信用评级公告

联合〔2022〕4960 号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股电力集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持晋能控股电力集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 晋能 MTN002”“20 晋能 MTN001”“20 晋能 MTN002”“20 晋能 MTN003”“20 晋能 MTN004”“20 晋能 MTN007”“20 晋能 MTN009”“20 晋能 MTN010”“20 晋能 MTN011”“20 晋能 MTN012”“20 晋能 MTN013”“20 晋能 MTN014”“20 晋能 MTN016”“20 晋能 MTN017”“20 晋能 MTN018”“21 晋能电力 GN001（碳中和债）”“21 晋能电力 MTN001”“21 晋能电力 MTN002”“21 晋能电力 MTN003”“21 晋能电力 MTN004”“21 晋能电力 MTN005”“21 晋能电力 MTN011”和“21 晋能电力 MTN014”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

晋能控股电力集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
晋能控股电力集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 晋能 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN009	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN010	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN012	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN013	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN014	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN016	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN017	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋能 MTN018	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 GN001(碳中和债)	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
21 晋能电力 MTN014	AAA	稳定	AAA	稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能控股电力”）的跟踪评级反映了公司在政府支持、资源禀赋、区域市场地位、资产规模以及业务多元性等方面保持了显著的优势。跟踪期内，公司煤炭业务仍保持较大规模，且受益于煤炭价格的大幅提升，公司收入及盈利水平同比提高，公司电力业务经营较为稳定，同时受益于配电能力提升以及区域用电需求提高，公司配电量大幅增长。按照山西省国有煤炭企业资产重组事项的统一安排，公司未来可能移交部分煤炭和贸易业务，并接收其他省属能源企业的相关电力资产。此外，联合资信也关注到煤炭价格大幅上涨导致火电业务经营亏损、公司债务负担较重、销售模式转变导致公司应收账款大幅增加以及资产重组存在不确定性等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余到期券保障能力强；经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力较强。

未来，随着资产重组不断推进，公司将专注于电力板块和清洁能源板块发展，电力装机规模有望增加，公司在区域电力市场的行业地位将进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 晋能 MTN002”“20 晋能 MTN001”“20 晋能 MTN002”“20 晋能 MTN003”“20 晋能 MTN004”“20 晋能 MTN007”“20 晋能 MTN009”“20 晋能 MTN010”“20 晋能 MTN011”“20 晋能 MTN012”“20 晋能 MTN013”“20 晋能 MTN014”“20 晋能 MTN016”“20 晋能 MTN017”“20 晋能 MTN018”“21 晋能电力 GN001（碳中和债）”“21 晋能电力 MTN001”“21 晋能电力 MTN002”“21 晋能电力 MTN003”“21 晋能电力 MTN004”“21 晋能电力 MTN005”“21 晋能电力 MTN011”和“21 晋能电力 MTN014”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 晋能 MTN002	15 亿元	1.1 亿元	2023/03/15
20 晋能 MTN001	12 亿元	12 亿元	2023/01/08
20 晋能 MTN003	10 亿元	10 亿元	2023/03/27
20 晋能 MTN002	10 亿元	10 亿元	2023/04/23
20 晋能 MTN004	5 亿元	5 亿元	2023/04/30
20 晋能 MTN007	5 亿元	5 亿元	2023/06/17
20 晋能 MTN009	5 亿元	5 亿元	2023/07/15
20 晋能 MTN010	5 亿元	5 亿元	2023/08/05
20 晋能 MTN011	5 亿元	5 亿元	2023/08/18
20 晋能 MTN012	5 亿元	5 亿元	2023/08/21
20 晋能 MTN013	5 亿元	5 亿元	2023/08/26
20 晋能 MTN014	5 亿元	5 亿元	2023/09/02
20 晋能 MTN016	5 亿元	5 亿元	2023/09/29
20 晋能 MTN017	5 亿元	5 亿元	2023/10/16
20 晋能 MTN018	10 亿元	10 亿元	2023/10/30
21 晋能电力 GN001(碳中和债)	5 亿元	5 亿元	2023/06/17
21 晋能电力 MTN001	15 亿元	15 亿元	2023/08/24
21 晋能电力 MTN002	15 亿元	15 亿元	2023/08/31
21 晋能电力 MTN004	15 亿元	15 亿元	2023/09/17
21 晋能电力 MTN003	15 亿元	15 亿元	2023/09/24
21 晋能电力 MTN005	10 亿元	10 亿元	2023/10/18
21 晋能电力 MTN011	15 亿元	15 亿元	2024/10/29
21 晋能电力 MTN014	10 亿元	10 亿元	2024/11/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 晋能 MTN004”和“21 晋能电力 MTN005”为永续期中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

优势

1. **跟踪期内，公司收入增长，盈利能力提高。**受益于煤炭产销量的提升以及价格的大幅上涨，公司煤炭生产板块实现收入 481.15 亿元，同比增长 79.25%，并带动营业总收入同比增长 15.99%；同期，公司综合毛利率同比提高 8.83 个百分点至 25.76%。

2. **近年来山西省持续推进煤炭资产重组。重组后，公司定位为山西省内国有电力资产的承接主体，可获得股东支持力度大，未来电力业务竞争实力将稳步提升。**

关注

1. **行业周期性风险。**煤炭、电力行业周期性较强，煤炭价格波动对公司盈利水平影响很大。

2. **公司债务负担较重。**若考虑将永续债券调整至全部债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 1796.16 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.21%和 65.79%。

3. **资产重组存在不确定性，应收账款大幅增加。**公司未来将以电力为主营业务，可能移交部分煤炭和贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的电力业务资产。2021 年以来，按照重组事项安排，公司煤炭产品销售模式变化，以致公司应收账款显著增加。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	234.36	292.02	357.28	259.11
资产总额（亿元）	2945.37	3224.06	3415.35	3360.73
所有者权益（亿元）	885.40	976.91	941.67	976.88
短期债务（亿元）	749.73	636.12	712.61	689.88
长期债务（亿元）	852.44	1124.80	1078.64	1063.42
全部债务（亿元）	1602.16	1760.92	1791.25	1753.31
营业总收入（亿元）	1058.05	1009.10	1170.43	385.12
利润总额（亿元）	41.82	32.80	67.82	55.28
EBITDA（亿元）	183.96	175.87	271.98	--
经营性净现金流（亿元）	102.55	78.80	91.05	3.38
营业利润率（%）	15.41	14.24	21.59	23.54
净资产收益率（%）	2.49	1.61	2.06	--
资产负债率（%）	69.94	69.70	72.43	70.93
全部债务资本化比率（%）	64.41	64.32	65.54	64.22
流动比率（%）	48.74	58.99	69.38	68.97
经营现金流动负债比（%）	8.71	7.21	6.67	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.46	0.50	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.73	2.44	--

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

全部债务/EBITDA（倍）	8.71	10.01	6.59	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1290.93	1425.63	1438.51	1405.93
所有者权益（亿元）	488.42	484.54	449.83	444.23
全部债务（亿元）	732.94	880.07	877.87	856.50
营业总收入（亿元）	5.99	1.71	27.85	9.01
利润总额（亿元）	0.98	6.79	3.82	0.06
资产负债率（%）	62.17	66.01	68.73	68.40
全部债务资本化比率（%）	60.01	64.49	66.12	65.85
流动比率（%）	172.78	202.29	254.95	252.83
经营现金流动负债比（%）	-6.47	-6.55	12.12	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计，已根据最新会计准则对 2019 年和 2020 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至全部债务测算

资料来源：公司财务报告

分析师：黄 露　张 葛
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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 晋能电力 MTN014	AAA	AAA	稳定	2021/11/16	张博、余瑞娟、张葛	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
21 晋能电力 MTN011	AAA	AAA	稳定	2021/10/22	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 MTN005	AAA	AAA	稳定	2021/09/09	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/08/26	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/08/26	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/08/12	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/08/12	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
18 晋能 MTN002、20 晋能 MTN001、20 晋能 MTN002、20 晋能 MTN003、20 晋能 MTN004、20 晋能 MTN007、20 晋能 MTN009、20 晋能 MTN010、20 晋能 MTN011、20 晋能 MTN012、20 晋能 MTN013、20 晋能 MTN014、20 晋能 MTN016、20 晋能 MTN017、20 晋能 MTN018、21 晋能电力 GN001（碳中和债）	AAA	AAA	稳定	2021/06/28	张博、余瑞娟、张葛		阅读全文
21 晋能电力 GN001（碳中和债）	AAA	AAA	稳定	2021/04/19	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN018	AAA	AAA	稳定	2020/10/23	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN017	AAA	AAA	稳定	2020/09/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN016	AAA	AAA	稳定	2020/09/22	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN014	AAA	AAA	稳定	2020/08/21	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN013	AAA	AAA	稳定	2020/08/18	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN012	AAA	AAA	稳定	2020/08/13	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN011	AAA	AAA	稳定	2020/08/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN010	AAA	AAA	稳定	2020/07/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN009	AAA	AAA	稳定	2020/06/29	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN007	AAA	AAA	稳定	2020/04/27	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/04/22	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/03/16	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/03/11	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/12/27	张博、王宇飞		阅读全文
18 晋能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/12/12	常启睿、王爽	煤炭行业企业信用分析要点（2013）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受晋能控股电力集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

