

信用等级公告

联合[2015] 220 号

联合资信评估有限公司通过对晋能集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

晋能集团有限公司

2015 年第一期中期票据信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月十五日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

晋能集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 35 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款、补充流动资金

评级时间: 2015 年 6 月 15 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	1644.25	1835.09	2225.74	2274.61
所有者权益(亿元)	483.56	492.72	519.15	518.80
长期债务(亿元)	648.22	948.00	884.48	1128.80
全部债务(亿元)	859.23	1089.82	1296.64	1379.82
营业收入 (亿元)	1978.02	2280.18	1929.63	170.41
利润总额 (亿元)	44.23	22.76	6.61	0.90
EBITDA(亿元)	108.29	92.28	87.58	--
经营性净现金流(亿元)	-20.32	-27.64	88.96	38.03
营业利润率(%)	8.60	6.64	6.53	11.31
净资产收益率(%)	4.85	1.41	0.09	--
资产负债率(%)	70.59	73.15	76.68	77.19
全部债务资本化比率(%)	63.99	68.87	71.41	72.67
流动比率(%)	159.54	183.26	92.59	129.21
全部债务/EBITDA(倍)	7.93	11.81	14.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	1.70	1.27	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.09	2.64	2.50	--

注: 2012 年财务数据为经审计追溯调整模拟财务报表; 2015 年一季度财务数据未经审计; 长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务。

分析师

刘新泉 张 钰

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

晋能集团有限公司(以下简称“公司”或“晋能集团”)由山西煤炭运销集团有限公司和山西国际电力集团有限公司合并式重组成立, 是山西省煤炭资源整合主体、全国特大型煤炭运销企业之一及山西省人民政府直属的国有独资电力产业集团。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政策支持、运销体系等方面的综合优势。联合资信同时关注到山西省煤炭公路销售体制改革、煤炭行业景气度持续下行、公司内部业务架构有待继续整合优化、公司存在一定的高管变动风险、公司资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素对其信用基本面的负面影响。

晋能集团的成立有助于强化山西省内煤电产业链衔接。未来, 随着自有煤炭产能释放、发电和燃气管道领域项目完工投产, 公司综合竞争力有望提升, 进而巩固其行业地位。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估, 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. 公司近年煤炭产能快速提升, 随着整合矿井产能逐步释放, 公司自产煤炭业务实现快速发展。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省, 运销能力突出, 积累了丰富的上下游客户资源。
3. 公司在建火电装机规模大, 同时积极发展风电等新能源和资源综合利用项目, 有利于在未来区域电力市场竞争中获取有利地位; 公司配电业务持续增长, 盈利能力

较强。

4. 通过资产重组，公司煤电联营产业链初步成型，有助于提升整体抗风险能力。
5. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 煤炭行业景气度趋势性下行，对公司煤炭业务形成较大经营压力，2012年以来煤炭业务收入和利润规模逐年下降。
2. 山西省2014年推进煤炭公路销售体制改革，对公司煤炭贸易业务形成一定负面影响。
3. 公司煤炭资源整合涉及矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，存在一定安全及管理压力。
4. 受电力需求减缓影响，近年公司发电设备利用小时数呈下降趋势。
5. 公司未来投资规模较大，债务规模快速增加，债务负担偏重。
6. 公司于2015年5月27日发布公告称，公司原董事长兼法人代表刘建中因严重违纪问题被开除党籍和公职。截至本期报告发布日，公司法人代表及董事长尚未完成变更，联合资信对后续发展保持关注。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与晋能集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与晋能集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因晋能集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由晋能集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、晋能集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时到期有效；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。

一、主体概况

晋能集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在原山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”）与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电集团”）的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至 2015 年 3 月底，公司实收资本为 360.00 亿元。山西省国有资产监督管理委员会（下称“山西省国资委”）持有公司 64.06% 股权，为公司第一大股东和实际控制人。

公司经营范围：投资煤炭企业；煤焦科技开发、技术转让；自有房屋租赁；能源领域投资；提供煤炭信息咨询服务；煤层气投资；发电、输变电工程的技术咨询；建筑材料、金属材料（除贵稀金属）、电力设备及相关产品的采购和销售。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2225.74 亿元，所有者权益 519.15 亿元（其中少数股东权益 142.74 亿元）；2014 年公司实现营业收入 1929.63 亿元，利润总额 6.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 2274.61 亿元，所有者权益 518.80 亿元（其中少数股东权益 143.49 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 170.41 亿元，利润总额 0.90 亿元。

公司注册地址：太原市迎泽区开化寺街 86 号五层；法定代表人：刘建中¹。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2015 年注册总额为 35 亿元的中期票据，其中，2015 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 35 亿元，

期限 5 年。

本期中期票据募集资金拟 33 亿元用于偿还银行贷款，2 亿元用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般

¹公司于 2015 年 5 月 27 日发布公告称，公司法人代表兼董事长刘建中因严重违纪问题被开除党籍和公职。截至本期报告发布日，尚未接到山西省国资委任命安排，公司法人代表尚未完成工商变更。

公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

（一）煤炭行业

1. 行业概况

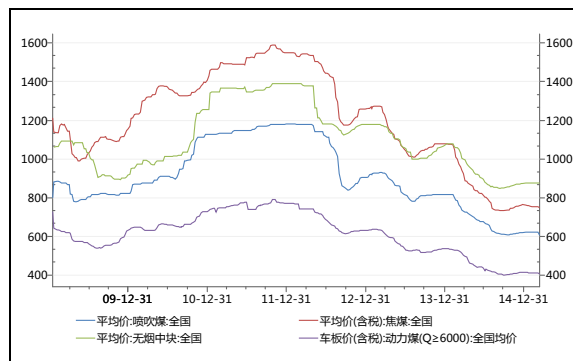
煤炭下游需求

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受主要耗煤行业消费、能源结构优化和能源消耗强度等因素影响。主要耗煤行业消费方面，近年随着经济增速放缓，主要耗煤行业产品产量增速下降，根据主要耗煤产品产量测算，电力、钢铁、建材三个行业耗煤同比下降 3.4%、1.4% 和 1.1%。能源结构方面，2014 年非化石能源占一次能源消费比重从 2013 年的 9.8% 提升到 11.1%，煤炭比重从 66% 下降到 64.2%，减少了煤炭消耗。能源消耗强度方面，随着科技进步，国家大气环境治理力度加大，全国单位 GDP 能耗在 2013 年下降 3.7% 的基础上，2014 年又下降 4.8%。受上述因素影响，我国 2014 年煤炭需求量进一步减少。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

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，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“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，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据Wind资讯统计，截至2015年3月13日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为605元/吨、749元/吨、877元/吨和407元/吨，同比分别下跌19.44%、21.98%、15.02%和22.03%，较2013年同期分别下跌34.95%、41.07%、25.30%和35.60%，较2012年同期分别下跌48.64%、51.46%、36.54%和45.22%。

2. 行业政策

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从2014年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积

亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

（二）电力行业

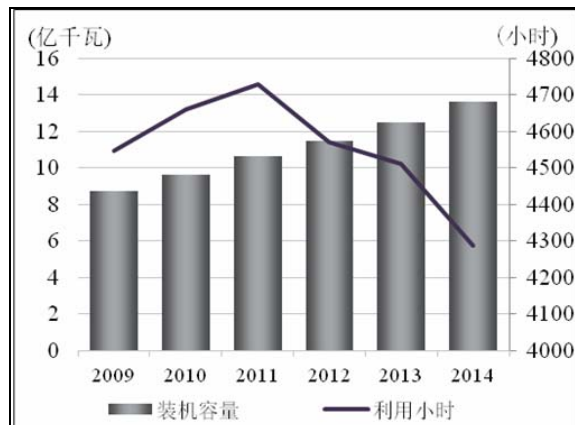
2012年~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014年，全国电源基本建设完成投资3646亿元，同比下降1.91%；其中，水电完成投资960亿元，同比下降22.95%，所占比重为26.33%，与上年同期相比减少7.19个百分点。火电完成投资952亿元，同比上升2.59%；所占比重为26.11%，与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元，同比下降6.57%；所占比重为15.61%，与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993亿元，同比上升57.40%；所占比重为27.24%，与上年同期相比上升10.27个百分点，主要受价格政策调整影响，2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高

于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至2014年底，全国发电装机容量136019万千瓦，同比增长8.7%。截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

火电方面，2014年，全国火电投资完成952亿元，同比下降6.3%；全年基建新增火电装机容量4729万千瓦，同比增加554万千瓦，其中新增煤电3555万千瓦；气电886万千瓦。截至2014年底，全国全口径火电装机容量9.2亿千瓦，同比增长5.9%，其中煤电8.3亿千瓦，同比增长5.0%；气电5567万千瓦，同比增长29.2%。2014年，全国全口径火电发电量4.17万亿千瓦时、同比下降0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自1974年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，机组平均利用小时水平创新低。

水电方面，2014年，水电投资完成960亿元，同比下降21.5%。基建新增水电装机容量2185万千瓦，同比减少911万千瓦，其中云南和四川合计新增1684万千瓦，占全国水电新增装机容量的77.1%。截至2014年底，全国全口径水电装机容量3.0亿千瓦（其中抽水蓄能2183

万千瓦），同比增长7.9%。2014年，全国水电设备利用小时3653小时，为1996年以来的年度次高值（最高值为2005年的3664小时），同比提高293小时。2014年，主要受水电生产地区汛期来水情况较好而2013年汛期来水偏枯导致基数低影响，全国水电发电量1.07万亿千瓦时，首次超过1万亿千瓦时、同比增长19.7%。总体上，随着水利资源的不断开发，水电投资规模有所缩减，水电开发地域集中，2014年水电利用水平受来水量的影响处于良好水平。

2014年，主要受风电上网电价政策调整预期影响，风电投资完成993亿元，首次超过水电、火电、核电投资，成为电源建设中完成投资最多的一类，同比大幅增长52.8%。基建新增并网风电装机容量2072万千瓦，年度新增规模首次超过2000万千瓦，同比增加585万千瓦。截至2014年底，全国并网风电装机容量9581万千瓦，同比增长25.6%，增速保持较快水平。2014年，全国并网风电发电量1563亿千瓦时，同比增长12.2%；2014年全国风况同比有所劣化，来风少、风速低，风电设备利用小时1905小时，同比降低120小时。同时，往年弃风较多的地区在2014年弃风率有所下降。总体上，主要受政策预期影响，风电投资快速增长，新增并网保持较快水平，受风况条件影响2014年利用小时有所下降，但处于正常水平，弃风现象有所改善。

