

信用等级公告

联合〔2020〕2128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2020年度第十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2020年度第十期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十日



晋能集团有限公司 2020 年度第十期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司本部及子公司有息债务

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）的评级反映了公司在政府支持、煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、资产规模以及业务多元性等方面保持了显著的优势。2019 年，受益于煤炭产销量增长，公司营业收入及利润总额均有所增长，现金流情况表现保持良好，所有者权益规模显著增长。同时，联合资信关注到公司经营业绩易受行业景气度波动影响、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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

未来，随着自有煤炭产能释放、发电领域项目的建成投产，以及清洁能源等新兴产业规模逐渐扩大，公司综合竞争力有望提升，行业地位进而巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

评级时间：2020 年 7 月 10 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	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

优势

1. 公司的区域市场地位高，政府支持力度大。公司是山西省国有大型煤炭企业，在山西省内地位高，政府支持力度大。2019 年，受益于采矿权评估增值以及接收山西国资委的资产划拨，公司所有者权益大幅增长。
2. 公司煤炭产能有所增长，煤炭运销能力突出。2019 年，随着整合矿井改扩建的推进，公司煤炭产能有所增长，煤炭业务收入及盈利规模进一步增长。此外，公司煤炭运销网络覆盖山西全省，煤炭运销能力突出。
3. 煤电一体化的业务结构有助于提升公司整体抗风险能力。公司在建火电装机规模较大，同时积极发展风电等清洁能源项目，有利于在区域电力市场竞争中获取有利地位，且煤电一体化的业务结构也有助于提升公司整体抗风险能力。

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	
公司是山西省国有大型煤炭企业，地位重要，为政府重点扶持企业					+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

分析师：张博 王宇飞

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

4. 公司经营业绩保持稳定，经营活动现金流状况佳。2019 年，公司收入及利润总额均有所增长，综合毛利略有上升；同时，公司经营活动现金流保持较大规模净流入态势，融资渠道通畅。
5. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。2019 年公司经营活动现金流入量和 EBITDA 为本期中期票据发行规模的 257.62 倍和 36.79 倍。

关注：

1. 行业周期性风险。煤炭、电力行业周期性较强，虽然公司煤电一体化优势明显，但当前经济增幅放缓，社会用电量需求走低，且受疫情等因素影响，2020 年以来，公司经营业绩下降明显。
2. 安全生产管理压力大。公司煤炭资源整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，安全生产管理压力大。2020 年 2 月公司子公司山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司发生生产安全事故。
3. 公司债务负担重，且存在一定集中到期偿付压力。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率为 69.98%，全部债务资本化比率为 68.34%，虽然债务水平有所降低，但仍偏重。公司债务结构中，短期债务所占比重大，存在一定的债务集中偿付压力。
4. 公司光伏电池及组件生产业务剥离。公司持有的晋能清洁能源科技股份公司 96.566% 股权被无偿划转，光伏电池及组件生产业务剥离。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	296.32	261.21	234.36	279.64
资产总额(亿元)	2621.11	2686.67	2945.37	3007.77
所有者权益合计(亿元)	552.68	607.82	885.40	902.84
短期债务(亿元)	665.59	550.29	749.73	757.27
长期债务(亿元)	1038.34	1167.89	947.18	987.12
全部债务(亿元)	1703.93	1718.18	1696.91	1744.40
营业收入(亿元)	1029.18	1036.56	1058.05	204.59
利润总额(亿元)	16.51	35.46	41.82	3.43
EBITDA(亿元)	150.60	168.40	183.96	--
经营性净现金流(亿元)	58.97	100.17	102.55	25.03
营业利润率(%)	11.97	14.96	15.41	14.68
净资产收益率(%)	1.32	3.03	2.49	--
资产负债率(%)	78.91	77.38	69.94	69.98
全部债务资本化比率(%)	77.21	76.83	68.22	68.34
流动比率(%)	66.59	62.13	48.74	51.92
经营现金流流动负债比(%)	5.65	10.31	8.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.67	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.31	10.20	9.22	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	1019.14	1170.57	1290.93	1343.18
所有者权益(亿元)	442.13	482.59	488.42	488.41
全部债务(亿元)	554.05	660.87	732.94	787.10
营业收入(亿元)	2.92	7.33	5.99	0.00
利润总额(亿元)	0.12	0.52	0.98	0.03
资产负债率(%)	56.62	58.77	62.17	63.64
全部债务资本化比率(%)	55.62	57.80	60.01	61.71
流动比率(%)	224.99	251.61	172.78	784.91
经营现金流流动负债比(%)	-86.02	-40.68	-6.47	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.公司发行的永续中票和长期应付款的有息部分计入长期债务

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/4/27	张博 王宇飞	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
AAA	稳定	2015/6/15	刘新泉 张钰	煤炭行业企业信用分析要点	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号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2020 年度第十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 2020 年 3 月底，公司注册资本为 360.00 亿元。山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）持有公司 64.06% 股权，公司实际控制人为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”）。

表 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构

序号	股东名称	股权比例 (%)
1	山西省国有资本运营有限公司	64.06
2	晋城市人民政府国有资产监督管理委员会	8.82
3	长治市人民政府国有资产监督管理委员会	6.83
4	阳泉市人民政府国有资产监督管理委员会	5.95
5	大同市人民政府国有资产监督管理委员会	3.68
6	太原市人民政府国有资产监督管理委员会	2.53
7	晋中市人民政府国有资产监督管理委员会	2.13
8	临汾市人民政府国有资产监督管理委员会	1.98
9	吕梁市人民政府国有资产监督管理委员会	1.57
10	朔州市人民政府国有资产监督管理委员会	0.88
11	忻州市人民政府国有资产监督管理委员会	0.79
12	运城市人民政府国有资产监督管理委员会	0.77
合计		100.00

资料来源：公司提供

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、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块。

公司内设综合办公室、法律事务部、企业管理部、人力资源部、财务管理部、煤炭销售管理部等部门。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司 579 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2945.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益 242.32 亿元）885.40 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1058.05 亿元，利润总额 41.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3,007.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益 252.02 亿元）902.84 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 204.59 亿元，利润总额 3.43 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：李国彪。

二、本期中期票据概况

公司已完成 DFI 注册（中市协注〔2019〕DFI37 号），公司本次拟发行晋能集团有限公司 2020 年度第十期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 5 亿元，期限为 3 年。偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金将用于偿还公司本部及子公司有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济

增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长

均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2019 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩

大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全

国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长

-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，

各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活

动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍

然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 煤炭采选业

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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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 58%，大幅高于 27% 的世界平均水平¹。“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，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（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。

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%。

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。2002—2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015 年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012 年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

煤炭价格

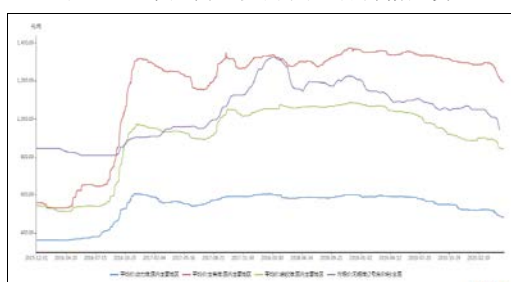
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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

¹数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据

炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002-2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。据WIND资讯统计，截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图1 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

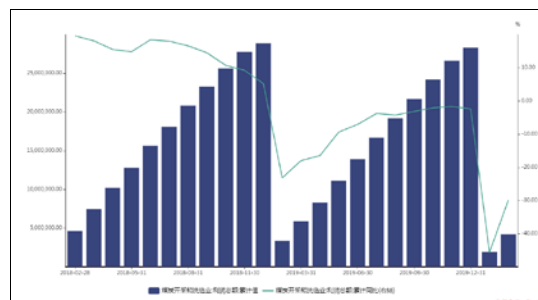
2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

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，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。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，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，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，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。

图2 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤

炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷，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。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

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。

2. 电力行业

行业概况

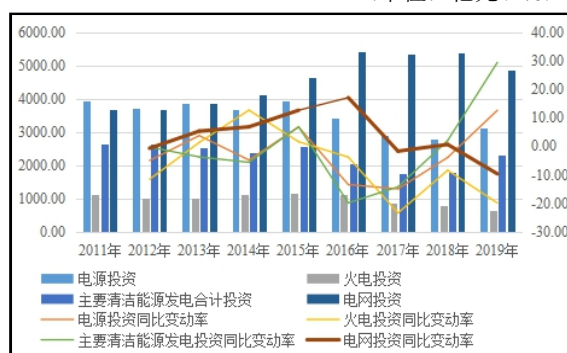
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据²，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资

