

信用评级公告

联合〔2021〕2571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及其拟发行的 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）的信用状况进行综合分析和评估，确定晋能控股电力集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）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

二〇二一年四月十九日



晋能控股电力集团有限公司

2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）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：2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期绿色中期票据将用于天镇一期 70MW 光伏发电项目、天镇二期 65MW 光伏发电项目、天镇四期 40MW 光伏发电项目、应县 60MW 光伏发电项目、阳高 70MW 光伏发电项目、高家堰二期风电场项目、平鲁红石岭风电场项目、平鲁败虎堡三期风电场项目、平遥朱坑风电场项目、朔城牛家岭二期风电场项目建设或置换项目建设贷款

评级时间：2021 年 4 月 19 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

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“晋能集团”）的评级反映了公司在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政府支持、运销体系、煤电一体化等方面具有综合优势。近年来，公司电力板块毛利率有所提升，经营活动现金流情况表现良好。同时，联合资信关注到煤炭行业周期性较强、公司债务负担偏重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

根据联合赤道环境评价有限公司出具的《晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）发行前独立评估认证报告》（报告编号：P-2021-9536），认定本期中期票据募投项目属于绿色产业项目，募集资金用途符合相关规定。公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的保障能力很强。

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以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司的区域市场地位高，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省人民政府国有资产监督管理委员会的资产划拨，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。2020 年起，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，煤炭运销能力较为突出。
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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评级内容	评级结果	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

文锦华

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

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。

关注

- 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，公司经营业绩有所下降，2020 年 1—9 月营业收入 754.85 亿元，同比下降 5.68%。
- 公司存在一定集中到期偿付压力。**截至 2021 年 3 月底，公司将于 2021 年到期/行权的债券余额为 342.74 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司现金类资产 250.36 亿元，为 2021 年到期/行权债券余额的 0.73 倍，存在一定的到期偿付压力。
- 公司重组事项尚未完成。**目前山西煤炭企业重组尚未完成，公司资产整合事项有待关注。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	296.32	261.21	234.36	250.36
资产总额 (亿元)	2621.11	2686.67	2945.37	3112.59
所有者权益合计 (亿元)	552.68	607.82	885.40	984.37
短期债务 (亿元)	665.59	550.29	749.73	637.61
长期债务 (亿元)	1038.34	1167.89	947.18	1130.44
全部债务 (亿元)	1703.93	1718.18	1696.91	1768.05
营业收入 (亿元)	1029.18	1036.56	1058.05	754.85
利润总额 (亿元)	16.51	35.46	41.82	22.34
EBITDA (亿元)	150.60	168.40	183.96	--
经营性净现金流 (亿元)	58.97	100.17	102.55	57.95
营业利润率 (%)	11.97	14.96	15.41	14.16
净资产收益率 (%)	1.32	3.03	2.49	--
资产负债率 (%)	78.91	77.38	69.94	68.37
全部债务资本化比率 (%)	77.21	76.83	68.22	66.28
流动比率 (%)	66.59	62.13	48.74	56.93
经营现金流动负债比 (%)	5.65	10.31	8.71	--
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.47	0.31	0.39
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 9 月
资产总额 (亿元)	1019.14	1170.57	1290.93	1356.53
所有者权益 (亿元)	442.13	482.59	488.42	485.37
全部债务 (亿元)	554.04	660.87	732.94	796.00
营业收入 (亿元)	2.92	7.33	5.99	0.97
利润总额 (亿元)	0.12	0.52	0.98	7.41
资产负债率 (%)	56.62	58.77	62.17	64.22
全部债务资本化比率 (%)	55.62	57.80	60.01	62.12
流动比率 (%)	224.99	251.61	172.78	972.56
经营现金流动负债比 (%)	-86.02	-40.68	-6.47	--

注: 1.2020 年 1—9 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

资料来源: 公司提供

主体评级历史:

信用等级	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	2021/1/20	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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由晋能控股电力集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、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。

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次（期）债项，有效期为本次（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。

晋能控股电力集团有限公司

2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）信用评级报告

一、主体概况

晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）前身系晋能集团有限公司，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 个市人民政府国有资产监督管理委员会出资，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。2020 年 10 月 26 日，晋能集团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”），2020 年 10 月 27 日，山西省市场监督管理局受理并完成晋能集团控股股东由山西国资运营变更为晋能控股的工商变更登记。变更后，公司控股股东为晋能控股，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，晋能集团实际控制人仍为山西省国资委。2020 年 11 月 27 日，晋能集团 2020 年第三次临时股东会会议审议通过了公司名称变更的决议，公司名称变更为现名。2020 年 11 月 30 日，公司名称变更已在山西省市场监督管理局完成工商变更登记手续，并取得山西省市场监督管理局颁发的新营业执照。

表 1 截至报告出具日公司股权结构

序号	股东名称	股权比例 (%)
1	晋能控股集团有限公司	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

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至报告出具日，公司已形成煤炭产业、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 885.40 亿元（含少数股东权益 242.32 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 9 月底，公司合并资产总额 3112.59 亿元，所有者权益合计 984.37 亿元（含少数股东权益 274.82 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 754.85 亿元，利润总额 22.34 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。

二、本期中期票据概况

公司已完成 DFI 注册（中市协注〔2019〕DFI37 号）。本期拟发行晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行金额 5 亿元，期限 2 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据将用于天镇一期 70MW 光伏发电项目、天镇二期 65MW 光伏发电项目、天镇四期 40MW 光伏发电项目、应县 60MW 光伏发电项目、阳高 70MW 光伏发电项目、高家堰二期风电场项目、平鲁红石岭风电场项目、平鲁败虎堡三期风电场项目、平遥朱坑风电场项目、朔城牛家岭二期风电场项目建设或置换项目建设贷款。