太阳能发电方面，截至2014年底，全国并网太阳能发电装机容量2652万千瓦（绝大部分为光伏发电），同比增长67.0%，其中甘肃、青海和新疆分别达到517、411和376万千瓦，内蒙古和江苏超过200万千瓦，宁夏和河北超过100万千瓦。2014年，全国并网太阳能发电量231亿千瓦时、同比增长170.8%。总体上，2014年太阳能发电并网装机容量以及发电量规模大幅扩张。

核电方面，2014年，核电投资完成569亿元，同比下降13.8%；全年新增5台核电机组，装机容量547万千瓦，是投产核电机组最多的

一年，分别是3月投产的广东阳江核电站1号机组、5月投产的福建宁德核电站一期2号机组和辽宁红沿河核电站一期2号机组、11月投产的福建福清核电站1号机组和12月投产的浙江秦山核电站一期扩建工程1号机组。截至2014年底，全国核电装机容量1988万千瓦，同比增长36.1%，核电在建规模2590万千瓦。2014年，全国核电发电量1262亿千瓦时，同比增长13.2%，核电设备利用小时7489小时，同比降低385小时。总体上，核电投资有所放缓，随着项目建设完毕核电装机规模快速扩张，利用小时有所下降。

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。全国发电设备利用小时4286小时（以6000千瓦及以上电厂口径，下同），为1978年以来的年度最低水平，同比降低235小时。2014年以来电力工业装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立，重组后山西省国资委占64.06%股权，为公司第一大股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立。煤销集团为中国最大的煤炭运销企业，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。

在煤炭生产和运销方面，公司拥有近3亿吨/年煤炭储装运、销售能力，煤炭年生产能力1.39亿吨，为中国最大的煤炭运销企业，通过建立储煤场、煤炭发运站，将煤炭收购及销售发运网络覆盖山西全省。公司拥有144个铁路煤炭发运站（其中大列发运站22个），储配煤厂82个。公司目前已经形成覆盖全国26个主要省市的煤炭销售网络；铁路运销方面，拥有31条铁路专用线、135个铁路发运站，总发运能力超过2亿吨/年。每年公司可得到铁道部分配给山西省的煤炭铁路运量的13%左右。公司是山西省煤炭资源整合的主要主体之一，通过山西煤销集团兼并重组拥有矿井448座，占地方被整合矿井总数的15%；经省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室批复整合后拥有矿井共165座，占整合后山西省内七大整合主体矿井总数的约30%。

在发电及输配电方面，公司通过山西国电集团获得运营的控股和参股电厂权益装机容量941.02万千瓦。公司持有山西阳光发电有限责任公司等22家发电企业的股权。其中控股电厂为山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”，通宝能源为上市公司，下设发电企业山西阳光发电有限责任公司，配电企业山西地方电力有限公司）。公司通过山西国电集团对山西省内12家县级电业局兼并重组，拥有了配电

资产，并经营配电业务。截至 2015 年 3 月底，公司拥有 220KV 变电站 6 座，容量 1830MVA，220KV 线路 248KM；110KV 变电站 44 座，容量 3472MVA，110 线路 1429KM；35KV 变电站 65 座，容量 786.95MVA，35KV 线路 1485KM。

表 1 公司控股和参股电厂生产能力（单位：万千瓦）

企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
山西阳光发电有限责任公司	100.00	128.00	火力
山西耀光煤电有限责任公司	100.00	40.00	火力
国电长治热电有限公司	80.00	52.80	火力
山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	水电
晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100.00	28.50	风电
山西国际电力光伏发电有限公司	100.00	14.58	太阳能
山西国益生物发电有限公司	100.00	1.20	生物质
山西国锦煤电有限公司	51.00	15.30	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	火力
晋能清洁能源风力发电有限责任公司（扩容在建）	100.00	55.00	风电
山西国际电力光伏发电有限公司（扩容在建）	100.00	60.00	太阳能
长治欣隆煤矸石发电有限公司（在建）	68.31	20.49	火力
山西国峰煤电有限公司（在建）	80.00	48.00	火力
山西国金电力有限公司（在建）	51.00	17.85	火力
山西国锦煤电有限公司（在建）	51.00	15.30	火力
国电太一发电有限责任公司	45.00	28.00	火力
浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	32.00	火力
浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	18.00	火力
山西漳泽电力股份有限公司	9.07	49.00	火力
华能左权煤电有限责任公司	20.00	24.00	火力
北京京能热电股份有限公司	9.20	102.00	火力
山西鲁能河曲发电有限公司	10.00	12.00	火力
山西鲁能河曲能源有限公司	10.00	12.00	火力
国电榆次热电有限公司	49.00	29.40	水电
大同煤矿集团同华发电有限公司	5.00	6.00	火力
山西鲁能王曲发电有限责任公司	5.00	6.00	火力
华能左权煤电有限公司	20.00	26.40	火力
合计	-	941.02	-

资料来源：公司提供

总体看，重组完成后，公司同时具备煤炭生产和运销及电力行业的双重优势，内部产业链衔接较为完善，未来在煤炭和电力方面的业

务整合有望提升公司综合竞争力，为公司可持续发展提供了可靠的保障。

3. 人员素质

目前，公司应有董事 13 人，实存 9 人，缺位 4 人，应有监事 11 人（其中职工监事 2 人，省国资委派 5 名，大同市国资委、太原市国资委、临汾市国资委、吕梁市国资委各派 1 名监事），实存 9 人，缺位 2 人，应有高级经理层 15 人，实存 13 人，缺位 2 人。

公司原董事长、党委书记刘建中，56 岁，全国人大代表，中国矿业大学管理科学与工程博士，高级工程师，1974 年参加工作，历任霍州矿务局矿办主任、白龙矿党委书记、矿长、霍州矿务局副局长、山西焦煤集团有限责任公司副总经理、山西煤炭运销集团有限公司董事长、山西国电集团有限公司董事长。2013 年 4 月 25 日公司成立后出任公司董事长、党委书记。晋能集团于 2014 年 9 月 2 日发布公告称，公司法人代表兼董事长刘建中正在配合调查。2015 年 5 月 27 日，晋能集团发布公告称，依据经山西省委批准，山西省纪委对晋能集团有限责任公司原董事长、党委书记刘建中严重违纪问题进行立案审查。依据《中国共产党纪律处分条例》、参照《行政机关公务员处分条例》的有关规定，经山西省纪委常委会议研究并报省委批准，决定给予刘建中开除党籍处分；经山西省监察厅报请山西省政府批准，决定给予刘建中开除公职处分。截至本期报告发布日，公司尚未接到山西省国资委对法人代表及董事长的任命安排。公司存在一定的高管变动风险，联合资信将持续关注上述事件的进展情况及其对公司信用水平可能带来的影响。

公司总会计师蔚振廷先生，男，现年 50 岁，研究生学历，高级会计师。曾任霍州煤电集团公司董事、总会计师、党委委员；汾西矿业集团公司董事、总会计师、党委委员。山西煤炭运销集团总会计师。

公司董事及高管大部分来自煤销集团和

山西国电集团，在所属业务领域工作多年，行业经验丰富。

公司员工全部来自重组的煤销集团和山西国电集团，员工大约 11.56 万人，其中专科及专科以上学历的员工占 60%。员工的岗位构成、素质符合煤炭贸易行业和电力行业的特点。

整体看，公司主要领导行业经验丰富，管理水平高，员工整体素质能够满足公司正常生产经营需要，但公司原董事长刘建中开除公职处分，公司存在一定的高管变动风险，可能对公司内部管理带来一定负面影响。

4. 政府支持

煤炭生产

中国政府治理小煤矿的政策有利于公司在山西省内煤炭资源的整合；山西省政府为加强省内煤炭资源的管理和煤炭资源税费的征收，也出台了一系列文件。外部政策有助于公司在煤炭销售体系竞争力的加强和资源整合领域的快速扩张。

2009 年 4 月 15 日，山西省人民政府《关于进一步加快推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》（晋政发[2009]10 号）明确，大力支持大型煤炭生产企业作为主体，兼并重组整合中小煤矿、控股办大矿，建立煤炭旗舰企业，实现规模经营。同时，允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地。

煤炭运销

2007 年，山西省人民政府出具《山西省人民政府办公厅关于开展清理非法储（售）煤场专项整治工作的通知》（晋政办发[2007]4 号），禁止了非法违法收购、经销煤炭行为，维护了山西煤炭经营秩序，为山西地方煤炭公路出省统一销售打下良好的基础。

2008 年 6 月 19 日，山西省经济委员会以《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的

通知》（晋经能源字[2008]314 号），确定了公司山西省内重点工业企业电煤主体供应和“在全省对除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销”的政策。进一步确立煤销集团在山西省煤炭销售的主渠道作用，促进其构建现代煤炭物流体系。

2014 年 11 月 26 日，山西省人民政府下发《山西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》（晋政发[2014]37 号）（以下简称“通知”），内容包括：

（1）全部取消相关企业代行的煤炭、焦炭公路运销管理行政授权，即自 2014 年 12 月 1 日起，山西省各级政府及相关职能部门取消对晋能集团及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托，停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能；（2）全部取消煤炭、焦炭公路运销票据，即自 2014 年 12 月 1 日起，取消山西省煤炭销售票、煤炭可持续发展基金缴证明单、山西省煤炭公路运销统一调运单、山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境统一调运单、山西省焦炭公路出省定额附票、山西省焦炭公路地销专用定额票、山西省焦炭公路上站定额调拨单等；（3）全部撤销省内煤炭、焦炭公路检查点、稽查点，即自 2014 年 12 月 1 日起，撤销各类公路煤炭、焦炭管理站（含稽查点），煤炭、焦炭营业站（含分站），企业电厂用煤管理站，大矿收购小窑管理站，铁路上站煤管理站，驻矿（场）开票点，焦炭驻厂站，2014 年 12 月 31 日前，省内各类公路煤炭、焦炭检查站、稽查站的岗楼、挡杆等设施要全部拆除。为顺利完成山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，通知还规定相关支持政策，包括：（1）为晋能集团补充资本金，即利用煤炭资源价款省级留成、省属企业国有资本收益金等，适当补充晋能集团国有资本金；（2）适当给予资金支持，即在三年改革过渡期内安排适当资金，

