	产量（万吨）	6027	7031	7036	4595
	销量（万吨）	3528.00	4217.70	4464.73	3385.00

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
收入（亿元）	131.79	105.53	86.46	67.72

资料来源：公司提供

2013~2015年，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能大幅增长，三年原煤产量分别为6027万吨、7031万吨和7036万吨。2016年1~9月，公司原煤产量为4595万吨，较2015年同期基本持平。2013年~2015年，受下游客户需求缩减和煤价持续处于低位影响，公司煤炭生产收入逐年下降，分别为131.79亿元、105.53亿元和86.46亿元；同期，公司加强煤矿经营管理，采取提质降本增效系列措施，煤炭生产毛利率基本保持稳定，三年分别为38.64%、36.83%和37.17%。2016年1~9月，煤炭生产板块实现收入67.72亿元，毛利率为35.04%。

公司煤炭采用市场化销售模式，主要客户为晋能集团内部公路和铁路贸易物流公司，通过晋能集团内部公路和铁路贸易物流公司销往用煤客户。公司煤炭生产板块为公司贸易物流板块的上游。客户主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地，行业主要分布在冶金、电力、化工等行业客户，包括华能国际电力公司、国电集团、大唐集团、华电集团、宝钢、首钢等国内知名大型电力企业和钢铁企业。

考虑到公司资源整合获取资源丰富，在建及规划煤炭产能大，随着在建矿井的陆续投产，公司煤炭生产业务运营实力有望持续增强。但受煤炭行业景气下行影响，公司自产煤炭销售价格呈下滑趋势，煤炭产业板块收入呈逐年递减趋势。

公司利用资源整合的契机，对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，公司综合机械化程度和综采机械化程度持续上升，截至2016年9月底，以上两项指标分别为100%和99%。联合资信同时关注到，煤炭生产作为高危行业，面临透水、瓦斯爆炸等多重安全隐患，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，安全

管理压力较大。

4. 电力板块

公司电力板块运营主体为山西国电集团，业务类型包括发电及售电。

发电业务

(1) 火电板块生产销售

公司的发电业务涉及火电、水电、风电、光伏发电及生物发电。截至2016年9月底，公司运营的控股和参股电厂权益装机容量（包括在建）1162.50万千瓦，其中，已投产可控装机容量489.99万千瓦，在建可控装机容量375.90万千瓦。

公司发电业务板块以火电为主。目前，公司火力发电的经营主体为通宝能源全资子公司山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）、晋能电力集团有限公司的控股子公司山西耀光煤电有限责任公司（以下简称“耀光煤电”）、晋能长治热电有限公司（以下简称“晋能长治”）、山西国峰煤电有限公司（以下简称“国峰煤电”）、山西国金电力有限公司（以下简称“国金电力”）和山西国锦煤电有限公司（以下简称“国锦煤电”）。

表7 阳光发电经营指标

指 标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
装机容量	120.00	120.00	128.00	128.00
发电量（亿千瓦时）	58.59	56.19	50.56	29.58
上网电量（亿千瓦时）	53.99	51.79	46.58	27.47
售电收入（亿元）	19.19	18.01	15.63	7.85
平均上网电价（元/千千瓦时）（含税）	404.5	365.2	372.37	314.71
发电设备平均利用小时（时）	4882	4531	3950	2311
供电标准煤耗（克/千瓦时）	336	334	315	324
综合厂用电率（%）	7.85	7.83	7.87	7.12
等效可用系数（%）	90.82	91.94	89.80	88.73

资料来源：公司提供

近三年，受经济增长放缓导致山西省社会用电需求不足影响，阳光发电发电量持续下

降。2015年，阳光发电全年发电量50.56亿千瓦时，同比下降10.02%，同期，上网电量46.58亿千瓦时，上网比重为92.13%。发电设备平均利用小时数同比也出现下滑，2015年阳光发电发电设备平均利用小时数3950小时，同比减少581小时。

从上网电价看，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕3105号）精神，山西省物价局2016年1月5日发布《山西省物价局关于降低我省燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（晋价商字〔2016〕3号），《通知》规定，自2016年1月1日起，山西省燃煤发电机组上网电价降低每千瓦时3.33分钱（含税），一般工商业用电（含中小化肥用电）价格标准降低每千瓦时6.09分钱。下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除支持燃煤电厂超低排放改造和可再生能源发展，并设立工业企业结构调整专项资金外，主要用于下调一般工商业用电价格，减轻中小微企业负担。

受此影响，2016年1~9月，阳光发电发电量29.58亿千瓦时，上网电量27.47亿千瓦时，实现售电收入7.85亿元，阳光发电平均上网电价降至314.71元/千千瓦时（含税）。火电上网电价的持续下调一定程度上压缩了公司的盈利空间，增加了运营压力。

耀光煤电总装机容量40万千瓦，共有2台20万千瓦超高压抽汽凝汽式直接空冷汽轮发电机，是山西省“十一五”重点热电联产工程项目，2台机组分别于2012年9月和10月投产。两台机组综合利用采用平遥及周边煤焦企业产生的煤矸石发电，所发电力全部并入山西电网。两台机组供热能力约为511.2MW，大于平遥、祁县两县合计的最大热负荷443.6MW，可满足平遥县城及祁县县城约598万平方米的采暖要求。

2015年，耀光煤电发电量为14.96亿千瓦时，同比下降16.80%；发电设备年平均利用小时数3740小时，同比下降757小时；标准煤耗

为398克/千瓦时。从上网情况来看，2015年，耀光煤电上网电量8.15亿千瓦时，上网比重87.97%；上网电价为345.70元/千千瓦时（含税），实现售电收入3.99亿。2016年1~9月，耀光煤电发电量8.15亿千瓦时，上网电量7.18亿千瓦时，实现售电收入2.12亿元。

