信用评级公告

联合〔2021〕5607号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股电力集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持晋能控股电力集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“16晋能MTN002”“16晋能MTN003”“18晋能MTN002”“18晋能MTN007”“19晋能MTN001”“20晋能MTN001”“20晋能MTN002”“20晋能MTN003”“20晋能MTN004”“20晋能MTN007”“20晋能MTN009”“20晋能MTN010”“20晋能MTN011”“20晋能MTN012”“20晋能MTN013”“20晋能MTN014”“20晋能MTN016”“20晋能MTN017”“20晋能MTN018”“21晋能电力GN001(碳中和债)”的信用等级为AAA，维持“20晋能CP003”“20晋能CP004”“20晋能CP005”“20晋能CP006”“20晋能CP007”“20晋能CP008”“20晋能CP009”“20晋能CP010”“20晋能CP011”“20晋能CP012”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十八日

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

晋能控股电力集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
晋能控股电力集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16晋能MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16晋能MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18晋能MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18晋能MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19晋能MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN009	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN010	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN012	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN013	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN014	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN016	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN017	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能MTN018	AAA	稳定	AAA	稳定
21晋能电力GN001（碳中和债）	AAA	稳定	AAA	稳定
20晋能CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP004	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP005	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP006	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP007	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP008	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP009	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP010	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP011	A-1	稳定	A-1	稳定
20晋能CP012	A-1	稳定	A-1	稳定

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能控股电力”）的跟踪评级反映了公司在政府支持、资源禀赋、区域市场地位、资产规模以及业务多元性等方面保持了显著的优势。跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，短期债务规模有所下降，债务结构有所优化。受山西省国有煤炭企业资产重组事项的统一安排，公司未来可能移交部分煤炭和贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的相关电力资产。同时，联合资信也关注到行业周期性风险、债务负担重以及资产重组存在不确定性等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力较强。

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“16晋能MTN002”“16晋能MTN003”“18晋能MTN002”“18晋能MTN007”“19晋能MTN001”“20晋能MTN001”“20晋能MTN002”“20晋能MTN003”“20晋能MTN004”“20晋能MTN007”“20晋能MTN009”“20晋能MTN010”“20晋能MTN011”“20晋能MTN012”“20晋能MTN013”“20晋能MTN014”“20晋能MTN016”“20晋能MTN017”“20晋能MTN018”“21晋能电力GN001（碳中和债）”的信用等级为AAA，维持“20晋能CP003”“20晋能CP004”“20晋能CP005”“20晋能CP006”“20晋能CP007”“20晋能CP008”“20晋能CP009”“20晋能CP010”“20晋能CP011”“20晋能CP012”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*16 晋能 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021/9/29
*16 晋能 MTN003	10 亿元	10 亿元	2021/11/3
18 晋能 MTN002	15 亿元	1.10 亿元	2023/3/15
*18 晋能 MTN007	10 亿元	10 亿元	2021/7/30
*19 晋能 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/1/11
20 晋能 MTN001	12 亿元	12 亿元	2023/1/8
20 晋能 MTN002	10 亿元	10 亿元	2023/4/23
20 晋能 MTN003	10 亿元	10 亿元	2023/3/27
*20 晋能 MTN004	5 亿元	5 亿元	2023/4/30
20 晋能 MTN007	5 亿元	5 亿元	2023/6/17
20 晋能 MTN009	5 亿元	5 亿元	2023/7/15
20 晋能 MTN010	5 亿元	5 亿元	2023/8/5
20 晋能 MTN011	5 亿元	5 亿元	2023/8/18
20 晋能 MTN012	5 亿元	5 亿元	2023/8/21
20 晋能 MTN013	5 亿元	5 亿元	2023/8/26
20 晋能 MTN014	5 亿元	5 亿元	2023/9/2
20 晋能 MTN016	5 亿元	5 亿元	2023/9/29
20 晋能 MTN017	5 亿元	5 亿元	2023/10/16
20 晋能 MTN018	10 亿元	10 亿元	2023/10/30
21 晋能电力 GN001（碳中和债）	5 亿元	5 亿元	2023/6/17
20 晋能 CP003	15 亿元	15 亿元	2021/7/27
20 晋能 CP004	15 亿元	15 亿元	2021/8/12
20 晋能 CP005	15 亿元	15 亿元	2021/9/18
20 晋能 CP006	10 亿元	10 亿元	2021/9/23
20 晋能 CP007	15 亿元	15 亿元	2021/9/30
20 晋能 CP008	10 亿元	10 亿元	2021/10/15
20 晋能 CP009	15 亿元	15 亿元	2021/10/21
20 晋能 CP010	20 亿元	20 亿元	2021/10/26
20 晋能 CP011	20 亿元	20 亿元	2021/11/2
20 晋能 CP012	20 亿元	20 亿元	2021/11/12

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2021 年 6 月 28 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能源企业，在山西省内地位高，政府支持力度大。2020 年，受益于采矿权评估增值以及接收资产划拨，公司所有者权益同比增长。
2. **跟踪期内，公司电力板块和清洁能源板块装机规模有所增加，发电量和上网电量同比增长。**2020 年公司电力板块发电量和上网电量分别同比增长 0.45%和 0.39%；清洁能源板块方面，2020 年公司风力及光伏发电量分别同比增长 23.01%和 78.31%。
3. **公司债务结构有所优化。**截至 2020 年底，公司短期借款较上年底下降 25.59%。债务结构方面，短期债务占 35.42%，长期债务占 64.58%，债务结构有所优化。

关注:

1. **行业周期性风险。**煤炭、电力行业周期性较强，煤炭价格波动较大，2020 年公司营业收入和利润总额同比下降。
2. **公司债务负担重，且存在一定集中到期偿付压力。**截至2020年底，公司全部债务1738.09亿元，较上年底增长 8.48%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.46%和 63.76%。从全部债务期限来看，公司债务在 2021 年兑付金额大。
3. **资产重组存在不确定性。**公司作为晋能控股集团有限公司下属电力业务开展主体，未来可能移交部分煤炭和贸易业务资产，并接收其他省属能源企业的相关电力资产，联合资信将持续关注资产重组事宜的推进情况，以及资产重组后公司整体财务状况。

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能源企业，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
余瑞娟
张 葛
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	261.21	234.36	290.20	261.32
资产总额(亿元)	2686.67	2945.37	3235.05	3160.53
所有者权益合计(亿元)	607.82	885.40	987.96	988.43
短期债务(亿元)	550.29	749.73	615.58	611.56
长期债务(亿元)	1078.33	852.44	1122.51	1059.07
全部债务(亿元)	1628.62	1602.16	1738.09	1670.63
营业收入(亿元)	1036.56	1058.05	1009.10	273.30
利润总额（亿元）	35.46	41.82	32.80	13.03
EBITDA(亿元)	168.40	183.96	175.87	--
经营性净现金流(亿元)	100.17	102.55	78.80	28.26
营业利润率(%)	14.96	15.41	14.24	16.60
净资产收益率(%)	3.03	2.49	1.59	--
资产负债率(%)	77.38	69.94	69.46	68.73
全部债务资本化比率(%)	72.82	64.41	63.76	62.83
流动比率(%)	62.13	48.74	58.50	59.73
经营现金流动负债比(%)	10.31	8.71	7.20	--
现金短期债务比(倍)	0.47	0.31	0.47	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	1.79	1.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.67	8.71	9.88	--

公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	1170.57	1290.93	1425.63	1373.04
所有者权益(亿元)	482.59	488.42	484.54	479.31
全部债务(亿元)	660.87	732.94	862.37	789.59
营业收入(亿元)	7.33	5.99	1.71	0.00
利润总额(亿元)	0.52	0.98	6.79	-0.01
资产负债率（%）	58.77	62.17	66.01	65.09
全部债务资本化比率(%)	57.80	60.01	64.03	62.23
流动比率（%）	251.61	172.78	202.29	830.85
经营现金流动负债比(%)	-40.68	-6.47	-6.55	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.公司长期应付款的有息部分计入长期债务，长期债务中未包含永续债券；3.现金类资产包含应收款项融资