根据联合赤道环境评价有限公司出具的《晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）发行前独立评估认证报告》（报告编号：P-2021-9536），认定本期中期票据募投项目属于绿色产业项目，募集资金用途符合相关规定。

本期中期票据无担保。

三、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

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，

主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿

元,同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元,上年缺口为 4.85 万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元,同比增长 10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出 11.80 万亿元,同比增长 28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020 年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元,实际同比增长 1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目和刚性支出,要保证支付力度。稳健的

货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度;进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系,落实碳达峰、碳中和中长期决策部署,引导金融资源向绿色发展领域倾斜,推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体,2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先,投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长,仍将在经济增长中发挥关键作用,同时投资结构将进一步优化,形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次,消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降,2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱,消费继续修复。第三,出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长,海外疫情形势为出口增长的主要影响因素,整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响,联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右

四、行业分析

(一) 煤炭行业

1. 煤炭行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料,煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国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。

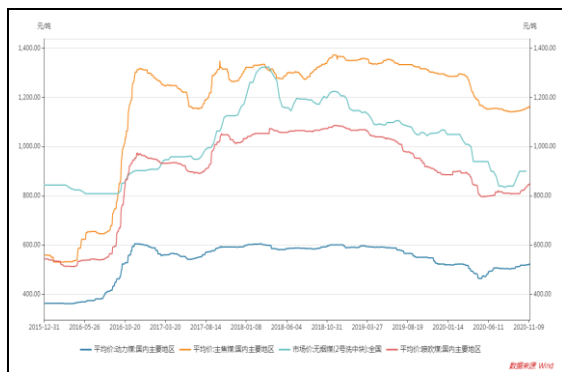
煤炭价格

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。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。

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。

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（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%。

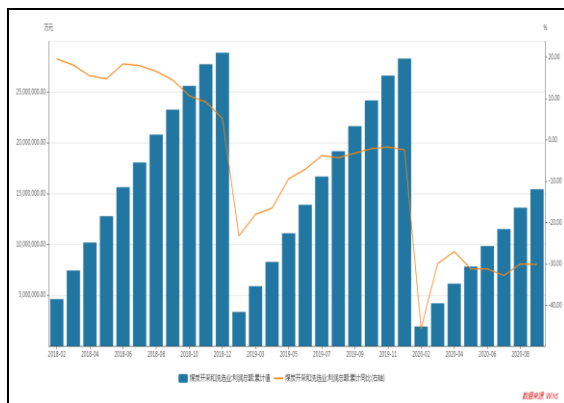
进入5月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平逐步恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹，截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降，截至2020年8月底，主焦煤价格（国内主要地区）和喷吹煤价格（国内主要地区）分别为1142元/吨和810元/吨，较4月底分别下降4.36%和3.91%；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月至今，随着宏观经济增速的提升，煤炭行业下游需求不断回暖，叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严，煤炭价格开始持续回升。截至2020年11月12日，动力煤（国内主要地区均价）、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524元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨，较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%，但与去年同期比仍有所下滑。

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，中国煤炭价格快速下降，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年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额1544.00亿元，同比下降30.10%。

2. 煤炭行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要

消费地，用煤旺季始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策步入新阶段

根据国家发展改革委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业经营时间普遍较长，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。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。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，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至 2019 年底，中国全口径发电设备装机容量 20.11 亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为 40.79%，较上年底上升 1.00 个百分点。2019 年，中国实现全口径发电量 73253 亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的 31.13%，同比增长 1.54 个百分点。

3. 煤炭行业展望

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。

考虑到中国的资源禀赋，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。煤炭行业在中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。

(二) 电力行业

1. 行业概况

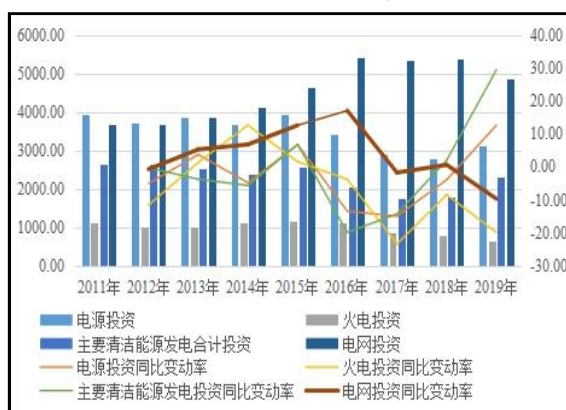
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，一季度全国电

网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，前三季度全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；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1—9月，中国主要发电企业电源工程建设完成投资3082亿元，同比增长51.6%，其中清洁能源完成投资占电源完成投资的92.2%。受补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”影响，风电工程完成投资1619亿元，同比大幅增长138.4%；同期，电网基本建设工程投资完成2899亿元，同比降幅较一季度的27.4%回落至1.8%。

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

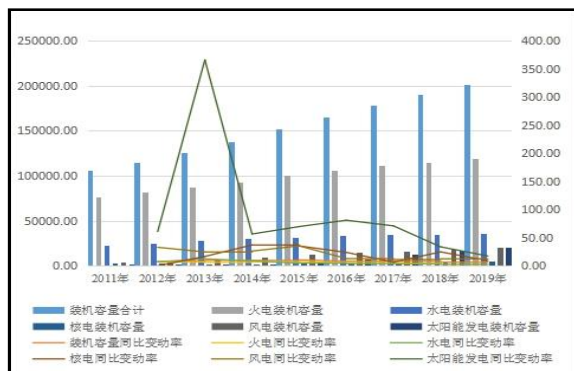
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中

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。

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1—9月，中国发电新增装机容量7224万千瓦，增量同比增加769万千瓦。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44.06%。

图4 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)