晋能长治于2013年11月被公司收购80%股权，系大型热电联产企业。一期工程项目建设2×300MW级国产亚临界直接空冷采暖供热机组已实现双投。同时晋能长治也是长治市集中供热的主要热源点。截至2016年9月底，晋能长治装机容量66万千瓦。

2015年，晋能长治发电量为26.70亿千瓦时，发电设备年平均利用小时数4046小时，上网电量24.43亿千瓦时，上网电价为302.08元/千千瓦时（含税），实现售电收入8.61亿元。2016年1~9月，晋能长治热电发电量16.71亿千瓦时，上网电量15.19亿千瓦时，实现售电收入4.89亿元。

（2）电煤采购及成本控制

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

采购价格方面，由于阳光发电电煤采购以合同煤为主，受市场波动影响较小，近两年煤炭市场价格下跌对阳光发电电煤采购价格影响相对滞后。2015年，阳光发电采购燃煤219.28万吨，平均采购价格为310.67元/吨（含税）。

表8 阳光发电燃煤采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	279.85	218.86	219.28	130.00
采购单价（元/吨，含税）	499.16	384.95	310.67	300.00

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，该电厂燃料供应主要为平遥及其周边煤焦企业产生的煤矸石，主要供应商为山西联驰经贸有限责任公司、山西国盛煤

炭运销有限公司、山西煤炭运销集团吕梁汾阳有限公司及山西平遥县兴盛煤化有限责任公司等。2015年，耀光煤电采购煤矸石127.05万吨，平均采购价格为108.83元/吨（含税）。

表9 耀光煤电煤矸石采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	149.95	156.51	127.05	61.00
采购均价（元/吨，含税）	206.15	166.27	108.83	94.50

资料来源：公司提供

注：耀光煤电主要采购煤矸石发电

2015年，晋能长治采购电煤139.20万吨，平均采购价格为234.77元/吨。

表10 晋能长治燃煤采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	172.11	190.59	139.20	87.13
采购单价（元/吨，含税）	405.35	318.40	234.77	215.65

资料来源：公司提供

由于公司火力发电的主要燃煤供应商是山西煤炭运销集团阳泉有限公司及山西煤炭运销集团平遥有限公司，得益于2013年8月山西国电与煤销集团重组，煤电一体化逐步推进，公司电煤采购的稳定性有所增强、中间成本有所降低，公司火力发电业务的盈利能力及竞争力得到了提高。

售电业务

公司售电收入大部分来自配电收入，所属的配电企业由山西地方电力有限公司统一管理，承担山西省内12个县（区）电力趸售业务，向供电区域内超过280万人提供电力供应，下辖变电站、变电总容量和所辖配电企业售电量均保持较快增长，呈现出良好的发展态势。山西地方电力有限公司于2011年6月成为通宝能源的全资子公司，主要从山西省电力公司采购电能，通过电网配送并销售给下游终端客户，电力采购价格及销售价格均由物价部门确定，公司获取购销差价。

截至2016年9月底，公司拥有220KV变电站7座，容量2135MVA，220KV线路

248KM; 110KV 变电站 45 座, 容量 3552MVA, 110KV 线路 1429KM; 35KV 变电站 66 座, 容量 813.02MVA, 35KV 线路 1485KM。

2015 年, 公司实现配电收入⁴37.83 亿元, 同比下降 4.54%, 主要系宏观经济不景气导致供电区域社会用电量下降所致; 2015 年售电业务实现毛利率 16.81%, 较 2014 年下降 4.57 个百分点, 主要原因是平均售电价格下降压缩了售电业务的盈利空间, 以及固定资产折旧增加导致生产成本增加; 同期, 公司配电设施完成投资 5.73 亿元, 主要用于对低压线路的改造、综合调度自动化、营销自动化系统等。

总体看, 公司配电业务整体经营基本稳定, 盈利能力较强。

表11 公司配电业务经营数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
配电量 (亿千瓦时)	71.62	68.46	68.61	59.91
平均售电价 (元/千千瓦时) (含税)	670.96	671.48	647.40	611.31
配电设施完成投资 (亿元)	5.98	8.11	5.73	2.51
变电站个数	107	115	115	118
线路长度 (公里)	14233	15896	15896	14696
变电总容 (万千伏安)	534	609	609	650

资料来源: 公司提供

5. 燃气板块

公司燃气业务经营主体主要是山西燃气产业集团有限公司 (以下简称“山西燃气”) 及通宝能源旗下子公司山西国兴煤层气输配有限公司 (以下简称“国兴煤层气”)。山西燃气是山西国电集团控股子公司, 主要进行燃气项目投资、建设和运营管理, 产业涉及长输管网、城市燃气、加气站、煤层气液化, 煤气制天然气等。2012 年公司燃气业务进入正常运营阶段, 毛利率维持在 11.07% 左右; 2013 年公司燃气板块实现收入 17.18 亿元, 板块毛利率 11.06%; 2014 年公司燃气板块实现收入 22.90 亿元, 板块毛利率 12.93%; 2015 年, 受

燃气板块整体无偿划转影响, 公司燃气板块实现收入 8.79 亿元, 受燃气板块在建项目投产导致折旧费增加影响, 燃气板块毛利率降至 2.84%。

根据《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》(晋国资产权函[2015]383 号) 安排, 晋能集团有限公司和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给国新能源。本次股权划转事项已于 2015 年 8 月 25 日完成, 晋能集团丧失对燃气板块的控制权, 其不再并入公司合并范围, 可能对公司的多元化业务发展产生一定影响。但由于合并重组事项涉及的燃气板块资产、收入及利润规模占公司整体比例较小, 其划转事项对晋能集团的综合偿债能力的影响小; 同时, 剥离融资需求较大的燃气产业板块业务, 可减轻公司未来几年的融资压力。