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 晋能电力 GN001（碳中和债）	AAA	AAA	稳定	2021/4/19	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
20 晋能 CP003、20 晋能 CP004、20 晋能 CP005、20 晋能 CP006、20 晋能 CP007、20 晋能 CP008、20 晋能 CP009、20 晋能 CP010、20 晋能 CP011、20 晋能 CP012	A-1	AAA	稳定	2021/1/20	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN018	AAA	AAA	稳定	2020/10/23	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN017	AAA	AAA	稳定	2020/9/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN016	AAA	AAA	稳定	2020/9/22	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN014	AAA	AAA	稳定	2020/8/21	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN013	AAA	AAA	稳定	2020/8/18	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN012	AAA	AAA	稳定	2020/8/13	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN011	AAA	AAA	稳定	2020/8/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN010	AAA	AAA	稳定	2020/7/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN009	AAA	AAA	稳定	2020/6/29	张博、王宇飞		阅读全文
16 晋能 MTN002、16 晋能 MTN003、18 晋能 MTN002、18 晋能 MTN007、19 晋能 MTN001、20 晋能 MTN001、20 晋能 MTN002、20 晋能 MTN003、20 晋能 MTN004、20 晋能 MTN007	AAA	AAA	稳定	2020/6/28	张博、王宇飞		阅读全文
18 晋能 02、19 晋能 01、19 晋能 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/19	华艾嘉、王彦	原联合信用评级有限公司煤炭行业企业信用评级方法	--
20 晋能 MTN007	AAA	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
20 晋能 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/4/22	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/3/16	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/3/11	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/12/27	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP012	A-1	AAA	稳定	2020/11/2	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP011	A-1	AAA	稳定	2020/10/23	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP010	A-1	AAA	稳定	2020/10/19	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP009	A-1	AAA	稳定	2020/10/14	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP008	A-1	AAA	稳定	2020/10/9	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP007	A-1	AAA	稳定	2020/9/22	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP006	A-1	AAA	稳定	2020/9/16	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP005	A-1	AAA	稳定	2020/9/10	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP004	A-1	AAA	稳定	2020/7/27	张博、王宇飞		阅读全文
20 晋能 CP003	A-1	AAA	稳定	2020/7/20	张博、王宇飞		阅读全文
19 晋能 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/11/14	张博、常启睿	煤炭行业企业主体信用评级方法（2017）	阅读全文
18 晋能 MTN007	AAA	AAA	稳定	2018/7/9	张博、常启睿		阅读全文
18 晋能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/12/12	常启睿、王爽	煤炭行业企业信用分析要点（2013）	阅读全文
16 晋能 MTN003	AAA	AAA	稳定	2016/7/8	张钰、李嘉		阅读全文
16 晋能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/6/24	张钰、李嘉		阅读全文

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身系晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”），是经山西省人民政府批准，由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在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，公司收到控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）《晋能控股集团有限公司股东决定》称，山西国资运营以其持有的晋能集团 64.0561%股权依法划转出资到晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”），2020 年 10 月 27 日，山西省市场监督管理局受理并完成公司控股股东由山西国资运营变更为晋能控股集团的工商变更登记。变更后，公司控股股东为晋能控股集团，持股比例为 64.0561%，山西省 11 个设区市国资委合计持股比例为 35.9439%，山西国资运营持有晋能控股 100%股权，公司实际控制人仍为山西省国资委。2020 年 11 月，公司更名为晋能控股电力集团有限公司。截至 2021 年 3 月底，晋能控股集团持有公司 64.06%的股权，公司实际控制人为山西省国资委。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构

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**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

截至 2020 年底，公司拥有一级子公司 11 家，公司本部内设综合办公室、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 2020 年底，公司合并资产总额 3235.05 亿元，所有者权益 987.96 亿元（含少数股东权益 273.51 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1009.10 亿元，利润总额 32.80 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3160.53 亿元，所有者权益 988.43 亿元（含少数股东权益 277.76 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 273.30 亿元，利润总额 13.03 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月 20 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 2 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
*16 晋能 MTN002	10	10	2016/9/29	5（5+N）
*16 晋能 MTN003	10	10	2016/11/3	5（5+N）
18 晋能 MTN002	15	1.10	2018/3/15	5（3+2）
*18 晋能 MTN007	10	10	2018/7/30	3（3+N）
*19 晋能 MTN001	5	5	2019/1/11	3（3+N）
20 晋能 MTN001	12	12	2020/1/8	3
20 晋能 MTN002	10	10	2020/4/23	3
20 晋能 MTN003	10	10	2020/3/27	3
*20 晋能 MTN004	5	5	2020/4/30	3（3+N）
20 晋能 MTN007	5	5	2020/6/17	3
20 晋能 MTN009	5	5	2020/7/15	3
20 晋能 MTN010	5	5	2020/8/5	3
20 晋能 MTN011	5	5	2020/8/18	3
20 晋能 MTN012	5	5	2020/8/21	3
20 晋能 MTN013	5	5	2020/8/26	3
20 晋能 MTN014	5	5	2020/9/2	3
20 晋能 MTN016	5	5	2020/9/29	3
20 晋能 MTN017	5	5	2020/10/16	3
20 晋能 MTN018	10	10	2020/10/30	3
21 晋能电力 GN001（碳中和债）	5	5	2021/6/17	2
20 晋能 CP003	15	15	2020/7/27	1
20 晋能 CP004	15	15	2020/8/12	1
20 晋能 CP005	15	15	2020/9/18	1
20 晋能 CP006	10	10	2020/9/23	1
20 晋能 CP007	15	15	2020/9/30	1
20 晋能 CP008	10	10	2020/10/15	1
20 晋能 CP009	15	15	2020/10/21	1
20 晋能 CP010	20	20	2020/10/26	1
20 晋能 CP011	20	20	2020/11/2	1
20 晋能 CP012	20	20	2020/11/12	1

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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 3 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. 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，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
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（PPIRM）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. 宏观政策环境经济前瞻

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、产品和市场体系，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防控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。

五、行业分析

1. 煤炭采选业

（1）行业运行

2020年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于2019年，行业经济效益有所下降。2021年初，煤炭价格延续2020年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。

煤炭产量方面，2020 年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020 年全国原煤产量 38.44 亿吨，同比增长 2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重为 78.29%，同比上升 1.45 个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表 4　2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

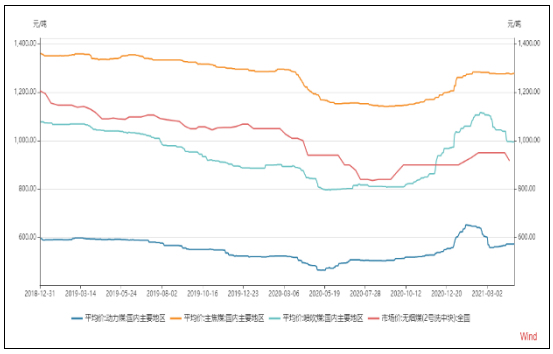
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	**246922.40**	**263299.70**	**287818.80**	**300928.10**
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	**71.67**	**74.25**	**76.84**	**78.29**

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020 年全国煤炭消费量同比增长0.6%，增速较上年下降0.4个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的56.8%，比上年下降0.9个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。

图 1　国内主要煤炭品种价格走势



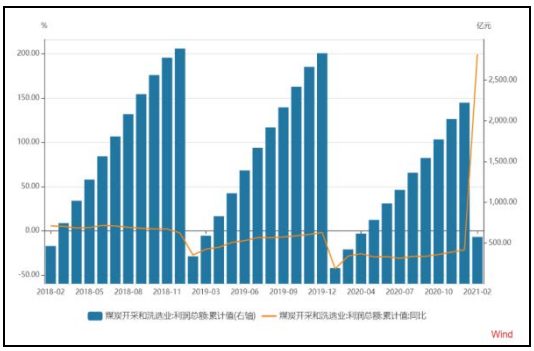
资料来源：Wind

2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。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/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5－8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；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月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31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565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10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641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图 2　2018 年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

行业经济效益方面，2020 年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 222.70 亿元，同比下降 21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021 年 1－2 月，煤炭行业实现利润总额 574.70 亿元，同比大幅增长 199.32%，创近三年新高。

（2）行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

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。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成电持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，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2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

（3）行业展望

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

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

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

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

（1）行业概况

2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业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，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，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。

根据中电联及国家能源局统计数据[1]，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1－2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