完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

图3 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

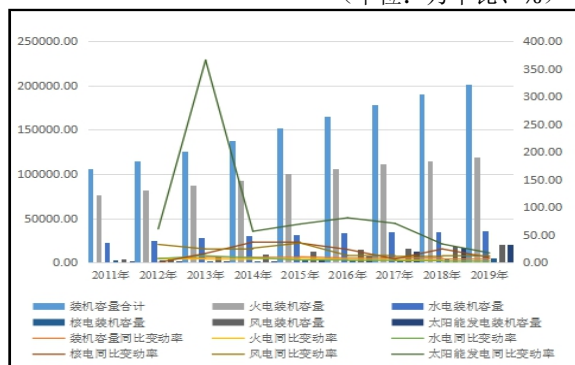


资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

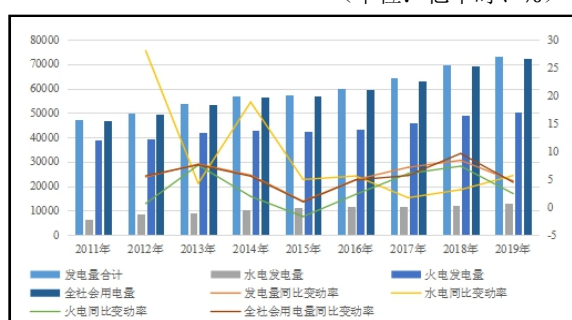
² 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

图4 近年中国发电装机容量变动情况
(单位: 万千瓦、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

图5 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅

较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）提升电力高质量可持续保供能力。

包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，

确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

(2) **提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

(3) **促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

(4) **全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，山西国资运营持有公司 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。

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。公司业务包括煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等。

煤炭生产方面，截至 2020 年 3 月底，公司整合矿区井田规划总面积 1293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 152 座，总产能 14070 万吨/年，其中在产矿井产能 7950 万吨/年。

煤炭运销方面，截至 2020 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。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。

发电业务方面，截至 2020 年 3 月底，公司已投产控股装机容量 593.20 万千瓦，在建控股装机容量 70 万千瓦，参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）805.71 万千瓦。清洁能源方面，截至 2020 年 3 月底，公司已投产风电 104.30 万千瓦，在建装机 54 万千瓦；已投产光伏发电装机 63.42 万千瓦。

3. 人员素质

公司董事及高管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。

公司党委书记、董事长李国彪先生，生于 1965 年 12 月，博士研究生学历，高级工程师。李国彪先生曾任晋城煤业集团凤凰山矿副矿长，晋城煤业集团成庄矿矿长，晋城煤业集团公司副总经理、总工程师，山西焦煤集团副总

经理、山西霍州煤电集团有限责任公司董事长。

公司党委副书记、副董事长、总经理陈旭忠先生，生于1971年4月，研究生学历，管理学博士，高级工程师。陈旭忠先生曾任同煤集团马脊梁矿副矿长，同忻煤矿公司董事长，同煤集团副总经理，同煤集团党委常委、董事、副总经理，新疆维吾尔自治区昌吉回族自治州政府副州长、党组成员，山西省援疆前方指挥部临时党委副书记、副总指挥。

截至2019年底，公司拥有员工86898人。学历构成方面，本科及以上学历人员占17.22%；年龄构成方面，30岁及以下员工占19.45%，31~50岁占63.96%，51岁及以上占16.59%。

六、管理分析

1. 法人治理结构

目前公司董事、监事人数与公司章程约定人数不一致，但未对公司的治理结构及日常经营活动产生重大不利影响。公司后续将按照《公司法》及公司章程的规定，采取请示公司股东及相关部门等措施及时补充缺位的董事及监事。

公司设立了股东会、董事会、监事会，聘任了经营管理层。

公司董事会是公司的决策机构，董事会由13名董事组成，目前实存11人，缺位2人。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，目前实存2人，缺位9人。根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于说明山西省属国有企业监事会转隶情况的函》（晋国资函〔2019〕42号），根据《国务院机构改革方案》的要求，国务院国有资产监督管理委员会的国有企业

领导干部经济责任审计和国有重点大型企业监事会的职责划入审计署，构建统一高效审计监督体系，不再设立国有重点大型企业监事会。按照《山西省机构改革实施方案》的安排，省政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和省属国有重点大型企业监事会的职责等划入省审计厅，不再保留省国有企业监事会及其办公室。目前山西省国资委监事会29名行政编制划转至山西省审计厅，不再设立国有企业监事会。

2. 管理水平

公司部门设置合理、职责明确，内部管理制度健全，能够保障公司的日常运行。

公司内设综合办公室、法律事务部、企业管理部、人力资源部、财务管理部、煤炭销售管理部等部门。

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

财务管理制度方面，公司制定了财务管理相关制度，包括会计基础工作、资产运营、成本控制、收入管理、基本建设财务、财务会计报告、重组清算等方面。其中，公司为加强资金集中管理，控制财务风险，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，为规范公司融资行为，加强融资管理，降低资金成本，防范和控制财务风险，保证集团资金安全、合理、有效的使用，结合目前实际，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。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。

七、重大事项

1. 生产安全事故

2020年2月23日，山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司（以下简称“紫金煤业”）6103回风顺槽发生一起顶板冒落事故，造成3人死亡。事故发生后，紫金煤业组织人员进行救援，截至2020年2月25日，三名被困人员已全部救出，但均无生命体征，至此救援工作全部结束。

紫金煤业由煤销集团的全资子公司山西煤炭运销集团晋中有限公司持股51%，晋能集团持有煤销集团100%股权。紫金煤业属证照齐全的兼并重组整合矿井，批准生产能力120万吨/年。

山西煤矿安全监察局以晋煤监办发电〔2020〕10号文件对该矿“2.23”较大事故蓄意瞒报进行了通报。截至报告出具日，事故原因正在调查中。

截至2019年9月底，紫金煤业总资产为27.07亿元，净资产为3.39亿元，占晋能集团合并口径总资产及净资产的比例分别为0.99%、0.53%；2019年1—9月，紫金煤业营业收入为0.93亿元，占晋能集团合并口径营业收入的比例为0.12%。紫金煤业顶板事故预计不会对晋能集团生产经营和偿债能力产生重大不利影响。

联合资信将持续关注晋能集团子公司紫金煤业安全事故的进展情况。

2. 子公司无偿划转

2020年7月1日，晋能集团收到山西国资运营《关于无偿划转晋能清洁能源科技股份公司部分股权有关事宜的通知》（晋国资运营函〔2020〕158号，以下简称《通知》）。根据《通知》要求，拟将晋能集团一级子公司山西国电集团的全资子公司晋能清洁能源有限公司（以下简称“晋能清洁”）持有的晋能清洁能源科技股份有限公司（以下简称“晋能科技”）96.566%股权无偿划转由山西云时代技术有限公司（以下简称“云时代公司”）持有。

晋能科技成立于2013年12月31日，注册资本17.56亿元，晋能清洁持股比例为96.566%，上海晋友投资咨询合伙企业（有限公司）持股比例为3.434%。晋能集团持有山西国电集团100%股权，山西国电集团持有晋能清洁100%股权，因此，晋能集团间接持有晋能科技96.566%股权。晋能科技经营范围包括：太阳能电池、组件及系统产品研发、生产、销售、

服务及进出口业务；太阳能实验室技术研发；光伏分布式能源开发；太阳能发电等。截至2019年底，晋能科技资产总额为63.98亿元、负债总额为28.63亿元、所有者权益为35.35亿元，分别占晋能集团合并口径的2.17%、1.39%和3.99%；2019年晋能科技营业收入和净利润分别为29.39亿元和0.79亿元，分别占晋能集团合并口径的2.78%和3.58%。

晋能集团无偿划转晋能科技96.566%股权事项对公司生产经营、财务状况和偿债能力未产生重大不利影响。随着晋能科技的划转，公司光伏电池及组件业务随之剥离。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，受益于煤炭产销量的增长以及发电量的提升，公司营业收入和利润规模均有所增长，综合毛利率水平略有上升。2020年1—3月，受新冠疫情影响，公司营业收入同比下降。

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、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块。

2017—2019年，公司营业收入呈增长趋势，2019年公司实现营业收入1058.05亿元，同比增长2.07%，主要系煤炭生产和电力业务收入增长所致。其中，煤炭生产板块收入同比增长11.48%，主要系煤炭产销量增长所致；其收入占比为25.64%，较上年上升2.17个百分点。贸易物流板块收入较上年下降1.38%，变动不大；其收入占比较上年下降1.79个百分点至50.95%。电力板块收入同比增长18.85%，主要系发电量增加所致；其收入占比较上年上升1.86个百分点至13.15%。清洁能源板块收入及占营业收入的比重较上年均变动不大。公司多元板块包括房地产、装备产业、旅游酒店等业务，2019年实现收入63.96亿元，同比下降24.14%，主要系公司主动压减非房地产业务规模所致；其收入占比较上年下降2.08个百分点至6.05%。