6. 新能源业务

在巩固现有电源优势的前提下, 依托山西北部的风场及光照资源, 公司重点在风电、光伏发电等新能源领域布局。

2014 年以前, 公司新能源板块在役装机小、上网率不高、利用小时数少, 自 2014 年开始, 公司新能源板块装机容量和上网率大幅提升, 带动营业收入及毛利率大幅上升。

风电方面, 截至 2016 年 9 月底, 公司已投产风电 48.35 万千瓦, 在建装机 85.95 万千瓦。2015 年, 风电完成发电量 4.95 亿千瓦时, 上网电量 4.95 亿千瓦时, 实现收入 2.65 亿元。2016 年 1~9 月, 风电完成发电量 5.21 亿千瓦时, 上网电量 5.13 亿千瓦时, 实现收入 2.73 亿元。

光伏方面, 截至 2016 年 9 月底, 公司已投产光伏发电装机 25.08 万千瓦, 在建装机 33 万千瓦。2015 年, 光伏完成发电量 1.54 亿千瓦时, 上网电量 1.49 亿千瓦时, 实现收入 1.10 亿元。2016 年 1~9 月, 公司光伏发电业务发电

⁴ 该配电收入以不含税电价计量。

量 1.33 亿千瓦时，上网电量 1.28 亿千瓦时，光伏发电实现收入 0.94 亿元。

总体上，新能源业务拓展了公司发电业务的电源种类，有助于提升整体抗风险能力。

7. 多元产业板块

公司多元板块的经营主体主要包括山西煤炭运销集团港口贸易有限公司（以下简称“港口公司”）、山西万景源房地产开发有限责任公司和山西晋能装备产业有限公司等企业。

多元产业目前分为七个板块：贸易板块、房地产、装备产业、旅游酒店、有色金属、后勤服务和其它板块。2015 年，多元板块实现收入 171.32 亿元，其中，贸易板块、房地产和装备产业收入占整个多元板块 90%以上。房地产板块实现较大盈利。2016 年 1~9 月，受宏观经济下行影响，公司多元板块仅实现收入 43.76 亿元，占 2015 年全年多元板块收入的 25.54%。

多元产业是公司的重要组成部分，公司多元产业的经营思路为“板块化经营、专业化管理、新型化引领”，经营战略为“适度多元，链式发展”。未来，通过专业化的管理，公司

多元产业将有望提升其效益和规模，并起到促进公司转型发展的作用。

总体上，公司多元业务盈利能力一般，2013 年焦炭集团划转后，公司多元业务板块收入同比快速下降。

8. 经营效率

2013~2015 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均不断下降，上述指标三年平均值分别为 12.86 次、12.40 次和 0.71 次，2015 年分别为 6.71 次、6.03 次和 0.34 次。2013~2015 年，受营业收入和营业成本同比大幅下降影响，公司整体运营效率有所降低。

9. 在建工程

公司在建工程主要集中在电力、清洁能源和多元板块等方面。截至 2016 年底，公司主要在建项目 132 个，概算总投资 744.63 亿元，截至 2016 年底已完成投资 276.19 亿元，2017 年计划投资 107.32 亿元。公司后续所需投资资金规模较大，预计公司对外融资需求将继续扩大。

表 12 公司截至 2016 年底投资计划汇总表（单位：亿元）

序号	板块和产业分类		计划项目数量	计划建设规模	概算总投资	2016 年底已完成投资	2017 年计划投资	资金来源
1	煤炭板块	煤矿建设项目	28	2505 万吨	160.30	101.55	18.37	自筹+贷款
		洗煤建设项目	3	630 万吨	5.64	1.24	4.40	自筹+贷款
		小计	31	3135 万吨	165.94	102.79	22.77	--
2	电力板块	发电项目	11	--	223.62	73.95	48.23	自筹+贷款
		小计	11	--	223.62	27.06	25.00	--
3	清洁能源板块	风电项目	11	1300MW	103.12	15.08	21.97	自筹+贷款
		光电项目	8	998MW	61.40	11.53	18.10	自筹+贷款
		小计	19	--	164.52	26.61	40.07	--
4	物流贸易板块	物流建设项目	1	--	0.61	0.37	--	自筹
5	多元板块	房地产项目	7	--	188.14	119.24	18.48	自筹+贷款

6	单列计划	其他	2	--	1.80	0.12	1.00	自筹
合计	--	--	132	--	744.63	276.19	107.32	--

资料来源：公司提供

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

整体看，公司重组煤销集团及山西国电集团之后，对煤销集团及山西国电集团原有业务板块进行重新梳理。在燃气板块和金融类资产无偿划转后，公司确立了煤炭、电力、贸易物流、新能源及多元板块五大板块。总体看，未来随着在建煤炭、电力和清洁能源板块项目的完工，预计公司盈利能力和抗风险能力将会得到进一步提升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013~2015年审计报告经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的2016年前三季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司合并资产总额2338.76亿元，所有者权益530.19亿元（其中少数股东权益130.34亿元）；2015年公司实现营业收入770.26亿元，利润总额2.31亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额2400.50亿元，所有者权益544.46亿元（其中少数股东权益129.76亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入413.16亿元，利润总额1.09亿元。

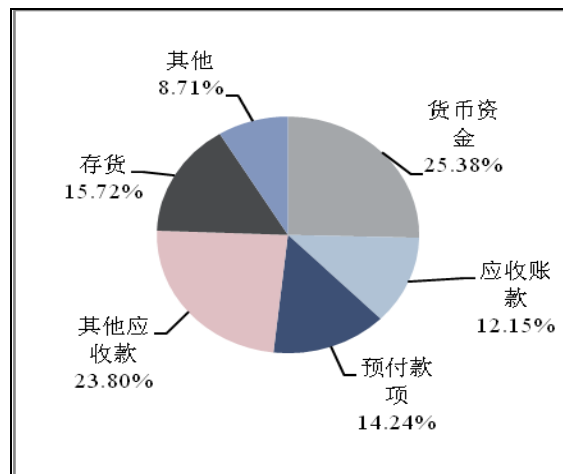
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率12.89%。截至2015年底，公司资产总额2338.76亿元，同比增长4.10%，其中，流动资产占比31.13%，非流动资产占比68.87%，公司资产以非流动资产为主。