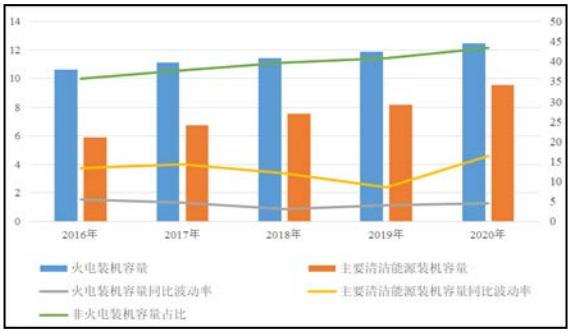
[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

图 3　近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）

资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

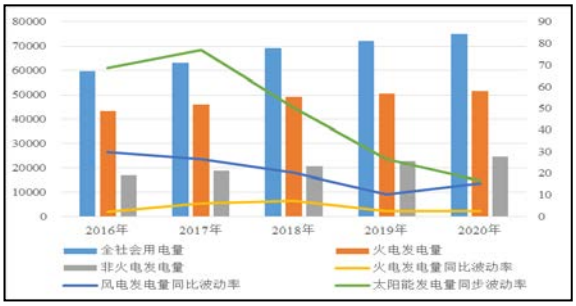
图 4　近年中国发电装机容量变动情况
（单位：亿千瓦、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全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。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

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：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，2020年一季度，受新冠疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

（2）行业关注及政策调整

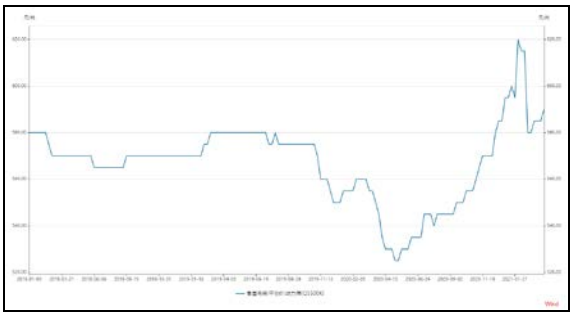
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大。受疫情及下游复产复工进程影响，2020年，煤炭价格呈先降后升趋势，一定程度侵蚀

火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

①煤炭价格及供需波动

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，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021 年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自 2 月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图 6　秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

②碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019－2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

（3）行业展望

预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020－2021 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天

气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，晋能控股集团持有公司 64.06%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司电源结构齐全，包括燃煤、燃气、水电、风力、光伏等，重组后公司将专注电力板块及清洁能源板块发展，电力资产装机规模将进一步增加。

发电业务方面，公司发电业务涉及火电、水电及燃气发电，截至 2021 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 70.00 万千瓦，参股 12 家电厂，权益装机容量（包括在建）880.29 万千瓦。清洁能源业务方面，截至 2021 年 3 月底，公司已投产风电 128.30 万千瓦；已投产光伏发电装机 83.42 万千瓦。光伏电池年产能 2.00GW，光伏组件年产能 2.50GW。

煤炭生产方面，截至2021年3月底，公司拥有矿井145座，其中在产矿井73座、基建矿井19座、停缓建矿井53座；总产能13680万吨/年，其中在产矿井产能8145万吨/年。

公司作为山西国有能源集团企业资产专业化重组的参与企业之一，是未来山西省内国有电力资产的承接主体，随着山西省国有资产专业化重组事项的推进，公司未来电力资产装机规模将进一步增加，业务重心更加明确。

3. 政府支持

政府支持力度较大。

2020 年，公司根据山西省国资委《关于将山西统配煤矿综合经营等 13 户企业划转到山西煤炭运销集团有限公司的通知》，公司接收山西煤炭建设监理咨询有限公司划转资产，增加资本公积 4532.91 万元。

2020 年，公司其他收益 6.16 亿元，主要包括政府补助、稳岗补贴、财政拨付农网还贷资金、供热补助等。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91140000070450154H），截至 2021 年 4 月 19 日，公司未结清信贷记录和已结清的信贷记录中无关注类和不良类。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长及高级管理人员发生变更，系正常人事变动。

跟踪期内，公司董事长及其他高管人员发生变更。

公司董事长刘文彦先生，1965 年 9 月生，研究生学历，高级工程师。刘文彦先生曾任原大同煤矿集团有限责任公司副总工程师，同煤大唐塔山发电公司董事长、总经理，原同煤集团党委常委、副总经理，原漳泽电力公司党委书记、董事长，公司党委副书记。

八、重大事项

未来公司部分煤炭和贸易业务资产可能移交，同时接收相关电力资产，公司电力装机规模将进一步扩大。由于重组方案尚未公布，资产重组存在不确定性。

2020年10月9日，公司发布《晋能集团有限公司关于晋能控股集团有限公司筹组事项的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》显示山西省委决定联合重组大同煤矿集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团，晋能控股集团组建后，主要发展煤炭、电力、装备制造三大板块。

未来，公司部分煤炭、贸易业务资产可能移交，同时公司接收相关电力资产。由于资产重组事项尚未完成，重组方案推进时间、重组范围等方面仍存不确定性。未来随着相关资产重组方案的确定及推进，将对公司主营业务结构、财务状况等产生明显影响，联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司营业收入和综合毛利率水平同比下降；2021 年 1—3 月，受煤炭价格上涨影响，公司营业收入和综合毛利率同比提升。

公司现有业务包括煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块，未来公司将专注经营电力及清洁能源产业。

2020年，公司实现营业收入1009.10亿元，同比下降4.63%，主要系受疫情影响，清洁能源和多元业务收入减少所致。其中，煤炭生产板块收入同比减少1.04%，主要系煤炭价格下降所致；其收入占比为26.60%；贸易物流板块收入同比减少0.20%，变动不大，其收入占比为53.32%；电力板块收入同比增长5.87%，主要系发电量增加所致，其收入占比为14.60%；清洁能源板块收入同比减少30.40%，主要系风电及光伏发电上网电价下降以及光伏组件收入下降所致，其收入占比为3.08%；公司多元板块包括房地产、装备产业、旅游酒店等业务，2020年实现收入24.31亿元，同比减少61.99%，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3.64个百分点至2.41%。

表 5　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	243.31	23.47	50.66	271.24	25.64	47.73	268.43	26.60	43.31	77.90	28.50	49.86
贸易物流	546.63	52.74	4.81	539.11	50.95	4.42	538.01	53.32	4.43	131.64	48.17	4.16
电力	117.07	11.29	7.49	139.14	13.15	10.34	147.31	14.60	10.90	47.19	17.27	7.46
清洁能源	45.24	4.36	24.34	44.60	4.22	27.26	31.04	3.08	27.32	9.45	3.46	26.46

多元业务	84.31	8.13	14.81	63.96	6.05	17.43	24.31	2.41	25.59	7.12	2.61	36.52
合计	**1036.56**	**100.00**	**17.54**	**1058.05**	**100.00**	**18.05**	**1009.10**	**100.00**	**16.93**	**273.30**	**100.00**	**19.37**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2020 年，受煤炭价格下降等因素影响，公司煤炭生产业务毛利率同比下降 4.42 个百分点至 43.31%，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 0.56 个、0.06 个和 8.16 个百分点。综上，2020 年公司综合毛利率为 16.93%，同比下降 1.12 个百分点。

2021年1－3月，受益于煤炭价格上升，公司实现营业收入273.30亿元，同比增长33.59%；综合毛利率为19.37%，较2020年上升2.44个百分点，其中煤炭生产毛利率较2020年上升6.55个百分点。

2. 电力板块

2020 年公司发电量和上网电量保持稳定增长，上网电价同比下降，电力板块毛利率有所上升；受区域用电需求增加的影响，公司配电量有所增长，售电电价有所下降。随着资产重组不断推进，电力板块将成为公司主要发展方向，电力装机规模将进一步扩大。

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 2021 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 12 家电厂，权益装机容量（包括在建）880.29 万千瓦。跟踪期内，公司参股的北京京能热电股份有限公司装机容量增加，同时公司新增参股电厂 1 家，为苏晋能源控股有限公司。

表 6 截至 2021 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
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	1908.60	120.05	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
晋控电力同华山西发电有限公司	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
苏晋能源控股有限公司	9.50	396	37.62	火力
合 计	——	**4004.30**	**880.29**	——

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山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）、山西耀光煤电有限责任公司（以下简称“耀光煤电”）、晋能长治热电有限公司（以下简称“长治热电”）、山西国锦煤电有限公司（以下简称“国锦煤电”）、山西国峰煤电有限责任公司、山西国金电力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。2020年公司发电量271.48亿千瓦时，同比增长0.45%；上网电量249.35亿千瓦时，同比增长0.39%。2021年1－3月公司发电量74.51亿千瓦时，上网电量68.87亿千瓦时。