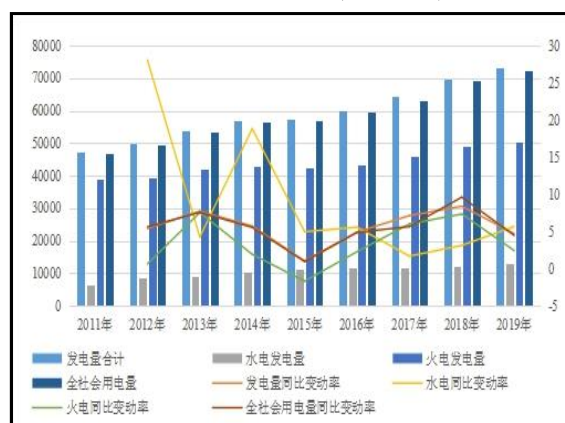
资料来源：中电联，联合资信整理

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；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；4月以来，全社会用电量同比增幅由负转正。2020年1—9月，中国全社会用电量54134亿千瓦时，同比增长1.3%。

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

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1—9月，全国发电设备累计平均利用小

时同比下降98小时，全国规模以上电厂发电量54086亿千瓦时，同比小幅增长0.9%，但增速回落2.1个百分点。其中，火电累计平均利用小时同比下降127小时，规模以上火电发电量同比下降0.3%；同期，主要清洁能源发电量均同比提升。

2. 行业关注及政策调整

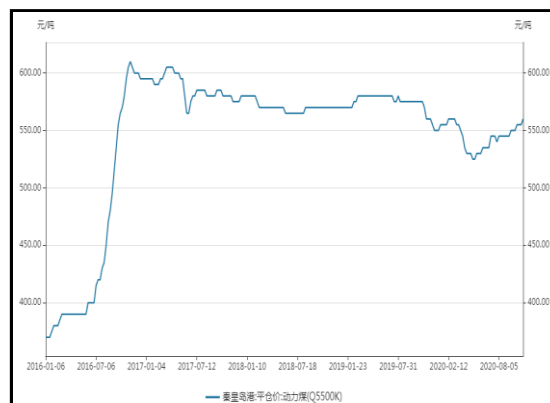
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020年下半年，伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，煤炭价格呈现回升趋势。

图6 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导

价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019 年 I~IV 类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元和 0.52 元；2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018 年之前核准，但 2020 年底前仍未完成并网的项目以及 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准，但 2021 年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年将调整为每千瓦时 0.75 元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对 2018 年底前已核准，且在 2021 年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业

用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于 2020 年 1 月 1 日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源前期补贴连续性及后期补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于 2020 年 1 月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4 号，明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制，并提出 2021 年 1 月 1 日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。2020 年 10 月，三部委对该意见进行了补充通知，首次以文件形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度；并说明补贴到期退出后，绿证将成为增加项目收益的重要途径。

2019 年 1 月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在

具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。根据《国家发展改革委办公厅国家能源局综合司关于公布2020年风电、光伏发电平价上网项目的通知》，2020年，风电平价上网项目装机规模1139.67万千瓦，光伏发电平价上网项目装机规模3305.06万千瓦；除并网消纳受限原因以外，风电项目须于2022年底前并网，光伏发电项目须于2021年底前完成并网。2020年10月，国家能源局综合司下发《关于公布光伏竞价转平价上网项目的通知》，共有1229个光伏竞价项目转平价，总装机规模799.89万千瓦，除并网消纳受限原因以外，这些项目须于2021年底前完成并网。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚不完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，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。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿

千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

面对新冠肺炎疫情的冲击和复杂严峻的国内外环境，全国上下科学统筹疫情防控和经济社会发展，有力有效推动生产生活秩序恢复，2020年前三季度，国民经济和能源消费增速均由负转正，国民生产总值同比增长0.7%，能源消费总量同比增长0.9%。同期，电力行业为社会疫情防控和复工复产、复商复市提供电力保障，并落实阶段性降低用电成本政策，全力支持实体经济发展，2020年前三季度电力消费增速由负转正，三季度实现中速增长，经济社会发展对电力的消费需求已恢复常态。

根据中电联发布的《2020年前三季度全国电力供需形势分析预测报告》，2020年前三季度，全国电力供需总体平衡，预计四季度全社会用电量同比增长约6%，非化石能源发电装机比重将继续提高。未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开：

(1) **加强电煤供需协调，切实保障迎峰度冬期间电力热力供应。**具体措施包括切实落实

东北地区采暖季用煤保障，化解东北时段性电煤供应紧张问题，并加大对东北、西北、西南等地区部分火电企业的亏损治理、处僵治困；做好用电高峰时的有序用电预案；提高可再生能源预测准确度，并加快发放新能源补贴，缓解新能源发电企业运营压力等，提高电力供应保障。

(2) **完善电力市场交易机制，推进电力中长期合约签订及现货市场建设。**具体措施包括统筹中长期交易与现货交易的衔接；加快健全市场信息披露制度；妥善处理新能源进入市场的方式，完善可再生能源配额制机制建设，保障可再生能源的全额消纳；建立容量成本补偿等辅助服务机制，促进火电企业有序转型等。

(3) **加强电力规划引领，进一步加快推动清洁低碳电力结构转型。**具体措施包括综合考虑各类资源条件、发电经济性、系统调节能力等因素，推动非化石能源快速有序发展；加快建设多元高弹性智能电网，推动储能技术研究，提升可再生能源的介入裕度等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至报告出具日，晋能控股持有公司64.06%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及行业地位

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9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8040万吨/年。

煤炭运销方面，截至2020年9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。

火电、水电及燃气发电业务方面，截至2020年9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12家电厂，权益装机容量（包括在建）864.13万千瓦。

清洁能源方面，截至2020年9月底，公司已投产风电装机容量104.30万千瓦，在建装机容量54万千瓦；已投产光伏发电装机容量79.58万千瓦。

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。

2021年2月10日，根据《晋能控股电力集团有限公司关于董事长发生变动的公告》，李国彪先生不再担任晋能控股电力集团有限公司董事长，选举刘文彦先生为晋能控股电力集团有限公司董事长。