晋能控股电力集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），是经山西省人民政府批准，由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在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”）的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。2020 年 10 月 26 日，公司收到控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）《晋能控股集团有限公司股东决定》称，山西国资运营以其持有的晋能集团 64.0561%股权依法划转出资到晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）。2020 年 10 月 27 日，山西省市场监督管理局受理并完成公司控股股东由山西国资运营变更为晋能控股集团的工商变更登记。变更后，公司控股股东为晋能控股集团，持股比例为 64.0561%，山西省 11 个设区市国资委合计持股比例为 35.9439%，山西国资运营持有晋能控股 100%股权，公司实际控制人仍为山西省国资委。2020 年 11 月，公司更名为现名。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 360.00 亿元，实收资本 372.60 亿元，控股股东为晋能控股集团，实际控制人为山西省国资委（股权结构图详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。截至 2021 年底，公司拥有一级子公司 11 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 3415.35 亿元，所有者权益 941.67 亿元（含少数股东权益 288.37 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 1170.43 亿元，利润总额 67.82 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3360.73 亿元，所有者权益 976.88 亿元（含少数股东权益 302.13 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 385.12 亿元，利润总额 55.28 亿元。

公司注册地址：山西示范区南中环街 426 号山西国际金融中心 2 号楼；法定代表人：刘文彦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司经联合资信评定存续债券募集资金均已按计划使用，除尚未到首个付息日的债券外，公司存续债券均已按期支付利息。

表 1　截至报告出具日经联合资信评定存续债券概况

债券名称	债券余额（亿元）	发行金额（亿元）	起息日	期限
18 晋能 MTN002	1.10	15.00	2018/03/15	5 年
20 晋能 MTN001	12.00	12.00	2020/01/08	3 年
20 晋能 MTN003	10.00	10.00	2020/03/27	3 年
20 晋能 MTN002	10.00	10.00	2020/04/23	3 年
20 晋能 MTN004	5.00	5.00	2020/04/30	3 年
20 晋能 MTN007	5.00	5.00	2020/06/17	3 年
20 晋能 MTN009	5.00	5.00	2020/07/15	3 年
20 晋能 MTN010	5.00	5.00	2020/08/05	3 年
20 晋能 MTN011	5.00	5.00	2020/08/18	3 年
20 晋能 MTN012	5.00	5.00	2020/08/21	3 年
20 晋能 MTN013	5.00	5.00	2020/08/26	3 年
20 晋能 MTN014	5.00	5.00	2020/09/02	3 年
20 晋能 MTN016	5.00	5.00	2020/09/29	3 年
20 晋能 MTN017	5.00	5.00	2020/10/16	3 年
20 晋能 MTN018	10.00	10.00	2020/10/30	3 年
21 晋能电力 GN001（碳中和债）	5.00	5.00	2021/06/17	2 年
21 晋能电力 MTN001	15.00	15.00	2021/08/24	2 年
21 晋能电力 MTN002	15.00	15.00	2021/08/31	2 年

21 晋能电力 MTN004	15.00	15.00	2021/09/17	2 年
21 晋能电力 MTN003	15.00	15.00	2021/09/24	2 年
21 晋能电力 MTN005	10.00	10.00	2021/10/18	2 年
21 晋能电力 MTN011	15.00	15.00	2021/10/29	3 年
21 晋能电力 MTN014	10.00	10.00	2021/11/25	3 年

注：“20晋能MTN004”和“21晋能电力MTN005”为永续期中期票据，期限分别为3+N年和2+N年
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

（一）煤炭行业

1. 行业运行

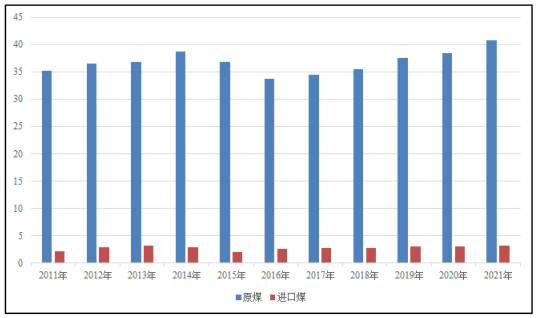
煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019－2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

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 57%，大幅高于 27%的世界平均水平[2]。“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。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

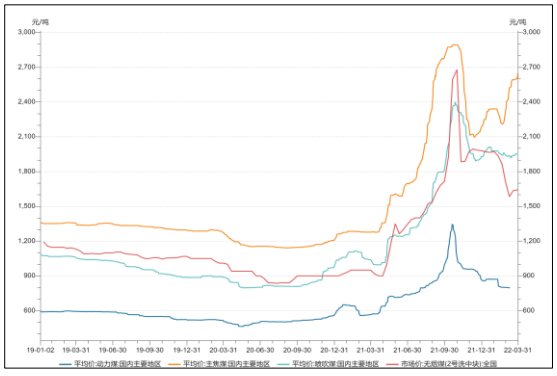
图 1　煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降[3]，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同

[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

[3]2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

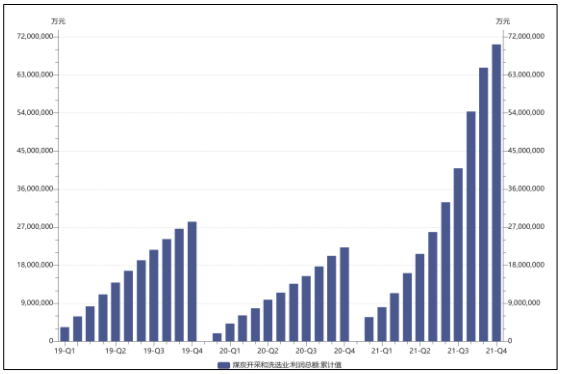
时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3　2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2. 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）[4]，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不

[4] 2017－2021年为470~600元/吨

当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022 年 4 月 28 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对所有煤炭实施税率为 0 的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10~20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%

3. 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有中长期的发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势

的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

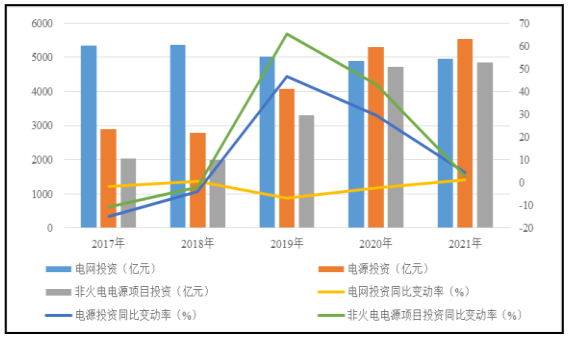
（二）电力行业

1. 行业概况[5]

伴随经济快速复苏，2021年，全国电力投资完成额及发售电量规模均同比回升；受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，替代作用日益突显。

近年来，我国电网建设保持较大投资规模，2021年作为“十四五”开局之年，电网工程建设完成投资4951亿元，同比增长1.12%；其中建成投运3条特高压工程，将有效提升跨区跨省资源配置能力。受电力需求增长以及电源结构调整等政策导向影响，我国电源工程投资整体保持快速增长趋势，并逐步超过电网建设投资，2021年为5530亿元，同比增长4.5%，增速回落主要由于前期受补贴退坡引发抢装潮影响，风电项目投资基数较大。2019－2021年，风电项目投资占电源工程投资的比重分别为37.99%、50.13%和44.81%。

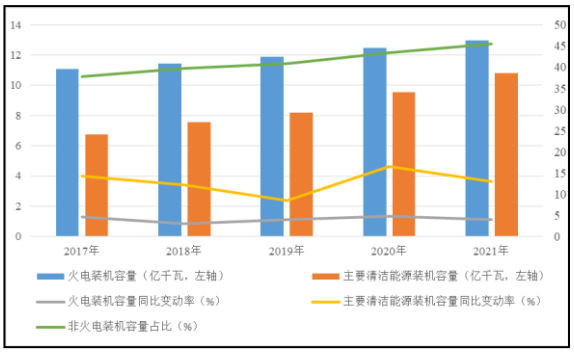
图 4　近年中国电源及电网投资情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

装机容量方面，2021年，全国新增发电装机容量17629万千瓦。其中，受“双控”和“双碳”政策限制，火电新增装机容量同比减少1032万千瓦；在平价上网引发抢装潮背景下，由于新增陆上风电已于2021年实现平价上网，当期增量同比明显缩减，而海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，受此影响，风电新增装机容量同比减少2454万千瓦。截至2021年底，全国全口径发电设备装机容量23.77亿千瓦，较上年底增长7.94%。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为47.0%，首次超过煤电装机规模。

