

信用等级公告

联合[2018] 123 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
2018 年度第五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
2018 年度第五期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。



晋能集团有限公司

2018 年度第五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: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 按年付息, 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息 (包括所有递延支付的利息) 赎回本期中期票据

发行目的: 归还有息债务

评级时间: 2018 年 1 月 17 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	216.35	206.69	247.34	294.51
资产总额(亿元)	2246.60	2338.76	2488.48	2575.22
所有者权益(亿元)	519.15	530.19	536.22	543.09
短期债务(亿元)	412.16	461.29	595.12	269.28
长期债务(亿元)	884.47	905.96	862.47	1293.25
全部债务(亿元)	1296.63	1367.25	1457.59	1562.53
营业收入(亿元)	1929.63	770.26	710.14	737.39
利润总额(亿元)	6.61	2.31	2.62	10.97
EBITDA(亿元)	87.58	96.28	84.09	--
经营性净现金流(亿元)	88.96	26.10	32.23	86.77
营业利润率(%)	6.53	10.53	11.22	12.34
净资产收益率(%)	0.09	-1.31	-0.73	--
资产负债率(%)	76.89	77.33	78.45	78.91
全部债务资本化比率(%)	71.41	72.06	73.11	74.21
流动比率(%)	92.79	84.14	72.24	112.82
全部债务/EBITDA(倍)	14.80	14.20	17.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.27	0.96	--
经营现金流流动负债比(%)	11.31	3.02	3.27	--

注: 1、2017 年前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、2016 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 49.47 亿元, 2017 年 9 月底所有者权益计入公司发行的永续中票共计 49.50 亿元。

分析师

常启睿 王 爽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

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周期性较强、投资收益和营业外收入等非经常性损益对利润总额影响大, 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。

伴随着 2016 年下半年以来煤炭价格的回升, 公司煤炭相关产业盈利能力明显好转。未来, 随着自有煤炭产能释放、发电领域项目的建成投产及煤炭价格趋于稳定, 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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回本息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、光伏发电等清洁能源项目，有利于在未来区域电力市场竞争中获取有利地位。
4. 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。
5. 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。
6. 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。
7. 公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。

关注

1. 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，存在一定安全生产管理压力。
2. 公司成立后对煤销集团和山西国电集团现有业务进行整合，未来实际整合成效有待进一步观察。
3. 投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润总额影响大。
4. 公司未来投资规模较大，债务规模快速增长，债务负担重。
5. 2017年前三季度公司电力板块盈利能力大幅下降，经营压力大。
6. 公司存续债券主要集中于2020年兑付，或面临一定的集中兑付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由晋能集团有限公司(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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;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

2018 年度第五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 2017 年 9 月底，公司注册资本为 360.00 亿元。山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）持有公司 64.06% 股权，公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

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 2016 年底，公司合并资产总额 2488.48 亿元，所有者权益 536.22 亿元（其中少数股东权益 131.82 亿元）；2016 年公司实现营业收入 710.14 亿元，利润总额 2.62 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 2575.22 亿元，所有者权益 543.09 亿元（其中少数股东权益 133.22 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 737.39 亿元，利润总额 10.97 亿元。

公司注册地址：山西省太原市开化寺街 86 号 5 层；法定代表人：王启瑞。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2018 年注册额度为 20 亿元的中期票据，本期拟发行 2018 年度第五期中期票据

（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 10 亿元，募集资金将用于归还有息债务。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 3 年及之后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，须于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 4 个计息年度票面利率通过集中簿记建档、集中配售的方式确定，如公司在第 3 年不行使赎回权，从第 4 个计息年度开始，票面利率调整为在前 3 个计息年度的票面利率基础上上调 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变，此后每 3 年重置票面利率，重置后的票面利率为在前一期票面利率的基础上上调 300 个基点。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，

公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红、减少注册资本或对偿付顺序劣后于本期中期票据的债券进行任何形式的兑付，则公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红、减少注册资本或对偿付顺序劣后于本期中期票据的债券进行任何形式的兑付。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，则从第 4 个计息年度开始，票面利率调整为在前 3 个计息年度的票面利率基础上上调 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司发生向股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制，由于每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息，公司递延支付利息的可能性较小。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，

工业结构进一步优化,工业企业利润保持快速增长;服务业持续快速增长,第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%)继续提升,产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓,高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月,我国固定资产投资(不含农户)45.8 万亿元,同比增长 7.5%(实际增速 2.2%),增速较 1~6 月(8.6%)和上年同期(8.2%)均有所放缓。具体来看,房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速(8.1%)继续放缓,但较上年同期仍有所加快,主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致;基础设施建设投资增速(15.9%)较 1~6 月和上年同期均有所回落,呈现一定的逆周期特点;受工业去产能持续作用影响,制造业投资(4.2%)继续回落,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化。此外,民间投资增速(6.0%)较 1~6 月有所放缓,民间投资信心仍略显不足,但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响,民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长,日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月,我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元,同比增长 10.4%,增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看,受商品房销售保持较快增长的拉动,与居住有关的行业消费仍然保持较高增速;生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长;网络销售继续保持高速增长态势,实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月,全国居民人均可支配收入 19342 元,同比增长 9.1%(实际增速 7.5%),仍保持较快增速,居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落,对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下,外部需求有所回暖,加之国

内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹,共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月,我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元,同比增加 16.6%,但增速较 1~6 月(19.6%)有所回落,外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上;进口方面,铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来,全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境,但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地,国际流动性拐点迹象显现,将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下,我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,促进经济转型升级,增强经济的内生发展动力。具体来看,在经济进入新常态的背景下,投资整体或呈现缓中趋稳态势,但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要,高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长;随着居民收入的持续增长,未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放,消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长;受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响,短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看,由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力,我国经济增速短期内或将继续放缓,预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右,实现平稳较快增长;物价运行仍将基本保持平稳,失业率总体保持稳定。

四、行业分析

(一) 煤炭采选业

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。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”

的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2015 年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量占全国煤炭总产量的 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

2012 年~2016 年上半年，随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014 年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。

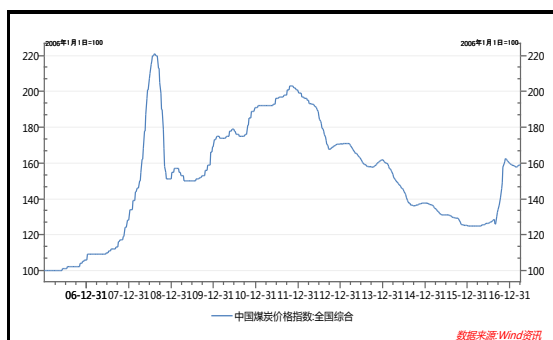
煤炭价格

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 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”，煤炭价格除去 2008 年因为金融危机影响出现短暂下跌以外，其余时间都处于上涨通道。2012 年以来，随着宏观经济增速下行，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，煤炭价格开始了近四年的深度调整。

图 1 煤炭价格指数

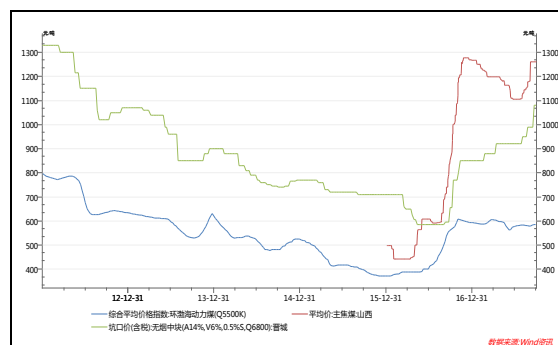


资料来源：Wind 资讯

2016 年以来，随着煤炭行业去产能的深入推进，行业供需格局有所改善，自 2012 年开始逐渐下跌的煤炭价格触底回升，主要煤种价格基本上恢复到 2013 年的价格水平。截至 2016 年底，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数为 593 元/吨，同比上升 59.41%；华北地区无烟煤平均价格为 800 元/吨，同比上升 247.83%；国内主要港口炼焦煤平均价为 1187 元/吨，同比上升 117.40%。进入 2017 年，煤炭价格持续处于高位，截至 2017 年 9 月 30 日，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数为 586.00 元/吨。炼焦煤方面，截至 2016 年底，山西产主焦煤平均价格为 1268.00 元/吨，同比增长 154.11%；截至 2017 年 9 月 30

日，山西产主焦煤平均价格为 1260 元/吨。无烟煤方面，截至 2016 年底，晋城产无烟中块坑口含税价为 850.00 元/吨，同比增长 19.72%；截至 2017 年 9 月 30 日，晋城产无烟中块坑口含税价为 1080.00 元/吨。

图 2 2012 年以来国内主要煤炭品种价格

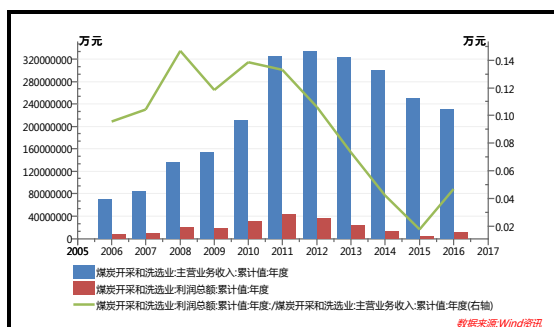


资料来源：Wind 资讯

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 2015 年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。2016 年随着煤炭价格的回升，煤炭企业盈利情况得到改善，行业利润总额 1090.9 亿元，累计同比数据结束了 2012 年中开始的持续下跌，在 2016 年 8 月首次恢复正增长。