表 7　公司发电业务指标（单位：亿千瓦时）

指　标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
发电量	230.46	270.27	271.48	74.51
上网电量	215.62	248.39	249.35	68.87

资料来源：公司提供

阳光发电方面，2020 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 3.20%；发电设备平均利用小时数较上年增加 143.87 小时；上网电量较上年增长 3.60%；平均上网电价 0.303 元/千瓦时，较上年减少 3.50%。阳光发电 2020 年实现营业收入 15.96 亿元，较上年小幅增长 1.33%。

表 8 阳光发电经营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（小时）	4157.00	4471.00	4613.87	1060.35
供电标准煤耗（克/千瓦时）	310.00	319.00	318.61	276.32
综合厂用电率（%）	8.48	8.82	8.46	9.29
装机容量（万千瓦）	128	128	128	128
发电量（亿千瓦时）	53.21	57.23	59.06	13.57
上网电量（亿千瓦时）	49.60	52.18	54.06	12.42
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.346	0.314	0.303	0.283
营业收入（亿元）	15.93	15.75	15.96	4.14

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，2020 年，耀光煤电发电量 19.03 亿千瓦时，较上年增长 7.12%；发电利用小时数为 4758.33 小时，较上年增长 316.33 个小时；上网电量 16.71 亿千瓦时，较上年增长 6.10%；平均上网电价为 0.296 元/千瓦时（含税），较上年下降 6.03%。耀光煤电 2020 年实现营业收入 5.14 亿元，较上年增长 8.67%。

表 9 耀光煤电经营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（小时）	4550.00	4442.00	4758.33	1241.73
供电标准煤耗（克/千瓦时）	388.00	413.00	384.01	344.39
综合厂用电率（%）	12.33	12.26	12.19	12.74
装机容量（万千瓦）	40	40	40	40
发电量（亿千瓦时）	18.20	17.77	19.03	4.97
上网电量（亿千瓦时）	16.22	15.75	16.71	4.36
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.316	0.315	0.296	0.286
营业收入（亿元）	4.65	4.73	5.14	1.35

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，2020 年，长治热电发电量 34.35 亿千瓦时，较上年减少 4.08%；发电利用小时数为 5204.60 小时，较上年减少 221.40 小时；上网电量 31.17 亿千瓦时，较上年减少 6.42%；平均上网电价为 0.295 元/千瓦时（含税），较上年下降 5.75%。长治热电 2020 年实

现营业收入 10.26 亿元，较上年减少 4.74%。

表 10 长治热电经营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（小时）	4613.00	5426.00	5204.60	1433.92
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309.00	314.00	309.71	268.18
综合厂用电率（%）	9.28	9.21	9.26	10.46
装机容量（万千瓦）	66	66	66	66
发电量（亿千瓦时）	30.45	35.81	34.35	9.46
上网电量（亿千瓦时）	28.41	33.31	31.17	8.59
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.334	0.313	0.295	0.26
营业收入（亿元）	9.58	10.77	10.26	2.99

资料来源：公司提供

国锦煤电方面，2020 年，国锦煤电发电量为 29.86 亿千瓦时，较上年增长 1.32%；发电利用小时为 4976.71 小时，较上年增加 64.71 小时；上网电量 26.40 亿千瓦时，较上年减少 1.05%；平均上网电价 0.289 元/千瓦时（含税），较上年减少 9.40%。国锦煤电 2020 年实现营业收入 8.91 亿元，较上年增长 6.07%。

表 11 国锦煤电主要运营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
年设备利用小时（小时）	3403.00	4912.00	4976.71	1206.48
供电标准煤耗（克/千瓦时）	323.00	323.00	322.13	247.96
综合厂用电率（%）	12.24	12.17	11.58	13.04
装机容量（万千瓦）	60	60	60	60
发电量（亿千瓦时）	20.78	29.47	29.86	7.24
上网电量（亿千瓦时）	18.87	26.68	26.40	6.40
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.314	0.319	0.289	0.290
营业收入（亿元）	5.63	8.40	8.91	2.61

资料来源：公司提供

国峰煤电方面，2020 年，国峰煤电发电量为 30.62 亿千瓦时，较上年无变化；发电利用小时为 5103.65 小时，较上年基本持平；上网电量 28.53 亿千瓦时，较上年减少 0.45%；平均上网电价 0.295 元/千瓦时（含税），较上年减少 6.65%。国峰煤电 2020 年实现营业收入 8.50 亿元。

表 12 国峰煤电主要运营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
年设备利用小时（小时）	4569.00	5103.00	5103.65	1320.00
供电标准煤耗（克/千瓦时）	331.00	339.00	335.02	297.14
综合厂用电率（%）	7.15	6.87	6.82	7.15
装机容量（万千瓦）	60	60	60	60
发电量（亿千瓦）	27.42	30.62	30.62	7.92
上网电量（亿千瓦时）	25.63	28.66	28.53	7.38
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.318	0.316	0.295	0.260
营业收入（亿元）	7.54	8.50	8.50	2.21

资料来源：公司提供

国金电力方面，2020 年，国金电力发电量为 32.85 亿千瓦时，较上年减少 1.50%；发电利用小时为 4693.36 小时，较上年减少 70.64 小时；上网电量 30.09 亿千瓦时，较上年减少 4.08%；平均上网电价 0.287 元/千瓦时（含税），较上年减少 9.18%。国金电力 2020 年实现营业收入 10.90 亿元，较上年增长 17.46%，主要系供热业务收入扩大所致。

表 13 国金电力主要运营指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
年设备利用小时（小时）	4800.00	4764.00	4693.36	1165.66
供电标准煤耗（克/千瓦时）	335.00	337.00	322.13	302.11
综合厂用电率（%）	6.79	6.93	7.00	8.35
装机容量（万千瓦）	70	70	70	70
发电量（亿千瓦）	33.60	33.35	32.85	8.16
上网电量（亿千瓦时）	31.55	31.37	30.09	7.45
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.323	0.316	0.287	0.248
营业收入（亿元）	9.05	9.28	10.90	2.75

资料来源：公司提供

电煤采购

2020 年，公司下辖主要发电厂的固体发电燃料采购规模为 1754.09 万吨，其中，中低热

值煤为 1478.59 万吨、电煤为 275.50 万吨。

表 14　公司主要电厂燃料采购情况

（单位：万吨、元/吨）

经营主体	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
阳光发电	采购量	262.00	282.00	275.50	69.99
	采购均价	383.60	376.42	394.40	478.27
耀光煤电	采购量	165.60	172.59	174.80	49.22
	采购均价	189.32	154.09	155.45	176.11
长治热电	采购量	190.93	218.86	197.06	55.66
	采购均价	419.25	334.32	302.44	398.62
国峰煤电	采购量	249.73	292.71	266.70	79.92
	采购均价	167.96	164.55	158.55	187.98
国锦煤电	采购量	185.64	274.54	265.78	79.11
	采购均价	217.14	179.71	148.56	173.17
国金电力	采购量	287.74	288.90	283.83	70.95
	采购均价	195.03	178.91	148.80	197.28

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

公司火力发电的主要燃煤供应商为煤销集团及其下属子公司，2020 年公司前五大煤炭供应商采购金额合计 12.95 亿元，占全部电煤采购量比重为 36.76%。2021 年 1—3 月公司前五大煤炭供应商采购金额合计 4.33 亿元，占全部电煤采购量比重为 34.45%。2020 年，除国峰煤电采购量下降幅度较大以外，其他电厂采购量变化不大；价格方面，除阳光发电和耀光煤电外，电煤采购价格均同比下降。

（2）售电业务

公司售电收入大部分来自配电收入，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 2021 年 3 月底，公司拥有变电站 126 座，其中，220kV 变电站 7 座，容量 2190MVA，220kV 线路 416.20kM；110kV 变电站 50 座，容量 4,231MVA，110kV 线路 1717.90kM；35kV 变电站 69 座，容量 1038.8MVA，35kV 线路 1645.20kM。

受区域用电需求增长影响，2020 年，公司完成配电量 99.85 亿千瓦时，较上年增长 3.00%，平均售电电价为 522.02 元/兆瓦时，较上年下降 6.02%。