2013~2015年公司流动资产年均复合增长6.23%，主要是应收账款和其他应收款增长所致。截至2015年底，公司流动资产727.97

亿元，主要由货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款和存货构成。

图7 公司2015年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金规模有所下降，年均复合下降9.75%。截至2015年底，公司货币资金184.79亿元，其中现金及银行存款占比84.67%，其他货币资金占比15.33%。

2013~2015年，公司应收票据年均复合下降23.07%，截至2015年底，公司应收票据合计21.90亿元，全部为银行承兑汇票，规模较2014年底减少39.34%，主要是由于公司减少了银行承兑汇票结算比例。

2013~2015年，公司应收账款快速增长。截至2015年底，公司应收账款账面余额为103.42亿元。公司应收账款中101.63亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比46.28%，1~2年的占比21.99%，公司应收账款综合账龄较短。公司计提坏账准备14.96亿元，计提比例为14.47%，计提较为充分。

2013~2015年，公司预付款项年均复合下降4.08%，截至2015年底为103.63亿元。公司煤炭物流业务对上游煤矿一般采用预付方式采

购原煤，公司预付款项始终保持较大规模。

2013~2015年，公司其他应收款波动中有所增长。截至2015年底，公司其他应收款账面余额为193.83亿元，其中，0.60亿元采用个别认定法计提坏账准备，192.99亿元采用账龄分析法计提坏账准备。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占比57.38%，1~2年的占比20.20%；2015年公司其他应收款共计提坏帐准备为20.60亿元，计提比例10.63%，坏账计提较为充分。2014年其他应收款大幅增长的主要原因是集团部分整合矿井仍未纳入合并报表，此类矿井的工程款、资源价款及并购款由集团各市公司直接支付，视同借款方式，并未形成实质性投资，因此计入其他应收款。

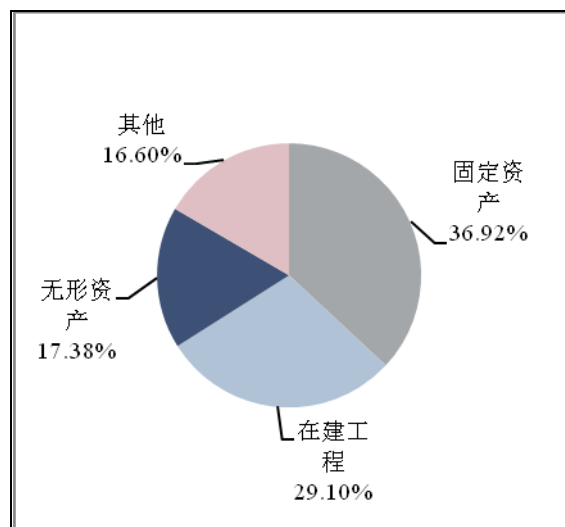
2013~2015年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为2.82%。截至2015年底，公司存货余额114.46亿元，主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，考虑到公司原煤贸易合同价格为固定价格，公司存货跌价风险较低。2013年以来公司存货保持在较大规模，主要是公司为适应贸易量快速增长，加大了煤炭物流配送业务建设力度，煤储规模大幅增长，带动公司存货水平保持较大规模所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产11.92元，主要是电力板块一年内到期的长期应收款和一年内到期的委托贷款。

2013~2015年公司非流动资产快速增长，年均复合增长16.34%，主要是固定资产和在建工程增加所致。截至2015年底，公司非流动资产1610.79亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

2013~2015年，公司长期股权投资波动中有所下降，年均复合下降18.79%，截至2015年底，公司长期股权投资55.35亿元，主要是对山西能投国际物流张台有限公司、中航国际汽车展销有限公司、陵川德日升热源有限公司、沁水县峪煌煤焦化有限公司和山西中鼎铁路货运物流有限公司等企业的投资。

图8 公司2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年均复合增长率为19.91%。截至2015年底，公司固定资产账面原值850.99亿元，累计折旧合计255.03亿元，占固定资产账面价值29.97%，固定资产减值准备1.23亿元，截至2015年底，公司固定资产账面价值为594.73亿元。

2013~2015年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长率为18.09%。截至2015年底，公司在建工程468.75亿元，同比小幅下降1.79%。公司在煤炭资源整合过程中加大了对矿建工程、洗选煤厂建设力度，同时加大了对公司运销板块煤站改建的投资，在建工程规模相应大幅增长，主要包括对王家岭煤矿及选煤厂、矿井基建项目增加投资等。

2013~2015年，公司无形资产不断增长，年均复合增长率为10.37%。截至2015年底，公司无形资产279.99亿元，同比增长9.07%，主要得益于采矿权的增加。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为2400.50亿元，较2015年底增加了2.64%，其中流动资产占29.60%，非流动资产占70.40%，资产构成较2015年底基本保持稳定。截至2016年9月底，公司流动资产710.58亿元，较2015年底下降2.93%，主要原因是货币资金、预付账款和其他流动资产下降。同期，