图3 中国煤炭行业收入和利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效, 资源支撑形势严峻

根据《BP 世界能源统计年鉴》(2013 年 6 月), 中国 2012 年底探明储量占世界探明储量的 13.3%, 排世界第三, 煤炭资源总储量丰富; 但储采比仅为 40, 远低于世界平均储采比 100 的水平; 同时, 国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况, 资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位, 但以煤炭资源目前的开发利用速度, 将难以支持中国经济未来持续发展, 因此鼓励煤炭进口, 减少煤炭出口, 加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。

我国煤炭的主要进口国是澳大利亚和印尼, 从 2008 年至 2013 年, 煤炭进口量保持高速增长, 2013 年达到峰值, 进口量为 3.27 亿吨, 同比增长 13.39%, 从 2014 年至 2015 年, 国内过剩产能加剧, 进口量步入负增长阶段。2016 年受限产及需求回暖影响, 进口量同比上升 25.20%至 2.56 亿吨。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中, 经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响, 产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大, 中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米, 煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨, 高瓦斯矿井的比例

在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内, 占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造, 占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰, 重特大事故尚未得到有效遏制, 行业性安全生产压力仍将长期存在。

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。

去产能效果方面, 2016 年 7 月初, 国家发改委主任徐绍史在钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议上制定了 2016 年煤炭去产能目标 2.50 亿吨, 截至 2016 年底完成近 3 亿吨超额完成任务, 但 2016 年退出的产能主要为前期已经停产产能。

根据国家能源局 2017 年 2 月发布的《2017 年能源工作指导意见》, 2017 年计划将煤炭在国内主要能源组合中的比重由 2016 年的 62%降低至 60%左右, 煤炭产量控制在 36.5 亿吨左右, 运用市场化、法治化手段化解产能过剩, 全年力争关闭落后煤矿 500 处以上, 退出产能 5000 万吨左右。

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、产业链优势的行业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。

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、融资渠道有限的中小型煤炭企业，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。

煤炭价格或将逐步稳定

2016 年 11 月 11 日上午，神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司与中国华能集团公司、中国大唐集团公司和中国国电集团公司在北京签订了 2017 年电煤中长期合同，该合同确定 5500 大卡动力煤基准价为每吨 535 元人民币，后续将参照市场变化调整。

国家发展和改革委员会于 11 月 16 日下午会同国家能源局、国家煤矿安全监察局以及中国煤炭工业协会组织召开了“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”，要求有关地区、部门和企业进一步加快签订中长期合同，建立煤炭行业平稳发展的长效机制。

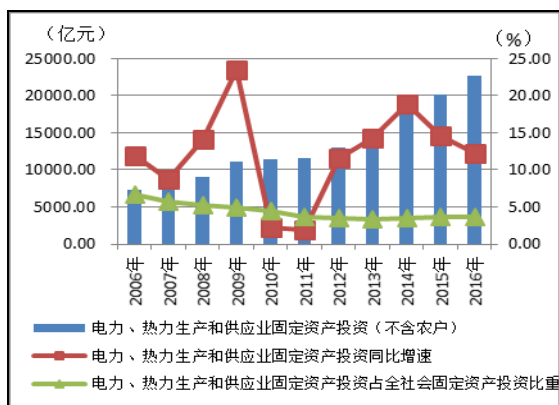
总体来看，在大型煤企纷纷与电厂签订长协价格后，动力煤价格或将逐步稳定，波动将明显收窄。动力煤价格的稳定有利于煤企制定长期发展规划，未来长协价格或将成为市场主流价格跟踪标的，将对稳定动力煤价格起到积极作用。

（二）电力行业

1. 发电行业运行概况

2006 年~2016 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。2016 年全社会固定资产投资完成额 606466 亿元，比上年名义增长 7.91%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 22638 亿元，同比增长 12.23%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.73%。

图4 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、中电联电力工业统计快报

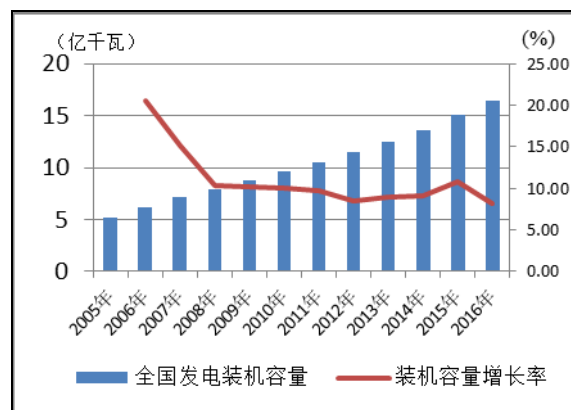
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2016年，全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资8855亿元、同比增长3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划（2015~2020年）》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资5426亿元、同比增长16.9%；电源工程建设完成投资3429亿元，同比下降12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，水电完成投资612亿元，火电完成投资1174亿元，核电完成投资506亿元，风电完成投资896亿元。

2006年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在8.0%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至2016年底，全国全口径发电装机容量达到16.5亿千瓦，同比增长8.2%。其中，火电装机容量10.5亿千瓦（含煤电9.4亿千瓦、气电7008万千瓦），占全部装机容量的64.0%，同比增长6.1%；水电装机容量3.3亿千瓦（含抽水蓄能2669万千瓦），占全部装机容量的20.2%，同比增长3.4%；核电装机容量0.34亿千瓦，同比增长30.77%；并网风电装机容量1.5亿千瓦，同比增长16.28%；并网太阳能发电装机容量0.77亿千瓦，同比增长79.07%。清洁能源装机占比

达到了36.0%，且增幅较快。

图5 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

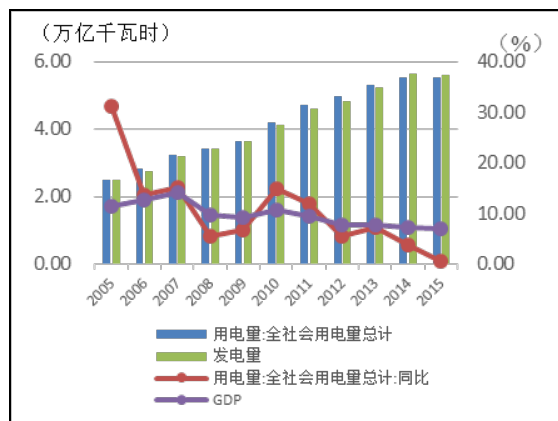
2016年，全国全口径发电量59897亿千瓦时，比上年增长5.2%。分类型看，火电发电量42886亿千瓦时，同比上升2.4%，占全国发电量的71.6%，比上年降低1.9个百分点；水电发电量11807亿千瓦时，同比下降6.2%，占全国发电量的19.7%，比上年提高0.2个百分点。

2016年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降，为3785小时，同比减少203小时，是1964年以来最低水平。其中，火电设备平均利用小时4165小时，同比降低199小时，是1964年以来的最低水平；水电设备平均利用小时3621小时，同比增加31小时；核电7042小时，同比降低361小时；风电1742小时，同比增加18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增长趋缓，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。

2016年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量59198亿千瓦时，同比增长5.0%，大幅超过2015年全社会用电量仅0.5%的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量1075亿千瓦时，同比增长5.3%；第二产业用电量42108亿千瓦时，同比增长2.9%；第三产业用电量7961亿千瓦时，同比增长11.2%；城乡居民生活用电量8054亿千瓦

时, 同比增长 10.8%。工业用电量 41383 亿千瓦时, 同比增长 2.9%; 其中, 轻工业用电量 7016 亿千瓦时, 同比增长 4.4%, 重工业用电量 34367 亿千瓦时, 同比增长 2.6%。

图 6 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

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, 在当地积极展开扩张与收购行动, 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。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) 价格为 372 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) 价格 593 元/吨, 较 2015 年底大幅增长 59.41%。进入 2017 年, 受一季度煤炭下游需求有所波动影响, 煤炭价格整体小幅下降, 截至 2017 年 9 月底, 环渤海动力煤 (Q5500k) 价格为 586 元/吨。

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，全国统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》。

2016年是“十三五”开局之年，国家一方面在电力体制各个层面的政策频出，另一方面各地电改试点也全面推进。截至2016年底，中国电力体制改革试点已覆盖29个省(区、市)(含新疆生产建设兵团)。2016年3月1日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，标志着中国电力市场建设迈出关键一步，此后，各地电力交易中心纷纷组建。2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予

明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。

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。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. 行业展望

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。

2016年11月，国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确主要目标和重点任务，是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标，供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦小时左右，接近中等发达国家水平，电能占

终端能源消费比重达到27%。电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安；节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