表 15　公司配电业务主要经营数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
配电量（亿千瓦时）	91.53	96.94	99.85	31.02
平均售电价（元/兆瓦时）	565.65	555.46	522.02	508.08
配电设施完成投资（亿元）	2.30	3.48	4.64	0.50
变电站个数（座）	119	125	126	126
线路长度（公里）	17230.00	15799.85	15854.70	15854.70
变电总容（万千伏安）	659.97	726.97	745.98	745.98

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

3.　清洁能源业务

2020 年，公司风电及光伏装机规模均有所增长，有利于公司装机结构的完善；受风电及光伏发电上网电价下降以及光伏组件收入下降影响，清洁能源业务收入同比有所下降。清洁能源板块作为电力业务收入来源的重要补充，同样是公司未来发展的重要方向。

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 2020 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 21 个风力电站，其中 2 个电站尚处建设期内。截至 2021 年 3 月底，公司已投产风电 128.30 万千瓦，同比增长 23.01%。2020 年，公司风力电站完成发电 17.77 亿千瓦时，实现上网电量 17.49 亿千瓦时，均同比增长 3.74%。公司风电项目均处第四类风电资源区，平均上网电价为 0.56 元/千瓦时（含税），同比减少 0.03 元/千瓦时；2020

年公司实现风电售电收入 9.09 亿元，同比下降 0.66%。2021 年 1－3 月，风电完成发电量 8.31 亿千瓦时，上网电量 8.14 亿千瓦时，实现收入 3.32 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 2021 年 3 月底，公司已投产光伏发电装机 83.42 万千瓦，同比增长 31.54%。2020 年，公司光伏发电设施完成发电量 10.52 亿千瓦时，上网电量为 10.29 亿千瓦时，分别同比增长 78.31%和 78.65%；公司光伏发电项目平均上网电价为 0.65 元/千瓦时（含税），同比减少 0.13 元/千瓦时；2020 年实现光伏发电收入 6.00 亿元，同比增长 33.93%。2021 年 1－3 月，光伏发电业务发电量 2.73 亿千瓦时，上网电量 2.67 亿千瓦时，平均上网电价为 0.64 元/千瓦时，光伏发电实现收入 1.51 亿元。

光伏组件生产由山西国电集团的全资子公司晋能清洁能源科技有限公司（以下简称“晋能科技”）负责。晋能清洁先后通过了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。截至2021年3月底，公司光伏电池年产能2GW，光伏组件年产能2.50GW。2020年，公司生产电池组件994MW，同比减少44.47%；光伏组件销售收入14.48亿元，同比减少50.73%，系疫情影响所致。2021年1－3月，公司生产电池组件222.16MW，实现销售收入4.42亿元。公司仍继续持有晋能科技96.566%股权，保留光伏电池及组件业务。

4. 煤炭板块

2020 年，随着整合矿井改扩建的推进，公司商品煤产量和销量同比增长；受煤炭价格下降影响，公司煤炭板块收入同比下降。未来公司部分煤炭业务资产可能依照山西国有企业资产重组方案要求予以划转，但目前相关划转方案、时间等尚未确定。

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 145 座（不含已关闭退出矿井）。公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤、主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。

表 16 截至 2021 年 3 月底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	29	1755	10	600	4	450	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	8	765	1	90	1	90	6	585
晋中公司	11	1085	7	740	0	0	4	345
吕梁公司	8	810	2	270	3	300	3	240
阳泉公司	12	1230	9	1050	0	0	3	180
长治公司	19	2090	12	1700	2	120	5	270
晋城公司	23	1950	16	1260	2	180	5	510

临汾公司	17	1380	5	510	4	300	8	570
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	**145**	**13680**	**73**	**8145**	**19**	**1740**	**53**	**3795**

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司拥有矿井145座，其中在产矿井73座、基建矿井19座、停缓建矿井53座；总产能13680万吨/年，其中在产矿井产能8145万吨/年。

表 17　公司煤炭生产情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
商品煤产量（万吨）	6688.79	7447.12	8222.27	2209.02
商品煤销量（万吨）	6205.50	6975.50	7422.73	1776.88
平均售价（元/吨）	392.10	388.85	361.63	438.43
平均生产成本（元/吨）	193.47	203.27	205.01	219.80

资料来源：公司提供

2020年，公司商品煤产量为8222.27万吨，较上年增长10.41%，主要系随着整合矿井改扩建的推进，公司在产矿井产能增长所致；商品煤销量7422.73万吨，较上年增长6.41%。2020年，公司煤炭平均售价361.63元/吨，较上年减少7.00%；煤炭平均生产成本205.01元/吨，较上年增长0.86%。2021年1－3月，公司煤炭平均售价较2020年增长21.24%。

表 18　煤炭生产主要指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021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）	7.70	8.50	9.10	9.10
死亡率（人/百万吨）	0.08	0.00	0.036	0.00

资料来源：公司提供

煤炭开采技术方面，2020年，煤炭开采综合机械化程度和采掘机械化程度均达到100.00%。安全生产方面，2020年，公司煤炭死亡率为0.036人/百万吨。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。

从煤炭洗选情况来看，截至2021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，主要通过公司内部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。

煤炭去产能方面，截至 2020 年底，公司已关闭 20 座煤矿，涉及产能 1150 万吨/年。其中 2020 年关闭 7 座，产能 300 万吨。关闭矿井人员已通过换岗、分流等方式妥善安置，同时，公司化解产能退出矿井工作至 2020 年底已结束。

5.　贸易物流板块

2020 年，公司贸易量有所增长，未来公司部分贸易业务资产可能依照山西国有企业资产重组方案要求予以划转，但目前相关划转方案、时间等尚未确定。

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 2021 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。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。

2020年，公司煤炭贸易量为13898.48万吨，较上年增长4.89%；平均售价387.10元/吨，较上年减少4.85%。2021年1－3月，公司煤炭贸易量为2817.68万吨，平均售价464.54%，较2020年增长20.01%。

表 19　公司贸易物流情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
贸易量（万吨）	12786.67	13250.70	13898.48	2817.68
收入（亿元）	546.63	539.11	538.01	131.64
毛利润（亿元）	26.28	23.84	23.85	5.48
平均售价（元/吨）	427.50	406.85	387.10	465.54
平均毛利（元/吨）	20.55	17.99	17.16	19.45

资料来源：公司提供

2020 年，公司自产煤年采购量 8000 余万吨，外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。在山西省内，公司主要从下属煤炭生产矿井、其他省属煤炭集团、地方煤炭集团采购煤炭资源；在山西省外，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，2020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。

6.　经营效率

公司经营效率一般。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次分别为 15.12 次、5.36 次和 0.33 次，分别同比上升 1.32 次、下降 0.29 次和下降 0.05 次。从同行业对比来看，公司经营效率一般。

表 20　2020 年同行业公司经营效率情况对比

（单位：次）

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
晋能控股煤业集团有限公司	10.66	25.76	0.51
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	9.43	46.56	0.63
晋能控股装备制造集团有限公司	13.42	45.84	0.56
公司	5.36	18.11	0.33

资料来源：Wind

7.　在建工程及未来发展

公司在建工程主要为电力板块和清洁能源板块项目，尚需投资规模较大；随着在建项目投产，公司电力装机规模将进一步扩大。

公司在建项目主要集中在电力、清洁能源等方面。截至 2020 年底，公司基本建设投资计划项目 18 个，总投资 281.05 亿元，已完成投资 198.70 亿元，2021 年计划投资 26.32 亿元。公司后续仍需投资一定资金，对外存在融资需求，未来随着公司在建项目的投产，公司电力板块业务规模将逐步扩大。

表 21　截至 2020 年底公司主要在建项目情况（单位：个、亿元）

板块和产业分类		计划项目数量	总投资	2020年底累计已完成投资	2021年计划投资
电力板块	发电项目	3	68.42	60.83	1.09
	售电项目	2	30.38	7.32	4.18
	小计	**5**	**98.80**	**68.15**	**5.28**
清洁能源板块	风力发电项目	2	22.93	10.65	7.88
房地产板块		8	152.91	117.58	9.63
其他		3	6.41	2.32	3.54
合计		**18**	**281.05**	**198.70**	**26.32**