表3 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭生产	203.48	19.77	49.17	243.31	23.47	50.66	271.24	25.64	47.73	55.41	27.08	44.16
贸易物流	631.11	61.32	3.08	546.63	52.74	4.81	539.11	50.95	4.42	100.15	48.95	4.53
电力	96.21	9.35	5.05	117.07	11.29	7.49	139.14	13.15	10.34	41.05	20.06	10.60
清洁能源	40.10	3.90	23.89	45.24	4.36	24.34	44.60	4.22	27.26	4.91	2.40	35.03
多元业务	58.28	5.66	18.82	84.31	8.13	14.81	63.96	6.05	17.43	3.07	1.50	4.89
合计	1029.18	100.00	14.08	1036.56	100.00	17.54	1058.05	100.00	18.05	204.59	100.00	17.22

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019年，公司综合毛利率呈不断上升趋势。2019年，受煤炭平均生产成本上升以及销售均价有所下降等因素影响，公司煤炭生产业务毛利率有所下降，贸易物流业务毛利率基本保持稳定，电力、清洁能源和多元业务毛利率分别较上年上升2.85、2.92个和2.62个百分点。综上，2019年公司综合毛利率18.05%，较上年略有提升。

2020年1—3月，公司实现营业收入204.59

亿元，为2019年营业收入的19.33%，营业收入同比下降19.17%。综合毛利率为17.22%，较2019年下降0.83个百分点。受新冠疫情影响，公司开复工产率不足，导致营业收入同比下降。

2. 煤炭板块

公司下属煤矿资源储量丰富，煤种齐全，产量较大。2019年，随着整合矿井改扩建的推

进，公司煤炭产能有所增长。同时，煤炭开采过程具有一定的危险性，2020年2月子公司发生安全事故，公司生产安全管理压力仍较大。

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。

公司整合矿区井田规划总面积 1293 平方

公里，地质储量 118 亿吨，矿井 152 座。目前公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强抗风险能力。

表 4 公司煤炭资源储备情况（单位：个、万吨/年）

项目	煤矿数量	总产能	在产煤矿数量	产能	基建煤矿数量	产能	停缓建煤矿数量	产能
大同公司	30	1785	10	540	5	540	15	705
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	9	810	0	0	2	180	7	630
晋中公司	11	1085	6	650	1	90	4	345
吕梁公司	8	840	2	270	4	420	2	150
阳泉公司	12	1290	9	1050	0	0	3	240
长治公司	19	2090	12	1700	2	120	5	270
晋城公司	24	1995	17	1305	3	240	4	450
临汾公司	21	1560	5	510	4	300	12	750
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	152	14070	72	7950	24	2190	56	3930

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司拥有矿井152座，其中，在产矿井72座、基建矿井24座、停缓建矿井56座；总产能14070万吨/年，其中在产矿井产能7950万吨/年。

表5 公司煤炭生产情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
煤炭产量（万吨）	5599.02	6688.79	7447.12	1637.03
商品煤销量（万吨）	5310.00	6205.50	6975.50	1447.29
平均售价（元/吨）	383.21	392.10	388.85	382.82
平均生产成本（元/吨）	194.76	193.47	203.27	209.28

注：2019年以来煤炭产量口径由原煤产量调整为商品煤产量，并对2017年和2018年数据进行调整

资料来源：公司提供

2017—2019年，随着矿井改进和扩建的推进，公司在产矿井产能不断释放，煤炭产量不

断增长。2019年，公司煤炭产量为7447.12万吨，较上年增长11.34%，主要系随着整合矿井改扩建的推进，公司煤炭产能增长所致；商品煤销量6975.50万吨，较上年增长12.41%。2019年，晋能集团煤炭平均生产成本203.27元/吨，较上年增长4.37%；平均售价388.85元/吨，较上年下降1.47%。

表 6 煤炭生产主要指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
综合机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
采掘机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
全员工效（吨/工）	7.20	7.70	8.50	8.50
死亡率（人/百万吨）	0.14	0.08	0.00	0.18

资料来源：公司提供

煤炭开采技术方面，2019年，煤炭开采综合机械化程度达到100.00%；采掘机械化程度达到100.00%。安全生产方面，2019年，晋能集团煤炭死亡率为0人/百万吨，较上年的0.08人/百万吨进一步下降。2019年，公司未发生超过3人死亡的较大事故。2020年2月23日，山西煤炭运销集团晋中紫金煤业有限公司6103回风顺槽发生一起顶板冒落事故，造成3人死亡。公司安全生产管理压力较大。

从煤炭洗选情况来看，截至2020年3月底，公司拥有选煤厂35座，洗选能力6510万吨/年。

公司煤炭采用市场化销售模式，主要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。客户主要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。

3. 贸易物流板块

公司拥有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。2019年，公司贸易量有所增长，贸易物流板块仍是晋能集团重要的收入贡献板块。

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2020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，主要集中在黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心以及省外消费地，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。公司自购运输车辆1060辆，整合社会车辆7859辆，整合运力约44.30万吨。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。

2019年，公司煤炭贸易量为13250.70万吨，较上年增长3.63%。其中，自产煤年采购量达6000万余吨，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。2020年1—3月，公司煤炭贸易量为2497.74万吨，实现收入100.15亿元。

表7 公司贸易物流情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
贸易量（万吨）	16404.00	12786.67	13250.70	2497.74
收入（亿元）	631.11	546.63	539.11	100.15
毛利润（亿元）	19.45	26.28	23.84	4.54
平均售价（元/吨）	384.73	427.50	406.85	400.95
平均毛利（元/吨）	11.86	20.55	17.99	18.18

资料来源：公司提供

从上游客户来看，在省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、六大省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在省外，公司的资源采购基地遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地，资源优势明显。

从下游客户情况来看，2019年，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，主要客户为国家能源投资集团有限责任公司、中国石油化工集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司等大型企业。铁路下游销售区域主要分为两种，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、湖北等省份；二是通过下水到达的区域有浙江、广东等省份。

从贸易结算情况来看，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。主要包括两种结算方式，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。

4. 电力板块

公司发电量稳步增长带动发电收入稳步提升，同时配电业务整体经营基本稳定，是公司重要的利润来源。2019 年公司发电量和上网电量保持稳定增长，电力板块毛利率有所上升。受区域用电需求增加的影响，公司配电量和配电收入均有所增长，售电电价略有下降。

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。

公司发电业务和售电业务各自独立运营。发电业务板块，公司生产的电力全部向国网山西省电力公司并网销售。售电业务板块主要为配电业务，由山西通宝能源股份有限公司全资子公司山西地方电力有限公司（以下简称“地方电力”）统一管理。业务流程为：地方电力从国网山西省电力公司采购电能，通过省内各地市分公司电网配送，销售给山西省吕梁、临汾、朔州3市12个县（区）下游终端客户。

（1）发电业务

公司发电业务涉及火电、水电及燃气发电。截至 2020 年 3 月底，公司已投产控股装机容量 593.20 万千瓦，在建控股装机容量 70 万千瓦，参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）805.71 万千瓦。

表 8 截至 2020 年 3 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	装机容量	权益装机	发电类型
山西阳光发电有限责任公司	100.00	128.00	128.00	火力
山西耀光煤电有限责任公司	100.00	40.00	40.00	火力
晋能长治热电有限公司	80.00	66.00	52.80	火力
山西国峰煤电有限责任公司	80.00	60.00	48.00	火力
山西国金电力有限公司	51.00	70.00	35.70	火力

山西国锦煤电有限公司	51.00	60.00	30.60	火力
晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100.00	86.40	86.40	燃气发电
晋能大土河热电有限公司	99.00	70.00	69.30	火力
山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	12.80	水电
晋能孝义煤电有限公司（在建）	51.00	70.00	35.70	火力
国电太一发电有限责任公司	45.00	62.50	28.13	火力
浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	86.00	32.25	火力
浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	60.00	18.00	火力
华能左权煤电有限责任公司	20.00	120.00	24.00	火力
北京京能热电股份有限公司	6.29	1321.00	83.09	火力
山西鲁能河曲发电有限公司	10.00	120.00	12.00	火力
山西鲁能河曲能源有限公司	10.00	120.00	12.00	火力
国电榆次热电有限公司	49.00	66.00	32.34	火力
大同煤矿集团同华发电有限公司	5.00	132.00	6.60	水电
山西鲁能王曲发电有限责任公司	5.00	120.00	6.00	火力
山西西龙池抽水蓄能电站有限责任公司	10.00	120.00	12.00	火力
合计	—	2990.70	805.71	—