公司非流动资产 1689.93 亿元,较 2015 年底增加 4.91%,主要源于在建工程、无形资产和长期待摊费用增加。

随着煤炭贸易规模及煤炭产量的增加,公司资产规模稳步增长;公司流动资产中,其他应收款、应收账款和存货占比较大,资产流动性一般;同时,公司原煤采购预付款项规模较大,造成一定资金占用。总体看,公司资产以非流动资产为主,整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年公司所有者权益呈稳步上升趋势,年均复合增长 3.73%。截至 2015 年底,公司所有者权益合计为 530.19 亿元(含少数股东权益 130.34 亿元);公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本(占 93.19%)、其他综合收益(占 7.44%)、盈余公积(占 0.32%)、专项储备(占 3.96%)、其他权益工具(占 6.19%)和未分配利润(占-11.10%)构成。公司 2014 年末分配利润较 2013 年大幅下降 138.35 亿元,主要是未分配利润弥补因增资导致的资本公积不足所致⁵。截至 2015 年底,公司所有者权益为 530.19 亿元,较 2014 年底增长 4.10%,其中,公司实收资本增加 12.6 亿元,为山西省人民政府为支持晋能集团转型发展,向晋能集团注入的资本金⁶;同期,公司其他权益工具新增 24.75 亿元,为公司 2015 年 9 月发行的额度为 25 亿元的 2015 年第二期中票(“15 晋能 MTN003”,其性质为权益性永续债券)。

截至 2016 年 9 月底,公司所有者权益合计 544.46 亿元,较 2015 年底增长 2.69%,主要是公司发行权益性永续债券(“16 晋能 MTN001”5 亿元和“16 晋能《MTN002》10 亿元)导致其他权益工具增长所致。公司所有者权益构成较 2015 年底变化不大。

⁵ 晋能有限责任公司 2014 年第一次股东会议决议通过资本公积转增资本的决议,增资后公司注册资本增加至 360 亿元。

⁶ 截至 2015 年 3 月底,公司收到财政厅支付共计 17 亿元;2015 年 8 月,随燃气板块划转拨付国新能源 4.4 亿元。

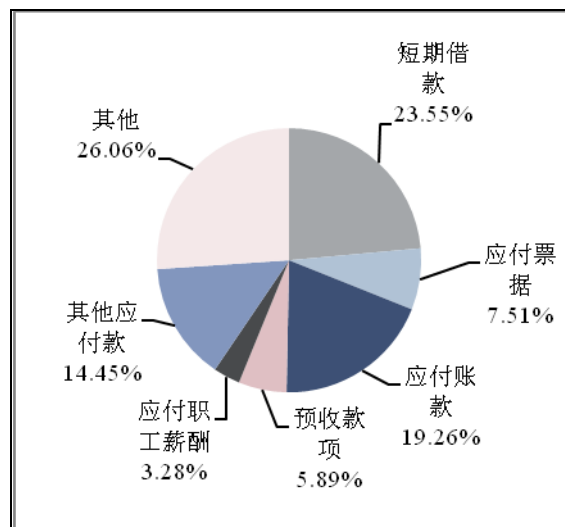
总体看,公司所有者权益稳定增长,但未分配利润持续为负、少数股东权益占比较大,一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

负债

2013~2015 年,在投资项目资金需求的推动下,公司整体负债规模扩张,年均复合增长 16.07%,公司负债增长主要来自于长期应付款和应付债券的增长。截至 2015 年底,公司负债总额为 1808.56 亿元,其中流动负债占 47.84%,非流动负债占 52.16%。

2013~2015 年公司流动负债快速增长,年均复合增长 56.78%,主要来自一年内到期的非流动负债、应付账款以及其他应付款的增长。

图 9 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年,公司短期借款规模快速增长,年均复合增长 29.12%。截至 2015 年底为 203.71 亿元,同比大幅增长 64.51%。2013~2015 年,公司应付账款快速增长,年均复合增长 60.06%。公司应付账款规模较大,主要原因随着生产规模的快速扩张,集团公司及下属子公司的应付工程款、设备款、材料款等增长所致;另外,公司 2014 年应付账款增长迅速,主要由于账龄在 1 年以内的应付账款增长迅速所致。

2013~2015 年,公司预收账款呈波动增长趋势,年均复合增长 10.01%。截至 2015 年底,

公司预收账款50.98亿元，同比下降16.76%，主要是煤炭贸易业务量下降导致煤炭客户预付定金减少所致。

2013~2015年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长40.89%。截至2015年底，公司其他应付款124.99亿元，同比增长21.33%。公司其他应付款主要是煤炭资源整合中未付的资源价款和采矿权价款。

2013~2015年，公司非流动负债有所波动，年复合下降2.40%。截至2015年底，公司非流动负债943.40亿元，较2014年底基本保持稳定。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占39.28%）和应付债券（占40.53%）构成，包括“12晋煤运债”25亿元、“13晋煤运债”25亿元、“12晋国电MTN1”5亿元、“12晋国电债”20亿元、“15晋能MTN001”35亿元以及“15晋能MTN002”15亿元等。

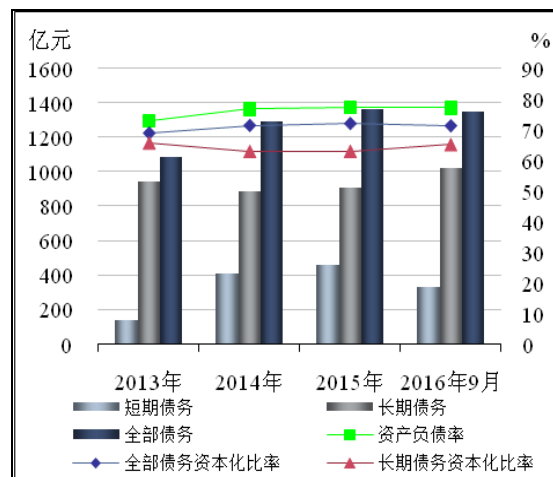
2013~2015年，公司长期应付款不断增长，年均复合增长63.15%。截至2015年底，公司长期应付款为165.12亿元，较2014年底大幅增长76.10%，主要系新增应付泰康资产管理有限责任公司长期应付款30亿元，以及长期应付融资费用12.16亿元所致。