图 5　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

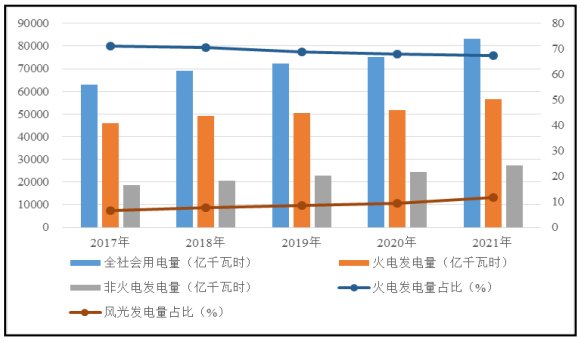
用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度全社会用电量同比增长21.2%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后底”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面，2021年，全国发电设备利用小时数为3817小时，同比提高61小时，除水电因来水情况波动影响利用小时有所下降外，其他电源利用小时均同比提升。伴随装机容量的增长以及用电需求的大幅回升，全国全口径

[5] 电力行业数据主要来自中国电力企业联合协会（以下简称“中电联”）和北极星电力网，并已根据历年统计报告中的期初数据追溯调整上年度期末数据

发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2021年，全国全口径发电量8.38万亿千瓦时，同比增长9.84%。其中，火电在发电量中占比逐年下降，2021年约为67%，但短期内仍发挥重要的压舱石作用；同期，风电和太阳能发电发展迅速，2021年发电量合计占比首次超过10%。

图 6　中国发电量、用电量情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

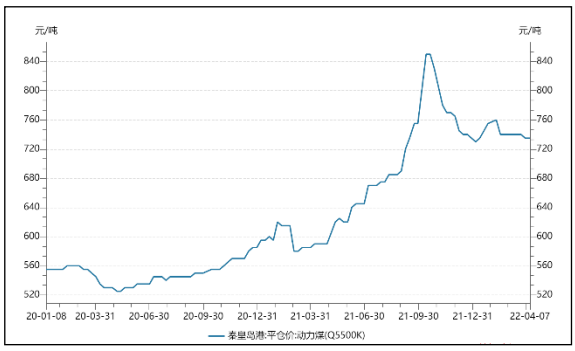
2. 行业关注及政策调整

近年来，煤炭价格受供需影响波动较大，2021 年，煤炭价格大幅上涨致使煤电企业成本控制压力剧增。随着碳减排政策的陆续出台，电源结构将加速调整，火电调峰作用逐步突显。

（1）煤炭价格及供需波动

2020 年下半年以来，在安全检查、大秦铁路检修、疫情防控导致的交通管制、进口煤限制等多重因素影响下，我国煤炭产量增速放缓，进口煤量同比下降。煤炭供不应求导致其价格快速大幅拉升，进而严重激化煤、电价格矛盾。对此，我国政府采取一系列措施，如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约情况、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力、将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%等，增强煤炭保供、加强成本传导。在多重政策引导下，2021 年四季度，煤炭价格有所回落，但仍保持较高水平。2022 年 2 月，国家发展改革委进一步印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），明确了动力煤中长期交易价格的合理区间[6]，并明令限制哄抬价格行为，预计2022年动力煤价格或将得以有效控制以缓和火电企业亏损问题。

图7　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

（2）限电问题有所改善

国家陆续出台《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》《解决弃水弃风弃光问题实施方案》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率提升，弃电问题得以缓解。2021年，全国全年弃风电量约206亿千瓦时，弃光电量约68亿千瓦时，弃水电量约175亿千瓦时，分别约占风电、光伏和水电发电量的3.14%、2.08%和1.31%。

（3）碳减排政策

2020年9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，要力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。生态环境部也陆续发布碳排放交易相关文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。此外，

[6] 秦皇岛港下水煤（5500 千卡）价格合理区间为每吨 570~770 元，山西、陕西、蒙西煤炭（5500 千卡）出矿环节价格合理区间分别为每吨 370~570 元、320~520 元、260~460 元，蒙东煤炭（3500 千卡）出矿环节价格合理区间为每吨 200~300 元

2021年10月，国家发展改革委、国家能源局发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确要求新建机组类型及压降煤耗标准，不断推进煤电机组灵活性改造。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比有望持续提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

2022年，预期全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2021－2022年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2022年全国电力供需总体平衡，迎峰度夏、迎峰度冬期间部分区域电力供需偏紧。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，包括加强能源安全检测预警、持续增加国内煤炭供应总量并形成煤矿应急生产能力、推进电煤中长协签订及履约监管、给予火电企业金融支持、发挥行政和市场两种调节手段以理顺电价形成机制来平抑电力产业链波动等方面，保障电力燃料供应，以便更充分发挥煤电兜底作用；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次加快研发和突破新型电力系统关键技术，确保大电网安全稳定运营和控制，以便有序推动大规模新能源建设；此外，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权结构不变化。截至2022年3月底，公司注册资本360.00亿元，实收资本372.60亿元，控股股东为晋能控股集团，实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司同时具备煤炭生产运销和电力行业的双重优势，内部产业链较为完善。目前，煤炭规模优势较为明显，且受益于煤炭价格上涨，公司整体盈利能力提升。公司作为山西省内国有电力资产的承接主体，随着山西省内能源企业专业化重组事项推进，公司电力业务竞争实力将显著提升。

煤炭生产方面，截至2022年3月底，公司拥有煤矿134座，其中在产煤矿72座、基建煤矿17座；总产能12810万吨/年，其中在产煤矿产能8100万吨/年、基建煤矿产能1470万吨/年。2021年，公司煤炭产量8783.35万吨，同比提高6.82%，同时受益于煤炭价格的大幅上涨，煤炭生产板块毛利率同比提高11.75个百分点。

发电业务方面，公司发电业务涉及煤电、燃气发电、风电和光伏发电等，截至2022年3月底，公司已投产控股装机容量788.28万千瓦，其中火电装机容量580.40万千瓦。2021年，公司实现发电量300.86亿千瓦时，同比变化不大。

配电业务方面，截至2022年3月底，公司共拥有变电站128座，其中，220kV变电站9座，容量2649MVA，线路长度703.71kM；110kV变电站50座，容量4231MVA，线路长度

1717.90kM；35kV变电站69座，容量1038.8MVA，线路长度1645.20kM。受益于公司配电能力的提升以及区域用电需求的增长，2021年，公司配电量同比大幅增长75.37%。

公司作为山西国有能源集团企业资产专业化重组的参与企业之一，是未来山西省内国有电力资产的承接主体，随着山西省国有资产专业化重组事项的推进，公司未来业务重心更加明确，区域市场行业地位将显著提升。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：1401010002027282），截至2022年6月2日，公司无已结清或未结清不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月22日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度无重大变化，部分管理人员变更系正常人事变动，对公司实际经营无重大影响。

2021年2月，公司发布了《晋能控股电力集团有限公司关于董事长发生变动的公告》，同意选举刘文彦先生为公司董事长。2021年5月，公司发布了《晋能控股电力集团有限公司关于总经理发生变动的公告》，同意聘任刘会成先生为公司总经理。

公司董事长刘文彦先生，1965年9月生，研究生学历，高级工程师。刘文彦先生曾任晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）副总工程师、党委常委、副总经理，同煤大唐塔山发电公司董事长、总经理，晋能控股山西电力股份有限公司党委书记、董事长，公司党委副书记。

公司总经理刘会成先生，1965年5月生，大学学历。刘会成先生曾任山西财经学院高教研究室副主任、教学质量检查科副科长，山西通宝能源股份有限公司党委书记、总经理，山西国际电力集团有限公司办公室主任、党委委员、副总经理。

八、重大事项

公司正推进部分煤炭和电力资产划转，未来在对外移交部分煤炭和贸易业务资产的同时接收相关电力资产，有利于公司电力装机规模将进一步扩大和区域行业地位的提升，但资产重组规划及后续推进程度仍存不确定性。

2020年，山西省国资委对省属企业进行了专业化资产重组。为进一步理顺相关资产的产权关系，加快推动改革落地，根据晋能控股集团关于推进省属企业专业化重组有关事宜安排，公司及所属子公司煤销集团、晋能电力集团有限公司（以下简称“晋能电力”）和临汾聚晟能源有限公司（以下简称“临汾聚晟”）拟参与相关资产重组事项。

在煤炭资产专业化重组方面，公司主要作为煤炭业务资产的置出方，其中由煤销集团拟将其持有的山西煤炭运销集团能源投资开发有限公司41%股权，山西煤炭运销集团临汾有限公司、山西煤炭运销集团吕梁有限公司的100%股权以及按照区域性整体原则，长期托管给上述两个公司的24家县区公司100%股权无偿划转至山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）。公司将减少煤炭总产能2655万吨/年，减少在产煤炭产能945万吨/年。

由临汾聚晟拟将其持有的山西煤炭运销集团临汾矿业投资有限公司（以下简称“临汾矿业公司”）55%股权无偿划转至山煤集团煤业管理有限公司。公司将丧失对临汾矿业公司的控制权，将减少煤炭产能120万吨/年。

在电力资产专业化重组方面，公司为山西省属国有企业电力资产的重组的承接方，其中由华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳新材料”）拟将以其持有的华润电力（宁武）有限公司50%股权和冀建投寿阳热电有限责任