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

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

十、财务分析

1.　财务质量及财务概况

公司提供了2020年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1－3月财务报告未经审计。

2020年，公司合并范围新增子公司19家，因注销、处置或转让不再并表子公司30公司，净减少11家，截至2020年底，纳入公司合并范围的子公司568家。公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3235.05 亿元，所有者权益 987.96 亿元（含少数股东权益 273.51 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1009.10 亿元，利润总额 32.80 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3160.53 亿元，所有者权益 988.43 亿元（含少数股东权益 277.76 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 273.30 亿元，利润总额 13.03 亿元。

2.　资产质量

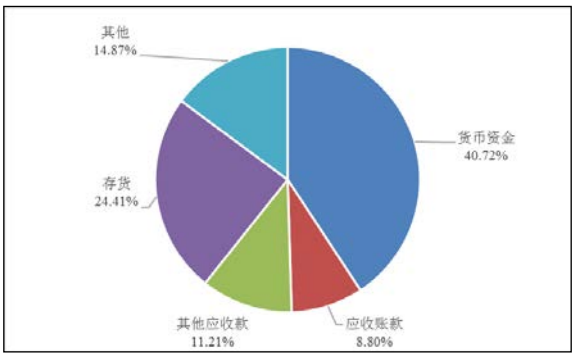
公司资产规模稳步增长，结构以非流动资产为主；货币资金较为充裕，受限比例一般；应收账款和其他应收款账龄较长，对流动资金形成一定占用；受益于采矿权评估增值，2020 年无形资产快速增长。

截至2020年底，公司合并资产总额3235.05亿元，较上年底增长9.84%。其中，流动资产占19.80%，非流动资产占80.20%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产640.51亿元，较上年底增长11.66%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占40.72%）、应收账款（占8.80%）、其他应收款（占11.21%）和存货（占24.41%）构成。

图7　公司2020年底流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司货币资金260.81亿元，较上年底增长24.81%，主要系公司新增长期借款和发行债券所致。货币资金以银行存款为主，占比80.62%。货币资金中有55.18亿元受限

资金，受限比例为21.16%，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。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为56.35亿元，较上年底增长2.27%，较上年底变化不大。应收账款账龄在1年以内的占比46.75%，1~2年的占比6.49%，2~3年的占比12.09%，3年以上占比34.67%，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，以及整合煤矿时形成的应收账款所致。累计计提坏账准备21.72亿元；应收账款前五大欠款方合计账面余额为39.43亿元，占比为50.52%，其中国网山西省电力公司应收账款余额占比为34.83%，集中度高，但考虑欠款方主要系地方电网公司，回收风险较低。

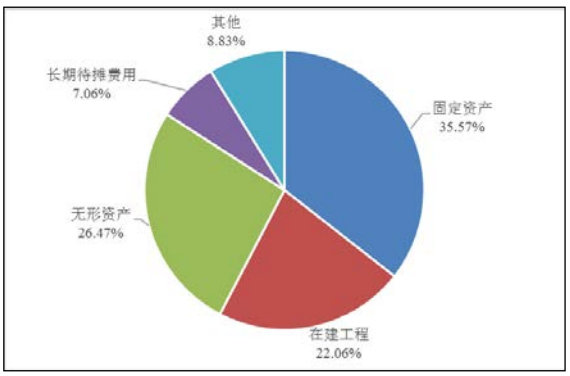
截至2020年底，公司其他应收款账面价值71.78亿元，较上年底增长24.55%，主要系公司向晋能控股煤业集团有限公司提供的经营性周转资金，以及公司向山西国资运营提前缴纳股权收益款，暂时挂账在其他应收款。其他应收账款账龄在1年以内的占比39.76%，1~2年的占比13.64%，2~3年的占比9.97%，3年以上占比36.63%。累计计提坏账26.30亿元；其他应收账款前五大欠款方合计账面余额为15.98亿元，占比为16.29%，集中度一般。整体看，公司其他应收款账龄较长，对公司流动资金形成一定占用。

截至2020年底，公司存货156.34亿元，较上年底减少0.10%，较上年底变化不大。存货主要由原材料（占10.81%）、自制半成品及在产品（占50.92%）和库存商品（占35.79%）构成。累计计提跌价准备1.27亿元，计提比例为0.81%。考虑到近期煤炭景气性较好，公司存货跌价风险不大。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产2594.54亿元，较上年底增长9.39%，公司非流动资产主要由固定资产（占35.57%）、在建工程（占22.06%）、无形资产（占26.47%）和长期待摊费用（占7.06%）构成。

图8　公司2020年底非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司固定资产922.98亿元，较上年底增长5.99%。固定资产主要由房屋建筑物（占51.73%），机器设备（占44.70%）构成，累计计提折旧513.52亿元；固定资产成新率为64.09%，成新率较高。

截至2020年底，公司在建工程572.47亿元，较上年底增长2.81%，较上年底变化不大。在建工程累计计提减值准备2.68亿元。2020年重要在建工程新投入金额较大的项目有晋能孝义煤电有限公司2*35万千瓦低热值煤热电新建项目、大通煤业兼并重组整合项目和120万吨铂龙基建矿井等项目。

截至2020年底，公司无形资产686.87亿元，较上年底增长19.14%，主要系采矿权评估增值所致。公司无形资产主要由采矿权（占93.88%）构成，累计摊销57.40亿元，计提减值准备0.22亿元。

截至2020年底，公司长期待摊费用183.22亿元，较上年底增长15.23%，主要系筹建费及生产准备费等增加所致。

截至2020年底，公司受限资产合计236.45亿元，占总资产的7.31%，受限比例低。

表 22 截至 2020 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	55.18	银行承兑汇票保证金、担保
应收票据	1.40	质押
固定资产	136.28	融资租赁
无形资产	16.37	抵押借款
在建工程	8.06	融资租赁
其他	19.16	京能电力股权担保
合计	**236.45**	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额3160.53亿元，较上年底减少2.30%，较上年底变化不大。其中，流动资产占20.48%，非流动资产占79.52%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

受益于采矿权评估增长，2020 年公司资本公积同比增长，带动公司所有者权益快速增长。公司权益结构稳定性较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益 987.96 亿元，较上年底增长 11.58%，主要系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 75.05 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.32%，少数股东权益占比为 27.68%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本占 52.15%、其他权益工具占 11.88%、资本公积占 37.75%、未分配利润为-47.59 亿元。公司其他权益工具（全部为永续债）84.90 亿元，较上年底下降 10.40%；受下属子公司采矿权重估等因素影响，公司资本公积 269.73 亿元，较上年底增长 39.56%；未分配利润仍为亏损状态。整体看，公司权益稳定性较好。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 988.43 亿元，较上年底增长 0.05%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 71.90%，少数股东权益占比为 28.10%。

（2）负债

受益于采矿权评估增值，2020 年债务指标有所下降，但公司债务负担重；公司长期债务增加，短期债务减少，债务结构有所优化。

截至 2020 年底，公司负债总额 2247.09 亿元，较上年底增长 9.08%，主要系公司调整债务结构，非流动负债增加所致。其中，流动负债占 48.73%，非流动负债占 51.27%。

截至 2020 年底，公司流动负债 1094.91 亿元，较上年底下降 6.97%，主要系短期借款和一年期到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 16.84%）、应付账款（占 17.12%）、预收款项（占 6.43%）、其他应付款（占 11.77%）和一年内到期的非流动负债（占 35.28%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 184.41 亿元，较上年底下降 25.59%，主要系公司调整债务结构，减少短期借款所致。

截至 2020 年底，公司应付账款 187.47 亿元，较上年底增长 11.02%，主要系应付煤款增加所致。应付账款账龄以 1 年内为主。

截至 2020 年底，公司预收款项 70.39 亿元，较上年底增长 22.77%，主要系公司预收煤款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 128.92 亿元，较上年底增长 12.22%，主要系往来款增长所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 386.27 亿元，较上年底下降 17.36%，主要系债务偿付所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 1152.18 亿元，较上年底增长 30.48%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 45.78%）、应付债券（占 38.14%）和长期应付款（占 13.51%）构成。