支持晋能集团内部改革重组，资金由企业统筹安排使用；（3）落实其他相关优惠政策，即山西省人力资源社会保障厅、省财政厅、省民政厅等相关部门加大对企业职工就业再就业等政策支持力度，指导帮助相关市、县落实好各项资金补贴、免费服务、社会救助等相关优惠政策。

2014 年 12 月 19 日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团国有资本金的通知》（晋财企[2014]141 号），2014 年由山西省财政预拨 17 亿元补充晋能集团资本金，此项资金列省级 2014 年“2200120 矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304 对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。

2014 年 12 月 18 日，山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团改革重组补助资金的通知》（晋财企[2014]142 号），由山西省财政预拨 18 亿元补充晋能集团转岗职工第一年过渡期（2014 年 12 月 1 日~2015 年 11 月 30 日）补助，此项资金列省级 2014 年“2200120 矿产资源专项收入安排的支出”预算科目，经济科目列“304 对企事业单位的补贴”，实行财政直接支付。资金使用采取按季度审批，按月拨付的方式。

电力

电力产业是山西省人民政府确定的八大支柱产业之一，并且处于战略中心地位。山西国电集团代表省政府行使电力建设、电力资产管理的职能，肩负着建设山西新型能源基地的重任，从成立以来一直得到山西省政府的大力支持。

公司成立后，承接了煤销集团及山西国电集团享受的相关政策支持，是公司未来发展的重要支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《晋能集团有限公司章程》，设立了股东会、董事会、监事会，聘任了经营管理层。

晋能集团是由山西省政府出资设立的国有独资公司，授权山西省人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责的有限责任公司。股东会由全体股东组成，股东会是公司的权利机构。

公司董事会是公司的决策机构，由 13 名董事组成。董事长、副董事长由山西省国资委委派，董事长负责召集股东会、董事会，代表公司签署文件。董事由山西省国资委委派 8 名，由晋城市国资委委派 1 名，由长治市国资委委派 1 名，由阳泉市国资委委派 1 名，由晋中市国资委委派 1 名，职工代表 1 名。董事会对股东会负责，负责履行召集股东会会议并执行股东会决议、制定公司的经营计划和投资方案等职责。

公司监事会由 11 名监事组成，由山西省国资委委派 5 名监事，由大同市国资委委派 1 名监事，由太原市国资委委派 1 名监事，由临汾市国资委委派 1 名监事，由吕梁市国资委委派 1 名监事，职工代表大会选举 2 名职工代表担任监事。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会负责履行检查公司的财务；对董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职责。

2. 管理水平

公司重视内控制度的建设，建章建制，把内部控制全面、完善覆盖到企业经营管理活动各个领域。

预算管理制度方面，公司制定了《全面预算管理办法》，对集团本部和所属单位在筹资

预算、投资预算、大额资金支付预算、成本预算、费用预算、财务预算、煤炭产销量预算、应收账款货款回收预算、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，充分发挥集团整体优势，实现资金的优化配置，盘活集团内部沉淀资金，最大限度地提高资金的使用效率，规范和提升集团资金管理水平，结合集团实际，特制定了《资金管理办法》、《加强货币资金（有价证券）管理的补充规定》、《资金管理指导意见》、《企业借款管理办法》等相关制度文件。对外投资管理制度方面，为加强集团对外投资活动的管理，规范公司投资行为，降低投资风险，提高资金运作效率，使投资管理真正做到科学化、规范化，公司制定了《对外投资管理办法》。该办法对投资管理的原则、对外投资审批权限、对外投资管理组织与职责、对外投资决策管理、投资项目的监督管理等方面做了明确规定。

融资管理制度方面，为规范集团公司融资行为，加强融资管理，降低资金成本，防范和控制财务风险，保证集团资金安全、合理、有效的使用，结合集团目前实际，公司相继制定了《筹资管理制度》、《内部贷款担保、委托贷款管理办法》等制度。各下属公司的对外融资必须经集团公司审批，报批的内容包括贷款的利率、期限、额度及担保方式等。所有下属公司一律不准为晋能集团管理范围外单位或个人提供担保。下属公司间资金拆借应报集团公司批准，统一委托相关金融机构发放。

担保管理制度方面，为规范集团的担保行为，控制公司资产运营风险，促进公司健康稳定地发展，公司制定了《担保管理制度》，从

担保范围、被担保对象、担保原则、担保方式、担保办理程序、担保的期限、合同管理、后续管理等方面进行了详细规定，被担保人资格、资信状况、项目的真实性及可行性、反担保措施等内容，经董事会、股东会和山西省国资委审批同意后，方可签订担保合同。公司为外部企业提供担保经过严格的审查，被担保主体原则上要求是与集团公司经济利益有密切关系的企业，同时规定不为股本投资性质借贷业务、注册资金提供担保。

关联交易制度方面，为了规范关联交易行为，公司制定了关联交易的相关规定，对关联交易所涵盖的事项、关联方的定义、公司与关联方发生关联交易应当遵循的原则、关联交易的定价原则、审批权限、合同执行、信息披露等事项作出了明确的规定。

对下属子公司管理方面，公司严格按照有关法律法规和相关规定对控股子公司进行管理。控股子公司根据《公司法》的要求建立公司治理结构，并结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。集团公司通过行使股东权利决定控股子公司的董事会及主要领导的任免和重要决策，使得集团各项制度和决策能够有效、快速地在子公司贯彻执行。公司对下属子公司的管理是委托两个二级子公司（煤销集团及山西国电集团）实现，子公司的经营活动要纳入晋能集团确定的经营计划和发展规划，完成晋能集团要求的目标任务；全资子公司在晋能集团授权范围内，对日常生产经营活动实行自主经营、独立核算、自负盈亏；全资子公司对经营的资产负有保值增值的责任。公司严格控制对外投资，二级、三级公司投资均需要公司本部批准；通过全面预算监控公司本部、二级、三级企业的经营活动，对二三级企业年度预算进行审批，对重大经营决策进行审批，对年度经营结果进行考核。

公司成立后，正在对煤销集团和山西国电集团现有业务重新归类对接，并建立相应的组织体系和管理制度，以适应大集团化整合需

要。目前相关管理制度已逐步建立，组织机构和业务条块重组正在有序推进，未来实际整合成效有待进一步检验。

七、重大事项

2015年1月4日，山西省人民检察院官方网站发布新闻“日前，山西省人民检察院决定，依法对山西晋能集团长治煤销公司原党委书记、晋能集团三元煤业股份有限公司原党委书记、长治市煤气化总公司原党委书记、总经理方志有（副厅级）涉嫌受贿犯罪决定逮捕。案件侦查工作正在进行中。”方志有系晋能集团有限公司董事。

据山西省纪委监察厅网站 2015 年 5 月 6 日消息，经省委批准，山西省纪委对山西省晋能集团有限公司原副董事长、党委副书记、总经理曹耀丰严重违纪问题进行了立案审查。依据《中国共产党纪律处分条例》有关规定，参照《行政机关公务员处分条例》有关规定，经省纪委常委会议研究并报省委批准，决定给予曹耀丰开除党籍处分；经省监察厅报请省政府批准，决定给予其开除公职处分。

据山西省纪委监察厅网站 2015 年 5 月 26 日消息，经山西省委批准，山西省纪委对晋能集团有限公司原董事长、党委书记刘建中严重违纪问题进行立案审查。依据《中国共产党纪律处分条例》、参照《行政机关公务员处分条例》的有关规定，经山西省纪委常委会议研究并报省委批准，决定给予刘建中开除党籍处分；经山西省监察厅报请山西省政府批准，决定给予刘建中开除公职处分。晋能集团于 2015 年 6 月 4 日发布公告称，经山西省人民检察院决定，依法对晋能集团原董事长、党委书记刘建中（正厅级）以涉嫌受贿犯罪决定逮捕；案件侦查工作正在进行中。

截至本期报告发布日，集团公司治理结构未发生变化，暂由控股股东省国资委主任朱晓明同志负责主持集团公司工作，监事会主席、

党委副书记主持日常工作。集团公司党政联席会、董事会正常规范召开。议事规则：由分管业务的副总经理或总会计师或总工程师召集相关业务部门召开专题会议，形成意见。报集团公司监事会主席、党委副书记审批，经负责主持集团公司工作的朱晓明同志批准后上会。由监事会主席、党委副书记召集集团公司班子成员、总法律顾问、相关业务部门参加召开晋能集团党政联席会，对每项事项进行审议表决。党政联席会审议通过的事项，根据《公司章程》规定，需董事会或股东会决议的，由董事会或股东会进行审议。公司存在一定的高管变动风险，联合资信将持续关注上述事件的进展情况及对公司信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司合并重组煤销集团和山西国电集团，业务类型主要为上述两家公司原有业务体系，公司成立后，对煤销集团及山西国电集团存续业务进行优化重组，形成煤炭产业、电力产业、贸易物流产业、燃气产业、新能源产业及多元业务产业。

2012~2014 年公司营业收入年均下降 1.23%，2014 年实现营业收入 1929.63 亿元，同比下降 15.37%，主要是由于煤炭行业方面价格持续下滑，且公司下游客户的需求大量缩减所致。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 170.41 亿元，仅占 2014 年全年的 8.83%，主要是受公路销售体制改革影响导致煤炭贸易物流板块收入大幅下降所致。

收入构成方面，贸易物流板块占主导地位，2014 年实现板块营业收入 1259.05 亿元，主要由煤炭运销业务构成。同期，自产原煤产销规模逐年下降，2014 年煤炭产业收入为 105.53 亿元。公司电力板块收入规模相对较小，主要从事发电和配电业务，2014 年电力板块实现营业收入 77.78 亿元。燃气业务为公司

未来重点发展板块，近年收入规模逐年提升，2014 年燃气实现营业收入 22.90 亿元。公司多元产业板块包含焦炭经营、多元投资及各类生产辅助产业，收入规模占营业收入比例波动中有所增长，2014 年多元产业实现营业收入 460.87 亿元。根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会晋国资发（2013）24 号《关于山西焦煤集团有限责任公司整合重组山西煤炭运销集团有限公司所属山西焦炭（集团）有限公司有关事宜的通知》，以 2013 年 5 月 31 日为划拨基准日将焦炭公司资产无偿划拨给山西焦煤集团；公司 2014 年已无焦炭经营业务。