公司党委书记、董事长刘文彦先生，生于1965年9月，研究生学历，高级工程师。刘文彦先生曾任同煤集团副总工程师，同煤大唐塔山发电公司董事长、总经理，同煤集团党委书记、副总经理，漳泽电力公司党委书记、董事长，晋能控股电力集团有限公司党委副书记。

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%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010601984490M），截至2021年3月22日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息，过往债务履约情况良好。

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。

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10人，缺位3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，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、股东大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。

七、重大事项

公司重组事项尚未完成。

2020年以来，山西省开启了国有煤企的新一轮专业化战略重组，山西省龙头煤企由七家缩减为晋能控股、山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）两家。重组后的晋能控股是全球第三、全国第二大煤炭企业，资产总额达到了1.11万亿元，煤炭产能近4亿吨，电力装机容量3800万千瓦，煤机装备制造资产规模368.65亿元。本轮重组有助于提高煤企的抗风险能力，改善现有煤企的信用资质，有利于山西省煤炭行业的长远良性发展。

2020年10月27日，山西省市场监督管理局受理并完成晋能集团控股股东由山西国资运营变更为晋能控股的工商变更登记。变更后，公司控股股东为晋能控股，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，晋能集团实际控制人仍为山西省国资委。2020年11月27日，晋能集团2020年第三次临时股东会会议审议通过了公司名称变更的决议，公司名称变更为现名。2020年11月30日，公司名称变更已在山西省市场监督管理局完成工商变更登记手续，并取得山西省市场监督管理局颁发的新营业执照。

联合资信将持续关注晋能集团重组事项的进展情况。

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—9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 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭生产	203.48	19.77	49.17	243.31	23.47	50.66	271.24	25.64	47.73	191.95	25.43	43.84
贸易物流	631.11	61.32	3.08	546.63	52.74	4.81	539.11	50.95	4.42	421.37	55.82	5.08
电力	96.21	9.35	5.05	117.07	11.29	7.49	139.14	13.15	10.34	103.60	13.72	10.91
清洁能源	40.10	3.90	23.89	45.24	4.36	24.34	44.60	4.22	27.26	21.51	2.85	27.38
多元业务	58.28	5.66	18.82	84.31	8.13	14.81	63.96	6.05	17.43	16.42	2.18	18.88
合计	1029.18	100.00	14.08	1036.56	100.00	17.54	1058.05	100.00	18.05	754.85	100.00	16.67

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

毛利率方面，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个、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—9月，公司实现营业收入754.85亿元，为2019年营业收入的71.34%，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5.68%。综合毛利率为16.67%，较2019年下降1.38个百分点。

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。2020年1—9月，随着整合矿井改

扩建的推进，公司煤炭产能继续增长。

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	生产矿井数量	产能	基建矿井数量	产能	停缓建矿井数量	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	7	740	0	0	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	73	8040	23	2100	56	3930

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司拥有矿井152座，其中，在产矿井73座、基建矿井23座、停缓建矿井56座；总产能14070万吨/年，其中在产矿井产能8040万吨/年，在产矿井产能较2020年3月底增加90万吨/年。

表5 公司煤炭生产情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
煤炭产量（万吨）	5599.02	6688.79	7447.12	6068.27
商品煤销量（万吨）	5310.00	6205.50	6975.50	5436.90
平均售价（元/吨）	383.21	392.10	388.85	353.05
平均生产成本（元/吨）	194.76	193.47	203.27	198.28

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%。2020年1—9月，公司煤炭产量为6068.27万吨，商品煤销量为5436.90万吨。

2019年，公司煤炭平均生产成本203.27元/吨，较上年增长5.07%；平均售价388.85元/吨，较上年下降0.83%。2020年1—9月，公司煤炭平均生产成本198.28元/吨，平均售价353.05元/吨，均较2019年有所下降。

表6 煤炭生产主要指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9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	9.10
死亡率（人/百万吨）	0.14	0.08	0.00	0.05

资料来源：公司提供

煤炭开采技术方面，2019年，公司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，公司未发生过超过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9月底，公司拥有选煤厂35座，洗选能力6510万吨/年。2020年1—9月，原煤入洗率为78.37%。

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。考虑到公司通过资源整合获取了丰富资源，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设施，经营规模优势明显，对运销渠道的控制力较强。2020年1—9月，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9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、洗选厂、焦化企业及发煤站需求。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—9月，公司煤炭贸易量为11461.48万吨，同比增长22.37%；实现收入421.37亿元，同比增长7.87%。

表 7 公司贸易物流情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
贸易量（万吨）	16404.00	12786.67	13250.70	11461.48
收入（亿元）	631.11	546.63	539.11	421.37
毛利润（亿元）	19.45	26.28	23.84	21.39
平均售价（元/吨）	384.73	427.50	406.85	367.64
平均毛利（元/吨）	11.86	20.55	17.99	18.66

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、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；二是通过水运到达的区域

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。2020 年 1—9 月，公司发电量和上网电量继续增长，电力板块毛利率略有提升。

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（以下简称“通宝能源”）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 9 月底，公司控股装机容量 663.20 万千瓦，其中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 12 家电厂，权益装机容量（包括在建）864.13 万千瓦。

表 8 截至 2020 年 9 月底公司控股和参股电厂情况

(单位: %、万千瓦)

企业名称	持股比例	装机容量	权益装机	发电类型
已投产控股装机容量				
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
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
小计	--	593.20	503.60	--
在建控股装机容量				
晋能孝义煤电有限公司(在建)	51.00	70.00	35.70	火力
小计	--	70.00	35.70	--
参股装机容量				
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	1651.60	103.89	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
山西漳电同华发电有限公司	5.00	1320	6.60	火力
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
苏晋能源控股有限公司	9.50	396.00	37.62	火力
小计	--	3054.10	324.83	--
合计	--	3717.30	864.13	--