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，截至2017年9月底，山西国投持有公司64.06%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立。煤销集团具有成熟的运销体系，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。

煤炭运销上，山西省内，公司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近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。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。煤炭生产上，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 166 座¹，占整合后山西省内七大整合主体矿井总数的约 30%。

在发电、输配电及清洁能源板块建设方面，山西国电集团为公司电力板块运营主体，截至 2017 年 9 月底，公司已投产可控装机容量 488.20 万千瓦，在建可控装机容量 307.00 万千瓦，公司参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）954.70 万千瓦。公司水电和风电等清洁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 2017 年 9 月底，公司拥有 220KV 变电站 6 座，容量 2135MVA，220KV 线路 356.98KM；110KV 变电站 46 座，容量 3850MVA，110KV 线路 1512.4KM；35KV 变电站 66 座，容量 820.2MVA，35KV 线路 1567.8KM。

表1 截至2017年9月底公司控股和参股电厂情况
(单位：%、万千瓦)

	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
控股 在建	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
	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

¹ 其中 2 座已关闭，涉及产能 120 万吨/年。

电厂	晋能大土河热电有限公司	99.00	69.30	火力
	晋能孝义煤电有限公司	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	7.04	88.68	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	-	954.70	-

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 6 人，缺位 5 人。

公司现任董事长王启瑞先生，男，1965 年生，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。

公司董事、总会计师蔚振廷先生，男，1962年生，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年底，公司拥有员工96794人。学历构成方面，专科及以上学历人员占61.78%，专科以下学历占38.22%；年龄构成方面，30岁及以下员工占26.13%，31~40岁占29.32%，41~50岁占31.57%，51岁及以上占12.98%。

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，员工年龄结构合理，文化素质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，允许煤销集团、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。2015年，晋能集团收到财政厅支付共计17.00亿元，用于补充晋能集团资本金；2015年8月，随燃气板块划转拨付国新能源4.40亿元，公司资本相应减少4.40亿元，公司实收资本实际增加额为12.60亿元。

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。2015年收到的18亿元补助资金已经全部支付。

根据《公路体制改革通知》，省财政厅负

责具体实施支持晋能集团内部改革重组的举措，给予晋能集团资金支持，截至2017年9月底，公司共收到政府补助资金460860万元，至此，煤炭公路销售体制改革财政补助资金已全部拨付到位。

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

公司设立了股东会、董事会、监事会，聘任了经营管理层。

公司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²。股东会由全体股东组成，股东会是公司的权利机构。

公司董事会是公司的决策机构，目前由12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，目前实存6人，缺位5人。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、应收账款贷款回收预算、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

² 山西省国资委已将其所持全部股权划转至山西国投，相关章程正在修订中。

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%的股权及山西大元清洁能源有限公司（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,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制改革、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山西金融投资控股集团有限公司。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。

本次股权划转所涉及资产中的净资产规模占比较小,对公司的生产经营影响不大。

3. 晋能集团资产重组停止事项

公司于 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。

公司于 2017 年 3 月 30 日发布《晋能集团有限公司关于资产重组事项的进展公告》,根据 2017 年 3 月 28 日收到的山西省国资委《关于停止晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司重组整合有关事宜的通知》(晋国资改革函【2017】149 号),晋能集团与山西国际能源集团有限公司重组整合工作停止。

4. 公司控股股东变更事项

根据公司 2017 年 9 月 1 日公告,根据山西省国资委《关于将持有的省属 22 户企业国有股权

全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》(晋国资发【2017】35号),公司控股股东由山西省国资委变更为山西国投,相关工商登记变更已完成。变更后,山西国投持有公司64.06%股权,公司实际控制人仍为山西省国资委。

5. 吕鑫矿业滑坡事故事项

公司于2017年8月16日发布公告称公司四级控股公司山西煤炭运销集团和顺吕鑫煤业有限公司(以下简称“吕鑫煤业”)发生大面积滑坡。

根据公司公告内容,2017年8月15日0时52分,吕鑫煤业法人代表、总经理高阳到县公安局投案,称该矿四采区A6-1采区边坡发生滑坡,5台挖掘机和1台油罐车被埋,其中3台挖掘机和1台油罐车已被挖出。现场一共10人,其中1人脱险,4人死亡,5人失踪。

根据公司2017年8月29日公告,目前已确认事故有9人死亡、1人受伤,事故调查全面展开。山西煤矿安监局会同山西省相关部门和地方政府依法成立了事故调查组,对这起事故开展调查。鉴于事故反映出吕鑫煤业不具备安全生产基本条件、瞒报事故等问题,山西煤矿安监局依法暂扣吕鑫煤业安全生产许可证,责令停产整顿,依法按程序将吕鑫煤业及其主要负责人纳入安全生产不良记录“黑名单”管理。对事故相关责任人严肃问责,即对吕鑫煤业董事长游晓斌、矿长姚国庆、安全副矿长阴永亮、生产副矿长郝进武、总工程师赵振景等5人给予撤职处理。

吕鑫煤业产能200万吨/年,目前仍处于停产状态。目前公司对晋中市露天煤矿进行停产整顿,涉及在产产能530万吨/年,约占煤销集团总产能的9%,但不影响公司整体业务。

联合资信将持续关注上述事件的最新进展,并与公司及其下属子公司煤销集团保持密

切沟通,以便动态分析相关事项对上述两家公司可能带来的影响。

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,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、清洁能源产业及多元业务产业六大业务板块。

受煤炭行业景气度整体不高、山西省煤炭公路体制改革及公司收缩多元业务板块影响,2014年~2016年公司主营业务收入持续下降,年均复合下降39.34%,2016年实现主营业务收入710.14亿元,同比下降7.81%。收入构成方面,贸易物流板块仍占主导地位,2016年实现板块营业收入363.94亿元,同比下降8.11%,主要原因是2016年上半年煤炭行业景气度不高,公司贸易物流板块运输量持续下降。同期,受益于供给侧改革的逐步推行,2016年下半年开始煤炭价格出现恢复性上涨,该年度煤炭生产板块实现收入129.13亿元,同比上升49.35%,煤炭生产板块收入占主营业务收入比重上升6.94个百分点至18.18%。公司电力板块收入规模基本保持稳定,在主营业务收入中的占比为12.10%,2016年电力板块实现营业收入85.90亿元,同比下降0.31%。2016年得益于清洁能源板块在役装机规模增长和上网率的提升,清洁能源板块整体收入规模继续增长,2016年实现收入23.97亿元,同比增长19.25%。公司多元板块包含大宗商品贸易、装备制造、旅游酒店和房地产等多项业务,2016年多元板块实现营业收入107.20亿元,同比大幅下降37.43%,主要是宏观经济增速放缓导致相关板块业务量下降,特别是煤炭贸易业务明显萎缩所致。

表 2 公司分板块经营情况 (单位: 亿元、%)

板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	105.53	5.47	36.83	86.46	11.24	37.17	129.13	18.18	38.02	149.47	20.27	51.39
贸易物流	1259.05	65.30	3.43	396.06	51.51	5.47	363.94	51.25	3.80	427.69	58.00	3.38
电力	77.78	4.03	20.20	86.17	11.21	17.33	85.90	12.10	13.25	69.79	9.46	6.56
燃气	22.90	1.19	12.93	8.79	1.14	2.84	--	--	--	--	--	--
清洁能源	1.95	0.10	23.59	20.10	2.61	28.46	23.97	3.38	29.08	25.20	3.42	22.14
多元业务	460.87	23.90	7.05	171.32	22.28	9.72	107.20	15.10	11.60	65.24	8.85	7.77
合计	1928.08	100.00	6.94	768.90	100.00	11.88	710.14	100.00	13.19	737.39	100.00	14.44

资料来源: 公司提供

注: 1. 因四舍五入, 部分分项数加总与合计数不一致 2. 公司燃气板块业务于 2015 年无偿划转给山西国新能源发展集团有限公司 (以下简称“国新能源”)。

毛利率方面, 2014 年~2016 年, 受益于清洁能源业务及多元业务毛利率的快速上升, 公司综合毛利率呈不断上升趋势。分板块来看, 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; 2016 年煤炭生产板块毛利率小幅提升至 38.02%; 电力板块方面, 受 2016 年下半年以来电煤采购价格上升明显等因素影响, 整体毛利率降至 13.25%; 同期, 清洁能源板块得益于在役装机规模增长以及上网率的提升, 整体毛利率继续增长至 29.08%; 多元业务板块整体盈利能力偏低, 但 2016 年板块毛利率同比小幅增长至 11.60%, 主要因为公司不断进行产业结构优化调整, 缩减毛利率低、盈利能力差的业务, 积极控制成本。

2017 年 1~9 月, 公司实现营业收入 737.39 亿元, 其中煤炭生产板块实现收入 149.47 亿元, 受 2017 年前三季度煤炭价格持续高企影响, 该板块毛利率提升 13.37 个百分点至 51.39%; 2017 年 1~9 月, 电力板块实现营业收入 69.79 亿元, 毛利率延续了 2016 年的下降趋势至 6.56%; 受益于煤炭行业景气度的提升, 公司加大煤炭贸易业务量, 2017 年前三季度贸易物流板块收入即超过该板块 2016 年全年收入, 毛利率小幅下降至 3.38%。