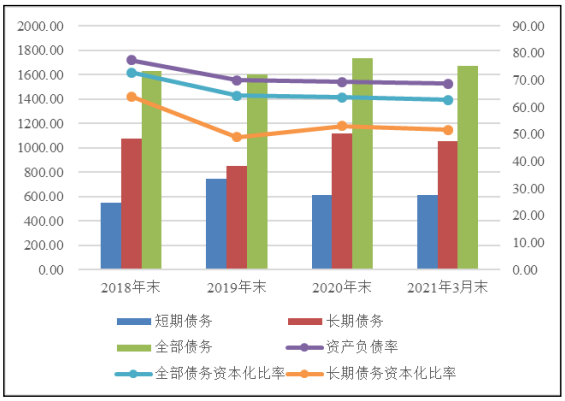
截至 2020 年底，公司长期借款 527.43 亿元，较上年底增长 76.90%，公司为应对短期债务偿付压力及补充流动资金，增加长期借款融资；长期借款主要由保证借款和信用借款构

成。

截至 2020 年底，公司应付债券 439.40 亿元，较上年底增长 12.88%，系 2020 年公司发行中期票据和公司债所致，公司发行债券主要用于偿还有息债务。

截至 2020 年底，公司长期应付款 155.68 亿元，较上年底下降 5.66%，长期应付款系融资租赁款。

图9 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司全部债务 1738.09 亿元，较上年底增长 8.48%。债务结构方面，短期债务占 35.42%，长期债务占 64.58%，以长期债务为主，其中，短期债务 615.58 亿元，较上年底下降 17.89%；长期债务 1122.51 亿元，较上年底增长 31.68%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.46%、63.76%和 53.19%，较上年底分别下降 0.48 个百分点、下降 0.65 个百分点和提高 4.14 个百分点。公司债务负担重。从全部债务期限来看，公司债务在 2021 年兑付金额较大。

表 23 截至 2020 年底公司全部债务期限分布情况

（单位：亿元）

偿还金额	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后
银行借款	231.96	198.95	160.69	20.31	147.48
债券	322.84	208.17	228.41	0	2.82
其他	60.78	13.63	26.74	32.68	82.63
合计	615.58	420.75	415.84	52.99	232.93

资料来源：公司提供

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 1822.99 亿元。债务结构方面，短期债务占 33.77%，长期债务占 66.23%。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.09%、66.87%和 57.21%，较调整前分别上升 2.62 个百分点、3.11 个百分点和 4.02 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 2172.10 亿元，较上年底下降 3.34%。其中，流动负债占 49.89%，非流动负债占 50.11%，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 1670.63 亿元，较上年底下降 3.88%。债务结构方面，短期债务占 36.61%，长期债务占 63.39%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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 68.73%、62.83%和 51.72%，较上年底分别下降 0.74 个百分点、下降 0.93 个百分点和下降 1.46 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 1750.52 亿元，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 71.25%、65.83%和 55.63%，较调整前分别上升 2.53 个百分点、3.00 个百分点和 3.90 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入和利润规模同比下降，非经常损益对公司利润影响较大。

2020年，公司实现营业收入1009.10亿元，同比下降4.63%，主要系清洁能源和多元业务收入减少所致；营业成本838.23亿元，同比下降3.33%；营业利润率为14.24%，同比下降1.17个百分点，同比变化不大。

2020年，公司费用总额为129.43亿元，同比下降2.51%，同比变化不大。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9.09%、53.41%、1.05%和36.46%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为11.76亿元，同比下降12.48%，主要系运输费和销售人员薪酬下降所致；管理费用为69.12亿元，同比增长10.50%，主要系职工薪酬、折旧费等增加所致；研发费用为1.36亿元，同比下降14.96%，主要系受疫情影响，晋能清洁2020年研发支出减少所致；财务费用为47.18亿元，同比下降14.47%，主要系公司2020年融资成本下降所致。2020年，公司期间费用率为12.83%，同比提高0.28个百分点，公司费用控制能力一般。

2020年，公司实现投资收益7.04亿元，同比增长24.03%，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21.74%；其他收益6.16亿元，同比增长1.00%，同比变化不大，其他收益占营业利润比重为19.01%；资产处置收益5.02亿元，同比增长618.34%，主要系产能置换所致，资产处置收益占营业利润比重为15.51%；营业外收入4.87亿元，同比下降34.47%，主要系罚没补偿收入减少所致，营业外收入占利润总额比重为14.86%。总体看，非经常损益对利润影响较大。

2020年，公司利润总额32.80亿元，同比下降21.57%。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.57%和1.59%，同比分别下降0.98个百分点和下降0.90个百分点。从同行业对比来看，公司盈利能力相对较强。

表 24　2020 年同行业公司盈利情况对比

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
晋能控股煤业集团有限公司	1948.85	15.90	2.47	0.48
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	1611.43	10.99	2.59	0.33
晋能控股装备制造集团有限公司	1730.64	12.24	3.08	1.53
公司	1009.10	16.93	2.55	1.59

资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业收入273.30亿元，同比增长33.59%，主要系煤炭价格上涨带动煤炭板块收入增加所致；营业利润率为16.60%，同比增长1.93个百分点，同比变化不大。

5.　现金流

2020 年，公司经营活动现金净流入规模有所减少，但可有效覆盖对投资活动所需资金，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，公司未来融资需求大。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1216.71 亿元，同比下降 5.54%；经营活动现金流出 1137.91 亿元，同比下降 4.02%。2020 年，公司经营活动现金净流入 78.80 亿元，同比下降 23.15%，经营获现能力有所下降。2020 年，公司现金收入比为 112.80%，同比下降 2.75 个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 18.22 亿元，同比增长 32.39%，主要系收到投资分红所致；投资活动现金流出 94.47 亿元，同比下降 3.79%。2020 年，公司投资活动现金净流出 76.25 亿元，同比下降 9.69%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 2.56 亿元，同比下降 85.89%，主要系经营获现能力下降所致。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 1196.26 亿元，同比增长 53.20%；筹资活动现金流出 1165.33 亿元，同比增长 45.04%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 30.93 亿元，同比净流出转为净流入。

表 25 公司现金流情况 （单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1288.40	1288.08	1216.71	300.83
经营活动现	1188.23	1185.53	1137.91	272.58

金流出量				
经营活动现金流量净额	**100.17**	**102.55**	**78.80**	**28.26**
投资活动现金流入量	33.26	13.76	18.22	2.23
投资活动现金流出量	108.43	98.19	94.47	15.89
投资活动现金流量净额	**-75.17**	**-84.43**	**-76.25**	**-13.66**
筹资活动现金流入量	649.83	780.87	1196.26	190.68
筹资活动现金流出量	735.72	803.48	1165.33	234.68
筹资活动现金流量净额	**-85.89**	**-22.61**	**30.93**	**-44.00**
筹资活动前现金流	**25.00**	**18.12**	**2.56**	**14.59**

资料来源：公司财务报告

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 28.26 亿元；投资活动产生的现金流量净额-13.66 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-44.00 亿元。

6. 偿债能力

2020 年，公司短期偿债能力有所提高，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，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。

截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的48.74%和35.44%分别提高至58.50%和提高至44.22%。公司经营现金流动负债比率为7.20%，同比下降1.52个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.31倍提高至0.47倍。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为59.73%和45.39%，现金短期债务比为0.43倍。整体看，公司短期偿债能力有所提高。

2020年，公司EBITDA为175.87亿元，同比减少4.40%；EBITDA利息倍数由上年的1.79倍下降至1.73倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；全部债务/EBITDA由上年的8.71倍提高至9.88倍。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，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 年底，公司对外担保 11.41 亿元，占公司所有者权益的 1.15%，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等提供的担保，公司或有负债风险较小。

截至 2020 年底，公司在各家银行授信总额度为 1824.19 亿元，其中已使用授信额度 914.78 亿元，未使用授信额度 909.41 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

2020 年，公司本部资产规模较大，债务负担较重。由于母公司所开展的经营活动的规模小，利润主要来自于对子公司的投资收益。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1425.63 亿元，较上年底增长 10.43%。其中，流动资产 1043.88 亿元（占 73.22%），非流动资产 381.75 亿元（占 26.78%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 6.91%）和其他应收款（占 79.59%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.77%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 72.15 亿元。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 484.54 亿元，较上年底减少 0.79%。在所有者权益中，实收资本为 372.60 亿元（占 76.90%）、资本公积合计 19.06 亿元（占 3.93%）、未分配利润合计 7.06 亿元（占 1.46%）、盈余公积合计 0.92 亿元（占 0.19%）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 941.09 亿元，较上年底增长 17.27%。其中，流动负债 516.03 亿元（占 54.83%），非流动负债 425.07 亿元（占 45.17%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 14.28%）和一年内到期的非流动负债（占 81.91%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 31.11%）和应付债券（占 67.71%）构成。母公司 2020 年底资产负