盈利能力方面，公司贸易物流业务毛利率水平较低，但由于该板块收入占比较大，仍是公司利润的主要来源。受煤炭行业景气下行影响，公司自产煤炭销售价格持续下滑，煤炭生产板块毛利率持续下降。电力板块受益于煤炭价格下行及配电能力增强，板块毛利率持续小幅提升。多元板块整体盈利能力偏低但 2014 年以来呈增长趋势。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 170.41 亿元，整体毛利率较 2014 年有较大增长，主要是由于毛利率水平较低的贸易物流板块收入大幅下降所致。

表 2 公司分板块经营情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	139.89	7.07	49.80	131.79	5.78	38.64	105.53	5.47	36.83	22.91	13.44	41.20
贸易物流	1427.40	72.16	6.51	1486.90	65.25	5.95	1259.05	65.30	3.43	107.97	63.36	5.29
电力	61.74	3.12	16.75	69.01	3.03	17.87	77.78	4.03	20.20	22.49	13.20	7.69
燃气	14.64	0.74	11.07	17.18	0.75	11.06	22.90	1.19	12.93	4.61	2.71	5.42
新能源	0.77	0.04	-12.99	0.61	0.03	-39.34	1.95	0.10	23.59	1.03	0.60	66.02
多元业务	333.58	16.86	1.82	573.20	25.15	1.15	460.87	23.90	7.05	11.40	6.69	37.72
合计	1978.02	100.00	9.12	2278.69	100.00	7.02	1928.08	100.00	6.94	170.41	100.00	12.97

资料来源：公司提供

2. 贸易物流板块

公司贸易物流板块主要为煤炭运销业务，为煤销集团核心业务。截至 2014 年底，物流基础设施建设方面，公司已逐步完善物流节点，建设和运营 28 座煤炭超市、煤炭储配中心，总占地面积 6721 亩，吞吐规模达 7850 万吨。其中黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心 19 座，占地面积 2950 亩，吞吐规模达 4150 万吨，形成了均质化、数字化仓储及配煤能力，可满足省内电厂、洗选、焦化企业、发煤站需求；省际间及省外消费地煤炭超市 9 座，占地面积 3771 亩，吞吐规模达 3700 万吨。公司依靠其市场垄断优势，在山西省内煤炭运销市场中居主导地位。

作为传统业务板块，煤炭物流提供了公司近年来大部分收入和现金流。2012~2014 年，公司煤炭物流业务收入呈波动下降趋势，年均

复合下降 6.08%，主要是由于 2014 年山西省实施了公路销售体制改革所致。2014 年，煤炭物流业务实现收入 1259.05 亿元，同比下降 15.32%。2015 年 1~3 月，煤炭物流业务实现收入 107.97 亿元，仅占 2014 年全年的 8.73%，主要是受公路销售体制改革影响。公路销售体制改革后，预计公司全年煤炭公路贸易量同比下降约 1.3 亿吨~1.5 亿吨，年收入减少约 700 亿元，但由于公路煤炭贸易物流业务毛利率较低，公路销售体制改革对公司利润侵蚀较小。

表 3 公司近年煤炭运销收入情况（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
公路	1191.26	1294.04	1102.04	78.43
铁路	236.14	192.86	157.01	29.54
合计	1427.40	1486.90	1259.05	107.97

资料来源：公司提供

公路物流

在公路煤炭贸易方面,根据山西省经济委员会《关于进一步加强全省煤炭运销宏观调控的通知》(晋经能源字[2008]314号)的精神,在山西全省范围内除国有重点煤炭企业和中外合资煤矿以外的其他煤矿通过公路出省销售的煤炭实施双向合同、统一经销政策,统一由煤销集团及所属市、县公司与省外用户和煤矿分别签订公路煤炭购销合同,凡未与山西煤销集团及所属市、县公司签订购销合同的煤炭,不得通过公路出省销售。根据上述文件精神,公司在山西全省公路设有48家出省管理站;省内各大用煤客户厂外设企业用煤管理站,公路运输煤炭没有公司的运票不得出省,省内不得入厂。除铁路运输以外,公司可以控制全省公路煤炭运输网络,其公路运输具备突出的规模优势。公司煤炭运输主要通过自有的18支车队和社会联营的36支车队共计15000余辆车实现。公路煤炭销售出省流向主要为河北(占55%)、山东(占25%)和河南(占10%)等地。公路煤炭贸易是公司近年来收入的主要来源。

在省内,晋能集团经营的除五大省属煤炭集团以外的其他地方煤矿的公路煤炭运量每年超过1亿吨,在省外,公司的资源采购基地和客户遍布内蒙古、陕西、甘肃、青海、宁夏等中国主要的产煤地,资源优势明显。经过30年的发展,公司贸易物流品牌已经形成,在资源整合、资源采购、煤炭销售、煤炭运输、资金筹集等方面有极大的优势,在通道占有、车辆整合、清洁能源通道建设等方面处于行业领先地位。

晋能集团在“十二五”末将基本建成以物联网技术应用为核心的物流信息平台;建成22个黄河沿线煤炭储配中心、省内煤炭储配中心和东部省界煤炭超市,实现吞吐能力1亿吨;自购和整合车辆达到30000辆,年运输能力达到2亿吨。

2014年11月,山西省人民政府下发《山

西省人民政府关于印发山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案的通知》,自2014年12月1日起,取消对公司及其市县分支机构、基层站点的行政授权或委托,停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能;取消公司监制的山西省公路煤炭运销省内用煤统一调运单、山西省公路煤炭运销省内电厂用煤统一调运单、外省公路煤炭入过境统一调运单;撤销公司在省内的煤炭公路检查点、稽查点。此次煤炭公路销售体制改革,理论上减少煤炭公路运销量1.3亿吨~1.5亿吨,年收入减少约700亿元。同时,煤炭公路销售体制改革涉及到公司转岗人员38000人,通知中规定对公司一线职工要做到不下岗、不减薪、不减收、不断保。

2014年12月18日,山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团改革重组补助资金的通知》(晋财企[2014]142号),由山西省财政预拨18亿元补充晋能集团转岗职工第一年过渡期(2014年12月1日~2015年11月30日)补助,实行财政直接支付,从而缓解公司承担社会责任的压力。资金使用采取按季度审批,按月拨付的方式。截至目前,2015年1月公司收到4.5亿元,2015年4月收到13.5亿元,共计18亿元。2015年2月公司支付工资社保补贴3亿元,2015年5月支付工资社保补贴1.5亿元。

2014年12月19日,山西省财政厅出具《山西省财政厅关于预拨晋能集团、山西焦煤集团国有资本金的通知》(晋财企[2014]141号),2014年由山西省财政预拨17亿元补充晋能集团资本金,此项资金列省级2014年“2200120矿产资源专项收入安排的支出”预算科目,经济科目列“304对企事业单位的补贴”,实行财政直接支付。2015年3月底,公司收到财政厅支付17亿元²,尚未使用。

² 公司于2015年3月31日收到省财政厅支付的国有资本金,账务处理没有体现在2015年一季报中。

铁路物流

在铁路煤炭贸易方面，铁路煤炭运输量由铁道部统一分配，从以往历史看，由于山西省铁路运力紧张，公司获取铁路运输计划量一般，与省内各大省属煤企相比不具备比较优势。山西省煤矿铁路煤炭发运站共计 530 个，其中，公司拥有 140 多个，主要分布在石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市，与山西省内其他煤炭运输企业相比，公司铁路煤运设施优势较为明显。公司铁路煤炭运输通过石太线、石德线、京九线、京浦线可以辐射京津塘等华北、华东、东北地区；通过太焦线、侯月线、南同蒲线可以运往华中、华西地区，并通过连云港、日照港、邳州港等港口下水运往华南地区。公司通过太原煤炭交易市场（公司子公司）将铁路运力计划上报铁路局，由铁路局统一调配运力，公司根据运力情况在各煤矿之间进行分配。

晋能集团在“十二五”末铁路物流发展规划包括发煤站点布局及通道建设规划。站点布局方面，各子公司经营管理的发煤站总数控制在 85 座，形成北部、中部、中南部、南部四条铁路煤炭物流运输通道，年发运能力达到 2.3 亿吨的铁路煤炭物流通道，新增铁路运力 1.18 亿吨/年。铁路通道建设方面：一是北部铁路煤炭物流通道：忻州、朔州、大同三市区域内的煤炭集运站及铁路专用线，年运能达 3500 万吨，新增铁路运力 2300 万吨/年；二是中部铁路煤炭物流通道：吕梁、太原、晋中、阳泉四市区域内的煤炭集运站及铁路专用线，年运能达 3000 万吨，新增铁路运力 1000 万吨/年；三是中南部铁路煤炭物流通道：忻州、吕梁、临汾、长治四市区域内的煤炭集运站及铁路专用线，年运能达 8000 万吨，新增铁路运力 7000 万吨/年；四是南部铁路煤炭物流通道：吕梁、晋中、临汾、运城、长治、晋城六市区域内的煤炭集运站及铁路专用线，年运能达 8500 万吨，新增铁路运力 1500 万吨/年。

联合资信关注到，公司利用统一合同优势，签订贸易合同，收取差价，具有一定行政强制属性。随着山西省资源整合的推进，省内其他整合主体（国有重点煤矿）煤炭资源整合工作逐步完成，且山西省 2014 年推进煤炭公路销售体制改革对公司煤炭贸易业务形成一定负面影响，通过公司公路渠道和铁路渠道的煤炭贸易总量长期来看将呈下降趋势，但考虑到政府对员工转岗等支持逐步到位，以及公司既有的庞大物流配送网络和配套基础设施，经营规模优势明显，对运销渠道的控制力较强，公司依托成熟的运销体系，仍有望保持较高的市场占有率。

3. 煤炭板块

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。近年随部分整合矿井的投产，该板块逐渐成为公司利润的重要来源。

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 127.37 亿吨，矿井 165 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、1/3 主焦煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。依托于庞大且完善的销售网络，公司煤炭产销协同效应有望进一步增强抗风险能力。