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 2016 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 25 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 17 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 8 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。受山西省公路销售体制改革及 2016 年上半年煤炭行业景气度不高影响, 公司贸易物流板块收入不断下降, 2016 年公司贸易物流板块实现收入 363.94 亿元, 同比下降 8.11%。2017 年 1~9 月, 受供给侧改革效果显现、煤炭贸易需求回升影响, 煤炭贸易物流业务量实现收入 427.69 亿元, 超过 2016 年全年该板块收入, 但该业务毛利率较低, 对公司利润贡献程度不高。

表 3 公司近年煤炭运销收入情况 (单位: 亿元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
公路	1102.04	288.66	266.66	294.57
铁路	157.01	107.40	97.28	133.12
合计	1259.05	396.06	363.94	427.69

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专业化车队实现，其中自购车辆1060辆，整合社会车辆7859辆。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。

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。《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。同时，《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。

目前公路体制改革人员转岗安置进展顺利，截至2017年9月底，通过内部转岗、内

部退养及外部划拨等方式已累计安置38354人，占应转岗安置人员38505人的99.61%，2017年底将全部安置完毕。

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62座，2017年预计产量为7500万吨。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6000万吨，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2000万吨。

从晋能集团公路物流下游客户情况来看，2016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：太原钢铁（集团）有限公司、山西大唐国际神头发电有限公司、信发集团有限公司、大唐太原第二热电厂、山西阳光发电有限公司、阳城国际发电有限责任公司、山东魏桥铝电有限公司、鹤壁同力发电有限责任公司、华能左权煤电有限责任公司和大唐安阳发电有限责任公司等。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。

表4 晋能集团2015~2017年9月公路物流板块
综合成本、售价、利润表

年份	2015年	2016年	2017年 1~9月
贸易量（万吨）	9622.90	8541.00	7400.00
收入（亿元）	288.66	266.66	294.57

综合平均采购成本（元/吨）	289.58	304.11	387.07
综合平均售价（元/吨）	299.97	312.21	398.07
毛利润（元/吨）	10.39	8.10	11.00
期间费用（元/吨）	22.13	24.15	18.50
利润（元/吨）	-12.32	-7.66	-2.00

资料来源：公司提供

受 2016 年上半年国内煤炭行业景气度整体仍然不高影响，该年度公司煤炭公路物流板块贸易量和贸易收入同比均有所下滑。2016 年，公司煤炭公路物流板块贸易量为 8541.00 万吨，同比减少 11.24%，实现收入 266.66 亿元，同比减少 7.62%，2016 年公司公路物流业务平均售价及采购成本均有不同程度的上涨，受采购成本上涨相对较快影响，公司公路业务毛利润同比减少 2.29 元至 8.10 元/吨。2016 年公司公路物流业务利润为-7.66 元/吨，同比实现减亏 4.66 元/吨。

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。

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。从结算方式来看，公司铁路运输包括两种结算方式，一是一票结算，以到厂价作为增值税发票开具价格；二是两票结算，以车板价作为增值税发票开具价格，铁路运费单独结算。

从上下游客户情况来看，公司铁路运输主要采购区域是山西省内和陕西、内蒙古，销售区域最主要分为两种：一是通过铁路直达到达的主要销售区域有山东、河南、河北、江苏及湖北等省份；二是通过下水到达的区域有浙江、广东等省份。从公司铁路运输下游客户情况来看，下游客户主要分布在河北、山西、辽宁、江苏、河南等区域，行业主要分布在冶金、电力、化工等行业客户。

整体看，山西省 2014 年推进煤炭公路销售体制改革对公司煤炭物流业务的产生一定负面影响，但考虑到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。

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，地质储量 137.58 亿吨，矿井 164 座³。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。

³ 其中 74 座煤矿因核定产能较小、资源禀赋差、资源储量小等原因被公司自主认定为停缓建矿井。

表 5 公司煤炭资源储备情况

项目	矿井数量 (座)	总产能 ⁴ (亿吨/年)	地质储量 (亿吨)
合计	164.00	1.53	137.58

资料来源：公司提供

表 6 公司煤炭经营情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
煤炭 生产	价格（元/吨）	250.21	193.65	252.06	379.94
	产量（万吨）	7031.00	7036.00	7136.00	5486
	销量（万吨）	4217.70	4464.73	5123.00	3934
	收入（亿元）	105.53	86.46	129.13	149.47

资料来源：公司提供

注：上表中列示的煤炭产量含生产矿井、基建矿井、证照不全或未完成工商登记注册矿井的毛煤产量，因此煤炭产量明显高于煤炭销量，但公司实际产销比高。

2014年~2016年，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能不断释放，三年原煤产量分别为7031万吨、7036万吨和7136万吨。2017年1~9月，公司原煤产量为5486万吨，同比增长19.40%。2014年~2016年，公司煤炭生产收入在波动中有所增长，三年分别为105.53亿元、86.46亿元和129.13亿元，受煤炭价格于2016年下半年出现持续的恢复性上涨及煤炭产量增长影响，该年度煤炭生产业务收入同比大幅增长49.35%；同期，公司煤炭生产毛利率基本保持稳定，三年分别为36.83%、37.17%和38.02%，2016年因人工成本增长、安全生产基金费用计提增加及材料费成本增长等因素影响，煤炭生产毛利率未因煤炭生产收入的大幅增长而明显提升。2017年1~9月，煤炭生产板块实现收入149.47亿元，毛利率上升至51.39%。

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。客户为国内知名大型电力企业和钢铁企业，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。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。

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2017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。山西国电集团是全国为数不多的同时拥有发电和配电两端市场的大型集团。

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。近年来，受山西省经济增速放缓导致全社会用电需求不足、电煤价格于2016年下半年以来上涨明显及上网电价持续下调等因素影响，公司电力业务毛利率持续下降，盈利能力持续减弱。2017年前三季度，电力业务毛利率下降至6.56%，较2016年底下降明显，公司电力板块经营压力大。

截至2017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）954.70万千瓦，其中，已投产可控装机容量488.20万千瓦，在建可控装机容量307.00万千瓦。

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山西通宝能源股份有限公司（以下简称“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

⁴ 总产能统计含在建矿井及停缓建矿井产能。

光煤电”)及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、山西国金电力有限公司和山西国锦煤电有限公司。发电业务主要煤炭供应商为公司集团内部各地市煤销公司,定价采用市场化定价方式。电力产品全部上网,向国家电网山西省公司销售。

表 7 阳光发电经营指标

指 标	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
装机容量(万千瓦)	120.00	128.00	128.00	128.00
发电量(亿千瓦时)	56.19	50.56	43.01	31.59
上网电量(亿千瓦时)	51.79	46.58	39.38	28.91
售电收入(亿元)	18.01	15.63	11.77	7.75
平均上网电价(元/千瓦时)(含税)	0.365	0.372	0.324	0.311
发电设备平均利用小时(时)	4531	3950	3360	2468
供电标准煤耗(克/千瓦时)	334	315	317.3	313.52
综合厂用电率(%)	7.83	7.87	8.44	8.48

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。2016年,阳光发电全年发电量43.01亿千瓦时,同比下降14.93%,同期,上网电量39.38亿千瓦时,上网比重为91.56%。发电设备平均利用小时数同比也出现下滑,2016年阳光发电发电设备平均利用小时数3360小时,同比减少590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。2016年6

月23日,山西省发展和改革委员会下发了《山西省发展和改革委员会关于降低我省一般工商业用电价格的通知》(晋发改价格发【2016】406号),决定自2016年6月1日起,降低山西省一般工商企业用电价格标准每千瓦时0.78分。2017年2月27日,山西省发展改革委员会下发了《山西省发展和改革委员会关于山西电网2017~2019年输配电价及有关事项的通知》(晋发改商品发【2017】101号),调整终端销售电价,一般工商业用电平均每千瓦时降低1.30分,大工业用电平均每千瓦时降低2.70分,趸售电价每千瓦时降低1.06分。

受上述因素影响,2017年1~9月,阳光发电发电量31.59亿千瓦时,上网电量28.91亿千瓦时,实现售电收入7.75亿元,阳光发电平均上网电价降至0.311元/千瓦时。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,所发电量全部并入山西电网。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。

2016年,耀光煤电发电量为13.31亿千瓦时,同比下降11.03%;发电设备年平均利用小时数3329小时,同比下降411小时;标准煤耗为379.01克/千瓦时。从上网情况来看,2016年,耀光煤电上网电量11.74亿千瓦时,上网比重88.20%;上网电价为0.31元/千瓦时(含税),实现售电收入3.33亿。2017年1~9月,耀光煤电发电量11.86亿千瓦时,上网电量10.43亿千瓦时,实现售电收入2.72亿元。

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。

2016年，晋能长治发电量为25.30亿千瓦时，发电设备年平均利用小时数3834小时，上网电量23.02亿千瓦时，上网电价为0.31元/千瓦时（含税），实现售电收入7.48亿元。2017年1~9月，晋能长治热电发电量17.75亿千瓦时，上网电量16.07亿千瓦时，实现售电收入4.92亿元。