截至2016年9月底，公司负债规模为1856.04亿元，较2015年底增长2.63%。其中，公司流动负债合计748.70亿元，较2015年底下降13.46%，主要是一年内到期的非流动负债减少所致。同期，公司非流动负债合计1107.34亿元，较2015年底增长17.38%，主要是长期借款、应付债券和长期应付款增加所致，其中公司长期应付款为185.79亿元，较2015年底增长12.52%，主要构成为融资租赁款。

有息债务方面，由于煤炭和电力资源整合所需资本支出规模庞大，公司加大了筹资力度，债务规模相应快速增长。2013~2015年公司全部债务规模年均复合增长9.36%，2015年底合计1367.26亿元，其中，长期债务占全部债务比例为66.26%，与公司长期投资规划匹配度较好。截至2016年9月底，公司债务规模较2015

年底略有下降，为1353.51亿元，其中长期债务占75.61%，短期债务占24.39%，公司长期债务占比进一步提升。

图 10 公司近年债务负担情况



资料来源：公司财务报表

近年公司债务负担随着债务规模的快速增长而有所上升。2013~2015年公司资产负债率和全部债务资本化比率呈现逐年上升趋势，三年均值分别为76.36%和71.22%，2015年底分别为77.33%和72.06%；同期，公司长期债务资本化比率波动下降，近三年均值及2015年分别为63.61%和63.08%。截至2016年9月底，上述三项指标分别为77.32%、71.31%和65.27%。考虑到公司发行的权益性永续中票共计39.58亿元，若将永续债券计入负债，公司2016年9月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.97%、73.40%和67.80%。

总体看，为满足煤炭和电力资源整合及在建工程投资支出需要，公司长短期负债快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负担偏重，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。未来一段时间公司将维持一定的投资支出，债务规模预计呈上升趋势。

4. 盈利能力

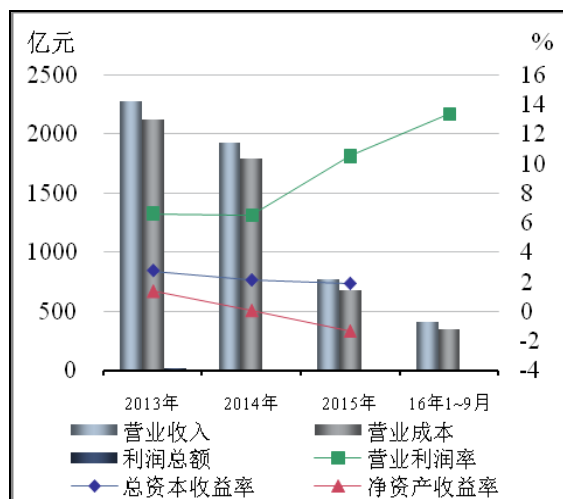
2013~2015年，公司营业收入快速下降，年均复合下降41.88%；利润总额呈不断下降趋

势，年均复合下降 68.15%，主要是由于公司在煤炭行业持续低迷导致公司下游客户的需求大量缩减，且煤炭公路体制改革大幅压缩了公司煤炭贸易物流业务量所致。

目前公司煤炭运销仍是公司收入的主要构成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响了公司盈利指标，近三年，公司营业利润率均值为 8.55%，2015 为 10.53%，同比增加 4.00 个百分点，主要是毛利率较低的贸易物流板块的收入占比受煤炭公路体制改革大幅缩减所致。2013~2015 年公司期间费用率分别为 6.01%、7.29%和 14.86%，2015 年，公司财务费用同比增长 17.46%，但销售费用和管理费用同比分别下降 41.69%和 27.73%。2015 年，公司期间费用合计 114.21 亿元，期间费用率为 14.86%。总体看，公司费用控制能力总体上保持较好水平。

2013~2015 年公司投资收益呈增长趋势，年均复合增长 28.16%，分别为 11.41 亿元、15.17 亿元和 18.73 亿元，主要是由于长期股权投资收益增长所致。

图 11 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报表

2013~2015 年，受煤炭行业景气下行以及煤炭公路体制改革影响，煤炭物流业务利润空间收窄，公司利润总额不断下滑，分别为 22.76 亿元、6.61 亿元和 2.31 亿元。2016 年 1~9 月，受煤炭价格继续下行对煤炭相关产业的不利

影响，公司仅实现利润总额 1.09 亿元。2013~2015 年，总资本收益率和净资产收益率均呈下滑趋势，2015 年分别为 1.86%和-1.31%，低于近三年均值 2.11%和-0.35%。

2016 年 1~9 月，受宏观经济增速放缓和煤炭行业景气度下行影响，公司实现营业收入 413.16 亿元，较 2015 年同期下降 31.31%。同期，公司营业利润率提升至 13.38%，主要是由于毛利率水平较高的电力和新能源板块占比增加所致。2016 年 1~9 月，公司期间费用率升至 16.49%，投资收益为 4.53 亿元，较 2015 年同期有所下降，主要是由于公司减持股票减少所致。

综合来看，受煤炭行业持续下行以及煤炭公路体制改革影响，近年来公司营业收入快速下降；公司贸易物流业务盈利指标处于贸易行业前列，但受行业特性影响，该板块整体盈利水平偏弱；受煤炭价格下行影响，公司自产煤炭业务盈利能力快速下滑；投资收益及营业外收入对公司利润总额的贡献程度逐年上升。公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合下降 38.25%。2015 年公司经营活动产生的现金流入量为 1097.43 亿元，同比大幅下降 54.70%，主要是受煤炭行业持续低迷和煤炭公路体制改革影响，公司煤炭贸易物流收入大幅下降所致，其中收到其他与经营活动相关的现金为 394.29 亿元，主要为公司煤炭业务往来款及保证金。2013~2015 年公司现金收入比呈波动增长趋势，三年均值为 85.82%，2015 年为 91.24%，公司部分煤炭贸易业务以票据结算并通过票据背书支付上游货款，导致公司现金收入比指标偏低。公司经营活动净现金流受收到及支付其他与经营活动有关现金影响较大，公司将前期支付的资源整合款计入支付其他与经营活动有关的现金，导致 2013 年经营活动