表 4 截至 2014 年底公司煤炭资源储备情况

	矿井数量 (座)	设计/核定产能 (万吨/年)	保有储量 (亿吨)
合计	165	13905	127.37

资料来源：公司提供

2012~2014 年，随着整合矿井改扩建的推进，公司原煤产能大幅增长，三年原煤产量分别为 5041 万吨、6027 万吨和 7031 万吨。但由于近年煤炭市场需求的疲软及价格低位运行的

情况下，截至2015年3月底公司煤炭产量为1171万吨，其产量较往年有所控制。另外，公司2012年~2014年煤炭生产收入分别为139.89亿元、131.79亿元和105.53亿元，煤炭生产毛利率分别为49.80%、38.64%和36.83%，公司煤炭生产的主营业务收入及毛利率均呈逐年递减态势。近期由于相关煤炭政策的出台及国家对房地产行业的政策放宽，煤炭市场需求显现回暖态势，煤炭价格降幅相应收窄。2015年1~3月，公司生产原煤1171万吨，煤炭生产板块实现收入22.91亿元，毛利率为41.20%，较2014年水平有所回升。

考虑到公司资源整合获取资源丰富，在建及规划煤炭产能大，随着在建矿井的陆续投产，公司煤炭生产业务运营实力有望持续增强。但受煤炭行业景气下行影响，公司自产煤炭销售价格持续下滑，煤炭产业板块收入呈逐年下滑趋势。

公司利用资源整合的契机，对原有矿井和新并购矿井进行技术改造提升矿井的综合机械化水平。近年来，公司综合机械化程度和掘进机械化程度持续上升，截至2014年底，以上两项指标分别为100%和98%。联合资信同时关注到，煤炭生产作为高危行业，面临透水、瓦斯爆炸等多重安全隐患，且公司整合矿井多，分散广，地质条件及生产环境多样，安全管理压力较大。

4. 电力板块

公司电力板块运营主体为山西国电集团，业务类型包括发电及售电。

发电业务

公司发电业务涉及火电、水电、风电及光伏发电。截至2015年3月底，公司运营的控股和参股电厂权益装机容量941.02万千瓦，其中，已投产控股装机容量379.58万千瓦，在建控股装机容量216.64万千瓦。

公司发电业务板块以火电为主。公司火电的经营主体为全资子公司山西阳光发电有限

责任公司（以下简称“阳光发电”）、晋能电力集团有限公司的控股子公司山西耀光煤电有限责任公司和晋能长治热电有限公司、山西国锦煤电有限公司。

表5 阳光发电经营指标

指 标	2012年	2013年	2014年	2015年 1~3月
发电量（亿千瓦时）	64.92	58.59	56.19	13.18
上网电量（亿千瓦时）	60.11	53.99	51.79	12.11
售电收入（亿元）	20.99	18.67	18.01	3.84

资料来源：公司提供

阳光发电2014年上网电量为51.79亿千瓦时，较2013年减少4.07%，主要原因是受经济下行影响，用电需求不足导致上网电量下降。2014年，阳光发电的平均上网电价为365.2元/千千瓦时，较2013年下降9.72%，上网电量以及平均上网电价的下降对公司发电业务收入有一定的侵蚀。阳光发电所发电量全部省内销售，电价高于山西省发电机组平均水平。

表6 阳光发电经济技术指标

指 标	2012年	2013年	2014年	15年 1~3月
平均上网电价 （元/千千瓦时） （含税）	408.6	404.5	365.2	365.2
发电设备平均利用 小时（时）	5409.9	4882	4531	1029
供电标准煤耗 （克/千瓦时）	336	335	334	300
综合厂用电率 （%）	6.57	7.14	7.83	8.1
等效可用系数 （%）	89.8	90.82	91.94	94.37

资料来源：公司提供

从机组运行来看，阳光发电大容量机组煤耗低、效率高，机组平均利用小时普遍高于山西省平均水平，但受电力需求减缓影响，近年机组运行小时数呈逐年下降趋势，2014年发电设备平均利用小时数为4531小时。

在巩固现有电源优势的前提下，公司未来将重点发展风电、光伏发电等新能源领域。

售电业务

公司售电收入大部分来自配电收入，所属的配电企业由山西地方电力有限公司（以下简称“地方电力”）统一管理。地方电力已于 2011 年 6 月并入通宝能源，为通宝能源的全资子公司。

表7 公司配电业务经营数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
配电量 (亿千瓦时)	65.12	71.62	68.46	17.42
平均售电价 (元/千千瓦时)	658	670.96	577.34	564.62
配电设施完成投资 (亿元)	4.89	5.98	8.11	1.11
变电站个数	101	110	115	115
线路长度 (公里)	13916	14233	15896	15896
变电总容 (万千伏安)	410	534	609	609

资料来源：公司提供

公司近三年配电量波动中有所增长，2014 年完成配电量 68.46 亿千瓦时，平均售电价格呈下降趋势，在煤炭价格下行、物流贸易业务盈利能力偏弱的情况下，配电业务成为公司重要的利润来源。

5. 燃气板块

公司燃气业务经营主体主要是山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）及通宝能源旗下子公司山西国兴煤层气输配有限公司（以下简称“国兴煤层气”）。山西燃气是山西国电集团控股子公司，主要进行燃气项目投资、建设和运营管理，产业涉及长输管网、城市燃气、加气站、煤层气液化，煤气制天然气等。2012 年公司燃气业务进入正常运营阶段，毛利率维持在 11.07% 左右；2013 年公司燃气板块实现收入 17.18 亿元，板块毛利率 11.06%；2014 年公司燃气板块实现收入 22.90 亿元，板块毛利率 12.93%。未来燃气板块将成为公司重点发展的新兴战略板块，公司

将在煤层气开发、燃气液化、管道输送、工业及城市燃气销售、LEG、CNG 加气站建设等方面形成完整产业链。

6. 新能源业务

在巩固现有电源优势的前提下，依托山西北部的风场及光照资源，公司重点在风电、光伏发电等新能源领域布局。

风电方面，截至 2014 年底，公司风电运营产能合计 28.5 万千瓦，预计 2015 年新投产 60 万千瓦。

光伏方面，截至 2014 年底，公司光伏发电运营产能 14.58 万千瓦，预计 2015 年新增 60 万千瓦产能投产。

2012~2014 年，公司新能源板块分别实现收入 0.77 亿元、0.61 亿元和 1.95 亿元，板块毛利率分别为 -12.99%、-39.34% 和 23.59%。总体上，新能源业务拓展了公司发电业务的电源来源，有助于提升整体抗风险能力。2015 年 1~3 月，该板块实现营业收入 1.03 亿元，毛利率 66.02%。2012-2013 年，公司新能源板块机组小、上网率不高、利用小时数少，自 2014 年开始，公司新能源板块上网率大幅提升，且当年天气条件较好，故当年毛利率提升较大。同时，风电及光伏上网电价、用电结构受行业政策影响大，公司相关板块尚处于培育阶段，盈利能力对政府补贴依赖程度大。

7. 多元产业板块

公司多元产业目前分为七个板块：贸易板块、房地产、装备产业、旅游酒店、有色金属、后勤服务和其它板块。其中，贸易板块、房地产和装备产业业务是近年多元产业的主要收入来源。截至 2014 年底，多元板块实现收入 460.87 亿元。其中，贸易板块、房地产、装备产业收入占整个多元产业 90% 以上。房地产板块实现较大盈利。

公司多元产业的经营主体主要包括山西煤炭运销集团港口贸易有限公司（以下简称

“港口公司”)、山西万景源房地产开发有限责任公司、山西晋能装备产业有限公司和山西金融租赁有限公司等企业。

总体上, 公司多元业务盈利能力一般, 2013 年焦炭集团划转后, 2014 年公司多元业务板块收入同比快速下降。

8. 经营效率

2012~2014 年, 公司销售债权周转次数波动上升、存货周转次数持续下降、总资产周转次数小幅下降, 上述指标三年平均值分别为 17.97 次、19.67 次和 1.13 次, 2014 年分别为 17.87 次、16.42 次和 0.95 次。受贸易类业务收

入占比较高影响, 公司各项指标表现较好, 整体运营效率较高。

9. 在建工程

公司在建工程主要集中在煤矿建设、电力、清洁能源等方面。2015 年, 公司计划投资项目 54 个, 概算总投资 545.01 亿元, 其中 2015 年计划投资 70.35 亿元, 按股比计划投资 55.45 亿元, 全年计划建成项目 29 个。其中, 续建项目 42 个, 按股比计划投资 52.92 亿元; 新建、前期及收购项目 12 个, 按股比计划投资 2.52 亿元。

表 8 公司 2015 年投资计划汇总表 (单位: 万元)

板块和产业分类		计划项目数量	计划建设规模	概算总投资	2014 年底已完成投资	2015 年投资计划		资金来源
						计划投资	股比投资	
煤炭板块	煤矿建设项目	20	2210 万吨	1486155	758431	285950	214950	自筹+贷款
	洗煤建设项目	5	1690 万吨	95982	33328	29170	18557	自筹+贷款
	小计	25		1582137	791759	315120	233507	
电力板块	发电项目	12	742 万千瓦	3240549	270578	250000	182670	自筹+贷款
	小计	12	742 万千瓦	3240549	270578	250000	182670	
清洁能源板块	风电项目	3	39.95 万千瓦	327264	10093	114250	114250	自筹+贷款
	光电项目	1	7 万千瓦	68956	14430	13750	13750	自筹+贷款
	收购项目 (风电)	1	20 万千瓦	182031	0	2000	2000	自筹+贷款
	小计	5	66.95 万千瓦	578251	24523	130000	130000	
单列计划	信息化建设项目	8		4641	274	3904	3904	自筹
	安全管理项目	2		170	0	170	170	自筹
	其他项目	2		44310	20431	4260	4260	自筹
	小计	12		49121	20705	8334	8334	
合计		54		5450058	1107565	703454	554511	

资料来源: 公司提供

煤炭板块方面

2015 年公司在建煤矿 20 座, 设计产能合计 2210 万吨, 概算总投资 148.62 亿元, 截至 2014 年底累计完成投资 75.84 亿元。2015 年公司计划投资 28.60 亿元。年投资计划完成后, 计划基建矿井转联合试运转矿井 11 座, 新增产能 930 吨。2015 年 1~3 月完成投资额 3.32 亿元。