（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，2016年下半年以来，煤炭市场价格大幅上升，尽管阳光发电电煤采购以合同煤为主，受市场波动影响相对较小，2016年阳光发电电煤采购单价仍然出现明显上升。2016年，阳光发电采购燃煤191.00万吨，同比下降12.90%，平均采购价格为373.33元/吨（含税），采购价格大幅上升20.17%。

表8 阳光发电燃煤采购数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
采购量（万吨）	218.86	219.28	191.00
采购单价（元/吨，含税）	384.95	310.67	373.33

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。2016年，耀光煤电采购煤矸石 115.87万吨，平均采购价格为 106.62 元/吨（含税）。

表9 耀光煤电煤矸石采购数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
采购量（万吨）	156.51	127.05	115.87

采购均价（元/吨，含税）	166.27	108.83	106.62
--------------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

注：耀光煤电主要采购煤矸石发电

2016年，晋能长治采购电煤141.28万吨，平均采购价格为298.95元/吨，采购单价明显上升。

表10 晋能长治燃煤采购数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
采购量（万吨）	190.59	139.20	141.28
采购单价（元/吨，含税）	318.40	234.77	298.95

资料来源：公司提供

公司电煤采购主要供应商为煤销集团及其下属子公司，采购渠道稳定。2016年下半年以来，电煤价格明显上升，火电盈利能力有所降低。但未来随着自有煤矿采购量的增加及煤电联营产业链的逐步完善，公司火力发电业务的竞争力有望进一步增强。

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 2017 年 9 月底，公司拥有 220KV 变电站 6 座，容量 2135MVA，220KV 线路 356.98KM；110KV 变电站 46 座，容量 3850MVA，110KV 线路 1512.4KM；35KV 变电站 66 座，容量 820.2MVA，35KV 线路 1567.8KM。

2016 年公司完成配电量 73.42 亿千瓦时，同比增长 7.01%；受山西省政府下调一般工商业用电价格影响，公司平均售电价持续下降，

2016 年平均售电价下降至 608.59 元/千千瓦时，但仍保持较高的盈利水平；同期，公司配电设施完成投资 3.90 亿元，变电站个数、线路长度及变电总容均有所增长。

总体看，公司配电业务整体经营基本稳定，盈利能力较强，是公司重要的利润来源。

表11 公司配电业务经营数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
配电量（亿千瓦时）	68.46	68.61	73.42	54.63
平均售电价（元/千千瓦时）（含税）	671.48	647.40	608.59	581.15
配电设施完成投资（亿元）	8.11	5.73	3.90	2.75
变电站个数	115	115	119	118
线路长度（公里）	15896	15896	16171	17821
变电总容（万千伏安）	609.00	609.00	680.50	680.50

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。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。

本次股权划转事项使晋能集团丧失对燃气板块的控制权，2016 年起不再并入公司合并范围，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，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. 清洁能源业务

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、光伏发电等清洁能源领域布局。

风电方面，截至2017年9月底，公司已投产风电59.35万千瓦，在建装机74.95万千瓦。光伏方面，截至2017年9月底，已投产光伏发电装机28.08万千瓦，在建装机33.00万千瓦。

光伏组件生产由山西国电集团的全资子公司晋能清洁能源科技有限公司（以下简称“晋能清洁”）负责。该公司成立于2013年12月31日，注册资本2.3亿元，位于山西文水经济开发区。晋能清洁于2014年3月动工，2014年底建成500MW太阳能电池及600MW太阳能组件生产工厂。2015年初，晋能清洁开始规模生产，多晶电池转换率达到18.48%以上，2016年累计生产太阳能组件685MW，实现销售收入18.63亿元、利润总额1.64亿元。2017年1~9月，晋能清洁能源科技有限公司生产电池组件652MW，实现销售收入20.36亿元。

随着公司在建清洁能源项目陆续建成投产，2016年公司清洁能源板块实现收入23.97亿元，板块毛利率为29.08%。2017年1~9月，该板块实现营业收入25.20亿元，毛利率22.14%。2014年以前，公司清洁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，公司清洁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持续上升，2017年前三季度，公司清洁能源板块毛利率有所下滑，主要系光伏组件业务毛利率下滑所

致。

总体上，清洁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阳泉煤销通源贸易有限责任公司、山西万景源房地产开发有限公司和山西晋能装备产业有限公司。

多元产业目前分为五个板块：贸易板块、房地产、装备制造、文化旅游和有色金属等板块。2016 年，多元板块实现收入 107.20 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。2017 年 1~9 月，公司多元板块实现收入 65.24 亿元。

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，受宏观经济增速放缓、2014 年~2016 年上半年煤炭行业景气度不高及公司主动收缩贸易规模等因素影响，公司多元业务收入持续缩减，盈利能力一般。

8. 经营效率

2014 年~2016 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 8.68 次、7.62 次和 0.44 次，2016 年分别为 6.18 次、5.06 次和 0.29 次。总体看，公司经营效率一般。

9. 在建工程

公司在建工程主要集中在煤矿建设、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 69 个，概算总投资 685.14 亿元，截至 2016 年底已完成投资 333.79 亿元，2017 年计划投资 113.54 亿元。公司后续所需投资资金规模较大，未来存在一定的融资需求。

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	概算总投资	2016年底 已完成投资	2017年 计划投资
1	煤炭板块	煤矿建设项目	30	171.41	114.96	18.75
		洗煤建设项目	3	5.64	1.24	4.40
		小计	33	177.05	116.20	23.15
2	电力板块	发电项目	5	147.54	66.55	35.70
		售电项目	4	41.97	5.07	11.78
		小计	9	189.51	71.62	47.48
3	清洁能源板块	风电项目	10	67.12	15.00	10.88
		光电项目	8	61.40	11.61	15.19
		小计	18	128.52	26.61	26.07
4	多元板块	房地产项目	7	188.14	119.24	15.72
		小计	7	188.14	119.24	15.72
5	单列项目	其他	2	1.92	0.12	1.12
		小计	2	1.92	0.12	1.12
		合计	69	685.14	333.79	113.54

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，重新梳理了煤销集团及山西国电集团

原有业务板块。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、清洁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2014年~2015年合并财务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的审计结论；公司提供的2016年合并财务报告经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司提供的2017年前三季度财务报表未经审计。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2488.48 亿元，所有者权益 536.22 亿元（其中少数股东权益 131.82 亿元）；2016 年公司实现营业收入 710.14 亿元，利润总额 2.62 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 2575.22 亿元，所有者权益 543.09 亿元（其中少数股东权益 133.22 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 737.39 亿元，利润总额 10.97 亿元。

2. 资本及债务结构

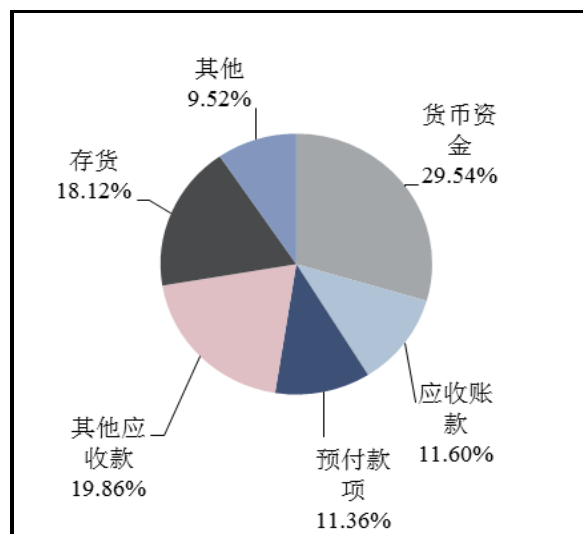
资产

2014年~2016年，公司资产总额有所增长，年均复合增长5.25%，截至2016年底，公司资产总额2488.48亿元，同比增长6.40%，其中，流动资产占比28.65%，非流动资产占比71.35%，公司资产以非流动资产为主且非流动资产占比逐年上升。

2014年~2016年，公司流动资产保持相对稳定，年均复合变化率为-1.16%，截至2016年底，公司流动资产712.84亿元，主要由货币资金（占29.54%）、预付账款（占11.36%）、应收账款（占11.60%）、其他应收款（占19.86%）

和存货（占18.12%）构成。

图7 公司2016年底流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2014 年~2016 年，公司货币资金有所增长，年均复合增长 8.09%，截至 2016 年底，公司货币资金 210.58 亿元，同比增长 13.96%，其中主要为银行存款（占 81.42%）和其他货币资金（占 18.56%），其他货币资金中，34.52 亿元使用受到限制，主要为银行承兑汇票保证金和结构性存款。

2014 年~2016 年，公司应收票据波动幅度较大，年均复合增长 0.90%，截至 2016 年底，公司应收票据合计 36.76 亿元，同比增长 67.85%，主要系票据结算业务增加所致，应收票据主要为银行承兑汇票 36.69 亿元。