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(以下简称“国峰煤电”)、山西国金电力有限公司(以下简称“国金电力”)、山西国锦煤电有限公司(以下简称“国锦煤电”)和晋能大

土河热电有限公司(以下简称“大土河热电”)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, 向国网山西省电力公司销售。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—9月公司发电量215.27亿千瓦时, 同比增长7.81%; 上网电量198.54亿千瓦时, 同比增长6.70%。

表 9 公司发电业务指标

指 标	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
发电量（亿千瓦时）	189.56	230.46	270.27	215.27
上网电量（亿千瓦时）	175.13	215.62	248.39	198.54

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 319.00 克/千瓦时，单位发电煤耗较上年小幅增加 9.00 克，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 7.64%；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%。2020 年 1—9 月，阳光发电发电量 43.85 亿千瓦时，上网电量 40.16 亿千瓦时，实现营业收入 10.48 亿元。

表 10 阳光发电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时（小时）	3747	4157	4471	3426
供电标准煤耗（克/千瓦时）	308.40	310.00	319.00	326.00
综合厂用电率（%）	8.40	8.48	8.82	8.4
装机容量（万千瓦）	128	128	128	128
发电量（亿千瓦时）	47.97	53.21	57.23	43.85
上网电量（亿千瓦时）	43.94	49.60	53.39	40.16
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.324	0.346	0.314	0.295
营业收入（亿元）	13.33	15.93	15.75	10.48

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 25.00 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%。2020 年 1—9 月，耀光煤电发电量 13.77 亿千瓦时，上网电量 12.07 亿千瓦时，实现营业收入 3.20 亿元。

表 11 耀光煤电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时（小时）	4025	4550	4442	3443
供电标准煤耗（克/千瓦时）	373.66	388.00	413.00	394
综合厂用电率（%）	12.27	12.33	12.26	12.3
装机容量（万千瓦）	40	40	40	40
发电量（亿千瓦时）	16.10	18.20	17.77	13.77
上网电量（亿千瓦时）	14.12	16.22	15.75	12.07
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.286	0.316	0.315	0.299
营业收入（亿元）	3.75	4.65	4.73	3.20

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，长治热电发电量 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 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 5.00 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%。2020 年 1—9 月，长治热电发电量 24.39 亿千瓦时，上网电量 22.14 亿千瓦时，实现营业收入 5.85 亿元。

表 12 长治热电经营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时（小时）	3841	4613	5426	3694.88
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309.84	309.00	314.00	319.77
综合厂用电率（%）	9.39	9.28	9.21	9.2
装机容量（万千瓦）	66	66	66	66

发电量(亿千瓦时)	25.35	30.45	35.81	24.39
上网电量(亿千瓦时)	22.97	28.41	33.31	22.14
平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.315	0.334	0.313	0.2987
营业收入(亿元)	7.33	9.58	10.77	5.85

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%。2020 年 1—9 月, 国锦煤电发电量 21.38 亿千瓦时, 上网电量 18.92 亿千瓦时, 实现售电收入 4.87 亿元。

表 13 国锦煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时(小时)	2168	3403	4912	3563
供电标准煤耗(克/千瓦时)	320.97	323.00	323.00	330.08
综合厂用电率(%)	12.76	12.24	12.17	11.49
装机容量(万千瓦)	60	60	60	60
发电量(亿千瓦时)	13.01	20.78	29.47	21.38
上网电量(亿千瓦时)	11.35	18.87	26.68	18.92
平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.300	0.314	0.319	0.257
营业收入(亿元)	2.90	5.63	8.40	4.87

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%。2020 年 1—9 月, 国峰煤电发电量 22.25 亿千瓦时, 上网电量 20.74 亿千瓦时, 实现营业收入 5.56 亿元。

表 14 国峰煤电主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时(小时)	4149	4569	5103	3709
供电标准煤耗(克/千瓦时)	334.61	331.00	339.00	340.07
综合厂用电率(%)	7.23	7.15	6.87	6.80
装机容量(万千瓦)	60	60	60	60
发电量(亿千瓦时)	24.89	27.42	30.62	22.25
上网电量(亿千瓦时)	23.08	25.63	28.66	20.74
平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.292	0.318	0.316	0.303
营业收入(亿元)	6.22	7.54	8.50	5.56

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%。2020 年 1—9 月, 国金电力发电量 24.03 亿千瓦时, 上网电量 21.98 亿千瓦时, 实现营业收入 6.63 亿元。

表 15 国金电力主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时(小时)	3995	4800	4764	3433.07
供电标准煤耗(克/千瓦时)	336.16	335.00	337.00	350.55
综合厂用电率(%)	6.97	6.79	6.93	6.92
装机容量(万千瓦)	70	70	70	70
发电量(亿千瓦时)	27.96	33.60	33.35	24.03
上网电量(亿千瓦时)	26.02	31.55	31.37	21.98
平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.290	0.323	0.316	0.318
营业收入(亿元)	6.71	9.05	9.28	6.63

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

大土河热电方面, 2019 年, 大土河热电当年发电量为 36.10 亿千瓦时, 较上年增长 80.14%; 发电利用小时为 5157.66 小时, 较上

年增加 2294.66 小时。2019 年，大土河热电厂上网电量 33.35 亿千瓦时，较上年增长 80.56%；平均上网电价 0.276 元/千瓦时（含税），较上年增加 12.20%；大土河热电实现营业收入 9.10 亿元，较上年增长 101.33%。2020 年 1—9 月，大土河发电量 28.20 亿千瓦时，上网电量 26.15 亿千瓦时，实现售电收入 7.42 亿元。