2015 年公司在建洗煤厂 5 座, 设计入洗能力 1690 万吨, 概算总投资 9.60 亿元, 截至 2014

年底累计完成投资 3.33 亿元。2015 年公司计划投资 2.92 亿元。年投资计划完成后, 洗煤厂计划投产 3 座, 新增入洗能力 510 万吨/年。2015 年 1~3 月完成投资额 0.06 亿元。

电力板块

2014 年公司投资项目 12 个, 建设规模 742 万千瓦, 概算总投资 324.05 亿元, 截至 2014 年底累计完成投资 27.06 亿元。2015 年公司计划投资 25 亿元。年投资计划完成后, 发电项目

建成 2 项（汾阳国峰、文水国金 1 台机组），装机 95 万千瓦。2015 年 1~3 月完成投资额 7.41 亿元。

清洁能源板块

2015 年投资项目 5 个，其中风电项目 4 个，光伏发电项目 1 个。建设规模 66.95 万千瓦，概算总投资 57.83 亿元。截至 2014 年底累计完成 2.45 亿元。2015 年计划投资 13 亿元。年投资计划完成后，建成平鲁高家堰二期风电项目和阳高光伏项目，新增装机 27 万千瓦。2015 年 1~3 月完成投资额 7.60 亿元。

总体上，针对宏观经济增速减缓，煤炭、电力下需求不振，公司适度缩减了投资规模，目前投资支出主要集中在在建项目的续建方面，未来三年仍将维持每年 30~40 亿元的资本支出规模，考虑到目前公司盈利能力弱化，公司对外部筹资渠道依赖程度短期内可能上升。

10. 未来发展

公司将重点突出以“煤、电、气”为核心的板块优势，提升产业板块的核心竞争力。

煤炭板块，以“一井一面、用人少、系统简单、装备精良”为核心，建设现代化矿井。年内王家岭、三元中能、吕梁锦瑞等 15 个矿实现联合试运转，新增产能 1700 万吨/年。

电力板块，加快落实“1920”获批电厂建设项目，建设综合实力和竞争能力强的一流电厂。

燃气板块，强调气源、管线、加气站和市场的“三并重、三落实、三促进”，以工业用气、重型运输车辆用气为重点，扩大市场份额和市场话语权。

贸易物流板块，改造传统的煤炭经销产业，促进现有煤炭运销业务向供应链管理和现代服务业转型。

新能源板块，发展光伏、风力为主的新能源电厂，到“十二五”末，新能源装机容量达到 150 万千瓦，占到集团全部发电装机的 10%。

多元板块，合并整合原煤销集团和山西国

电集团下属多元产业，实现多元产业聚集发展。

整体看，公司重组煤销集团及山西国电集团之后，对煤销集团及山西国电集团原有业务板块进行重新梳理，并确立了煤炭、电力、燃气、贸易物流、新能源及多元产业六大板块，板块重组有助于增强各板块的业务规模优势，重组后各板块的协同效应还有待进一步检验。

虽然 2013 年和 2014 年公司主动缩减了投资规模，但在建项目续建投资支出仍将维持较高水平，考虑到公司近年经营活动净现金流持续流出，且盈利能力持续弱化，公司短期内仍需通过对外债务融资以满足投资需求，公司债务负担仍将保持较高水平。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司将煤销集团和山西国电集团报表汇总并抵销内部交易往来后，编制了公司 2011~2012 年模拟财务报表（以下简称“模拟报表”）。依据相关会计准则，山西中盛审计事务所对公司 2011 年度模拟报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见；山西晋明会计师事务所有限公司对公司 2012 年度模拟报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2013 年和 2014 年审计报告经利安达会计师事务所（有限公司）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 2225.74 亿元，所有者权益 519.15 亿元（其中少数股东权益 142.74 亿元）；2014 年公司实现营业收入 1929.63 亿元，利润总额 6.61 亿元。

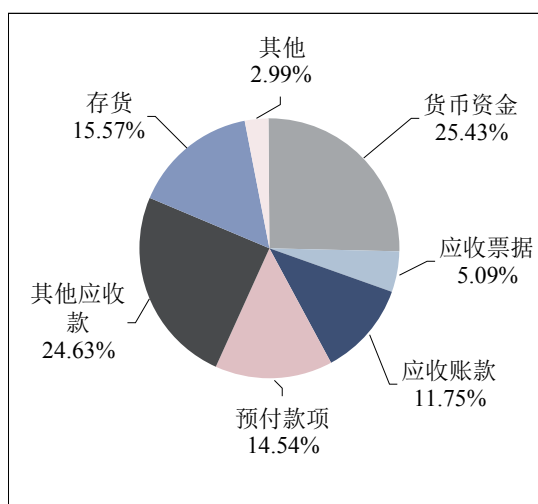
截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 2274.61 亿元，所有者权益 518.80 亿元（其中少数股东权益 143.49 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 170.41 亿元，利润总额 0.90 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率 16.35%。截至 2014 年底，公司资产总额 2225.74 亿元，同比增长 21.29%，其中，流动资产占 31.84%，非流动资产占比 68.16%，公司资产以非流动资产为主。

2012~2014 年公司流动资产年均复合减少 3.85%，主要是货币资金和预付款项减少所致。截至 2014 年底，公司流动资产 708.77 亿元，主要由货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款和存货构成。

图3 公司2014年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金规模有所下降，年均复合下降 10.38%。截至 2014 年底，公司货币资金 180.25 亿元，其中现金及银行存款占比 87.99%，其他货币资金占比 12.01%。

2012~2014 年，公司应收票据年均复合下降 4.11%，截至 2014 年底，公司应收票据合计 36.10 亿元，以银行承兑汇票为主，规模较 2014 年减少 2.42%，主要是由于公司减少了银行承兑汇票结算比例。

2012~2014 年，公司应收账款波动幅度较大。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 98.37 亿元。公司应收账款中 97.39 亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 48.15%，1~2 年的占比 26.74%，公司应收账款综合账龄较

短。公司计提坏账准备 15.12 亿元，计提比例为 15.37%，计提较为充分。

2012~2014 年，公司预付款项年均复合下降 18.37%，截至 2014 年底为 103.02 亿元。公司煤炭物流业务对上游煤矿一般采用预付方式采购原煤，公司预付款项始终保持较大规模。2014 年受煤炭价格下行影响，公司对上游煤矿企业议价能力增强，预付款项规模有所下降。

2012~2014 年，公司其他应收款波动幅度较大。截至 2014 年底，公司其他应收款期末账面余额为 194.88 亿元；其中采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款 0.86 亿元，其他应收款中 194.02 亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 75.42%；2014 年公司其他应收款共计提坏账准备为 20.93 亿元，计提比例 10.74%，坏账计提较为充分。2013 年其他应收款下降的主要原因是公司过往支付的部分煤炭资源整合款因收购合同未完善暂挂其他应收款，随着相关手续证照的办理完成，该款项相应下降，无形资产相应上升；2014 年其他应收款上升的主要原因是集团部分整合矿井仍未纳入合并报表，此类矿井的工程款、资源价款及并购款由集团各市公司直接支付，视同借款方式，并未形成实质性投资，因此计入其他应收款。

2012~2014 年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为 16.19%。截至 2014 年底，公司存货余额 110.39 亿元，主要由原材料、库存商品和自制半成品及在产品构成，考虑到公司原煤贸易合同价格为固定价格，公司存货跌价风险较低。2012~2014 年公司存货规模持续快速增长，主要原因是①公司煤炭板块中晋中南、晋东南铁路煤炭销售有限公司业务逐步归 11 个市级子公司管理，导致结算延迟，收入未及时确认；②2012 年公司为了适应贸易量快速增长，加大了煤炭物流配送业务建设力度，煤储规模大幅增长，带动公司存货水平快速上升。

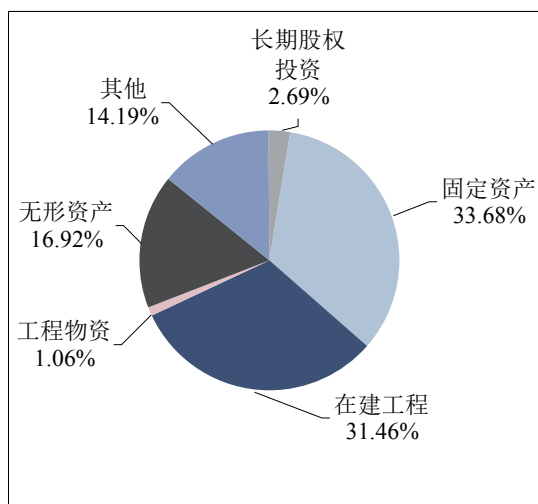
截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动资产 10.58 元，主要是电力板块一年内到期的长

期应收款。

2012~2014 年公司非流动资产快速增长，年均复合增长 31.47%，主要是固定资产、在建工程和无形资产的增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 1516.97 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中有所下降，年均复合下降 28.21%，截至 2014 年底，公司长期股权投资 40.77 亿元，主要是对山西能投国际物流张台有限公司、山西沁东能源有限公司、国电榆次电热有限公司、山西平定古州统一煤业有限公司、浙江浙能镇海发电有限公司、浙江浙能嘉兴发电有限责任公司、北京京能热电股份有限公司、山西漳泽电力股份有限公司、华能左权煤电有限公司和对地方发电、供电以及煤炭企业的投资。

图 4 公司 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长率为 23.60%。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 738.74 亿元，累计折旧合计 226.63 亿元，占固定资产账面价值 30.68%，固定资产减值准备 1.24 亿元，固定资产账面价值为 510.87 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长率为 58.69%。截至 2014 年底，公司在建工程 477.30 亿元，同比增长 41.99%，主

要原因是公司增加对在建工程项目投入所致。公司在煤炭资源整合过程中加大了对矿建工程、洗选煤厂建设力度，同时加大了对公司运销板块煤站改建的投资，在建工程规模相应大幅增长，主要包括对王家岭煤矿及选煤厂、矿井基建项目增加投资等。