资料来源：公司提供

发电运营

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

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。2019年公司发电量270.27亿千瓦时，

同比增长17.27%；上网电量248.39亿千瓦时，同比增长15.20%。2020年1—3月公司发电量75.32亿千瓦时，上网电量68.48亿千瓦时。

表 9 公司发电业务指标

指 标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
发电量（亿千瓦时）	189.56	230.46	270.27	75.32
上网电量（亿千瓦时）	175.13	215.62	248.39	68.48

资料来源：公司提供

阳光发电方面，2019 年，受区域内用电需求增加影响，阳光发电发电量较上年增长 7.55%；发电利用小时数较上年增加 314 小时；全年平均厂用电率为 8.82%，较上年小幅上升 0.34 个百分点，供电标准煤耗为 319 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年小幅增加 9 克/千瓦时，阳光发电用电率及度电煤耗均较上年小幅上升，但仍保持合理水平。当年上网电量为较上年增长 5.20%；平均上网电价 0.314 元/千瓦时，较上年下降 9.25%；受上网电价下降影响，阳光发电当年实现营业收入 15.75 亿元，较上年小幅下降 1.13%。

表 10 阳光发电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3747	4157	4471
供电标准煤耗（克/千瓦时）	308.40	310.00	319.00
综合厂用电率（%）	8.40	8.48	8.82
装机容量（万千瓦）	128	128	128
发电量（亿千瓦时）	47.97	53.21	57.23
上网电量（亿千瓦时）	43.94	49.60	53.39
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.324	0.346	0.314
营业收入（亿元）	13.33	15.93	15.75

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，2019 年，耀光煤电发电量 17.77 亿千瓦时，较上年下降 2.36%；发电利用小时数为 4442 小时，较上年减少 108 个小时；综合厂用电率 12.26%，较上年基本保持稳定；供电标准煤耗为 413.00 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年增加 25 克。2019 年，耀光煤电上网电量 15.75 亿千瓦时，较上年下降 2.90%；

平均上网电价为 0.315 元/千瓦时（含税）；耀光煤电全年实现营业收入 4.73 亿元，较上年增长 1.72%。

表 11 耀光煤电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	4025	4550	4442
供电标准煤耗（克/千瓦时）	373.66	388.00	413.00
综合厂用电率（%）	12.27	12.33	12.26
装机容量（万千瓦）	40	40	40
发电量（亿千瓦时）	16.10	18.20	17.77
上网电量（亿千瓦时）	14.12	16.22	15.75
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.286	0.316	0.315
营业收入（亿元）	3.75	4.65	4.73

注：2019 年营业收入同比增长系供热收入增长

资料来源：公司提供

长治热电方面，2019 年，长治热发电量 35.81 亿千瓦时，较上年增长 17.60%；发电利用小时数为 5426 小时，较上年增加 813.00 小时；全年平均厂用电率为 9.21%，较上年下降 0.07 个百分点；供电标准煤耗为 314.00 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年增加 5 克。2019 年，长治热电上网电量 33.31 亿千瓦时，较上年增长 17.25%；平均上网电价为 0.313 元/千瓦时（含税），较上年下降 6.29%；长治热电全年实现营业收入 10.77 亿元，较上年增长 12.42%。

表 12 长治热电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3841	4613	5426
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309.84	309.00	314.00
综合厂用电率（%）	9.39	9.28	9.21
装机容量（万千瓦）	66	66	66
发电量（亿千瓦时）	25.35	30.45	35.81
上网电量（亿千瓦时）	22.97	28.41	33.31
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.315	0.334	0.313
营业收入（亿元）	7.33	9.58	10.77

资料来源：公司提供

国锦煤电方面，2019 年，国锦煤电当年发电量为 29.47 亿千瓦时，较上年增长 41.82%；

发电利用小时为 4912 小时，较上年增加 1509 小时。2019 年，国锦煤电上网电量 26.68 亿千瓦时，较上年增长 41.39%；平均上网电价 0.319 元/千瓦时（含税），与上年基本持平；国锦煤电当年实现营业收入 8.40 亿元，较上年增长 49.20%。

表 13 国锦煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	2168	3403	4912
供电标准煤耗（克/千瓦时）	320.97	323.00	323.00
综合厂用电率（%）	12.76	12.24	12.17
装机容量（万千瓦）	60	60	60
发电量（亿千瓦时）	13.01	20.78	29.47
上网电量（亿千瓦时）	11.35	18.87	26.68
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.300	0.314	0.319
营业收入（亿元）	2.90	5.63	8.40

资料来源：公司提供

国峰煤电方面，2019 年，国峰煤电当年发电量为 30.62 亿千瓦时，较上年增长 11.67%；发电利用小时为 5103 小时，较上年增加 534 小时。2019 年，国峰煤电上网电量 28.66 亿千瓦时，较上年增长 11.82%；平均上网电价 0.316 元/千瓦时（含税），较上年基本持平；国峰煤电当年实现营业收入 8.50 亿元，较上年增长 12.73%。

表 14 国峰煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	4149	4569	5103
供电标准煤耗（克/千瓦时）	334.61	331	339
综合厂用电率（%）	7.23	7.15	6.87
装机容量（万千瓦）	60	60	60
发电量（亿千瓦）	24.89	27.42	30.62
上网电量（亿千瓦时）	23.08	25.63	28.66
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.292	0.318	0.316
营业收入（亿元）	6.22	7.54	8.50

资料来源：公司提供

国金电力方面，2019 年，国金电力当年发电量为 33.35 亿千瓦时，较上年基本持平；发

电利用小时为 4764 小时，较上年减少 36 小时。2019 年，国金电力上网电量 31.37 亿千瓦时，较上年基本保持稳定；平均上网电价 0.316 元/千瓦时（含税），较上年下降 2.17%；国金电力当年实现营业收入 9.28 亿元，较上年增长 2.54%。

表 15 国金电力主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年设备利用小时（小时）	3995	4800	4764
供电标准煤耗（克/千瓦时）	336.16	335.00	337.00
综合厂用电率（%）	6.97	6.79	6.93
装机容量（万千瓦）	70	70	70
发电量（亿千瓦）	27.96	33.60	33.35
上网电量（亿千瓦时）	26.02	31.55	31.37
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.290	0.323	0.316
营业收入（亿元）	6.71	9.05	9.28

注：2019 年营业收入同比增长系供热收入增长

资料来源：公司提供

电煤采购

2019 年，公司下辖主要火力发电厂的固体发电燃料采购规模为 1529.60 万吨，较上年增长 14.01%。其中，中低热值煤为 1028.74 万吨、电煤为 500.86 万吨。

表 16 公司主要发电设施燃料采购情况（单位：万吨、元/吨）

经营主体	项目	2017 年	2018 年	2019 年
阳光发电	采购量	218.00	262.00	282.00
	采购均价	371.26	383.60	376.42
耀光煤电	采购量	150.74	165.60	172.59
	采购均价	158.48	189.32	154.09
长治热电	采购量	144.00	190.93	218.86
	采购均价	400.00	419.25	334.32
国峰煤电	采购量	218.56	249.73	292.71
	采购均价	136.34	167.96	164.55
国锦煤电	采购量	120.35	185.64	274.54
	采购均价	227.73	217.14	179.71
国金电力	采购量	245.32	287.74	288.9
	采购均价	203.00	195.03	178.91

注：耀光煤电、国峰煤电、国锦煤电及国金电力发电燃料主要为低热值煤

资料来源：公司提供

受煤炭价格下跌等因素影响，2019 年，公司下辖主要火力发电厂采购成本均有不同程度下降。2019 年，阳光发电燃煤供应商主要为山西国盛煤炭运销有限公司、山西煤炭运销集团阳泉有限公司、山西煤炭运销集团阳泉平定有限公司以及山西国能煤炭销售有限责任公司和顺分公司等煤炭贸易公司。采购价格方面，由于阳光发电电煤采购以合同煤为主，受市场波动影响较小，煤炭市场价格波动对阳光发电电煤采购价格影响相对滞后。

(2) 配电业务

公司配电收入大部分来自售电收入，具体业务模式较上年未发生变化，仍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 2020 年 3 月底，公司共拥有变电站 125 座，其中，220kV 变电站 7 座，容量 2190MVA，220kV 线路 416km；110KV 变电站 48 座，容量 4056MVA，110KV 线路 1602km；35kV 变电站 70 座，容量 1023.7MVA，35kV 线路 1632KM。

受区域用电需求增长影响，2019 年，公司完成配电量 96.94 亿千瓦时，较上年增长 5.91%，平均售电价为 555.46 元/兆瓦时，较上年下降 1.80%。由于配电量增加的影响，公司全年配电业务收入规模同比增长 4%至 53.85 亿元。