2014 年~2016 年，公司应收账款有所波动，年均复合变化率为-0.35%，截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 82.67 亿元，同比下降 6.54%；公司应收账款中 94.61 亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 42.83%，1~2 年的占比 12.77%，公司应收账款综合账龄较长；截至 2016 年底，公司对应收账款累计计提坏账准备 17.96 亿元，计提比例为 17.85%。

2014 年~2016 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 11.34%，截至 2016 年底公司预付款项为 80.99 亿元，同比下降

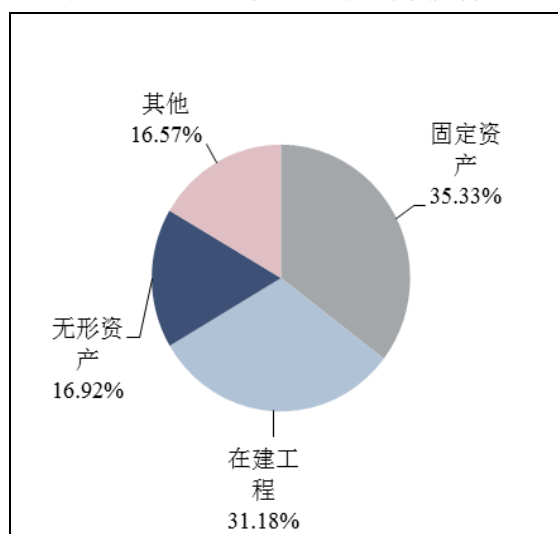
21.85%，公司煤炭物流业务对上游煤矿一般采用预付方式采购原煤，公司预付款项始终保持较大规模。

2014 年~2016 年，公司其他应收款规模有所下降，年均复合变化率为-9.94%，截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 164.39 亿元，其中 161.55 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 49.46%，1~2 年的占比 28.69%；截至 2016 年底公司其他应收款共累计计提坏账准备为 22.81 亿元，计提比例 13.88%，坏账计提较为充分。

2014 年~2016 年，公司存货有所增长，年均复合增长 8.16%，截至 2016 年底，公司存货账面价值 129.15 亿元，同比增长 12.84%，主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，截至 2016 年公司计提存货跌价准备 1.26 亿元，计提比例 0.97%，计提水平低。

2014 年~2016 年，公司非流动资产规模有所增长，年均复合增长 8.19%，截至 2016 年底，公司非流动资产 1775.64 亿元，同比增长 10.23%，主要由固定资产（占 35.33%）、在建工程（占 31.18%）和无形资产（占 16.92%）构成。

图 8 公司 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2014 年~2016 年，公司固定资产规模不断

增长，年均复合增长 10.82%，截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 923.31 亿元，累计折旧合计 293.90 亿元，占固定资产账面价值 31.83%，固定资产减值准备 2.03 亿元，截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 627.38 亿元，主要为房屋及建筑物（占 50.07%）、机器设备（占 44.61%）。

2014 年~2016 年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长 7.70%，截至 2016 年底，公司在建工程 553.66 亿元，同比增长 18.11%。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。

2014 年~2016 年，公司无形资产有所增长，年均复合增长 8.18%，得益于采矿权的增加，截至 2016 年底，公司无形资产 300.43 亿元，同比增长 7.30%，主要为土地使用权 287.31 亿元及采矿权 256.35 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 2575.22 亿元，较 2016 年底变化不大，其中流动资产占 30.26%，非流动资产占 69.74%，流动资产比重较 2016 年底有所上升，流动资产中货币资金大幅增长。

近年来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，整体资产质量一般。

所有者权益

2014 年~2016 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 1.63%，截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 536.22 亿元（含少数股东权益 131.82 亿元）；公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本⁵（占 92.14%）、

⁵ 截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 372.60 亿元，注册资本 360.00 亿元，差额部分为 2015 年山西省财政厅预拨给公司的资

其他综合收益（占 3.89%）、专项储备（占 3.04%）、其他权益工具（占 9.23%）和未分配利润（占-13.89%）构成。截至 2016 年底，公司其他权益工具新增 24.72 亿元，为公司于 2016 年发行的三期永续债“16 晋能 MTN001”、“16 晋能 MTN002”和“16 晋能 MTN003”；截至 2016 年底，公司未分配利润-56.18 亿元，其中其他调整因素调减未分配利润-5.49 亿元，主要系山西省人民政府将公司全资子公司山西金融租赁有限公司全部股份无偿划转至山西金融投资控股集团有限公司，因公司资本公积不足以冲减，直接冲减未分配利润 4.63 亿元所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 543.09 亿元（含少数股东权益 133.22 亿元），较 2016 年底，公司增加了对专项储备的计提。

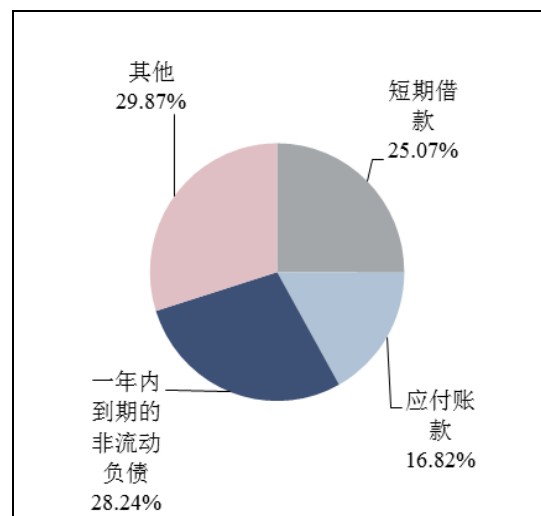
总体看，公司所有者权益保持相对稳定，未分配利润持续为负、少数股东权益占比较大，所有者权益质量一般。

负债

2014 年~2016 年，在投资项目资金需求的推动下，公司整体负债规模有所增长，年均复合增长 6.31%。截至 2016 年底，公司负债总额为 1952.26 亿元，同比增长 7.95%，其中流动负债占 50.54%，非流动负债占 49.46%。

2014 年~2016 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 12.02%，截至 2016 年底，公司流动负债 986.70 亿元，同比增长 14.05%，主要来自短期借款以及一年内到期的流动负债的增长，从流动负债结构来看，公司流动负债主要由短期借款（占 25.07%）、应付账款（占 16.82%）、其他应付款（占 10.37%）和一年内到期的流动负债（占 28.24%）构成。

图 9 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2014 年~2016 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 41.35%，截至 2016 年底，公司短期借款为 247.40 亿元，同比大幅增长 21.45%，主要是保证借款及信用借款大幅增加所致，截至 2016 年底，公司有两笔已到期未偿还的短期借款：（1）山西晋能千禧置业有限公司（以下简称“晋能千禧”）向深圳平安大华汇通财富管理有限公司取得借款 1.80 亿元，但因经济区政府未按照约定返还晋能千禧土地出让金，导致该笔借款仍未偿还，晋能千禧正积极与政府对接（2）公司四级子公司山西晋煤铁路物流有限公司应付清徐县金汇通小额贷款有限公司贷款资金 1.36 亿元，截至 2016 年底已逾期未偿还。

2014 年~2016 年，公司其他应付款波动幅度较大，年均复合变化率为-0.33%，截至 2016 年底，公司其他应付款 102.33 亿元，同比减少 18.13%。公司其他应付款主要是往来借款和保证金。

2014 年~2016 年，公司非流动负债规模保持相对稳定，年均复合增长 1.29%，截至 2016 年底，公司非流动负债 965.56 亿元，较 2015 年底基本保持稳定；公司非流动负债主要由长期借款（占 49.51%）、应付债券（占 26.00%）和长期应付款（占 20.65%）构成。

本金，截至报告出具日，尚未完成工商变更。

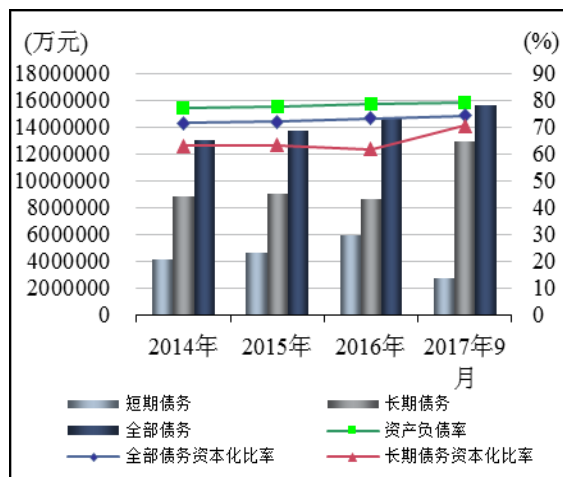
2014年~2016年,公司长期借款规模波动中有所下降,年均复合变化率为-5.69%,截至2016年底,公司长期借款494.93亿元,同比增长28.98%,长期借款主要为保证借款296.43亿元和信用借款115.29亿元。

2014年~2016年,公司应付债券波动中有所下降,年均复合变化率为-5.73%,截至2016年底,公司应付债券250.99亿元,同比下降34.36%,主要系公司于2016年偿还了额度18亿元“14晋电力PPN001”等债券所致。