公司30%股权向晋能电力增资扩股，并预计持有晋能电力11.75%股权，公司未丧失对晋能电力的控制权。

由潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安集团”）将其子公司所持有的山西潞安光伏发电有限公司100%股权、山西潞安容海发电有限责任公司100%股权、山西潞安太阳能科技有限责任公司100%股权、山西潞安余吾热电有限责任公司99.5%股权无偿划转至晋能控股集团后，由晋能控股集团再将上述股权同步无偿划转至公司。公司将增加电力装机容量78.50万千瓦，增加电池及组件综合产能4.5GW。

上述重组事项基准日为2020年12月31日，截至本报告出具日，上述重组事项尚未完成产权过户及工商变更登记。但相关资产的管理权已实际移交。

此外，根据晋能控股集团内部资产整合规划，公司旗下其他煤炭资产交由晋控煤业集团管理，晋控煤业集团和晋能控股装备制造集团有限公司旗下电力资产交由公司管理。

根据上述资产整合规划，公司煤矿的生产、经营、安全等方面委托晋控煤业集团、焦煤集团进行统一管理，实现煤炭板块管理专业化、精细化。煤炭销售由晋控煤业集团和焦煤集团进行统一销售、统一回款，销售回款视晋控煤业集团和焦煤集团的回款率及煤矿的资金需求，由晋控煤业集团和焦煤集团进行拨付，未拨付部分计入公司应收账款科目。

未来，公司部分煤炭、贸易业务资产可能移交，同时公司接收相关电力资产，但重组方案推进时间、重组范围等方面仍存不确定性。联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务及整体收入结构未发生重大变化。受益于煤炭价格上涨，公司收入增长，整体盈利能力提高，但电力板块出现成本倒挂。

2021 年，公司营业总收入同比增长 15.99%，主要由于煤炭价格大幅上涨带动煤炭生产板块收入同比增长 79.25%。同期，公司缩减煤炭贸易规模，贸易物流板块收入同比下降 15.05%；主要由于配电量同比增长，电力板块收入同比增长 9.63%。

毛利率方面，2021 年，受益于煤炭价格大幅上涨，公司煤炭生产和贸易物流板块盈利能力均有所提升。其中，煤炭生产板块毛利率同比提高 11.75 个百分点；但公司电力业务以煤电为主，燃料成本上涨导致公司电力板块成本倒挂，毛利率同比下降 19.88 个百分点至-8.98%。公司其他板块盈利水平同比变化不大。2021 年，公司综合毛利率同比提高 8.83 个百分点。

2022 年一季度，公司实现营业总收入 385.12 亿元，同比增长 40.91%，主要由于煤炭价格同比上涨以及配电业务规模扩大。2022 年一季度，由于煤炭价格仍保持高位，公司煤炭生产板块毛利率较上年全年提高 9.32 个百分点，同期，由于成本传导带动平均上网电价的提高，公司电力板块毛利率较 2021 年全年水平提高 12.59 个百分点，并实现扭亏。2022 年一季度，公司综合毛利率较 2021 年全年水平小幅提高 1.10 个百分点。

表 3　2020－2021 年及 2022 年 1－3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1－3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
煤炭生产	268.43	26.60	43.31	481.15	41.11	55.06	131.42	34.12	64.38
贸易物流	538.01	53.32	4.43	457.02	39.05	6.95	175.58	45.59	7.65
电力	147.31	14.60	10.90	161.50	13.80	-8.98	60.32	15.66	3.61
清洁能源	31.04	3.08	27.32	33.30	2.85	32.43	9.24	2.40	25.00

多元业务	24.31	2.41	25.59	37.46	3.20	22.90	8.56	2.22	10.98
合计	**1009.10**	**100.00**	**16.93**	**1170.43**	**100.00**	**25.76**	**385.12**	**100.00**	**26.87**

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 煤炭生产板块

2021 年，市场煤炭需求增加，在煤炭保供背景下，公司煤炭产量同比提升，煤炭价格大幅上涨带动该板块整体盈利能力明显提高。

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。

跟踪期内，公司出售部分煤炭资产，公司煤炭资源量及产能有所下降。截至 2021 年底，公司共有煤矿 134 座，总产能 12810 万吨/年。其中，在产煤矿 72 座，合计产能 8100 万吨/年。公司拥有选煤厂 35 座，洗选能力 6510 万吨/年。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、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。

表 4　截至 2021 年底公司煤炭资源储备情况　（单位：座、万吨/年）

项目	煤矿数量	总产能	在产煤矿数量	在产煤矿产能	基建煤矿数量	基建煤矿产能	停缓建煤矿数量	停缓建没矿产能
大同公司	20	1095	9	555	2	180	9	360
朔州公司	3	270	2	180	1	90	0	0
忻州公司	6	840	3	540	1	90	2	210
太原公司	8	765	1	90	1	90	6	585
晋中公司	11	1085	7	740	0	0	4	345
吕梁公司	8	810	2	270	3	300	3	240
阳泉公司	12	1230	9	1050	0	0	3	180
长治公司	19	2090	12	1700	2	120	5	270
晋城公司	22	1860	16	1260	2	180	4	420
临汾公司	16	1260	5	510	4	300	7	450
晋神能源公司	2	640	2	640	0	0	0	0
王家岭公司	1	400	1	400	0	0	0	0
能源投资公司	6	465	3	165	1	120	2	180
合计	**134**	**12810**	**72**	**8100**	**17**	**1470**	**45**	**3240**

资料来源：公司提供

表 5　公司煤炭生产情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
商品煤产量（万吨）	8222.27	8783.35	2128.39
商品煤销量（万吨）	7422.73	7855.88	1907.20
平均售价（元/吨）	361.63	612.46	689.08
平均生产成本（元/吨）	205.01	281.62	245.46

资料来源：公司提供

2021年，公司商品煤产量同比增长6.82%，主要由于保供背景下忻州公司和晋神能源公司产量增幅较大。公司煤炭采用市场化销售模式，主要通过公司内部贸易物流公司销往用煤客户。2021年，公司商品煤销量同比增长5.84%，煤炭产销率保持较高水平。公司煤炭生产成本处于较低水平，受职工薪酬增长影响，2021年煤炭平均生产成本同比提高37.37%，但煤炭售价同比提高69.36%，增幅明显高于成本增幅，带动公司煤炭板块整体盈利水平的提高。2022年一季度，公司煤炭生产较为稳定，吨煤价差进一步扩大，公司煤炭板块整体盈利能力强。

跟踪期内，公司未发生安全生产事故，煤炭开采综合机械化程度和采掘机械化程度均保持100.00%。

3. 贸易物流板块

2021 年以来，公司整体贸易量有所缩减，受益于煤炭价格的提升，平均毛利提高。同时，由于销售模式的调整，公司客户集中度明显提高。

公司贸易物流板块为煤炭运销业务，为煤销集团核心业务。在物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，运输方式灵活多样，运输网络辐射广，可实现国内主要用煤区域物流运输全覆盖。截至 2022 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，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，吞吐规模达 4150 万吨；省际间及省外消费地煤炭超市 8 座，吞吐规模达 3700 万吨。公司自购运输车辆 1060 辆，整合社会车辆 7859 辆。公司拥有铁路发运站点 111 座，发煤站 69 座，铁路专用线 4 条，主要分布在大秦线、朔黄线、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。

近年来，公司逐步缩减贸易量，2021年，公司煤炭贸易量同比大幅缩减47.83%，但由于煤炭价格大幅上涨，公司贸易业务平均毛利提高，该板块整体盈利水平有所提高。2022年一季度，公司贸易量为2021年全年的34.24%，平均毛利较2021年进一步提高。

表 6　公司贸易物流情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
贸易量（万吨）	13898.48	7250.60	2482.33
平均售价（元/吨）	387.10	630.32	707.32
平均毛利（元/吨）	17.16	43.80	54.10

资料来源：公司提供

公司外采煤炭资源主要分布在山西、陕西、内蒙古等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。从下游客户情况来看，公司共为省内外 400 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。但根据晋能控股集团相关安排，公司已移交管理权的自产煤炭由晋控煤业集团和焦煤集团进行统一销售、统一回款。受此影响，公司煤炭销售客户集中度大幅提升，2021 年，晋控煤业集团贸易量约占总贸易量的 55%。

4. 电力及清洁能源板块

跟踪期内，公司发电业务整体运营稳定，火电机组规模大，但发电量占比有所下降。同期，受益于公司配电能力的提升以及区域用电量的增长，公司配电量大幅提升。

公司电力板块运营主体为山西国电。其中发电业务和售电业务各自独立运营。跟踪期内，公司电力业务经营模式无重大变化。

（1）发电业务

公司发电业务涉及煤电、燃气发电、风电和光伏发电等。截至 2021 年底，公司已投产控股装机容量 788.28 万千万，同比略有下降，主要由于公司于2021年底出售山西天桥水电有限公司（12.8 万千瓦），不再开展水电业务。2022 年一季度，公司装机容量无变化。

表 7　公司电力装机及发电量情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
装机容量（万千瓦）	**760.92**	**801.08**	**788.28**
其中：煤电	494.00	494.00	494.00
燃气发电	86.40	86.40	86.40
风电	104.30	128.30	128.30
光伏发电	63.42	79.58	79.58
水电	12.80	12.80	--
发电量（亿千瓦时）	**293.30**	**299.76**	**300.86**
其中：煤电	240.35	243.59	236.41
燃气发电	21.17	19.90	17.90
风电	17.13	17.77	26.88
光伏发电	5.90	10.52	12.05
水电	8.75	7.98	7.62