债率为 66.01%，较 2019 年底提高 3.85 个百分点。

截至 2020 年底，母公司全部债务 862.37 亿元。其中，短期债务占 51.29%、长期债务占 48.71%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 64.03%，母公司债务负担较重。

2020 年，母公司营业收入为 1.71 亿元，利润总额为 6.79 亿元。同期，母公司投资收益为 9.28 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为-33.82 亿元，投资活动现金流净额 8.63 亿元，筹资活动现金流净额 76.26 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 1373.04 亿元，所有者权益为 479.31 亿元，负债总额 893.73 亿元；母公司资产负债率 65.09%；全部债务 789.59 亿元，全部债务资本化比率 62.23%。2021 年 1－3 月，母公司营业收入 0.00 亿元，利润总额-0.01 亿元。2021 年 1－3 月，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 33.00 亿元、0.00 亿元、-90.59 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力较强。

截至2021年6月20日，公司存续债券余额共537.04亿元，其中2020年剩余应到期（含行权）债券金额262.04亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2021年3月底，公司现金类资产290.20亿元，为本年度剩余到期债券金额的1.11倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1216.71亿元、78.80亿元和175.87亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的4.64倍、0.30倍和0.67倍。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力较强。

表 26 公司存续债券保障情况

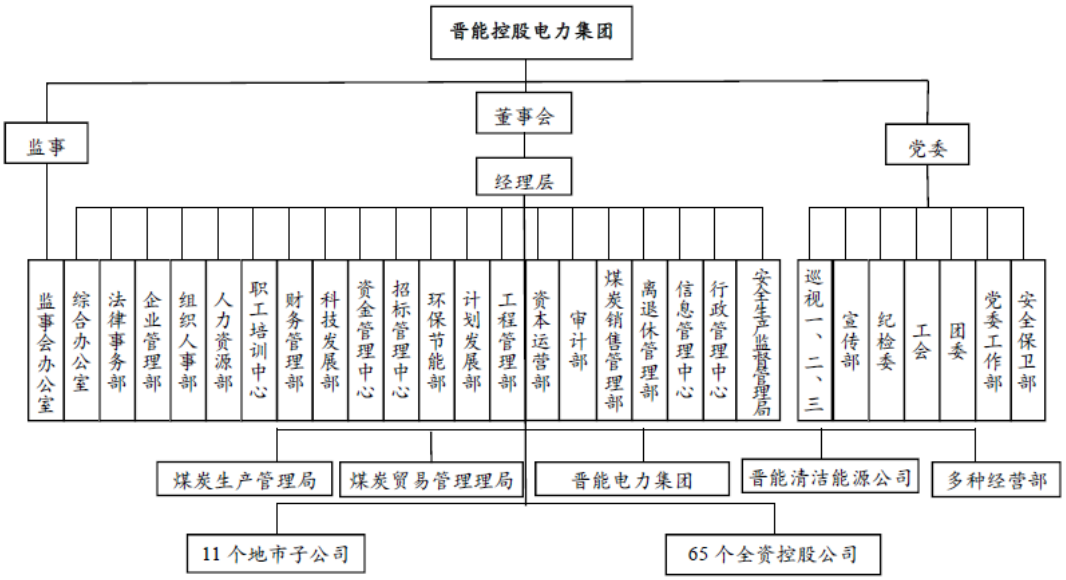
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	262.04
未来待偿债券本金峰值（亿元）	262.04
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	1.11
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.64
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.30
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.67

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“16 晋能 MTN002”“16 晋能 MTN003”“18 晋能 MTN002”“18 晋能 MTN007”“19 晋能 MTN001”“20 晋能 MTN001”“20 晋能 MTN002”“20 晋能 MTN003”“20 晋能 MTN004”“20 晋能 MTN007”“20 晋能 MTN009”“20 晋能 MTN010”“20 晋能 MTN011”“20 晋能 MTN012”“20 晋能 MTN013”“20 晋能 MTN014”“20 晋能 MTN016”“20 晋能 MTN017”“20 晋能 MTN018”“21 晋能电力 GN001（碳中和债）”的信用等级为 AAA，维持“20 晋能 CP003”“20 晋能 CP004”“20 晋能 CP005”“20 晋能 CP006”“20 晋能 CP007”“20 晋能 CP008”“20 晋能 CP009”“20 晋能 CP010”“20 晋能 CP011”“20 晋能 CP012”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 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

资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司一级子公司情况

序号	企业名称	持股比例(%)	实收资本(万元)	业务性质
1	山西煤炭运销集团有限公司	100.00	1015615.00	煤炭及制品批发
2	山西国际电力集团有限公司	100.00	600000.00	火力发电
3	朔州东方长宏能源发展有限公司	51.00	60000.00	铁路货物运输
4	晋能（天津）融资租赁有限公司	100.00	50000.00	融资租赁
5	晋能环保工程有限公司	100.00	5000.00	非金属废料和碎屑加工处理
6	晋能大同县农业开发有限公司	95.24	1050.00	蔬菜加工
7	晋能集团信息服务有限公司	100.00	3000.00	信息服务
8	晋能山西石楼农业开发有限公司	100.00	1000.00	其他农业
9	晋能广灵农业开发有限公司	100.00	200.00	蔬菜加工
10	太原市廉顺交通服务有限公司	100.00	200.00	交通服务
11	晋能快成物流科技有限公司	51.00	5000.00	软件和信息技术服务业

资料来源：公司财务报告

附件 2-1　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	261.21	234.36	290.20	261.32
资产总额（亿元）	2686.67	2945.37	3235.05	3160.53
所有者权益（亿元）	607.82	885.40	987.96	988.43
短期债务（亿元）	550.29	749.73	615.58	611.56
长期债务（亿元）	1078.33	852.44	1122.51	1059.07
全部债务（亿元）	1628.62	1602.16	1738.09	1670.63
营业收入（亿元）	1036.56	1058.05	1009.10	273.30
利润总额（亿元）	35.46	41.82	32.80	13.03
EBITDA（亿元）	168.40	183.96	175.87	--
经营性净现金流（亿元）	100.17	102.55	78.80	28.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.14	13.81	15.12	--
存货周转次数（次）	6.07	5.65	5.36	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.38	0.33	--
现金收入比（%）	117.11	115.55	112.80	103.00
营业利润率（%）	14.96	15.41	14.24	16.60
总资本收益率（%）	3.62	3.55	2.57	--
净资产收益率（%）	3.03	2.49	1.59	--
长期债务资本化比率（%）	63.95	49.05	53.19	51.72
全部债务资本化比率（%）	72.82	64.41	63.76	62.83
资产负债率（%）	77.38	69.94	69.46	68.73
流动比率（%）	62.13	48.74	58.50	59.73
速动比率（%）	46.63	35.44	44.22	45.39
经营现金流动负债比（%）	10.31	8.71	7.20	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.31	0.47	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.67	1.79	1.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.67	8.71	9.88	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2.公司发行的长期应付款的有息部分计入公司长期债务，长期债务未包含永续债
资料来源：公司财务报告

附件 2-2　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.22	21.76	72.31	14.67
资产总额（亿元）	1170.57	1290.93	1425.63	1373.04
所有者权益（亿元）	482.59	488.42	484.54	479.31
短期债务（亿元）	280.06	457.02	442.30	20.17
长期债务（亿元）	380.81	275.92	420.07	769.42
全部债务（亿元）	660.87	732.94	862.37	789.59
营业收入（亿元）	7.33	5.99	1.71	0.00
利润总额（亿元）	0.52	0.98	6.79	-0.01
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-124.95	-34.04	-33.82	33.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.72	3.39	2.99	--
存货周转次数（次）	34.13	15.44	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	87.90	52.38	2.92	--
营业利润率（%）	34.75	63.41	99.96	--
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	0.11	0.20	1.40	--
长期债务资本化比率（%）	44.11	36.10	46.44	61.62
全部债务资本化比率（%）	57.80	60.01	64.03	62.23
资产负债率（%）	58.77	62.17	66.01	65.09
流动比率（%）	251.61	172.78	202.29	830.85
速动比率（%）	251.52	172.78	202.29	830.85
经营现金流动负债比（%）	-40.68	-6.47	-6.55	--
现金短期债务比（倍）	0.08	0.05	0.16	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。