表 17 公司配电业务主要经营数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
配电量（亿千瓦时）	80.87	91.53	96.94
平均售电价（元/兆瓦时）	578.02	565.65	555.46
配电设施完成投资（亿元）	3.90	2.30	3.48
变电站个数（座）	118	119	125
线路长度（公里）	14762.00	17230.00	15799.85
变电总容（万千伏安）	680.50	659.97	726.97

注：2019 年线路长度减少系拆除老旧线路所致
资料来源：公司提供

5. 清洁能源业务

公司风电及光伏装机规模均有显著增长，有利于公司装机结构的完善。2019 年，公司清洁能源发电收入规模明显增长，但由于光伏组件收入规模的下降，使得清洁能源业务收入规模同比略有下降。随着晋能科技的划转，公司光伏电池及组件业务随之剥离。

公司风电业务由晋能清洁能源风力发电有限责任公司（以下简称“晋能风电”）负责运营，晋能风电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。截至 2019 年底，公司风力发电具体发电项目包括平鲁败虎堡风电场等 17 个风力电站，其中 7 个电站尚处建设期内。2019 年，公司已建成风电装机容量合计 104.3 万千瓦，同比增长 23.72%；公司风力电站全年共完成发电 17.13 亿千瓦时，实现上网电量 16.86 亿千瓦时，同比分别增长 8.56%和 8.49%。公司风电项目均处第四类风电资源区，平均上网电价为 0.59 元/千瓦时（含税），较上年下降 0.05 元。2019 年，公司实现风电售电收入 9.15 亿元，同比增加 15.24%。截至 2020 年 3 月底，公司已投产风电 104.3 万千瓦，在建装机 54 万千瓦。2020 年 1—3 月，风电完成发电量 3.61 亿千瓦时，上网电量 3.54 亿千瓦时，平均上网电价为 0.561 元/千瓦时，实现收入 1.92 亿元。

公司光伏发电业务由晋能清洁能源光伏发电有限责任公司（以下简称“晋能光伏”）负责运营。截至 2019 年底，公司已建成光伏发电装机容量合计 63.42 万千瓦，装机规模较上年增加 68.76%。2019 年，公司光伏发电设施完成发电量 5.9 亿千瓦时，上网电量为 5.76 亿千瓦时，分别同比增长 15.46%和 15.43%。公司光伏发电项目平均上网电价为 0.78 元/千瓦时（含税），2019 年实现光伏发电收入 4.48 亿元，同比增长 16.06%。截至 2020 年 3 月底，公司已投产光伏发电装机 63.42 万千瓦。2020 年 1—3 月，公司光伏发电业务发电量 1.37 亿

千瓦时，上网电量 1.34 亿千瓦时，平均上网电价为 0.78 元/千瓦时，光伏发电实现收入 1.07 亿元。

光伏组件生产由晋能科技负责。晋能科技先后通过了UL、TUV、JET认证，具备美国、欧洲、日本、澳洲、印度、巴西、墨西哥、菲律宾等市场的准入资格。目前，合作的客户主要有中国电力工程顾问集团中南电力设计院、新疆普利达工程咨询有限公司、中兴能源（天津）有限公司、四川鼎成电力工程有限公司、青岛特锐德电气股份有限公司、神池县艾科光电有限责任公司、武汉日新科技等。结算方面，上游采购结算方式主要为全款预付；下游销售结算方式主要为全额预收，采购和销售均为按月结算。2019年，晋能科技生产电池组件 1.79GW，实现销售收入29.39亿元，同比下降 10.56%。2020年1—3月，晋能科技生产电池组件270MW，实现销售收入1.49亿元。随着晋能科技的划转，公司光伏电池及组件业务随之剥离。

6. 多元产业板块

多元产业是公司的重要组成部分，公司多元产业有望提升其效益和规模，并起到促进公司转型发展的作用。

多元产业目前主要包括房地产、装备制造、文化旅游、多经产业等板块。2019 年度及 2020 年 1—3 月，多元板块分别实现收入 63.96 亿元和 3.07 亿元公司多元板块的经营主体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责任公司和山西晋能装备产业有限公司等。

7. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次三年平均值分别为 12.12 次、6.00 次和 0.39 次，2019 年分别为 13.77 次、5.65 次和 0.38 次。从同行业对比来看，公司经营效率有待提升。

表 18 截至 2019 年底同行业公司经营效率情况对比
(单位：次)

公司名称	销售债权 周转次数	存货周转 次数	总资产周 转次数
阳泉煤业(集团)有限责任公司	17.33	8.80	0.72
山西晋城无烟煤矿业集团有限 责任公司	15.55	11.94	0.62
大同煤矿集团有限责任公司	19.32	11.93	0.53
公司	13.77	5.65	0.38

资料来源：联合资信根据公开资料整理

8. 在建工程

公司在建工程的投产有利于公司各板块业务规模和实力的提升，但公司在建工程尚需投资规模较大，融资需求较大。

公司在建项目主要集中在煤矿建设、电力、清洁能源等方面。截至 2019 年底，公司基本建设投资计划项目 51 个，概算总投资 541.07 亿元，截至 2019 年底已完成投资 361.49 亿元，2020 年计划投资 79.87 亿元（其中权益投资金额 61.45 亿元）。公司后续所需投资资金规模较大，对外融资需求较高，未来随着公司在建项目的投产，公司电力板块和煤炭板块业务规模将逐步扩大。

表 19 截至 2019 年底公司投资计划汇总表（单位：个、亿元）

序号	板块和产业分类		计划项目数 量	计划建设规模	概算总投资	2019年底累计已完 成投资	2020年计划投 资
1	煤炭板块	煤矿建设项目	24	2190万吨	163.55	145.39	19.06
2	电力板块	发电项目	3	2100MW	91.14	71.46	18.34
		售电项目	2	--	25.14	6.63	4.57
		小计	5	--	116.28	84.79	22.91
3	清洁能源板 块	风力发电项目	9	540MW	42.90	9.90	18.87
		电池组件项目	1	100MW/年	1.40	0.39	0.88
		小计	10	640MW	44.30	10.29	19.75

序号	板块和产业分类	计划项目数量	计划建设规模	概算总投资	2019年底累计已完成投资	2020年计划投资
4	房地产板块	8	--	197.98	114.67	8.39
5	其他	4	--	18.97	13.05	9.77
合计		51		541.07	361.49	79.87

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

资料来源：公司提供

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。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

公司提供了2017—2019年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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2020年1—3月财务报告未经审计。

2017年新纳入公司合并范围的主体有7家，新纳入合并范围的原因为投资设立、收购兼并；2017年，公司不再纳入合并范围的主体有40家，不再纳入合并范围的原因为无偿划出、清算、无实质控制权或其他。2018年合并范围包括592家子公司，新增13家，因处置或转让不再包括38公司，净减少25家。2019年，公司合并范围新增子公司15家，因注销、处置或转让不再包括28家。截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司合计579家。公司主营业务未发生变化，财务可比性强。

截至2019年底，公司合并资产总额2945.37亿元，所有者权益（含少数股东权益242.32亿元）885.40亿元。2019年，公司实现营业收入1058.05亿元，利润总额41.82亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额3007.77亿元，所有者权益（含少数股东权益252.02亿元）902.84亿元。2020年1—3月，

公司实现营业收入204.59亿元，利润总额3.43亿元。

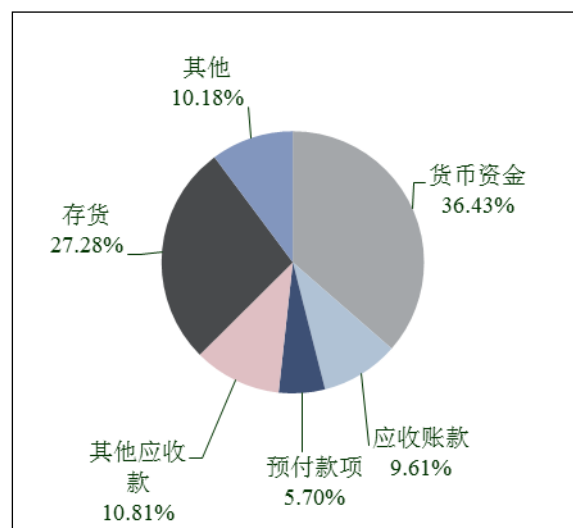
2. 资产质量

公司资产规模稳步增长，结构以非流动资产为主；货币资金较为充裕，受限比例低；其他应收款账龄较长，对流动资金形成一定占用；受益于采矿权评估增值，2019年无形资产快速增长。公司整体资产质量好。

2017—2019年，公司资产总额有所增长，年均复合增长6.01%，截至2019年底，公司合并资产总额2945.37亿元，较年初增长9.63%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占19.48%，非流动资产占80.52%。公司资产仍以非流动资产为主，且非流动资产占比进一步提升。