现金流呈现净流出。2014 年由于公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增加以及购买商品、接受劳务收到的现金同比减少使得 2014 年经营活动现金净流量同比大幅增加。2013~2015 年经营活动产生的现金流量净额分别为-27.64 亿元、88.96 亿元和 26.10 亿元。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量年均复合下降 9.92%；投资活动现金流出规模较大，随着煤炭矿井改扩建和电力项目推进，公司投资支付的现金保持较大规模；支付其他与投资活动有关的现金主要系部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目。近三年公司投资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-112.67 亿元、-158.34 亿元和 103.50 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-140.31 亿元、-69.38 亿元和-77.39 亿元，公司外部筹资需求有所波动，但整体保持在较大规模。

2013~2015 年，公司筹资活动现金流入规模波动中有所增长，分别为525.18亿元、321.57 亿元和622.56亿元，主要由取得借款收到的现金构成。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额分别为140.01亿元、30.27亿元和84.34亿元。

2016年1~9月，公司经营活动现金流入量为870.71亿元，经营活动现金流量净额为9.28 亿元，公司现金收入比为94.11%。2016年1~9 月，公司投资活动现金流量依然表现为净流出，净流出金额为36.25亿元。资金流出主要由构建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2016年1~9 月，公司筹资活动现金流入量为727.43亿元，主要为银行借款467.30亿元和其他与筹资活动有关的现金258.25亿元，筹资活动现金净流量为18.07亿元。

整体看，近年来，受煤炭行业下行和煤炭公路体制改革影响，公司经营活动现金流入和流出规模均大幅下降，经营活动产生的现金流

量净额下降幅度大；公司经营活动获现能力正常；公司对外投资需求保持较大规模，对外部融资存在较强的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年公司流动比率、速动比率持续下降，三年平均值为 106.56%和 89.58%，2015 年底公司两项指标分别为 84.14%和 70.91%。2016 年 3 月底，两项指标分别为 102.56%和 85.93%。近三年，公司经营现金流流动负债比均值为 3.33%，2015 年为 3.02%。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力尚可，同时，在公司流动资产中，货币资金占比较高，公司较强的流动性为短期偿债能力提供较好的保障。

从长期偿债指标看，2013~2015 年，公司 EBITDA 波动中有所增长，分别为 92.28 亿元、87.58 亿元和 96.28 亿元。EBITDA 利息保护倍数分别为 1.70 倍、1.27 倍和 1.27 倍；全部债务/EBITDA 保护倍数三年分别为 11.81 倍、14.80 倍和 14.20 倍，公司长期偿债能力指标随有息债务增长及盈利能力下滑有所弱化。考虑到公司突出的运营规模优势，公司整体偿债能力适宜。

截至 2016 年 9 月底，公司合并口径无对外担保。

截至 2016 年 9 月底，晋能集团共获各银行授信额度 1892.91 亿元，尚未使用额度 1201.98 亿元。山西国电集团下属通宝能源为上市公司，具备资本市场直接融资渠道。公司直接和间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010601984490M），截至 2017 年 1 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司合并重组煤销集团和山西国电集团，

获得政府支持力度大。基于对电力、煤炭及物流行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别,以及公司在经营规模、业务垄断性、煤炭和电力资源整合等方面素质的综合判断,公司综合抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元,占 2016 年 9 月底公司长期债务及全部债务余额比例分别为 6.06%和 1.95%,本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

截至 2016 年 9 月底,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分别为 77.32%、71.31%和 65.27%,以该期数据为基础,不考虑其他因素,本期中期票据发行后,公司上述债务指标将分别上升至 77.51%、71.61%和 65.71%,公司债务负担将有所上升。考虑到公司本期中期票据募集资金将全部用于置换银行借款,公司实际债务比率将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年,公司 EBITDA 分别为 92.28 亿元、87.58 亿元和 96.28 亿元,分别为本期中期票据的 4.61 倍、4.38 倍和 4.81 倍。2013~2015 年,公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 106.86 倍、121.14 倍和 54.87 倍;同期,公司经营活动现金净流量为对本期中期票据的保障倍数分别为-1.38 倍、4.45 倍和 1.31 倍。

总体上,公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

十一、结论

煤炭及电力行业是国民经济中重要的基础能源行业,其行业地位突出,长期发展前景向好。大型煤炭及电力企业的规模化运营是业

内企业的发展趋势。

公司是由山西煤销集团和山西国电集团重组成立的特大型综合能源企业,在煤炭运销及火力发电领域均具备突出的规模优势。公司对两大集团的重组强化了山西省内煤炭与下游火电行业运销衔接,具备产业链规模化运营优势。

联合资信同时关注到,公司成立时间较短,内部业务架构、组织体系及管理制度有待持续完善,重组成效有待进一步观察;煤炭行业景气度下行压力加大,对公司盈利能力造成一定影响;公司燃气板块和金融类资产相继无偿划转,对公司多元化经营造成一定影响;山西省人民政府拟重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司,重组成效有待观察。

未来随着自有煤炭产能的逐步释放、发电业务项目陆续完工投产以及公司内部业务板块的对接优化,公司煤电运一体化运营优势有望显现,进而巩固其行业领先地位。

公司资产以非流动资产为主,整体资产质量较好,但所有权益结构稳定性一般;公司债务负担偏重,但现有债务结构较为合理,与公司未来投资计划匹配程度较好;受煤炭行业景气下行和煤炭公路体制改革影响,公司煤炭物流贸易业务量大幅下降,公司营业收入规模和盈利能力有所减弱;公司在建项目投资规模大,对外部融资存在一定依赖性。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