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司火电经营主体及整体经营模式无重大变化。公司火电业务下辖各电厂均纳入省级调度部门统一调度，所产电力全部并入山西电网，上网电价由山西省物价局核定，并按照上网量每月与国家电网山西省电力公司现金结算一次。

表8 公司火电机组运营情况（单位：亿千瓦时、克/千瓦时、元/千瓦时、小时、万千瓦）

名称	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	名称	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
阳光发电	发电量	59.06	56.07	14.65	国峰煤电	发电量	30.62	32.00	7.80
	上网电量	54.06	51.08	13.29		上网电量	28.53	29.74	7.23
	供电标煤耗	318.03	320.36	266.88		供电标煤耗	335.02	332.62	280.37
	平均上网电价	0.30	0.32	0.40		平均上网电价	0.30	0.22	0.32
	平均利用小时	4613.87	4380.69	1144.53		平均利用小时	5103.65	5333.02	1300.00
耀光煤电	发电量	19.03	16.25	5.03	国金电力	发电量	32.85	32.00	9.81
	上网电量	16.71	13.90	4.32		上网电量	30.09	29.60	9.05
	供电标煤耗	380.45	383.35	325.61		供电标煤耗	346.77	328.50	273.09
	平均上网电价	0.30	0.28	0.37		平均上网电价	0.29	0.21	0.29
	平均利用小时	4758.33	4061.56	1256.82		平均利用小时	4693.36	4571.73	1401.11
长治热电	发电量	34.35	37.00	9.84	大土河热电	发电量	37.82	34.01	8.80
	上网电量	31.17	33.59	8.87		上网电量	35.02	31.24	8.08
	供电标煤耗	316.89	314.98	279.61		供电标煤耗	322.88	320.17	277.14
	平均上网电价	0.30	0.20	0.30		平均上网电价	0.27	0.33	0.35
	平均利用小时	5204.60	5605.38	1490.30		平均利用小时	5402.69	4857.93	1257.33
国锦煤电	发电量	29.86	29.08	7.89	嘉节燃气	发电量	19.90	17.90	10.86
	上网电量	26.40	25.49	6.73		上网电量	19.53	17.53	10.65
	供电标煤耗	322.13	320.50	234.38		平均上网电价	0.67	0.56	0.56
	平均上网电价	0.29	0.39	0.38		平均利用小时	2314.00	2081.00	1262.66
	平均利用小时	4976.71	4846.72	1314.73	**合计**	**装机容量**	**580.40**	**580.40**	**580.40**

注：山西阳光发电有限责任公司简称“阳光发电”、山西耀光煤电有限责任公司简称“耀光煤电”、晋能长治热电有限公司简称“长治热电”、山西国锦煤电有限公司简称“国锦煤电”、山西国峰煤电有限责任公司简称“国峰煤电”、山西国金电力有限公司简称“国金电力”、晋能大土河热电有限公司简称“大土河热电”、晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司简称“嘉节燃气”
资料来源：公司提供

2021年，受区域社会用电需要波动以及清洁能源电量冲击影响，部分机组利用小时同比下降，导致公司火电发电量同比下降3.48%。由于发电燃料主要为中低热值煤，公司煤电机组整体供电标煤耗仍偏高。跟踪期内，由于煤炭价格大幅上涨，公司火电经营亏损，但收益与电力成本传导带动主要电厂平均上网电价的提高，2022年一季度，火电亏损规模缩减。

公司风电机组全部位于第四类风区，平均上网电价处于高水平。跟踪期内，公司风电装机无变化，机组利用小时提升带动风电发电量同比提高 51.27%，但平均上网电价由于市场竞争加剧而有所下降。

跟踪期内，公司光伏发电装机容量有所下降，但机组利用小时整体提升，带动发电量同比增长14.54%，平均上网电价由于市场竞争加剧而有所下降。

（2）配电业务

公司配电业务由山西地方电力有限公司负责运营，承担山西省内吕梁、临汾、朔州下辖的 12 个县（区）电力配售业务。跟踪期内，公司配电业务经营模式无重大变化，仍主要从国家电网山西省电力公司及公司控股电厂采购电能，再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 2022 年 3 月底，公司共拥有变电站 128 座，其中，220kV 变电站 9 座，容量 2649MVA，线路长度 703.71 公里；110kV 变电站 50 座，容量 4231MVA，线路长度 1717.90 公里；35kV 变电站 69 座，容量 1038.8MVA，线路长度 1645.20kM。

2021 年以来，受益于公司配电能力提高，以及区域用电需求增长，公司配电量同比增长 75.37%。

表 9　公司配电业务主要经营数据

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
配电量（亿千瓦时）	99.85	175.11	54.34
平均售电价（元/千瓦时）	0.52	0.55	0.56
平均购电价（元/千瓦时）	0.33	0.33	/
变电站个数（座）	126	128	128
线路长度（公里）	15854.70	16142.24	16142.24
变电总容（万千伏安）	745.98	791.88	791.88

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司整体经营效率一般。

2021 年，公司煤炭销售模式调整，应收款项大幅增长，导致销售债权周转次数同比下降明显；同期，公司存货周转次数和总资产周转次数小幅提高。从同行业对比来看，公司整体经营效率一般。

表 10　2021 年同业对比情况（单位：次）

企业名称	晋控煤业集团	潞安集团	公司
销售债权周转次数	27.17	9.87	8.25
存货周转次数	10.24	12.59	5.44
总资产周转次数	0.56	0.78	0.35

资料来源：联合资信根据公开数据整理

6. 关联交易

2021年以来，受重组事项安排，公司煤炭产品销售模式发生一定变化，公司与晋控煤业集团存在较大规模的关联交易。

2021年以来，受重组事项安排，公司煤炭产品销售模式发生一定变化，公司与晋控煤业集团存在较大规模的关联交易。2021年，公司向关联方晋控煤业集团采购支付货款43.37亿元，占同类交易金额的52.28%；公司向关联方晋控煤业集团销售收到货款310.77亿元，占同类交易金额的75.72%。2021年，公司对关联方晋控煤业集团的应收账款63.52亿元，占同类应收账款的62.93%。

7. 在建项目及未来发展

公司在建工程规模较大，存在一定融资需求，但随着在建项目投产，公司电力装机规模将进一步扩大，区域电力市场地位有望继续提升。

公司在建项目主要集中在电力、清洁能源和房地产方面。截至 2021 年底，公司计划投资项目 33 个，总投资 337.86 亿元，已完成投资 77.91 亿元（集中于房地产板块），2022 年计划投资 91.28 亿元（集中于清洁能源板块）。公司后续仍需投资一定资金，对外存在融资需求。

未来随着在建电力和清洁能源板块项目的完工，以及重组划入相关电力资产，公司电力装机规模将进一步扩大，区域电力市场地位有望继续提升。

表 11　截至 2021 年底公司主要在建工程项目情况（单位：个、亿元）

板块和产业分类		计划项目数量	总投资	2021年底累计已完成投资	2022年计划投资
电力板块	发电项目	1	74.09	0.02	0.07
	售电项目	1	27.09	3.76	6.19
	小计	**2**	**101.18**	**3.78**	**6.26**
清洁能源板块	风电项目	18	80.17	1.34	73.72
	光伏发电项目	4	22.12	3.17	17.57
	小计	**22**	**102.30**	**4.51**	**91.28**
房地产板块		8	130.60	68.27	9.00
其他		1	3.78	1.35	2.43
合计		**33**	**337.86**	**77.91**	**108.97**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供2021年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了

审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务报告未经审计。

2021年，公司合并范围新增子公司3家，同时因山西煤炭企业整合而清算或出售转让子公司19家；2022年一季度，公司合并范围无变化。公司主营业务未发生变化，本报告所使用的2020年财务数据为2021年期初数据。

截至2021年底，公司合并资产总额3415.35亿元，所有者权益941.67亿元（含少数股东权益288.37亿元）；2021年，公司实现营业总收入1170.43亿元，利润总额67.82亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3360.73亿元，所有者权益976.88亿元（含少数股东权益302.13亿元）；2022年1－3月，公司实现营业总收入385.12亿元，利润总额55.28亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模波动增长，结构仍以非流动资产为主。受限比例尚可，但由于2022年一季度公司偿付债务规模较大，截至2022年3月底，公司货币资金规模较上年底降幅明显；公司应收账款和其他应收款规模大，且关联方应收款占比高，对公司资金占用明显。

截至2021年底，公司合并资产总额3415.35亿元，较年初增长5.93%。其中，流动资产占27.74%，非流动资产占72.26%。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比较年初提高7.75个百分点。