2014年~2016年,公司长期应付款规模快速增长,年均复合增长45.81%,截至2016年底,公司长期应付款为199.34亿元,较2015年底增长20.73%,主要系新增应付太平洋资产管理有限责任公司长期应付款20.00亿元所致,长期应付款中的融资租赁部分已相应调整至长期债务中。

有息债务方面,2014年~2016年,公司调整后全部债务规模有所增长,年均复合增长6.03%,截至2016年底公司调整后全部债务合计1457.59亿元,同比上升6.61%,从长短期债务结构来看,短期债务占比40.83%,长期债务占比59.17%。

图 10 公司调整后债务负担情况



资料来源: 公司财务报告

2014年~2016年,公司债务负担随着债务规模的增长而有所上升,资产负债率和调整后全部债务资本化比率均呈上升趋势,三年平均

值分别为77.80%和72.45%,截至2016年底分别为78.45%和73.11%;调整后长期债务资本化比率三年均值为62.36%,截至2016年底为61.66%。考虑到截至2017年9月底,公司所有者权益中含已发行的权益性永续票据共计50亿元(为额度25亿元的“15晋能MTN003”、额度5亿元的“16晋能MTN001”、额度10亿元的“16晋能MTN002”和额度10亿元的“16晋能MTN003”计入“其他权益工具”49.50亿元),若将永续债券计入负债,公司2017年9月底资产负债率为80.84%,公司调整后全部债务资本化比率为76.56%。

截至2017年9月底,公司负债规模为2032.12亿元,较2016年底增长4.09%,其中流动负债占33.99%,非流动负债占66.01%,公司非流动负债占比明显提升;同期,公司债务规模较2016年底有所上升,为1562.53亿元,其中长期债务占82.77%,短期债务占17.23%。截至2017年9月底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为78.91%、74.21%及70.43%,债务指标较2016年底均有所上升。

总体看,近年来公司整体负债规模有所上升,债务负担偏重,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。

3. 盈利能力

近三年,受2014年~2016年上半年煤炭行业景气度不高、山西省公路销售体制改革和多元板块收入下滑影响,公司营业收入快速下降,2016年公司实现营业收入710.14亿元,同比下降7.81%;近三年,公司利润总额波动下降,年均复合变化率为-37.04%,2016年为2.62亿元,同比上升13.43%。从盈利指标来看,近年来公司营业利润率呈上升趋势,三年分别为6.53%、10.53%和11.22%。

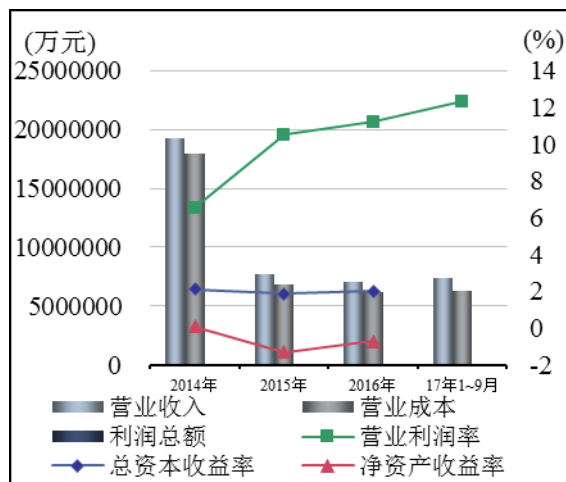
期间费用方面,2014年~2016年,公司期间费用不断下降,年均复合变化率为-16.83%,2016年公司期间费用合计97.24亿元,同比下降

14.86%，主要原因是财务费用同比下降27.70%至30.36亿元。

2014年~2016年，公司投资收益波动中有所下降，年均复合变化率为-13.25%，2016年公司实现投资收益11.41亿元，同比下降39.07%，公司投资收益主要来源于处置可供出售金融资产4.61亿元及持有可供出售金融资产取得收益3.26亿元。

2014年~2016年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长率为33.33%，2016年公司实现营业外收入17.08亿元，同比下降8.35%，主要为13.89亿元政府补助，其中公司收到公路体制改革资金支持9.68亿元。

图 11 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报告

2017年1~9月，受益于煤炭价格的持续回升及煤炭贸易业务量的增长，公司实现营业收入737.39亿元，前三季度营业收入已超过2016年总和，利润总额10.97亿元，净利润由负转正，为2.14亿元；同期，公司营业利润率上升至12.34%。

综合来看，受2014年~2016年上半年煤炭行业景气度不高、公路销售体制改革和多元板块业务萎缩等因素影响，近三年公司营业收入快速下降；投资收益及营业外收入等非经常性损益对公司利润总额的影响较大。伴随着2016年下半年以来煤炭价格的回升，2017年前三季度营业收入已超过2016年总和，煤炭

相关产业盈利能力明显回升，但整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流

从经营活动来看，2014年~2016年，公司经营活动现金流入量快速下降，年均复合变化率为-44.33%，2016年公司经营活动产生的现金流入量为750.81亿元，同比大幅下降31.58%，主要因为2016年上半年煤炭行业景气度仍然不高，公司煤炭生产收入持续下降，其中收到其他与经营活动相关的现金为132.35亿元，主要为公司煤炭业务往来款及保证金；2014年~2016年，公司经营活动现金流出量快速下降，年均复合变化率为-44.51%，2016年公司经营活动产生的现金流出量为718.58亿元，同比下降32.93%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金496.14亿元；2016年经营活动产生的现金流量净额32.23亿元，同比增长23.47%。2016年公司现金收入比为87.03%，同比下降4.21个百分点，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。

从投资活动来看，2014年~2016年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长10.09%，2016年公司投资活动现金流入量48.06亿元，同比下降24.68%，主要为收回投资收到的现金30.28亿元和收到其他与投资活动有关的现金11.40亿元；2014年~2016年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合变化率为-16.96%，2016年投资活动现金流出继续保持较高水平，为136.53亿元，主要原因是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。2016年，公司投资活动产生的现金流量为-88.47亿元，继续表现为净流出状态。

2016年，公司筹资活动前现金流量净额为-40.41亿元，公司外部筹资需求仍保持在较大规模。

2014年~2016年,公司筹资活动现金流入量快速增长,年均复合增长40.36%,2016年公司筹资活动现金流入633.49亿元,同比变化不大,主要为取得借款收到的现金528.53亿元;2014年~2016年,公司筹资活动现金流出量快速增长,年均复合增长41.55%,2016年公司筹资活动现金流出583.66亿元,同比上升8.44%,主要为偿还债务支付的现金400.18亿元;2016年筹资活动现金流量净额为49.83亿元,同比下降40.91%。

2017年1~9月,公司经营活动产生的现金流量净额为86.77亿元;同期,投资活动产生的现金流量净额为-65.15亿元;筹资活动产生的现金流量净额为19.10亿元。

总体看,公司经营性现金流入量规模较大,但现金净流量一般,2014年~2016年受行业景气度下行影响,无法满足在建项目投资需求,主要通过筹资活动弥补资金缺口;2017年1~9月,随着煤炭行业景气度的提升,公司经营活动现金流显著增长,外部融资压力有所缓解。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近三年公司流动比率、速动比率均呈下降趋势,三年均值分别为79.92%和66.60%,截至2016年底两项指标分别为72.24%和59.16%;2017年9月底,两项指标分别为112.82%和93.74%,较2016年底均明显提升,主要因为公司于2017年初偿还了大规模的一年内到期的非流动负债所致。近三年公司经营活动现金流流动负债比率波动中有所下降,2016年受公司经营活动产生的现金流量净额有所增长影响,公司经营现金流流动负债比为3.27%,同比上升0.25个百分点,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看,2014年~2016年,公司EBITDA分别为87.58亿元、96.28亿元和84.09亿元;同期,受利息支出规模不断扩大影响,EBITDA利息保护倍数呈下降趋势,

三年分别为1.27倍、1.27倍和0.96倍;随着债务规模的不断扩大,全部债务/EBITDA保护倍数快速上升,三年平均值为15.89倍,2016年为17.33倍。公司整体偿债能力弱。

截至2017年9月底,公司合并口径对外担保金额较大,合计30.28亿元,担保比例为5.58%,存在一定的或有负债风险。

表13 截至2017年9月底公司对外担保情况

被担保方	担保金额(元)
孟县牛村镇工业有限公司	38200000
王进财	2200000
郭明海	2600000
梁俊	2800000
王俊红	2400000
平定县天利洁净煤有限公司	19500000
平定县如海选煤公司	19600000
义井选煤厂	49000000
山西崇安能源发展有限公司	44000000
山西龙兴饮品有限公司	2000000
浑源县恒山陶瓷厂	2300000
山西燃气产业集团有限公司	2037107900
山西国强天然气输配有限公司	30000000
山西国际电力天然气有限公司	30044900
山西右玉元堡煤业有限公司	207000000
山西华光发电有限责任公司	516000000
山西宁武榆树坡煤业有限公司	23000000
合计	3027752800

资料来源:公司提供

公司对山西燃气担保金额大,为20.37亿元,为2015年山西燃气随公司燃气板块无偿划转,公司对山西燃气的有关债务提供连带责任担保。

截至2017年9月底,晋能集团共获各银行授信额度1594.04亿元,尚未使用额度894.79亿元。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。