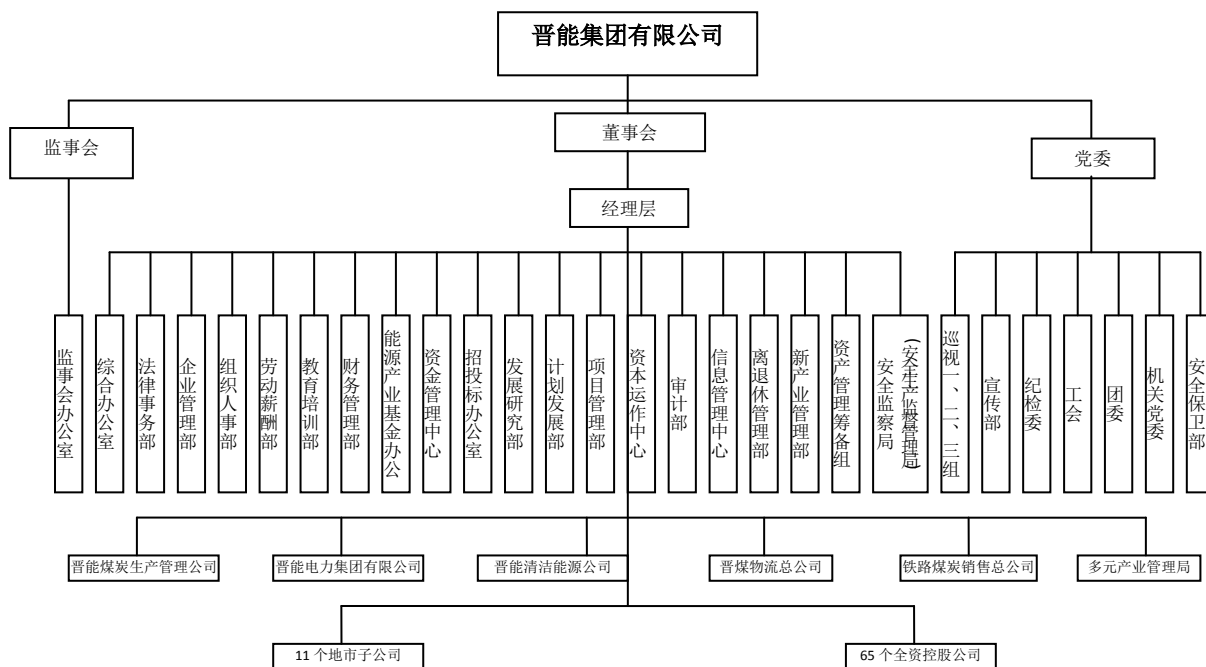
基于公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构⁷

序号	股东名称	出资金额（万元）	出资方式	股权比例%
1	山西省国有资产监督管理委员会	2306020	货币/资本公积转增	64.0561%
2	晋城市国资委	317617	货币/资本公积转增	8.8227%
3	长治市国资委	245743	货币/资本公积转增	6.8262%
4	阳泉市国资委	214297	货币/资本公积转增	5.9527%
5	大同市国资委	132649	货币/资本公积转增	3.6847%
6	太原市国资委	91162	货币/资本公积转增	2.5323%
7	晋中市国资委	76630	货币/资本公积转增	2.1286%
8	临汾市国资委	71344	货币/资本公积转增	1.9818%
9	吕梁市国资委	56548	货币/资本公积转增	1.5708%
10	朔州市国资委	31708	货币/资本公积转增	0.8808%
11	忻州市国资委	28537	货币/资本公积转增	0.7927%
12	运城市国资委	27745	货币/资本公积转增	0.7707%
合计		3600000		100%

⁷公司 2015 年审计报告中披露，截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	263.93	216.35	206.69	205.13
资产总额(亿元)	1835.09	2246.60	2338.76	2400.50
所有者权益(亿元)	492.72	519.15	530.19	544.46
短期债务(亿元)	141.82	412.16	461.29	330.14
长期债务(亿元)	948.00	884.48	905.96	1023.37
全部债务(亿元)	1089.82	1296.64	1367.26	1353.51
营业收入(亿元)	2280.18	1929.63	770.26	413.16
利润总额(亿元)	22.76	6.61	2.31	1.09
EBITDA(亿元)	92.28	87.58	96.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.64	88.96	26.10	9.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.74	17.87	6.71	--
存货周转次数(次)	22.30	16.42	6.03	--
总资产周转次数(次)	1.31	0.95	0.34	--
现金收入比(%)	80.85	80.11	91.24	94.11
营业利润率(%)	6.64	6.53	10.53	13.38
总资本收益率(%)	2.74	2.10	1.86	--
净资产收益率(%)	1.41	0.09	-1.31	--
长期债务资本化比率(%)	65.80	63.01	63.08	65.27
全部债务资本化比率(%)	68.87	71.41	72.06	71.31
资产负债率(%)	73.15	76.89	77.33	77.32
流动比率(%)	183.26	92.79	84.14	94.91
速动比率(%)	152.50	78.75	70.91	78.06
经营现金流动负债比(%)	-7.85	11.31	3.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.27	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.81	14.80	14.20	--

注：1、2016 年三季度财务数据未经审计；2、长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务；3、2015 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 24.75 亿元，2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中票共计 39.58 亿元。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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。

联合资信评估有限公司关于 晋能集团有限公司 2017 年度第一中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

晋能集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。晋能集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，晋能集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注晋能集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现晋能集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如晋能集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送晋能集团有限公司、主管部门、交易机构等。