表 12　2020－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**644.54**	**19.99**	**947.37**	**27.74**	**897.54**	**26.71**
货币资金	260.81	40.46	312.12	32.95	229.22	25.54
应收账款	50.23	7.79	200.06	21.12	229.98	25.62
其他应收款	82.70	12.83	157.48	16.62	167.11	18.62
存货	156.44	24.27	163.08	17.21	161.53	18.00
非流动资产	**2579.52**	**80.01**	**2467.98**	**72.26**	**2463.19**	**73.29**
固定资产	922.84	35.78	915.03	37.08	942.04	38.24
在建工程	572.47	22.19	500.84	20.29	477.66	19.39
无形资产	686.87	26.63	670.57	27.17	673.92	27.36
长期待摊费用	173.78	6.74	159.31	6.46	156.63	6.36
资产总额	**3224.06**	**100.00**	**3415.35**	**100.00**	**3360.73**	**100.00**

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；截至2022年3月底，其他应收款中含应收利息和应收股利，固定资产中含固定资产清理，在建工程中含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 947.37 亿元，较年初增长 46.98%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增长所致。

截至2021年底，公司货币资金较年初增长19.67%，主要系公司煤炭价格上涨带动经营获现能力增强以及出售转让子公司带动的现金回款增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占85.42%。货币资金中47.75亿元使用受限，主要为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款或通知存款，受限比例尚可（15.30%）。

受煤炭销售模式改变影响，公司应收账款显著增长，截至2021年底，公司应收账款账面价值较年初大幅增加149.82亿元，主要系应收晋控煤业集团购煤款大幅增长所致。其中，账龄在1年以内的应收账款占74.08%，占比较年初提高43.58个百分点，公司应收款账龄整体缩减。截至2021年底，公司累计计提坏账准备31.85亿元，计提比例较年初下降21.88个百分点至13.74%。公司应收账款前五大欠款方合计欠款137.29亿元，占应收账款账面价值的68.63%，集中度较高。

表 13　截至 2021 年底公司应收账款情况

债务人名称	账面价值（亿元）	占应收账款比例（%）
晋能控股煤业集团有限公司	87.57	43.77
国网山西省电力公司	34.60	17.29
长治市郊区申泰洗煤有限公司	6.13	3.06
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	5.27	2.64
晋控电力山西煤炭配售有限公司	3.73	1.86
合计	**137.29**	**68.63**

注：晋能控股煤业集团有限公司应收账款统计含其合并范围内子公司的应收账款
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

在晋能控股集团统一整合背景下，公司将以电力为主业，并划出煤炭资产，截至2021年底，资产划转事项尚未完成，但实际管理权已移交。受晋控煤业集团统一归集资金影响，公司往来款规模增加。截至2021年底，公司其他应收款较年初增长90.41%。其中，账龄在1年以内的占57.30%，1~2年的占16.06%，2年以上占26.64%。截至2021年底，其他应收款累计计提坏账35.76亿元，前五大欠款方合计欠款62.19亿元，占其他应收款账面价值的比为39.49%，其中晋控煤业集团占25.39%，集中度较高。

截至2021年底，公司存货较年初增长4.24%，主要由自制半成品及在产品（占53.46%）和库存商品（占31.55%）构成，累计计提跌价准备2.55亿元，计提比例低。考虑到近期煤炭景气性较好，公司存货跌价风险不大。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 2467.98 亿元，较年初下降 4.32%。

截至 2021 年底，公司固定资产账面原值 1487.82 亿元，较年初增长 3.35%。截至 2021 年底，公司固定资产累计折旧 569.50 亿元，计提减值 3.29 亿元，固定资产账面价值 915.03 亿元，较年初小幅下降，主要由机器设备（占 43.52%）和房屋及建筑物（占 52.83%）构成。公司固定资产成新率 61.50%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程 500.84 亿元，较年初下降 12.51%，主要系部分在建项目建成转入固定资产所致。截至 2021 年底，公司在建工程主要为基建工程和技改工程。

截至 2021 年底，公司无形资产 670.57 亿元，较年初变化不大，主要为采矿权（占 93.97%）。

截至2021年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计116.66亿元，占总资产的3.42%，受限资产占比很小。

表 14　截至 2021 年底公司受限资产情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	47.75	1.40	银行承兑汇票保证金、履约保证金、土地复垦费专项资金、银行账户冻结
应收票据	0.75	0.02	票据质押
固定资产	57.51	1.68	售后回租业务、抵押、质押
无形资产	10.66	0.31	质押借款
合计	**116.66**	**3.42**	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额3360.73亿元，规模及结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，流动资产897.54亿元，较上年底下降5.26%。其中，货币资金较上年底下降26.56%，一方面由于公司经营活动现金净流入量规模较小，另一方面由于2022年一季度偿还债务规模较大；应收账款较上年底增长14.96%，主要系应收晋控煤业集团购煤款持续增长所致。截至2022年3月底，公司非流动资产2463.19亿元，较上年底变化不大。其中，由于部分在建项目建成转入固定资产，公司固定资产（合计）较上年底增长2.72%，在建工程（合计）较上年底下降12.60%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，由于部分永续债券到期，公司权益规模有所下降；受益于 2022 年一季度经营利润积累，截至 2022 年 3 月底，公司权益规模有所回升。整体看，跟踪期内公司所有者权益结构变化不大。

截至 2021 年底，公司所有者权益 941.67 亿元，较年初下降 3.61%，主要系永续债券到期导致其他权益工具下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 69.38%，少数股东权益占比为 30.62%。在归属于母公司所有者权益中，实

收资本、资本公积和未分配利润分别占57.03%、40.79%和-10.50%。

截至2022年3月底，公司所有者权益976.88亿元，较上年底增长3.74%，主要系经营利润积累弥补部分未分配利润的历史亏损所致。公司权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模波动增长，债务规模小幅下降，债务结构较为合理，但整体债务负担较重。

截至2021年底，公司负债总额2473.68亿元，较年初增长10.08%，主要系应付款项、长期借款和应付债券增长所致。公司负债结构较为均衡，但由于一年内到期的非流动负债增幅较大，公司流动负债占比较年初提高6.57个百分点。

表15　2020－2021年及2022年3月末公司负债主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**1092.68**	**48.63**	**1365.42**	**55.20**	**1301.28**	**54.59**
短期借款	185.75	17.00	127.52	9.34	135.65	10.42
应付账款	187.47	17.16	272.38	19.95	265.70	20.42
其他应付款	129.48	11.85	204.92	15.01	191.13	14.69
一年内到期的非流动负债	165.65	15.16	400.47	29.33	410.68	31.56
其他流动负债	249.15	22.80	150.39	11.01	96.92	7.45
非流动负债	**1154.47**	**51.37**	**1108.26**	**44.80**	**1082.58**	**45.41**
长期借款	529.68	45.88	443.47	40.02	487.41	45.02
应付债券	439.40	38.06	400.88	36.17	361.58	33.40
长期应付款	155.68	13.49	233.49	21.07	214.35	19.80
负债总额	**2247.15**	**100.00**	**2473.68**	**100.00**	**2383.86**	**100.00**

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；截至2022年3月底，其他应付款中含应付利息和应付股利，长期应付款中含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司流动负债1365.42亿元，较年初增长24.96%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长。

截至2021年底，公司短期借款较年初下降31.35%，主要由保证借款（占82.13%）和信用借款（占9.96%）构成，其中保证借款较年初下降34.16%。

截至2021年底，公司应付账款较年初增长45.30%，主要系煤价上涨导致公司应付燃料采购款增长所致。应付账款账龄以1年以内为主，占62.32%。

截至2021年底，公司其他应付款较年初增长58.26%，主要由于燃煤采购款的增长以及关联方借款的增长。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长141.76%，主要系部分长期债务即将到期，进行财务科目调整所致；其他流动负债较年初下降39.64%，主要系短期融资券到期兑付所致。

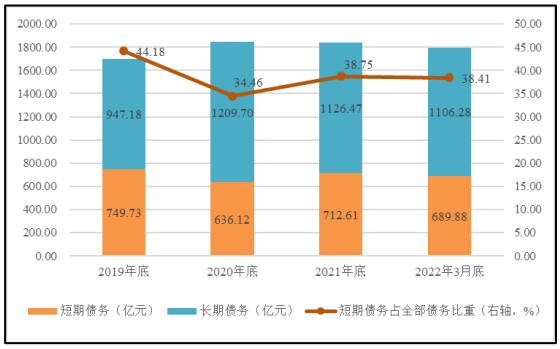
截至2021年底，公司非流动负债1108.26亿元，较年初下降4.00%。其中，由于较大规模长期债务即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，公司长期借款较年初下降16.27%，应付债券较年初下降8.77%；同期，公司增加租赁融资，长期应付款较年初增长49.98%。

截至2022年3月底，公司负债总额2383.86亿元，较上年底下降3.63%，主要由于部分长短期债券到期导致其他流动负债较上年底下降39.64%、应付债券较上年底下降8.77%。

有息债务方面，考虑将永续债券调整至全部债务，截至2021年底，公司全部债务1839.08亿元，较年初变化不大，公司债务结构较为合理，但由于较大规模长期债务即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，公司短期债务占