表 16 大土河主要运营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
年设备利用小时（小时）	2863.00	5157.66	4028.90
供电标准煤耗（克/千瓦时）	323	322.93	327.10
综合厂用电率（%）	8.49	7.64	7.29
装机容量（万千瓦）	70	70	70
发电量（亿千瓦时）	20.04	36.10	28.20
上网电量（亿千瓦时）	18.47	33.35	26.15
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.246	0.276	0.267
营业收入（亿元）	4.52	9.10	7.42

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 17 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	2020 年 1—9 月
阳光发电	采购量	218.00	262.00	282.00	201.00
	采购均价	371.26	383.60	376.42	379.94
耀光煤电	采购量	150.74	165.60	172.59	125.77
	采购均价	158.48	189.32	154.09	151.43
长治热电	采购量	144.00	190.93	218.86	140.14
	采购均价	400.00	419.25	334.32	291.89
国峰煤电	采购量	218.56	249.73	292.71	194.17
	采购均价	136.34	167.96	164.55	157.54
国锦煤电	采购量	120.35	185.64	274.54	189.22
	采购均价	227.73	217.14	179.71	147.31
国金电力	采购量	245.32	287.74	288.90	211.69
	采购均价	203.00	195.03	178.91	150.30

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 9 月底，公司共拥有变电站 126 座，其中，220kV 变电站 8 座，容量 2418MVA，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 4.00%至 53.85 亿元。2020 年 1—9 月，公司完成配电量 70.55 亿千瓦时，平均售电价为 531.05 元/兆瓦时。

表 18 公司配电业务主要经营数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
配电量（亿千瓦时）	80.87	91.53	96.94	70.55
平均售电价（元/兆瓦时）	578.02	565.65	555.46	531.05
配电设施完成投资（亿元）	3.90	2.30	3.48	2.79
变电站个数（座）	118	119	125	126
线路长度（公里）	14762.00	17230.00	15799.85	15513.00
变电总容（万千	680.50	659.97	726.97	749.80

伏安)				
-----	--	--	--	--

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

2017—2019 年，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。2020 年 1—9 月，公司风电装机规模变化不大，发电业务收入略有下降；光伏发电装机规模持续增长，发电业务收入略有增长。

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 104.30 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 9 月底，公司已投产风电 104.30 万千瓦，在建装机 54 万千瓦。2020 年 1—9 月，风电完成发电量 11.84 亿千瓦时，上网电量 11.77 亿千瓦时，平均上网电价为 0.56 元/千瓦时，实现收入 5.84 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 5.90 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 9 月底，公司已投产光伏发电装机 79.58 万千瓦。2020

年 1—9 月，公司光伏发电业务发电量 7.78 亿千瓦时，上网电量 7.59 亿千瓦时，平均上网电价为 0.68 元/千瓦时，光伏发电实现收入 4.59 亿元。

光伏组件生产由晋能清洁能源科技股份有限公司（以下简称“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、武汉日新科技股份有限公司等。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—9 月，晋能科技生产电池组件 645.26MW，实现销售收入 8.90 亿元。

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，多元板块实现收入 63.96 亿元，公司多元板块的经营主体包括山西万景源房地产开发有限公司（以下简称“万景源房地产”）和山西晋能装备产业有限公司等。

房地产板块，截至 2020 年 9 月底，万景源房地产资产总额 17.11 亿元，负债总额 15.75 亿元。2020 年 1—9 月营业收入 1.26 亿元。

装备制造板块，截至 2020 年 9 月底，山西晋能装备产业有限公司资产总额 11.40 亿元，负债总额 7.53 亿元。2020 年 1—9 月营业收入 1.94 亿元。

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数三年平均值分别为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19 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20 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
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—9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。截至2020年9月底，公司合并范围新增子公司6家，因注销不再包括3家。截至2020年9月底，公司纳入合并范围的子公司合计582家。公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至2019年底，公司合并资产总额2945.37亿元，所有者权益合计885.40亿元（含少数股东权益242.32亿元）；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9月底，公司合并资产总额3112.59亿元，所有者权益合计984.37亿元（含少数股东权益274.82亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入754.85亿元，利润总额22.34亿元。

2. 资产质量

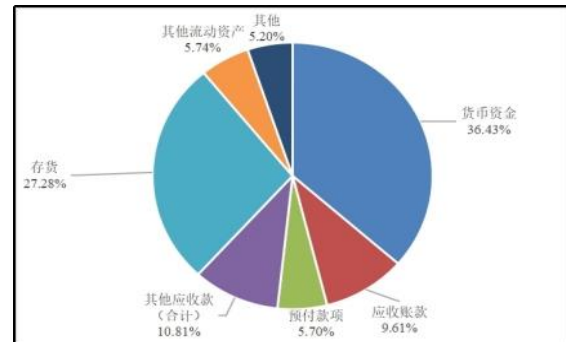
公司资产规模稳步增长，结构以非流动资产为主；货币资金较为充裕，受限比例一般；其他应收款账龄较长，对流动资金形成一定占用；受益于采矿权评估增值，2019年无形资产快速增长。公司整体资产质量好。

2017—2019年末，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2018年底增长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

2017—2019年末，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%）和存货（占27.28%）等构成。

图7 公司2019年底流动资产构成情况



注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司财务报告

2017—2019年末，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年末，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，前五名应收账款欠款企业的余额合计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年末，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年末，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。

截至2020年9月底，公司流动资产598.93亿元，较上年底增长4.41%。公司流动资产主要由货币资金（占37.00%）、应收账款（占10.54%）、其他应收款（合计）（占11.01%）和存货（占26.18%）等构成。

非流动资产

2017—2019年末，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年末，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年末，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年末，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 21 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9月底，公司合并资产总额3112.59亿元，较2019年底增长5.68%。其中，流动资产占19.24%，非流动资产占80.76%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2019年底变化不大。