流动资产

图6 公司2019年底流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司流动资产逐年下降，年均复合变动率为-9.19%，截至2019年底，公司流动资产573.62亿元，较2018年底下降4.95%。公司流动资产主要由货币资金（占

36.43%)、应收账款(占9.61%)、其他应收款(合计)(占10.81%)、存货(占27.28%)等构成。

2017—2019年,公司货币资金年均复合变动率为-10.27%,截至2019年底,公司货币资金208.97亿元,较2018年底下降5.51%;公司货币资金以银行存款为主,占比89.36%。货币资金中有36.83亿元受限资金,受限比例为17.62%,受限比例一般,受限原因主要为银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款等。

2017—2019年,公司应收账款账面价值有所下降,年均复合变动率为-4.94%,公司加大账款回收力度。截至2019年底,公司应收账款55.10亿元,较2018年底增长14.39%,主要系收入规模增长所致。公司应收账款累计计提坏账准备22.81亿元,计提比例为29.28%。其中,按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占98.88%,从期限分布看,1年以内(含1年)占39.25%,1~2年的占19.69%,2~3年的占8.64%,3年以上的占32.42%,公司3年以上应收账款规模较大主要系煤炭贸易业务对下游客户形成的应收账款,以及整合煤矿时遗留形成的应收账款所致。从集中度来看,前五名应收账款余额合计37.24亿元,占比为47.80%,均为非关联企业;其中国网山西省电力公司应收账款余额占比为30.55%,集中度高,但回收风险较低。

2017—2019年,公司其他应收款呈下降趋势,主要系随着煤炭市场行情逐步好转,代垫运费结算周期缩短,同时公司不断加大清欠力度,收回部分往来款。截至2019年底,公司其他应收款57.63亿元,较2018年底下降2.25%。公司其他应收款累计计提坏账准备24.56亿元,计提比例29.88%。公司单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款余额占18.74%,按账龄分析法计提坏账准备占79.84%,其中1年以内(含1年)的占25.28%,1~2年的占16.43%,2~3年的占22.91%,3年以上的占35.38%,公司其他应收款账期较长。前五名其他应收款欠款

企业的余额合计为11.80亿元,占其他应收款余额的14.36%,集中度尚可。整体看,公司其他应收款账龄较长,对公司流动资金形成一定占用。

2017—2019年,公司存货有所增长,年均复合增长9.21%,截至2019年底,公司存货156.50亿元,较2018年底增长3.93%。公司存货主要由原材料(占12.72%)、自制半成品及在产品(占48.49%)和库存商品(占36.48%)构成。截至2019年底,公司累计计提存货跌价准备1.20亿元,计提比例为0.76%。考虑到煤炭价格的不稳定因素,公司存货面临着一定的跌价风险。

非流动资产

2017—2019年,公司非流动资产规模有所增长,年均复合增长10.98%。截至2019年底,公司非流动资产2371.75亿元,较2018年底增长13.85%,主要系长期待摊费用 and 无形资产等增长所致;公司非流动资产主要由固定资产(占36.72%)、在建工程(占23.48%)、无形资产(占24.31%)等构成。

2017—2019年,公司固定资产规模不断增长,年均复合增长9.83%,主要系在建工程转固所致。截至2019年底,公司固定资产870.84亿元,较2018年底增长4.34%;其中,房屋建筑物45.87%,机器设备占48.12%;固定资产累计计提折旧452.77亿元,固定资产成新率65.87%,成新率一般。截至2019年末,固定资产累计计提减值准备3.27亿元。

2017—2019年,公司在建工程年均复合变动率为-0.19%。截至2019年底,公司在建工程556.85亿元,较2018年底下降1.06%,公司已对在建工程累计计提减值准备2.63亿元。

2017—2019年,公司无形资产快速增长,年均复合增长33.62%。截至2019年底,公司无形资产576.52亿元,较2018年底增长69.50%,主要系采矿权评估增值所致;公司无形资产主要为采矿权(占90.15%);累计摊销47.74亿元。

截至2019年底,公司受限资产合计204.93

亿元，占总资产的6.96%，受限比例低。

表 20 截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	36.83	银行承兑汇票保证金、土地复垦保证金
应收票据	1.13	应收票据质押
固定资产	121.54	售后回租、抵押借款
无形资产	24.48	抵押借款
在建工程	2.32	抵押借款
其他	18.63	京能电力股权担保
合计	204.93	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3007.77 亿元，较 2019 年底增长 2.12%。其中，流动资产占 20.41%，非流动资产占 79.59%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益快速增长，受益于采矿权评估增长和山西国资委资产划拨，2019 年公司资本公积大幅增长。公司权益结构稳定性较强。

2017—2019 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 26.57%，截至 2019 年底，公司所有者权益合计 885.40 亿元，较 2018 年增长 45.67%，主要系一方面，公司根据山西省国资委等部门要求，对下属子公司采矿权价值进行重估并增加资本公积 173.30 亿元，另一方面公司接收山西统配煤炭物流有限公司划转资产，增加资本公积 8.39 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.63%，少数股东权益占比为 27.37%。归属于母公司所有者权益 643.09 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 57.94%、14.73%、30.05%、2.40%、0.23%和-7.75%；其中，公司其他权益工具（全部为永续债）94.74 亿元，较 2018 年底增长

5.79%；受下属子公司采矿权重估等因素影响，公司资本公积 193.27 亿元，较 2018 年底大幅增加 181.84 亿元；未分配利润仍为亏损状态。整体看，公司权益稳定性较强。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 902.84 亿元，较 2019 年底增长 1.97%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.09%，少数股东权益占比为 27.91%。归属于母公司所有者权益 650.82 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 57.25%、14.57%、30.88%、2.37%、0.23%和-7.68%。所有者权益结构稳定性较强。

负债

公司债务负担偏重，受益于采矿权评估增值，2019 年债务指标有所下降。

2017—2019 年，公司负债规模年均复合变动率为-0.20%。截至 2019 年底，公司负债总额 2059.96 亿元，较 2018 年底下降 0.91%。其中，流动负债占 57.13%，非流动负债占 42.87%。公司负债结构由上年的非流动负债为主转为以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，年均复合变动率为 6.15%。截至 2019 年底，公司流动负债 1176.93 亿元，较 2018 年底增长 18.97%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 21.06%）、应付账款（占 14.35%）、其他应付款（占 9.76%）、一年内到期的非流动负债（占 39.71%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款年均复合变动率为 1.26%。截至 2019 年底，公司短期借款 247.83 亿元，较 2018 年底增长 5.81%；短期借款主要由保证借款（占 32.94%）和信用借款（占 60.29%）构成。

2017—2019 年，公司其他应付款快速增长，年均复合变动率为 22.28%。截至 2019 年底，公司其他应付款 114.89 亿元，较 2018 年底增长 6.64%，主要系往来款增长所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债复合增长15.15%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债467.40亿元，较2018年底增长77.90%，主要系部分债券将于一年内到期转入本科目所致。

2017—2019年，公司非流动负债规模有所增长，年均复合增长7.10%。截至2019年底，公司非流动负债883.03亿元，较2018年底下降18.96%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债科目所致。公司非流动负债主要由长期借款（占33.76%）、应付债券（占44.08%）、长期应付款（占18.69%）构成。

2017—2019年，公司长期借款年均复合变动率为-4.84%。截至2019年底，公司长期借款298.15亿元，较2018年底下降20.11%；其中，保证借款占65.69%、信用借款占20.08%、质押借款占12.49%；从期限分布来看，1~2年占比29.38%、2~3年占比18.93%、3~4年占比7.93%、4~5年占比3.30%、5年以上占比40.46%，期限分布较为合理。

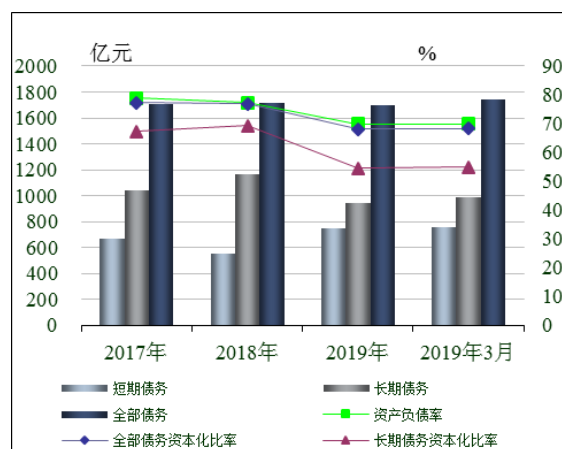
2017—2019年，公司应付债券年均复合变动率为-8.12%。截至2019年底，公司应付债券389.28亿元，较2018年底下降25.10%，从期限分布来看，2021年到期的占比20.01%、2022年到期的占比43.46%、2023年到期的占比19.25%、2023年以后到期的占比17.28%。