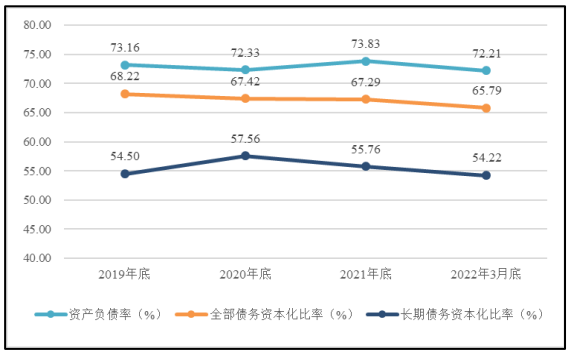
比较年初提高 4.29 个百分点。截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初提高 1.50 个百分点、下降 0.13 个百分点和下降 1.80 个百分点。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较上年底下降 2.33%，同期由于经营利润积累带动权益规模的增长，公司整体债务负担较上年底有所下降。但公司债务于 2022－2023 年到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

图 8　公司债务规模情况（已调整永续债券）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 9　公司债务负担指标情况（已调整永续债券）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

受益于煤炭价格和上网电价的提高，公司收入和利润规模增长，整体盈利能力有所提高，但非经常性损益对公司利润影响较大。

受益于煤炭价格上涨，2021 年，公司营业总收入同比增长 15.99%，同期公司营业成本同比增长 3.66%，增幅低于营业总收入增幅，带动营业利润率同比提高 7.35 个百分点。

期间费用方面，2021 年，公司期间费用总额同比增长 43.56%。其中，管理费用同比增长 31.78%，主要由于职工薪酬增长，财务费用同比增长 69.60%，主要由于成本较高的长期债务占比较高。2021 年，公司期间费用率同比提高 3.05 个百分点至 15.87%，费用控制能力有待提高。

非经常性损益方面，2021年，公司实现投资收益9.96亿元，同比增长41.43%，主要为处置长期股权投资和交易性金融资产取得的投资收益以及其他权益工具投资持有期间的投资收益；公司实现其他收益4.05亿元，同比下降34.16%，主要由于当期收到财政拨付还贷资金同比减少；公司信用减值损失8.20亿元，主要为坏账损失；同期，公司营业外支出8.71亿元，同比增长95.13%，主要由于当期赔偿金、违约金及各种罚款增长。公司非经常性损益对利润总额影响较大。

表 16　公司非经常性损益占利润总额比重情况

（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
信用减值损失	0.07	0.22	-8.20	-12.09
其他收益	6.16	18.77	4.05	5.98
投资收益	7.04	21.46	9.96	14.68
营业外支出	-4.46	-13.61	-8.71	-12.84
利润总额	32.80	--	67.82	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受上述因素影响，2021年，公司利润总额同比增长106.80%；公司总资本收益率和净资产收益率分别同比提高1.28个百分点和0.45个百分点。

表 17　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
营业总收入（亿元）	1009.10	1170.43	385.12
利润总额（亿元）	32.80	67.82	55.28
营业利润率（%）	14.24	21.59	23.54
总资本收益率（%）	2.56	3.84	--
净资产收益率（%）	1.61	2.06	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与所选公司比较，公司盈利能力较好。

表 18　2021 年同行业公司盈利情况对比

主体名称	晋控煤业集团	潞安集团	公司
营业利润/营业总收入	3.17%	3.39%	6.34%
总资产报酬率	3.87%	4.00%	4.34%

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2022 年一季度，由于煤炭价格和上网电价同比提高，公司实现营业总收入 385.12 亿元，同比增长 40.91%；利润总额 55.28 亿元，同比增长 324.15%，为 2021 年全年利润额的 81.51%，公司盈利能力提高。

5. 现金流

2021 年，公司收入实现质量有所下降，但经营活动现金流入量仍能覆盖投资活动现金支出，对外融资需求主要为前期债务置换。2022 年一季度，由于支付税费金额较高，公司经营活动现金净流入量缩减明显。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1216.71	1282.73	512.62
经营活动现金流出量	1137.91	1191.69	509.24
经营活动现金净流量	**78.80**	**91.05**	**3.38**
投资活动现金流入量	18.22	68.28	7.59
投资活动现金流出量	94.47	72.68	24.48
投资活动现金净流量	**-76.25**	**-4.40**	**-16.89**
筹资活动前现金净流量	**2.56**	**86.65**	**-13.51**
筹资活动现金流入量	1196.26	918.74	228.36
筹资活动现金流出量	1165.33	946.65	273.21
筹资活动现金净流量	**30.93**	**-27.91**	**-44.84**
现金收入比	112.80	98.96	109.59

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金同比变化不大，受其他与经营活动有关的现金净流入量同比增长影响，公司经营活动现金净流入量同比增长 15.54%。同期，公司现金收入比同比下降 13.84 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2021 年，公司处置子公司及其他经营单位收到现金 50.86 亿元，带动投资活动现金流入量同比增长 274.72%；同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金虽保持较大规模，但同比下降 27.27%。2021 年，公司投资活动现金净流出量同比下降 94.24%，经营活动现金流入对投资活动现金支出覆盖程度高，公司对外融资需求主要为前期债务置换。

从筹资活动看，2021 年，公司筹资活动现金流仍主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，但整体规模有所缩减，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

2022 年一季度，由于支付税费的增加，公司经营活动现金净流入量同比下降 88.05%；同期，公司投资活动和筹资活动现金净流量同比变化不大。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司整体偿债能力指标有所提高。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	58.99	69.38
	速动比率（%）	44.67	57.44
	经营现金/流动负债（%）	7.21	6.67
	经营现金/短期债务（倍）	0.12	0.13
	现金类资产/短期债务（倍）	0.46	0.50
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	175.87	271.98
	全部债务/EBITDA（倍）	10.01	6.59
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	1.73	2.44
	经营现金/利息（倍）	0.78	0.82

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率均较年初有所增长，流动资产对流动负债的保障程度有所增强；同期，公司经营活动现金和现金类资产对短期债务的保障程度有所增强。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比增长 54.65%，从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 26.83%）、摊销（占 16.75%）、计入财务费用的利息支出（占 31.48%）和利润总额（占 24.94%）构成。EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度有所增强；经营活动现金对全部债务和利息的保障程度有所增强。

截至 2021 年底，公司对外担保 9.49 亿元，占公司所有者权益的 1.01%，主要是对山西华光发电有限责任公司和山西燃气产业集团有限公司等提供的担保，公司或有负债风险较小。

截至2022年3月底，公司在各家银行授信总

额度为1888.69亿元，其中已使用授信额度1063.34亿元，未使用授信额度825.35亿元，间接融资渠道畅通。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产规模大，债务负担重，利润主要来自于对子公司的投资收益。

截至2021年底，母公司资产总额1438.51亿元，较年初变化不大，母公司资产以流动资产为主。其中，流动资产1056.37亿元。主要由货币资金（占8.59%）和其他应收款（占84.49%）构成；非流动资产382.14亿元，主要由长期股权投资（占99.66%）构成。

截至2021年底，母公司所有者权益为449.83亿元，较年初下降7.16%。其中，实收资本为占82.83%、资本公积占4.24%、未分配利润占2.01%，权益稳定性强。

截至2021年底，母公司负债总额988.68亿元，较年初增长5.06%。其中，流动负债414.35亿元，主要由一年内到期的非流动负债（占48.40%）和其他流动负债（占34.32%）构成；非流动负债574.33亿元，主要由长期借款（占36.17%）和应付债券（占55.07%）构成。

截至2021年底，考虑将永续债券调整至全部债务，母公司全部债务925.70亿元，长期债务占61.83%，债务结构较为合理。截至2021年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为72.05%和69.72%，债务负担重。

2021年10月，母公司成立燃料分公司负责公司旗下火电企业的燃煤采购，实现营业总收入27.85亿元，但业务毛利率较低，仅为1.61%；同期，公司实现投资收益4.00亿元，利润总额3.82亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流净额分别为50.21亿元、0.10亿元和-31.67亿元。

十一、 外部支持

政府支持力度大。

近年来山西省持续推进煤炭资产重组。公司定位为山西省内国有电力资产的承接主体，可获得股东支持力度大，未来电力业务竞争实力将稳步提升。

此外，2021年，公司实现其他收益4.05亿元，主要包括政府补助、稳岗补贴、财政拨付农网还贷资金、供热补助等。

十二、 债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余到期券保障能力强；公司存续债券存在一定集中兑付情况，经营活动现金流入量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强。

截至2022年6月23日，公司存续债券合计余额577.70亿元。其中，2022年剩余到期债券合计162.00亿元；存续债券待偿本金峰值合计281.70亿元（2023年为偿债高峰期）。截至2022年3月底，公司现金类资产259.11亿元，为2022年剩余到期债券余额的1.60倍；2021年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为1282.73亿元、91.05亿元和271.98亿元，分别为待偿债券本金峰值（281.70亿元）的4.55倍、0.32倍和0.97倍。

表21 公司存续债券到期分布情况

到期年份	债券余额（亿元）	债券余额占比
2022年	162.00	27.12%
2023年	281.70	54.24%
2024年	79.00	10.17%
2025年	55.00	8.47%
合计	**577.70**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据Wind整理