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接收山西省国资委资产划拨，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年末，公司所有者权益快速增长，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9月底，公司所有者权益984.37亿元，较上年底增长11.18%。其中，归属于母公司所有者权益占比为72.08%，少数股东权益占比为27.92%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占37.85%、27.31%、1.16%和-4.67%。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。2020年1—9月，公司债务规模有所增加。

2017—2019年末，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年末，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年末，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年末，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年末，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长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年末，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年末，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。

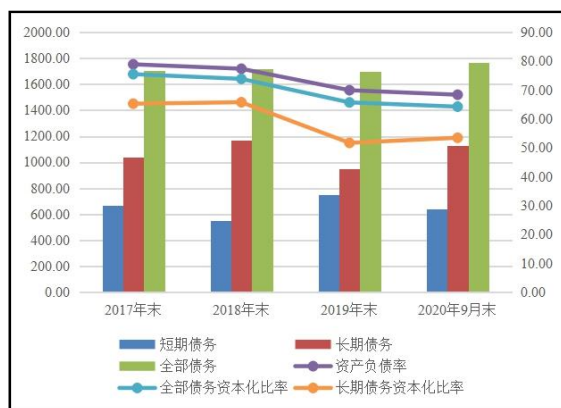
2017—2019年末，公司应付债券年均复合变动率为-8.12%。截至2019年底，公司应付债券389.28亿元，较2018年底下降25.10%，从期

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年末, 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年末, 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8 公司调整后债务负担情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年末, 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9月底, 公司负债总额2128.22亿元, 较2019年底增长4.19%。其中, 流动负债占49.43%, 非流动负债占50.57%。同期, 公司全部债务1768.05元, 其中短期债务占36.06%, 长期债务占63.94%。截至2020年9月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率及

长期债务资本化比率分别为68.37%、66.28%及55.69%。

表22 截至2020年9月底, 公司全部有息债务的期限分布情况 (单位: 亿元)

剩余期限	有息债务到期金额
2020年9月底至2020年底	200.36
2021年	413.52
2022年	347.04
2023年及以后	701.32
合计	1662.24

资料来源：公司提供

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。2020年1—9月, 受新冠疫情影响, 公司营业收入同比下降。

2017—2019年末, 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%。

2017—2019年末, 公司期间费用持续增长, 年均复合增长5.24%。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。

非经常性损益方面, 2017—2019年末, 公司投资收益波动增长, 分别为4.90亿元、3.18亿元、5.68亿元, 2019年同比大幅增长主要系权益法核算的长期股权投资收益等增长所致。

2017—2019 年末，公司其他收益持续增长，分别为 3.57 亿元、5.45 亿元、6.09 亿元，2019 年同比增长主要系补贴资金所致。2017—2019 年末，营业外收入波动下降，分别为 12.22 亿元、6.71 亿元、7.44 亿元，2019 年同比增长主要系往来转收入增加所致。2017—2019 年末，营业外支出波动增长，分别为 3.36 亿元、4.63 亿元、4.31 亿元。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，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 3.18%、3.48%和 3.42%，三年加权平均值分别为 3.39%，波动增长；净资产收益率分别为 1.32%、3.03%和 2.49%，三年加权平均值为 2.42%，波动增长。2019 年，公司总资产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 23 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—9月，公司实现营业收入754.85亿元，同比下降5.68%；实现利润总额22.34亿元，同比下降27.52%。受新冠疫情影响，公司营业收入及利润总额同比下降。

5. 现金流

2019 年，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，2017—2019 年，公司经营活动现金流入较为稳定，现金支出持续减少，经营活动现金净流入量保持增长。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，2017—2019 年，公司投资活动现金流入大幅减少，现金支出规模也出现一定下滑，投资活动现金流呈净流出状态，且规模不断增大。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。

从筹资活动前产生的现金流量净额来看，公司对筹资活动依赖度逐渐降低，2017—2019 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-8.79 亿元、25.00 亿元和 18.12 亿元。2019 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额持续为正，公司经营活动净现金流可覆盖投资活动净现金流出。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动减少，现金支出波动增长，筹资活动现金流由净流入转为净流出。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 24 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2017 年	2019 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	1280.10	1288.40	1288.08	838.15
经营活动现金流出量	1221.13	1188.23	1185.53	780.21

经营活动现金流量净额	58.97	100.17	102.55	57.95
投资活动现金流入量	135.03	33.26	13.76	8.96
投资活动现金流出量	202.79	108.43	98.19	52.12
投资活动现金流量净额	-67.76	-75.17	-84.43	-43.17
筹资活动现金流入量	810.09	649.83	780.87	644.50
筹资活动现金流出量	736.74	735.72	803.48	637.47
筹资活动现金流量净额	73.35	-85.89	-22.61	7.04
筹资活动前现金流	-8.79	25.00	18.12	14.78

资料来源：公司财务报告

2020年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额57.95亿元；投资活动产生的现金流量净额-43.17亿元；筹资活动产生的现金流量净额7.04亿元。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标较弱，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。

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9月底，两项指标分别为56.93%和42.03%。2019年经营现金流流动负债比为8.71%；截至2020年9月底，现金短期债务比为0.39倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至2020年9月底，受一年内到期的非流动负债规模减少等因素影响，公司短期偿债能力指标均有所上升。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9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9月底，公司在各家银行授信总额为1837.42亿元，其中已使用授信额度920.79亿元，未使用授信额度916.63亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

2019年，母公司资产规模较大，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年底，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。截至2020年9月底，母公司资产总额1356.53亿元，所有者权益为485.37亿元。

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%）和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%）和应付债券（占 91.38%）构成。截至 2019 年底，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 2020 年 9 月底，母公司负债总额 871.17 亿元，资产负债率 64.22%；全部债务 796.00 亿元，全部债务资本化比率 62.12%。