2017—2019年，公司长期应付款年均复合变动率为-8.43%。截至2019年底，公司长期应付款为165.01亿元，较2018年底下降11.00%；公司长期应付款仍主要为债权投资计划和融资租赁款。

有息债务方面，考虑到将永续债和长期应付款的有息部分计入长期债务后，2017—2019年，公司调整后全部债务规模年均复合变动率为-0.21%。截至2019年底，公司调整后全部债务合计1696.91亿元，较2018年底下降1.24%，从长短期债务结构来看，短期债务占比44.18%，长期债务占比55.82%，短期债务占比

增加。

图7 公司调整后债务负担情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率三年平均值分别为73.97%、72.60%和61.50%，截至2019年底上述指标分别为69.94%、68.22%和54.50%，受采矿权评估增长影响，公司债务指标同比下降。

截至2020年3月底，公司负债总额2104.93亿元，较2019年底增长2.18%。其中，流动负债占56.18%，非流动负债占43.82%。同期，公司全部债务1744.40亿元，其中短期债务占43.41%，长期债务占56.59%。截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为69.98%、68.34%及54.99%。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入和利润规模均有所增长；资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，投资收益、其他收益、营业外收支对公司利润影响较大。

2017—2019年，公司营业收入年均复合增长1.39%。2019年，公司实现营业收入1058.05亿元，同比增长2.07%，主要系煤炭生产和电力业务收入增长所致；实现利润总额41.82亿元，同比增长17.92%。

期间费用方面, 2019 年, 公司期间费用总额为 132.76 亿元, 同比增长 4.50%。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.12%、47.12%、1.20% 和 41.55%, 仍以管理费用和财务费用为主。其中, 销售费用为 13.44 亿元, 同比下降 2.49%; 管理费用为 62.56 亿元, 同比下降 1.29%; 财务费用为 55.17 亿元, 同比增长 14.66%, 主要系费用化利息支出增加的同时利息收入减少所致。2019 年, 公司费用收入比为 12.55%, 同比上升 0.29 个百分点, 公司费用控制能力尚可。

2019 年, 公司资产减值损失 4.14 亿元, 同比增长 14.56%, 主要系可供出售金融资产减值损失、在建工程减值损失、无形资产减值损失等增加所致; 资产减值损失占营业利润比重为 10.69%, 对公司利润形成一定侵蚀。2019 年, 公司实现投资收益 5.68 亿元, 同比增长 78.22%, 主要系权益法核算的长期股权投资收益等增长所致; 投资收益占营业利润比重为 14.67%。2019 年, 公司实现其他收益 6.09 亿元, 同比增长 11.85%, 主要系补贴资金; 其他收益占营业利润比重为 15.75%。2019 年, 公司实现营业外收入 7.44 亿元, 同比增长 10.80%, 主要系往来转收入增加致; 营业外收入占利润总额比重为 17.78%。2019 年, 公司实现营业外支出 4.31 亿元, 同比下降 6.95%; 营业外支出占利润总额比重为 10.31%。整体看, 公司投资收益、其他收益、营业外收入均对公司利润影响较大。

盈利指标方面, 2019 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.42% 和 2.49%, 同比有所下降。从同行业对比来看, 公司盈利能力相对较强。

表 21 2019 年同行业公司盈利情况对比 (单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	净资产收益率
阳泉煤业(集团)有限责任公司	1761.02	16.58	0.44

山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1753.75	40.41	2.11
大同煤矿集团有限责任公司	1903.73	24.33	0.54
公司	1058.05	41.82	2.49

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 204.59 亿元, 同比下降 19.17%; 实现利润总额 3.43 亿元, 同比下降 66.17%。受新冠疫情影响, 公司营业收入及利润总额同比均有显著下降。

5. 现金流

2019, 公司经营活动现金净流入规模仍很大, 可有效覆盖对投资活动所需资金, 但考虑到公司在建项目规模仍较大, 以及短期内到期债务规模大等因素, 公司未来融资需求仍较大。

从经营活动来看, 2019 年, 公司经营活动现金流入 1288.08 亿元, 同比下降 0.02%, 较上年变化不大; 经营活动现金流出 1185.53 亿元, 同比下降 0.23%。2019 年, 公司经营活动现金净流入 102.55 亿元, 同比增长 2.37%。2019 年, 公司现金收入比为 115.55%, 同比下降 1.56 个百分点, 收入实现质量仍较高。

从投资活动来看, 2019 年, 公司投资活动现金流入 13.76 亿元, 同比下降 58.62%; 投资活动现金流出 98.19 亿元, 同比下降 9.44%; 投资活动现金净流出 84.43 亿元, 同比增长 12.32%, 由于公司在建项目较多, 投资支出规模较大, 其投资活动净现金流仍保持较大规模净流出状态。

从筹资活动来看, 2019 年, 公司筹资活动现金流入 780.87 亿元, 同比增长 20.17%, 主要系融资规模有所增加所致; 筹资活动现金流出 803.48 亿元, 同比增长 9.21%, 主要系偿还债务规模增长所致。2019 年, 公司筹资活动现金净流出 22.61 亿元, 同比下降 73.67%, 仍为净流出状态。

表 22 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2019 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现	1280.10	1288.40	1288.08	236.11

金流入量				
经营活动现金流出量	1221.13	1188.23	1185.53	211.08
经营活动现金流量净额	58.97	100.17	102.55	25.03
投资活动现金流入量	135.03	33.26	13.76	1.03
投资活动现金流出量	202.79	108.43	98.19	13.80
投资活动现金流量净额	-67.76	-75.17	-84.43	-12.77
筹资活动现金流入量	810.09	649.83	780.87	218.48
筹资活动现金流出量	736.74	735.72	803.48	186.51
筹资活动现金流量净额	73.35	-85.89	-22.61	31.97
筹资活动前现金流	-8.79	25.00	18.12	12.26

资料来源：公司财务报告

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额25.03亿元；投资活动产生的现金流量净额-12.77亿元；筹资活动产生的现金流量净额31.97亿元。

6. 偿债能力

2019年，公司整体偿债能力指标体现较弱，但考虑到公司在山西省地方国有企业中具有重要的地位及突出的规模优势，主营业务获现能力较强，经营活动现金流入规模大，对债务偿还形成了保障。整体看，公司偿债能力好于指标值。

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，截至2019年底两项指标分别为48.74%和35.44%，较2018年底进一步下降；2020年3月底，两项指标分别为51.92%和39.00%。2019年经营现金流动负债比为9.22%；截至2020年3月底现金短期债务比为0.37倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。受一年内到期的非流动负债规模增长等因素影响，公司短期偿债能力指标均有所下降。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为150.60亿元、168.40亿元和183.96亿元；同期，EBITDA利息倍数分别为

1.53倍、1.67倍和1.79倍；全部债务/EBITDA保护倍数分别为11.31倍、10.20倍和9.22倍。公司整体偿债能力有所提升，但指标仍较弱。考虑到公司在山西省地方国有企业中具有重要的地位及突出的规模优势，主营业务获现能力较强，经营活动现金流入规模大，公司偿债能力好于指标值。

截至2020年3月底，公司对外担保15.26亿元，占公司所有者权益的1.69%，主要是对山西华光发电有限责任公司、山西燃气产业集团有限公司提供的担保合计13.44亿元，公司或有负债风险较小。

截至2020年3月底，公司在各家银行授信总额度为1548.82亿元，其中已使用授信额度725.47亿元，未使用授信额度823.35亿元，间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010601984490M），截至2020年5月25日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息。总体来看，公司过往债务履行情况良好。

8. 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。

9. 母公司财务分析

2019年，公司本部资产规模较大，负债水平较高。由于母公司所开展的经营活动的规模小，利润主要来自于对公司的投资收益。

截至2019年末，母公司资产总额1290.93亿元，较2018年底增长10.28%。其中，流动资产909.81亿元(占比70.48%)，非流动资产381.12亿元(占比29.52%)。从构成看，流动资产主要由其他应收款(占97.56%)构成，非流动资产主要由长期股权投资(占99.75%)构

成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 21.08 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债总额 802.51 亿元，较 2018 年底增长 16.65%。其中，流动负债 526.58 亿元（占比 65.62%），非流动负债 275.93 亿元（占比 34.38%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 9.83%）、其他应付款（占 13.16%）、一年内到期的非流动负债（占 76.96%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 8.62%）、应付债券（占 91.38%）构成。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 62.17%，较 2018 年底上升 3.39 个百分点，负债水平较高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 488.42 亿元，较 2018 年底增长 1.21%，其中，实收资本为 372.60 亿元、其他权益工具 94.74 亿元、资本公积合计 19.06 亿元。母公司所有者权益以实收资本为主，权益稳定性高。