表22 公司存续债券保障情况

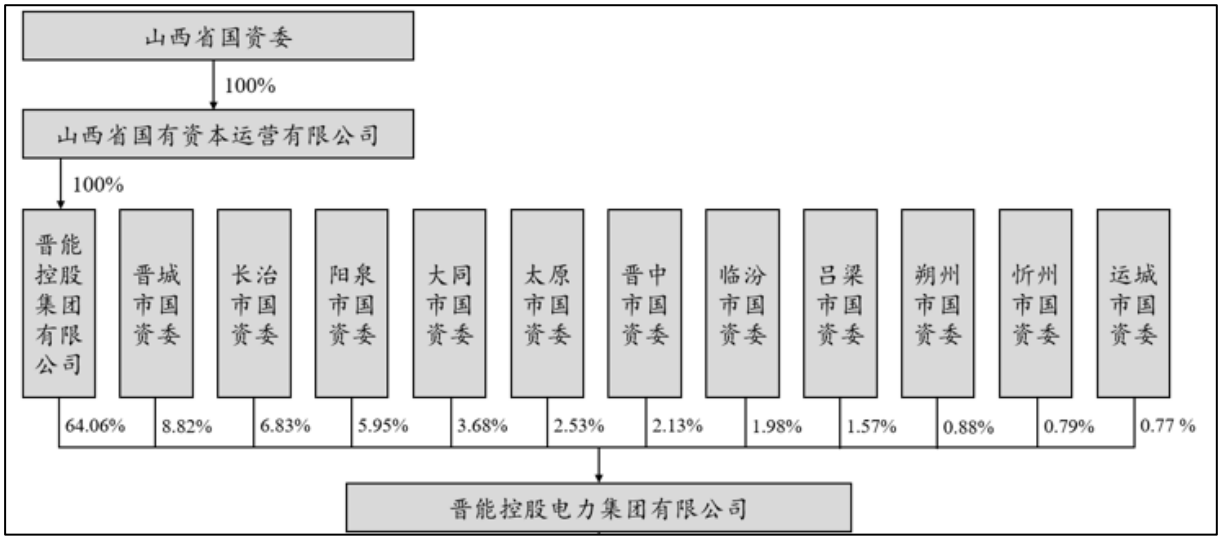
项 目	2021年
2022年待偿债券金额（亿元）	162.00
现金类资产/2022年待偿债券金额（倍）	1.60
未来待偿债券本金峰值（亿元）	281.70
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.55
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.32
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.97

注：现金类资产为2022年3月底数据
资料来源：联合资信整理

十三、 结论

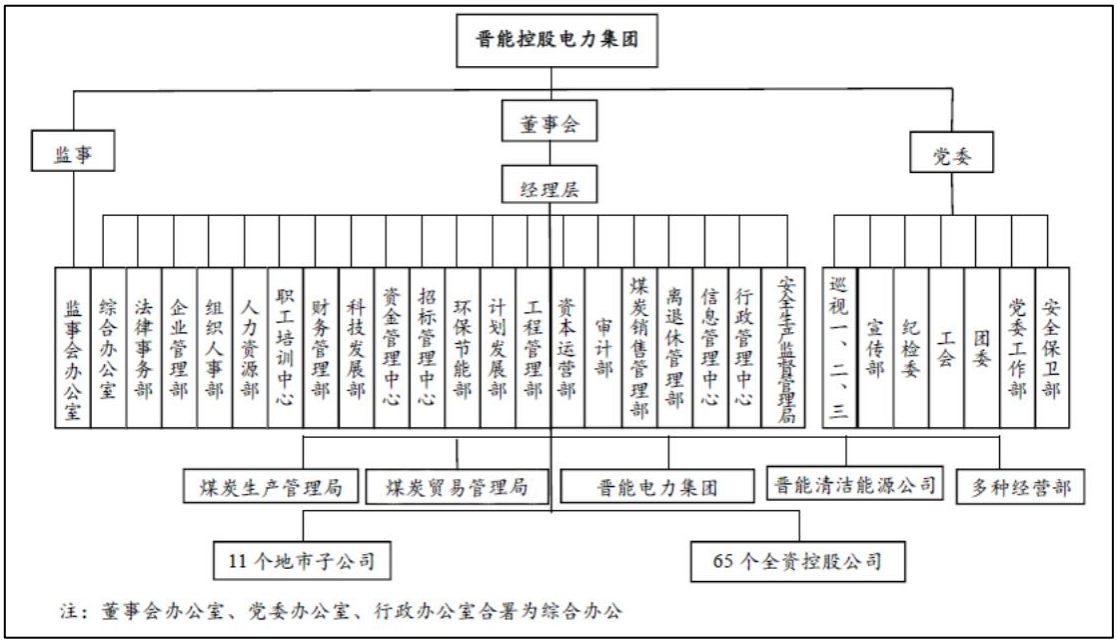
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“18晋能MTN002”“20晋能MTN001”“20晋能MTN002”“20晋能MTN003”“20晋能MTN004”“20晋能MTN007”“20晋能MTN009”“20晋能MTN010”“20晋能MTN011”“20晋能MTN012”“20晋能MTN013”“20晋能MTN014”“20晋能MTN016”“20晋能MTN017”“20晋能MTN018”“21晋能电力GN001（碳中和债）”“21晋能电力MTN001”“21晋能电力MTN002”“21晋能电力MTN003”“21晋能电力MTN004”“21晋能电力MTN005”“21晋能电力MTN011”和“21晋能电力MTN014”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司一级子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	山西煤炭运销集团有限公司	煤炭及制品批发	1015615.00	100.00
2	山西国际电力集团有限公司	火力发电	600000.00	100.00
3	朔州东方长宏能源发展有限公司	铁路货物运输	60000.00	51.00
4	晋能（天津）融资租赁有限公司	融资租赁	50000.00	100.00
5	晋能环保工程有限公司	非金属废料和碎屑加工处理	6551.72	100.00
6	晋能大同县农业开发有限公司	蔬菜加工	1050.00	80.00
7	晋能集团信息服务有限公司	信息服务	3000.00	100.00
8	晋能控股电力集团山西石楼农业开发有限公司	其他农业	1000.00	100.00
9	晋能控股电力集团广灵农业开发有限公司	蔬菜加工	200.00	100.00
10	太原市廉顺交通服务有限公司	交通服务	200.00	100.00
11	晋能快成物流科技有限公司	软件和信息技术服务业	5000.00	51.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	234.36	292.02	357.28	259.11
资产总额（亿元）	2945.37	3224.06	3415.35	3360.73
所有者权益（亿元）	885.40	976.91	941.67	976.88
短期债务（亿元）	749.73	636.12	712.61	689.88
长期债务（亿元）	852.44	1124.80	1078.64	1063.42
全部债务（亿元）	1602.16	1760.92	1791.25	1753.31
营业总收入（亿元）	1058.05	1009.10	1170.43	385.12
利润总额（亿元）	41.82	32.80	67.82	55.28
EBITDA（亿元）	183.96	175.87	271.98	--
经营性净现金流（亿元）	102.55	78.80	91.05	3.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.77	15.69	8.25	--
存货周转次数（次）	5.65	5.36	5.44	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.33	0.35	--
现金收入比（%）	115.55	112.80	98.96	109.59
营业利润率（%）	15.41	14.24	21.59	23.54
总资本收益率（%）	3.55	2.56	3.84	--
净资产收益率（%）	2.49	1.61	2.06	--
长期债务资本化比率（%）	49.05	53.52	53.39	52.12
全部债务资本化比率（%）	64.41	64.32	65.54	64.22
资产负债率（%）	69.94	69.70	72.43	70.93
流动比率（%）	48.74	58.99	69.38	68.97
速动比率（%）	35.44	44.67	57.44	56.56
经营现金流动负债比（%）	8.71	7.21	6.67	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.46	0.50	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.73	2.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.71	10.01	6.59	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计，已根据最新会计准则对 2019 年和 2020 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.76	72.31	90.81	42.18
资产总额（亿元）	1290.93	1425.63	1438.51	1405.93
所有者权益（亿元）	488.42	484.54	449.83	444.23
短期债务（亿元）	457.02	460.00	353.38	349.61
长期债务（亿元）	275.92	420.07	524.49	506.89
全部债务（亿元）	732.94	880.07	877.87	856.50
营业总收入（亿元）	5.99	1.71	27.85	9.01
利润总额（亿元）	0.98	6.79	3.82	0.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-34.04	-33.82	50.21	-12.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.39	2.99	2.42	--
存货周转次数（次）	15.44	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.02	--
现金收入比（%）	52.38	2.92	40.78	147.82
营业利润率（%）	63.41	99.96	1.44	1.76
总资本收益率（%）	3.96	4.06	3.60	--
净资产收益率（%）	0.20	1.40	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	36.10	46.44	53.83	53.29
全部债务资本化比率（%）	60.01	64.49	66.12	65.85
资产负债率（%）	62.17	66.01	68.73	68.40
流动比率（%）	172.78	202.29	254.95	252.83
速动比率（%）	172.78	202.29	254.95	252.78
经营现金流动负债比（%）	-6.47	-6.55	12.12	--
现金短期债务比（倍）	0.05	0.16	0.26	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计，已根据最新会计准则对 2019 年和 2020 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将其他流动负债中有息债务调整至全部债务测算；4./表示数据未获取，*表示数据过大或过小
资料来源：母公司财务报告

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持