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。2020 年 1—9 月，母公司营业收入 0.97 亿元。

2019 年，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。2020 年 1—9 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-18.18 亿元、8.52 亿元、23.22 亿元。

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。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构和负债水平影响小。公司EBITDA和经营活动现金流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
本期中期票据发行规模为5亿元，分别占

2020年9月底公司长期债务和全部债务的0.44%和0.28%。本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响小。

以2020年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由68.37%、66.28%和55.69%上升至68.43%、66.34%和55.80%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年末，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；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量和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

截至2021年3月底，公司存续债券612.74亿元，于2021年到期/行权债券余额最大，为342.74亿元，2019年公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为2021年到期/行权债券余额的3.76倍、0.30倍和0.53倍，经营活动产生的现金流入量对2021年到期/行权债券余额保障能力较强；截至2020年9月底，公司现金类资产250.36亿元，为2021年到期/行权债券余额的0.73倍。公司2021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。

根据联合赤道环境评价有限公司出具的《晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）发行前独立评估认证报告》（报告编号：P-2021-9536），认定本期中期票据募投项目属于绿色产业项目，募集资金用途符合相关规定。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。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

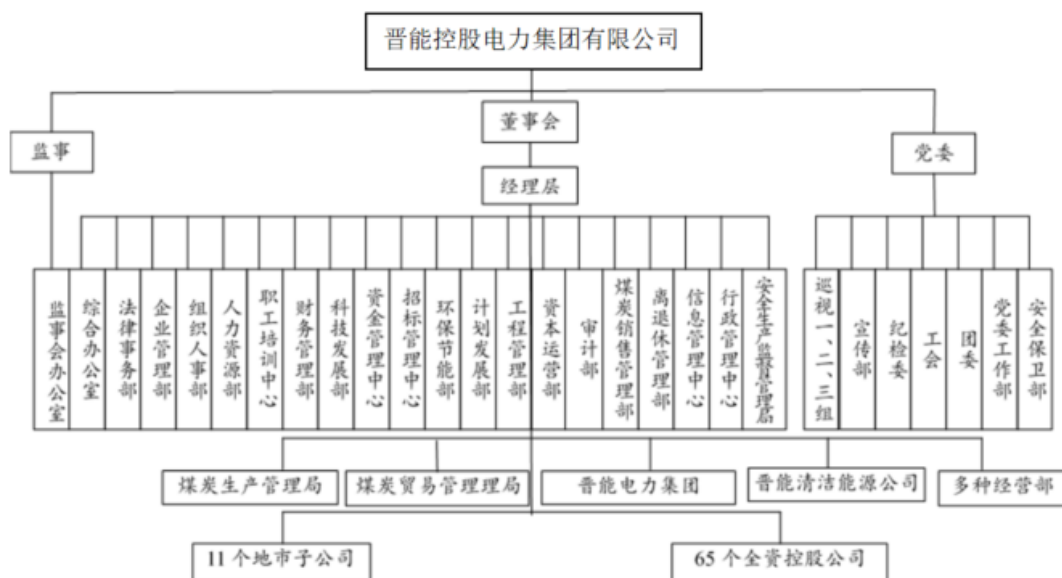
附件 1-1 截至报告出具日公司股权结构

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

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至报告出具日公司组织结构图



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。

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司一级子公司情况表

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

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	296.32	261.21	234.36	250.36
资产总额（亿元）	2621.11	2686.67	2945.37	3112.59
所有者权益（亿元）	552.68	607.82	885.40	984.37
短期债务（亿元）	665.59	550.29	749.73	637.61
长期债务（亿元）	1038.34	1167.89	947.18	1130.44
全部债务（亿元）	1703.93	1718.18	1696.91	1768.05
营业总收入（亿元）	1029.18	1036.56	1058.05	754.85
利润总额（亿元）	16.51	35.46	41.82	22.34
EBITDA（亿元）	150.60	168.40	183.96	--
经营性净现金流（亿元）	58.97	100.17	102.55	57.95
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	102.41
营业利润率（%）	11.97	14.96	15.41	14.16
总资产收益率（%）	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	55.69
全部债务资本化比率（%）	77.21	76.83	68.22	66.28
资产负债率（%）	78.91	77.38	69.94	68.37
流动比率（%）	66.59	62.13	48.74	56.93
速动比率（%）	54.03	46.63	35.44	42.03
经营现金流动负债比（%）	5.65	10.31	8.71	--
现金短期债务比（倍）	0.45	0.47	0.31	0.39
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—9 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

资料来源：公司提供

附件 3 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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.26	21.22	21.76	34.80
资产总额（亿元）	1019.14	1170.57	1290.93	1356.53
所有者权益（亿元）	442.13	482.59	488.42	485.37
短期债务（亿元）	245.96	280.06	457.02	30.08
长期债务（亿元）	308.09	380.81	275.92	765.92
全部债务（亿元）	554.04	660.87	732.94	796.00
营业总收入（亿元）	2.92	7.33	5.99	0.97
利润总额（亿元）	0.12	0.52	0.98	7.41
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-231.33	-124.95	-34.04	-18.18
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	5.18
营业利润率（%）	96.11	34.75	63.41	99.73
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	61.21
全部债务资本化比率（%）	55.62	57.80	60.01	62.12
资产负债率（%）	56.62	58.77	62.17	64.22
流动比率（%）	224.99	251.61	172.78	972.56
速动比率（%）	224.99	251.52	172.78	972.56
经营现金流动负债比（%）	-86.02	-40.68	-6.47	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.08	0.05	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2020 年 1—9 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供

附件 4 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%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 晋能控股电力集团有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（碳中和债）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。

晋能控股电力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。

晋能控股电力集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对晋能控股电力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，晋能控股电力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控股电力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，如发现晋能控股电力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控股电力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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如晋能控股电力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控股电力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控股电力集团有限公司联系，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。