2012~2014 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长率为 16.21%。截至 2014 年底，公司无形资产 256.71 亿元，同比增长 11.69%，主要得益于采矿权和土地使用权的增加。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产为 2274.61 亿元，较 2014 年底增长 2.20%，其中流动资产占 32.39%，非流动资产占 67.61%，资产构成与 2014 年底基本持平。

总体看，随着煤炭贸易规模及煤炭产量的增加，公司资产规模稳步增长；公司流动资产以货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款和存货为主，随着煤炭资源整合相关手续的完成，其他应收款相应下降，资产质量得以改善；但公司原煤采购预付款项规模较大，造成一定资金占用。公司资产以非流动资产为主，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年公司所有者权益呈稳步上升趋势，年均复合增长 3.61%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 519.15 亿元（含少数股东权益 142.74 亿元）；公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占 95.64%）、其他综合收益（占 8.99%）、盈余公积（占 0.33%）、专项储备（占 5.34%）和未分配利润（占 -10.30%）构成。公司 2014 年末未分配利润较 2013 年下降 138.35 亿元，主要原因是未分配利润弥补因增资导致的资本公积不足。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 518.80 亿元，较 2014 年底基本持平。

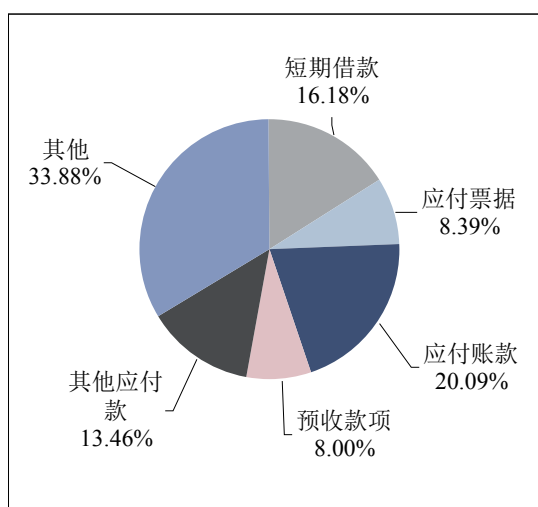
负债

2012~2014 年，在投资项目资金需求的推

动下，公司整体负债规模扩张，年均复合增长21.26%，公司负债增长主要来自于长期借款和应付债券的增长。截至2014年底，公司负债总额为1706.59亿元，其中流动负债占55.15%，非流动负债占44.85%。截至2015年3月底，公司负债规模为1755.81亿元，较2014年底增长2.88%。

2012~2014年公司流动负债波动性增长，年均复合增长26.21%，主要来自一年内到期的非流动负债以及其他应付款的增长。

图5 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司短期借款规模波动中有所下降，年均复合下降14.96%。截至2014年底为123.83亿元，同比减少1.34%。2012~2014年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长22.13%。公司应付账款2012年至2014年金额较大，主要原因是随着生产规模的快速扩张，集团公司及下属子公司的应付工程款、设备款、材料款等较多，导致公司应付账款较大。另外，公司2014年应付账款增长迅速，主要由于账龄在1年以内的应付账款增长迅速所致。截至2014年底，公司应付账款为153.81亿元，同比增长136.48%。

2012~2014年，公司预收款项波动性下降，年均复合减少18.86%。截至2014年底，公司预收款项61.24亿元，同比增长45.39%，主要是煤

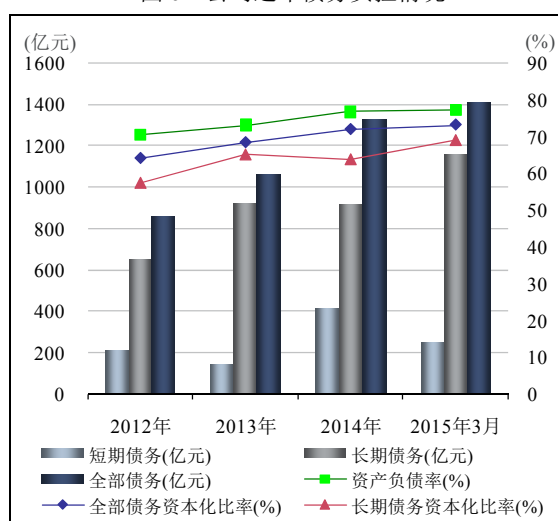
炭客户预付定金。

2012~2014年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增加91.92%。截至2014年底，公司其他应付款103.01亿元，同比增长63.60%。主要是煤炭资源整合中未付的资源价款和采矿权价款。

2012~2014年，公司非流动负债年复合增长17.63%。截至2014年底，公司非流动负债941.13亿元，较2013年底下降4.97%，主要源自煤炭和电力资源整合投资带动的银行长期借款和发行债券规模的增长。截至2014年底，公司非流动负债主要由长期借款（占57.10%）和应付债券（占30.01%），由“10晋煤运MTN2”10亿元、“11晋煤运MTN1”20亿元、“11晋煤运MTN2”30亿元、“12晋煤运债”25亿元、“13晋煤运债”25亿元、“12晋煤运PPN003”20亿元、“12晋煤运PPN004”20亿元、“12晋国电MTN1”5亿元、“12晋国电债”20亿元、“13晋煤运PPN001”20亿元、“14晋煤运PPN001”30亿元以及“14晋煤运PPN002”10亿元构成。

2012~2014年，公司长期应付款不断增长，年均复合增加108.63%。截至2014年底，公司长期应付款为93.77亿元，主要系融资租赁款和采矿权资源价款的增加所致。

图6 公司近年债务负担情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，由于煤炭和电力资源整合

所需资本支出规模庞大，公司加大了筹资力度，债务规模相应快速增长。2012~2014年公司全部债务规模年均复合增长22.84%，2014年底合计1296.94亿元，其中，长期债务占全部债务比例为68.21%，与公司长期投资规划匹配度较好。2015年3月底，公司债务规模较2014年底略有上升，为1379.82亿元，其中长期债务占81.81%，短期债务占18.19%。总体看，公司债务结构较合理。

近年公司债务负担随着债务规模的快速增长而有所上升。2012~2014年公司资产负债率、和全部债务资本化比率呈现逐年上升趋势，三年均值分别为74.40%和69.16%，2014年底分别为76.68%和71.41%；长期债务资本化比率近三年均值及2014年分别为62.70%和63.01%。2015年3月底，此三项指标分别为77.19%、72.67%和68.51%，均较2014年底有所上升，公司债务负担有所上升。

总体看，为满足煤炭和电力资源整合及在建工程投资支出需要，公司长期负债快速增长，推动公司负债规模快速上升，债务负担偏重，但现有债务结构与公司未来投资计划匹配程度较好。未来一段时间公司将维持一定的投资支出，债务规模预计呈上升趋势。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入波动性下降，年均复合下降 1.23%；利润总额呈不断下降趋势，年均复合下降 61.35%。2013 年受煤炭行业景气下行影响，虽然营业收入同比增长 15.26%，但利润总额仍然大幅下降；2014 年公司营业收入 1929.63 亿元，较同期有较为明显的减少，主要是由于公司在煤炭行业方面价格持续下滑且公司下游客户的需求大量缩减所致；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 170.41 亿元，仅占 2014 年全年的 8.83%，主要是受公路销售体制改革影响导致煤炭贸易物流板块收入大幅下降所致。

目前公司煤炭运销仍是公司收入的主要构

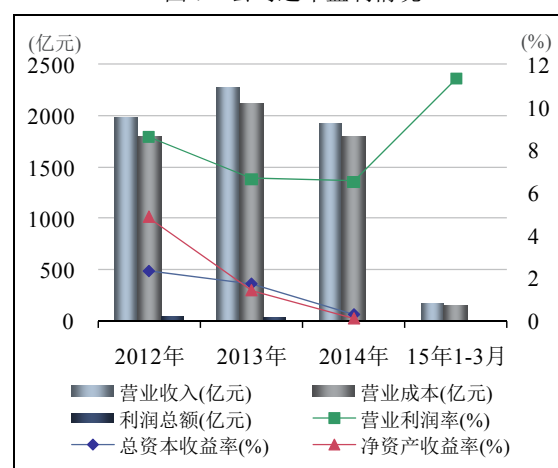
成，其相对较弱的盈利状况，一定程度影响了公司盈利指标，近三年，公司营业利润率均值为 6.98%，2014 为 6.53%。2015 年 1~3 月，由于贸易物流业务受公路体制改革影响大幅缩减影响，公司营业利润率上升至 11.31%。

2012~2014 年公司期间费用率分别为 6.43%、6.01%和 7.29%，2014 年，公司财务费用较上年增长 14.37%，但管理费用较上年下降 2.81%。2014 年，公司期间费用合计 140.59 亿元，期间费用率为 7.29%，较 2013 年增加 1.28 个百分点，费用控制能力总体上保持较好水平。

2012~2014 年公司投资收益呈增长趋势，年均复合增长 38.63%，分别为 7.89 亿元，11.41 亿元和 15.17 亿元，主要是由于长期股权投资收益增长所致。

2012~2014 年，受煤炭行业景气下行影响，煤炭物流业务利润空间收窄，公司利润总额不断下滑，分别为 44.23 亿元、22.76 亿元和 6.61 亿元；2015 年 1~3 月，受煤炭价格继续下行对煤炭相关产业的不利影响及财务费用大幅增加所致，公司仅实现利润总额 0.90 亿元。2012~2014 年，总资本收益率和净资产收益率均逐年下滑，2014 年分别为 0.28%和 0.09%，低于近三年均值 1.11%和 1.44%。

图 7 公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

综合来看，公司营业收入波动性下降；期间费用控制能力较好。公司贸易物流业务盈利

指标处于贸易行业前列，但受行业特性影响，该板块整体盈利水平偏弱。近年受煤炭价格下行影响，公司自产煤炭业务盈利能力快速下滑，投资收益及营业外收入对公司利润总额的贡献程度逐年上升。公司整体盈利较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长2.23%。2014年公司经营活动产生的现金流入量为2422.77亿元，较上年增长13.37%，其中收到其他与经营活动相关的现金为875.01亿元，主要为公司煤炭业务往来款及保证金。2012~2014年公司现金收入比呈波动增长趋势，三年均值分别为79.26%，2014年为80.11%，公司部分煤炭贸易业务以票据结算并通过票据背书支付上游货款，导致公司现金收入比指标偏低。公司经营活动净现金流主要受收到及支付其他与经营活动有关现金影响，公司将前期支付的资源整合款计入支付其他与经营活动有关的现金，导致2012年和2013年经营活动现金流呈现净流出。2014年由于公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增加以及购买商品、接受劳务收到的现金同比减少使得2014年经营活动现金净流量同比大幅增加。2012~2014年经营活动产生的现金流量净额分别为-20.32亿元、-27.64亿元和88.96亿元。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流入量呈波动上升趋势，复合增长率为25.69%；投资活动现金流出规模较大，随着煤炭矿井改扩建和电力项目推进，公司投资支付的现金大幅增长；支付其他与投资活动有关的现金主要系部分煤矿收购款因收购协议不完善暂计入该科目。近三年公司投资活动产生的现金流量均为净流出，分别为-231.14亿元、-112.67亿元和-158.34亿元。