母公司营业收入较少，基本不直接进行经营活动。2019 年，母公司实现营业总收入 5.99 亿元（主要来自煤炭贸易和服务费业务收入），同比下降 18.28%；实现净利润 0.98 亿元，同比增长 84.91%，主要系营业成本大幅下降所致，公司利润主要来源于自身经营所产生的利润。

截至 2019 年底，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 474.71 亿元、508.76 亿元，经营活动产生的现金流量净额-34.04 亿元；投资活动产生的现金流量净额 1.41 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 33.82 亿元。

十、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据对公司现有债务规模及结构影响小；公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模为 5 亿元，占 2020 年 3 月底全部债务的 0.29%，长期债务的

0.51%，对公司现有债务规模及结构影响小。

截至 2020 年 3 月底，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为 69.98%、68.34%和 54.99%；以 2020 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行以后，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将分别上升至 70.03%、68.40%和 55.11%，公司债务负担将略有加重。考虑到上述债券募集资金将用于偿还公司本部及子公司有息债务，公司实际债务指标或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的 256.02 倍、257.68 倍和 257.62 倍，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的 11.79 倍、20.03 倍和 20.51 倍，公司 EBITDA 分别为本期中期票据拟发行额度的 30.12 倍、33.68 倍和 36.79 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

截至 2020 年 6 月 20 日，公司存续债券 641.40 亿元，于 2020 年到期/行权债券余额最大，为 231.20 亿元，2019 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 2020 年到期/行权债券余额的 5.57 倍、0.44 倍和 0.80 倍，经营活动产生的现金流入量对 2020 年到期/行权债券余额保障能力较强；截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 279.64 亿元，为 2020 年到期/行权债券余额的 1.21 倍。公司 2020 年到期/行权的债券余额规模较大，联合资信将持续对其进行关注。

十一、结论

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。

公司各板块业务稳定发展，随着煤炭产量和价格的增长，公司收入规模和盈利水平有所提升。

近年来公司资产规模稳步增长；资产以非流动资产为主，受益于采矿权评估增值，2019年无形资产快速增长。整体资产质量好。公司债务负担偏重，2019年债务指标有所下降。2019年，公司营业收入和利润规模均有所增长；但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。公司偿债指标表现较弱，考虑到公司在山西省地方国有企业中具有重要的地位及突出的规模优势，偿债能力好于指标值。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

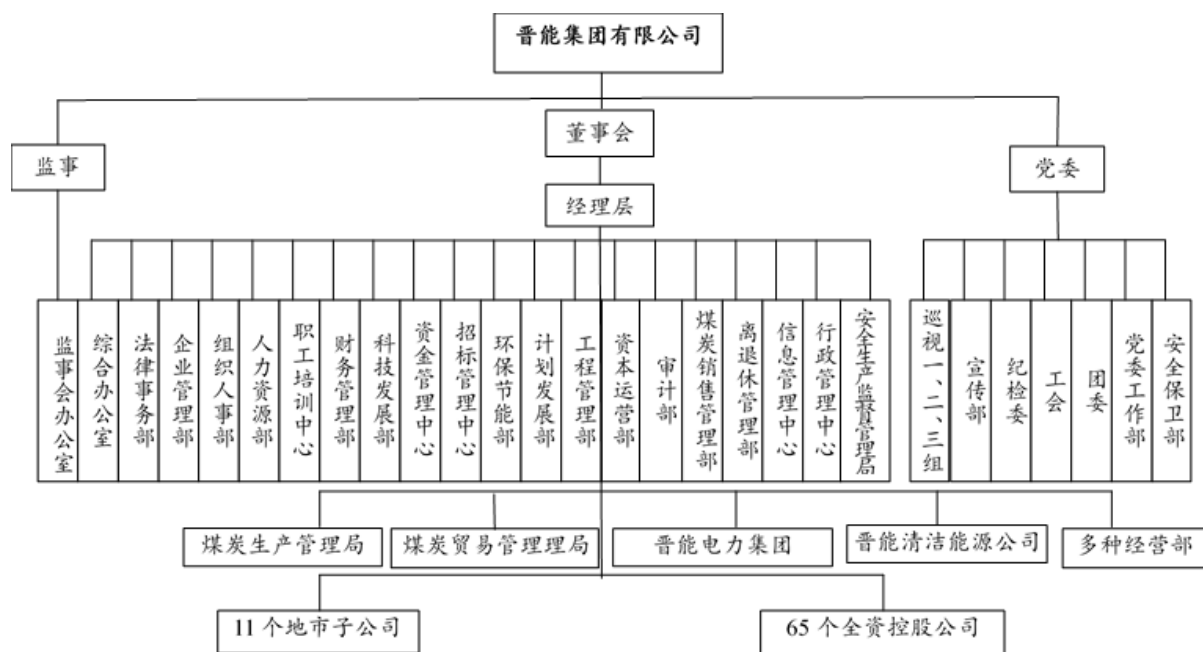
未来，随着自有煤炭产能释放、发电领域项目的建成投产，以及清洁能源等新兴产业规模逐渐扩大，公司综合竞争力有望提升，行业地位进而巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构

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

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



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 1-3 截至 2020 年 3 月底公司重要子公司情况表

序号	企业名称	持股比例(%)	注册资本 (万元)	业务性质
1	山西煤炭运销集团有限公司	100.00	1015615	煤炭及制品批发
2	山西国际电力集团有限公司	100.00	600000	火力发电
3	晋能环保工程有限公司	100.00	5000	非金属废料和碎屑加工处理
4	晋能（天津）融资租赁有限公司	100.00	50000	融资租赁
5	晋能广灵农业开发有限公司	100.00	200	蔬菜加工
6	晋能九牛广灵农业开发有限公司	100.00	2000	蔬菜加工
7	晋能山西石楼农业开发有限公司	100.00	1000	其他农业
8	晋能大同县农业开发有限公司	95.24	2000	蔬菜、黄花种植、收购、加工、销售等
9	朔州东方长宏能源发展有限公司	51.00	60000	铁路货物运输
10	太原市廉顺交通服务有限公司	100.00	200	交通服务

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	296.32	261.21	234.36	279.64
资产总额(亿元)	2621.11	2686.67	2945.37	3007.77
所有者权益合计(亿元)	552.68	607.82	885.40	902.84
短期债务(亿元)	665.59	550.29	749.73	757.27
长期债务(亿元)	1038.34	1167.89	947.18	987.12
全部债务(亿元)	1703.93	1718.18	1696.91	1744.40
营业收入(亿元)	1029.18	1036.56	1058.05	204.59
利润总额(亿元)	16.51	35.46	41.82	3.43
EBITDA(亿元)	150.60	168.40	183.96	--
经营性净现金流(亿元)	58.97	100.17	102.55	25.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.48	11.14	13.77	--
存货周转次数(次)	6.79	6.07	5.65	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.39	0.38	--
现金收入比(%)	117.95	117.11	115.55	106.62
营业利润率(%)	11.97	14.96	15.41	14.68
总资本收益率(%)	3.18	3.48	3.42	--
净资产收益率(%)	1.32	3.03	2.49	--
长期债务资本化比率(%)	67.36	69.26	54.50	54.99
全部债务资本化比率(%)	77.21	76.83	68.22	68.34
资产负债率(%)	78.91	77.38	69.94	69.98
流动比率(%)	66.59	62.13	48.74	51.92
速动比率(%)	54.03	46.63	35.44	39.00
经营现金流动负债比(%)	5.65	10.31	8.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.67	1.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.31	10.20	9.22	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.公司发行的永续中期票据和长期应付款的有息部分计入公司长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.26	21.22	21.76	58.83
资产总额(亿元)	1019.14	1170.57	1290.93	1343.18
所有者权益合计(亿元)	442.13	482.59	488.42	488.41
短期债务(亿元)	245.96	280.06	457.02	54.95
长期债务(亿元)	308.09	380.81	275.92	732.15
全部债务(亿元)	554.04	660.87	732.94	787.10
营业收入(亿元)	2.92	7.33	5.99	0.00
利润总额(亿元)	0.12	0.52	0.98	0.03
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-231.33	-124.95	-34.04	-4.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.73	3.72	3.39	--
存货周转次数(次)	--	34.13	15.44	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	65.06	87.90	52.38	--
营业利润率(%)	96.11	34.75	63.41	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	0.02	0.11	0.20	--
长期债务资本化比率(%)	41.07	44.11	36.10	59.98
全部债务资本化比率(%)	55.62	57.80	60.01	61.71
资产负债率(%)	56.62	58.77	62.17	63.64
流动比率(%)	224.99	251.61	172.78	784.91
速动比率(%)	224.99	251.52	172.78	784.91
经营现金流动负债比(%)	-86.02	-40.68	-6.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
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-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

联合资信评估有限公司关于 晋能集团有限公司 2020 年度第十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。