6. 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11月6日,公司无未结清的不良及关注类信贷信息;已结清的信贷信息中有一笔415.63万元的欠息记录,根据中信银行股份有限公司提供的相关说明,该欠息系银行工作人员操作不当所致,非公司原因造成。总体来看,公司过

往债务履行情况良好。

7. 抗风险能力

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极强。

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 10 亿元,占 2017 年 9 月底公司长期债务及全部债务余额比例分别为 0.77%和 0.64%,本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

截至 2017 年 9 月底,公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为 78.91%、74.21%和 70.43%,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 78.99%、74.33%和 70.59%,公司债务负担将有所上升。考虑到公司已发行的额度 20 亿元的“17 晋能 MTN005”、额度 20 亿元的“17 晋能 MTN006”、额度 5 亿元的“17 晋能 MTN007”、额度 15 亿元的“18 晋能 MTN001”、额度 15 亿元的“18 晋能 MTN002”、额度 15 亿元的“18 晋能 MTN003”,拟发行的额度 10 亿元的 2018 年第四期中期票据及拟发行本期中期票据,以上述债券合计额度 110 亿元为基础进行测算,本期中期票据发行后,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将分别上升至 79.77%、75.45%和 72.10%。

考虑到公司本期中期票据募集资金将用于归还本息债务,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

2014 年~2016 年,公司 EBITDA 分别为

87.58 亿元、96.28 亿元和 84.09 亿元,分别为本期中期票据的 8.76 倍、9.63 倍和 8.41 倍。2014 年~2016 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 242.28 倍、109.74 倍和 75.08 倍;同期,公司经营活动现金净流量为本期中期票据的保障倍数分别为 8.90 倍、2.61 倍和 3.22 倍。

公司的存续债券主要集中于 2020 年兑付,若考虑公司所发行的债券集中兑付最高额度,则假设:1) 公司发行的永续债券会在第一个到期日正常赎回;2) 公司发行的非公开发行公司债券持有人不行使回售权。将于 2020 年兑付的存续债券包括中期票据(“15 晋能 MTN001”、“15 晋能 MTN002”、“17 晋能 MTN001”、“17 晋能 MTN002”、“17 晋能 MTN003”、“17 晋能 MTN004”、“17 晋能 MTN005”、“17 晋能 MTN006”和“17 晋能 MTN007”)、非公开发行公司债券(“17 晋能 01”、“17 晋能 02”)、永续债券(“15 晋能 MTN003”),公司将于 2020 年集中兑付的最高额度为 243.40 亿元(以下简称“测算额度”)。2014 年~2016 年,公司经营活动现金流入量分别是测算额度的 9.95 倍、4.51 倍和 3.08 倍。公司经营活动现金流入量对测算额度覆盖能力强。2014 年~2016 年,公司 EBITDA 分别为测算额度的 0.36 倍、0.40 倍和 0.35 倍。

总体看,公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强,经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。公司的存续债券主要集中在 2020 年兑付,公司面临一定的集中兑付压力。

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；煤炭行业景气度存在一定的波动性，电力板块经营压力大，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。

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煤炭价格趋于稳定，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，整体资产质量一般；近年来负债规模有所上升，债务负担偏重，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；受 2014 年～2016 年上半年煤炭行业景气度不高、公路销售煤炭体制改革及多元板块业务萎缩影响，近三年公司收入规模持续减小，盈利能力弱，现金流无法满足在建项目投资需求，主要通过筹资活动弥补资金缺口；伴随着 2016 年下半年以来煤炭价格的回升，2017 年前三季度营业收入已超过 2016 年总和，煤炭相关产业盈利能力明显回升；2017 年 1～9 月，公司经营活动现金流显著增长，外部融资压力有所缓解。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

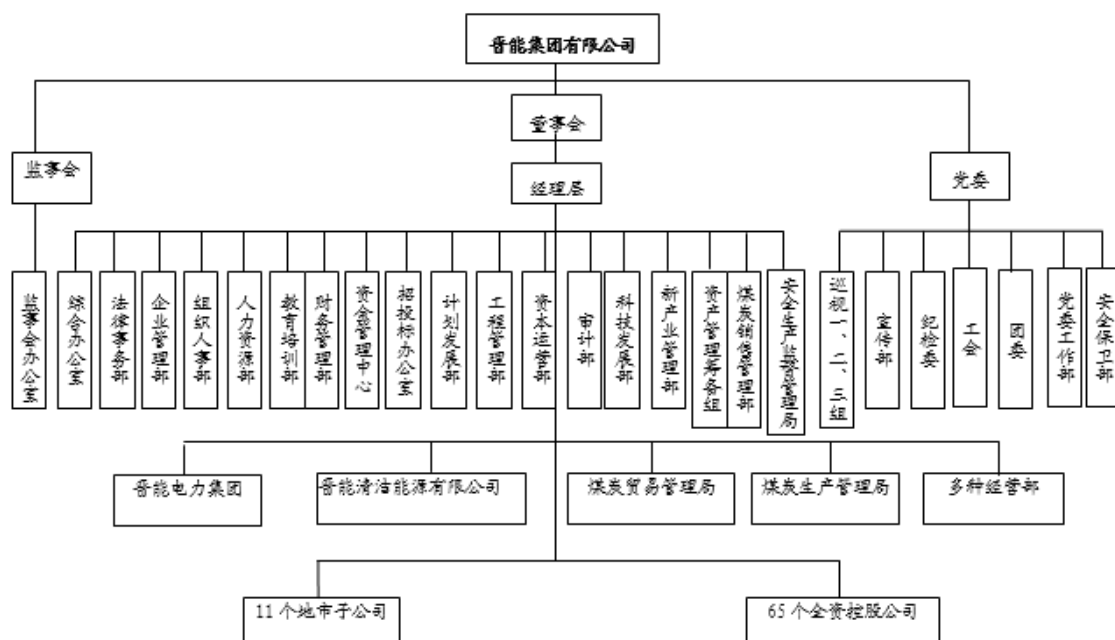
附件 1-1 公司股权结构⁶

序号	股东名称	出资金额（万元）	出资方式	股权比例%
1	山西省国有资本投资运营有限公司	2306020	货币/资本公积转增	64.06%
2	晋城市国资委	317617	货币/资本公积转增	8.82%
3	长治市国资委	245743	货币/资本公积转增	6.83%
4	阳泉市国资委	214297	货币/资本公积转增	5.95%
5	大同市国资委	132649	货币/资本公积转增	3.68%
6	太原市国资委	91162	货币/资本公积转增	2.53%
7	晋中市国资委	76630	货币/资本公积转增	2.13%
8	临汾市国资委	71344	货币/资本公积转增	1.98%
9	吕梁市国资委	56548	货币/资本公积转增	1.57%
10	朔州市国资委	31708	货币/资本公积转增	0.88%
11	忻州市国资委	28537	货币/资本公积转增	0.79%
12	运城市国资委	27745	货币/资本公积转增	0.77%
合计		3600000	--	100.00%

注：因四舍五入原因，部分分项数加总与合计数不一致。

⁶公司 2016 年财务报告中披露，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），山西省 11 个设区市国资委合计持有的公司 35.9439% 的国有股权，无偿划转由山西省国资委持有，公司变更为山西省国资委独资公司。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



注：董事会办公室、党委办公室、行政办公室合署为综合办公室。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	216.35	206.69	247.34	294.51
资产总额(亿元)	2246.60	2338.76	2488.48	2575.22
所有者权益(亿元)	519.15	530.19	536.22	543.09
短期债务(亿元)	412.16	461.29	595.12	269.28
长期债务(亿元)	884.47	905.96	862.47	1293.25
全部债务(亿元)	1296.63	1367.25	1457.59	1562.53
营业收入(亿元)	1929.63	770.26	710.14	737.39
利润总额(亿元)	6.61	2.31	2.62	10.97
EBITDA(亿元)	87.58	96.28	84.09	--
经营性净现金流(亿元)	88.96	26.10	32.23	86.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.87	6.71	6.18	--
存货周转次数(次)	16.42	6.03	5.06	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.34	0.29	--
现金收入比(%)	80.11	91.24	87.03	90.83
营业利润率(%)	6.53	10.53	11.22	12.34
总资本收益率(%)	2.10	1.86	2.00	--
净资产收益率(%)	0.09	-1.31	-0.73	--
长期债务资本化比率(%)	63.01	63.08	61.66	70.43
全部债务资本化比率(%)	71.41	72.06	73.11	74.21
资产负债率(%)	76.89	77.33	78.45	78.91
流动比率(%)	92.79	84.14	72.24	112.82
速动比率(%)	78.75	70.91	59.16	93.74
经营现金流动负债比(%)	11.31	3.02	3.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.27	1.27	0.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.80	14.20	17.33	--

注：1、2017 年前三财务数据未经审计；2、长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务；3、2016 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 49.47 亿元，2017 年 9 月底所有者权益计入公司发行的永续中票共计 49.50 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 2018 年度第五期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

晋能集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对晋能集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现晋能集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对晋能集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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晋能集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与晋能集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。