2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-251.46亿元、-140.31亿元和-69.38亿元，公司外部筹资需求有所下降。

2012~2014年，公司筹资活动现金流入规模不断下降，分别为613.73亿元、525.18亿元和321.57亿元，主要由取得借款收到的现金构成。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额分别为239.52亿元、140.01亿元和30.27亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流入量为295.56亿元，流出量为257.53亿元，流量净额为38.03亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-20.95亿元；筹资活动产生的现金流量净额为34.37亿元。

整体看，公司经营活动获现能力正常。对外投资需求保持较大规模，对外部融资存在较强的依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年公司流动比率、速动比率一直保持良好水平，三年平均值分别为133.18%和113.87%，2014年底公司两项指标分别为92.59%和78.17%。2015年3月底，两项指标分别为129.21%和108.84%。近三年，公司经营现金流动负债比均值为2.61%，2014年为11.62%。整体看，公司短期偿债能力较强，同时，在公司流动资产中，货币资金占比较高，公司较强的流动性为短期偿债能力提供较好的保障。

从长期偿债指标看，2012~2014年，受盈利能力下滑影响，公司EBITDA逐年下降，分别为108.29亿元、92.28亿元和87.58亿元。EBITDA利息保护倍数分别为2.69倍、1.70倍和1.27倍；全部债务/EBITDA保护倍数三年分别为7.93倍、11.81倍和14.80倍，公司长期偿债能力指标随有息债务增长及盈利能力下滑有所弱化。考虑到公司突出的运营规模优势，公司整体偿债能力适宜。

截至2015年3月底，公司对外担保余额合计11.62亿元，担保比率为2.24%。担保对象主要为山西华光发电有限责任公司（8.39亿元）、山西兆光发电有限公司（1.65亿元）、山西张台

地方铁路投资建设有限公司（1.00 亿元）和山西崇安能源发展有限公司（0.58 亿元）等，目前被担保方经营情况正常。总体上，公司对外担保或有负债风险较小。

公司银行授信主要来自煤销集团和山西国电集团的银行授信。截至 2015 年 3 月底，煤销集团共获各银行授信额度 1660.00 亿元，尚未使用额度 1061.77 亿元；截至 2015 年 3 月底，山西国电集团共获得银行授信额度 462.71 亿元，尚未使用额度为 266.46 亿元。整体看，公司间接融资渠道畅通。

山西国电集团下属通宝能源为上市公司，具备资本市场直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

公司成立时间较短，过往债务率约情况主要来自于煤销集团和山西国电集团，根据煤销集团的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014010600815890S），截至 2015 年 5 月 26 日，煤销集团有一笔已结清关注类贷款³和一笔关注类票据贴现⁴，及一笔关注类未结清贷款⁵。根据煤山西国电集团的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1014010700128070E），截至 2015 年 5 月 27 日，山西国电集团有一笔欠息 169.16 万元，为公司下属子公司山西大同热电有限责任公司在中国建设银行大同一电厂支行的贷款利息，为公司历史收购山西大同热电有限责任公司时产生的历史遗留问题；已结清贷款中有一笔关注类贷款，金额为 1000 万元，公司解释为农业银行农城网改造项目贷款，因双方协商将原还款方式由分笔按季还款调整为打包按年还款，

公司依照新还款方式还款，银行未认定为逾期，但信贷管理系统未相应调整，显示为关注；对外担保中所担保主业务余额中有 4.28 亿元为关注类，系被担保人山西兆光发电有限责任公司因其财务报表累计亏损严重，贷款银行将其贷款分类下调为关注，担保随之下调分类。

8. 抗风险能力

公司合并重组煤销集团和山西国电集团，获得政府支持力度大。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很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 35 亿元，占 2015 年 3 月底公司长期债务及全部债务余额比例分别为 3.10%和 2.54%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.19%、72.67%和 68.51%，以该期数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司上述债务指标将分别上升至 77.54%、73.17%和 69.17%，公司债务负担将略有上升，考虑到公司本期中期票据募集资金将部分用于置换银行借款，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 108.29 亿元、92.28 亿元和 87.58 亿元，分别为本期中期票据的 3.09 倍、2.64 倍和 2.50 倍。同期，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 62.72 倍、61.06 倍和 69.22 倍；2014 年公司经营活动现金净流量对本期中期票据的保障倍数为 2.54 倍。

³ 根据中国农业银行壶关县支行 2015 年 5 月 8 日提供的说明，山西煤炭运销集团长治有限公司于 2013 年 9 月在该行办理三年期 3 亿元贷款，现贷款余额为 2.40 亿元；由于该公司财务人员工作疏忽，利息计算有误，导致 2015 年 4 月 21 日结息日账面余额不足，未能足额扣息；该公司于 2015 年 4 月 23 日接到该行通知后迅速予以补足结清，非该公司恶意欠息。

⁴ 因时间久远，公司未能提供说明。

⁵ 根据中国农业银行太原高新技术开发区支行提供的说明，2015 年 3 月 31 日，煤销集团一笔金额为 5 亿元（现余额 4.96 亿元）3 年期的贷款应分期还款 100 万元，由于系统设置有误未按时进行扣收，导致该笔贷款有正常级降为关注级，非企业原因造成。

总体上，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。性极高。

十一、结论

煤炭及电力行业是国民经济中重要的基础能源行业，其行业地位突出，长期发展前景向好。大型煤炭及电力企业的规模化运营是业内企业的发展趋势。

公司是由山西煤销集团和山西国电集团重组成立的特大型综合能源企业，在煤炭运销及火力发电领域均具备突出的规模优势。公司对两大集团的重组强化了山西省内煤炭与下游火电行业运销衔接，具备产业链规模化运营优势。

联合资信同时关注到，公司成立时间较短，内部业务架构、组织体系及管理制度有待持续完善，重组成效有待进一步检验；2015 年 5 月，公司原总经理曹耀丰、原董事长刘建中相继被开除党籍和公职，公司存在一定的高管变动风险；同时，资本支出和安全管理压力大、债务负担偏重等因素也给公司信用基本面造成一定负面影响。

未来随着自有煤炭产能的逐步释放、发电和燃气管道领域项目陆续完工投产以及公司内部业务板块的对接优化，公司煤电运一体化运营优势有望显现，进而巩固其行业领先地位。

公司资产以非流动资产为主，整体资产质量较好，但所有权益结构稳定性一般；公司债务负担偏重，但现有债务结构较为合理，与公司未来投资计划匹配程度较好；公司营业收入逐年增长，但受煤炭行业景气下行影响，公司整体盈利能力有所减弱；公司在建项目投资规模大，对外部融资渠道存在一定依赖性，整体偿债能力保持适宜水平。

公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

基于公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全

附件 1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构

序号	股东名称	出资金额（万元）	出资方式	股权比例%
1	山西省国有资产监督管理委员会	2306020	货币/资本公积转增	64.0561%
2	晋城市国资委	317617	货币/资本公积转增	8.8227%
3	长治市国资委	245743	货币/资本公积转增	6.8262%
4	阳泉市国资委	214297	货币/资本公积转增	5.9527%
5	大同市国资委	132649	货币/资本公积转增	3.6847%
6	太原市国资委	91162	货币/资本公积转增	2.5323%
7	晋中市国资委	76630	货币/资本公积转增	2.1286%
8	临汾市国资委	71344	货币/资本公积转增	1.9818%
9	吕梁市国资委	56548	货币/资本公积转增	1.5708%
10	朔州市国资委	31708	货币/资本公积转增	0.8808%
11	忻州市国资委	28537	货币/资本公积转增	0.7927%
12	运城市国资委	27745	货币/资本公积转增	0.7707%
合计		3600000		100%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	263.91	263.93	216.35	261.34
资产总额(亿元)	1644.25	1835.09	2225.74	2274.61
所有者权益(亿元)	483.56	492.72	519.15	518.80
短期债务(亿元)	211.01	141.82	412.16	251.02
长期债务(亿元)	648.22	948.00	884.48	1128.80
全部债务(亿元)	859.23	1089.82	1296.64	1379.82
营业收入(亿元)	1978.02	2280.18	1929.63	170.41
利润总额(亿元)	44.23	22.76	6.61	0.90
EBITDA(亿元)	108.29	92.28	87.58	--
经营性净现金流(亿元)	-20.32	-27.64	88.96	38.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.06	20.74	17.87	--
存货周转次数(次)	23.84	22.30	16.42	--
总资产周转次数(次)	1.32	1.31	0.95	--
现金收入比(%)	74.77	80.85	80.11	70.98
营业利润率(%)	8.60	6.64	6.53	11.31
总资本收益率(%)	2.32	1.69	0.28	--
净资产收益率(%)	4.85	1.41	0.09	--
长期债务资本化比率(%)	57.27	65.80	63.01	68.51
全部债务资本化比率(%)	63.99	68.87	71.41	72.67
资产负债率(%)	70.59	73.15	76.68	77.19
流动比率(%)	159.54	183.26	92.59	129.21
速动比率(%)	145.18	152.50	78.17	108.84
经营现金流动负债比(%)	-4.23	-7.85	11.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	1.70	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.93	11.81	14.80	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	62.72	61.06	69.22	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.27	-0.58	-0.79	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.09	2.64	2.50	--

注：2012 年财务数据为经审计追溯调整模拟财务报表；2015 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 晋能集团有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

晋能集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。晋能集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，晋能集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注晋能集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现晋能集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如晋能集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送晋能集团有限公司、主管部门、交易机构等。

