信用等级公告

联合〔2019〕2130号

联合资信评估有限公司通过对晋能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，确定维持晋能集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“15晋能MTN001”“15晋能MTN002”“15晋能MTN003”“16晋能MTN001”“16晋能MTN002”“16晋能MTN003”“17晋能MTN001”“17晋能MTN002”“17晋能MTN003”“17晋能MTN004”“17晋能MTN005”“17晋能MTN006”“17晋能MTN007”“18晋能MTN001”“18晋能MTN002”“18晋能MTN003”“18晋能MTN004”“18晋能MTN005”“18晋能MTN006”“18晋能MTN007”“19晋能MTN001”的信用等级为AAA，“18晋能CP001”“18晋能CP002”“19晋能CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
http://www.lhratings.com

晋能集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

名　称	余　额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
15 晋能 MTN001	35 亿元	2020/8/14	AAA	AAA
15 晋能 MTN002	15 亿元	2020/8/25	AAA	AAA
*15 晋能 MTN003	25 亿元	2020/9/29	AAA	AAA
*16 晋能 MTN001	5 亿元	2021/1/26	AAA	AAA
*16 晋能 MTN002	10 亿元	2021/9/29	AAA	AAA
*16 晋能 MTN003	10 亿元	2021/11/3	AAA	AAA
17 晋能 MTN001	20 亿元	2020/4/18	AAA	AAA
17 晋能 MTN002	10 亿元	2020/6/12	AAA	AAA
17 晋能 MTN003	10 亿元	2020/7/14	AAA	AAA
17 晋能 MTN004	15 亿元	2020/8/4	AAA	AAA
17 晋能 MTN005	20 亿元	2020/11/2	AAA	AAA
17 晋能 MTN006	20 亿元	2020/11/17	AAA	AAA
17 晋能 MTN007	5 亿元	2020/11/30	AAA	AAA
18 晋能 MTN001	15 亿元	2021/2/2	AAA	AAA
18 晋能 MTN002	15 亿元	2023/3/15	AAA	AAA
18 晋能 MTN003	15 亿元	2021/3/26	AAA	AAA
*18 晋能 MTN004	10 亿元	2021/4/19	AAA	AAA
*18 晋能 MTN005	10 亿元	2021/4/26	AAA	AAA
*18 晋能 MTN006	10 亿元	2021/6/11	AAA	AAA
*18 晋能 MTN007	10 亿元	2021/7/30	AAA	AAA
*19 晋能 MTN001	5 亿元	2022/1/11	AAA	AAA
18 晋能 CP001	20 亿元	2019/9/27	A-1	A-1
18 晋能 CP002	10 亿元	2019/11/21	A-1	A-1
19 晋能 CP001	10 亿元	2020/1/14	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）的跟踪评级反映了公司在煤炭资源禀赋、区域电力市场地位、政策支持、运销体系、煤电一体化等方面具有综合优势，跟踪期内公司在产矿井产能增加、盈利水平明显增长、经营活动现金流情况表现良好。同时，联合资信关注到煤炭行业周期性较强、投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润总额影响较大、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。

未来，随着自有煤炭产能释放、发电领域项目的建成投产，以及清洁能源等新兴产业规模逐渐扩大，公司综合竞争力有望提升，进而巩固其行业地位。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“15 晋能 MTN001”“15 晋能 MTN002”“15 晋能 MTN003”“16 晋能 MTN001”“16 晋能 MTN002”“16 晋能 MTN003”“17 晋能 MTN001”“17 晋能 MTN002”“17 晋能 MTN003”“17 晋能 MTN004”“17 晋能 MTN005”“17 晋能 MTN006”“17 晋能 MTN007”“18 晋能 MTN001”“18 晋能 MTN002”“18 晋能 MTN003”“18 晋能 MTN004”“18 晋能 MTN005”“18 晋能 MTN006”“18 晋能 MTN007”“19 晋能 MTN001”的信用等级为 AAA，“18 晋能 CP001”“18 晋能 CP002”“19 晋能 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	247.34	296.32	261.21	235.58
资产总额(亿元)	2488.48	2621.11	2686.67	2694.61
所有者权益合计(亿元)	536.22	552.68	607.82	621.57
短期债务(亿元)	595.12	665.59	550.29	530.85
长期债务(亿元)	977.82	1038.34	1167.89	1196.90
全部债务(亿元)	1572.94	1703.93	1718.18	1727.75
营业收入(亿元)	710.14	1029.18	1036.56	253.10
利润总额 (亿元)	2.62	16.51	35.46	10.14
EBITDA(亿元)	79.41	150.60	168.40	--
经营性净现金流(亿元)	32.23	58.97	100.17	17.00
营业利润率(%)	11.22	11.97	14.96	14.41
净资产收益率(%)	-0.73	1.32	3.03	--
资产负债率(%)	78.45	78.91	77.38	76.93
全部债务资本化比率(%)	76.37	77.21	76.83	76.46
流动比率(%)	72.24	66.59	62.13	61.71
经营现金流动负债比(%)	3.27	5.65	10.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.96	1.53	1.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.81	11.31	10.20	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.公司发行的永续中票和长期应付款的有息部分计入长期债务

分析师：张 博　王宇飞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. 跟踪期内，公司对煤炭矿井进行整合，在产矿井产能增加；同时煤炭价格保持增长，公司盈利规模明显增长。
2. 公司煤炭运销网络覆盖山西全省，运销能力突出。跟踪期内，公司进一步深化贸易体制改革，不断压减低效的贸易业务，同时受益于煤价上涨，贸易业务毛利率有所提高。
3. 公司在建火电装机规模大，同时积极发展风电、光伏发电等清洁能源项目，跟踪期内，风力、光伏发电量增加，同时光伏电池组件产能有所释放。
4. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

关注

1. 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，存在一定安全生产管理压力。因安全生产事故停产的吕鑫煤业于 2019 年 4 月底恢复生产，联合资信将持续关注其状况。
2. 公司投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润总额影响较大。
3. 跟踪期内，公司资本支出规模较大，债务负担仍偏重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由晋能集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

晋能集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于晋能集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2019 年 3 月底，公司注册资本为 360.00 亿元。山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”）持有公司 64.06%股权，公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

公司合并重组煤销集团和山西国电集团，对煤销集团及山西国电集团存续业务进行优化重组，形成煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块。

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

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2686.67 亿元，所有者权益 607.82 亿元（含少数股东权益 162.45 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1036.56 亿元，利润总额 35.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2694.61 亿元，所有者权益 621.57 亿元（含少数股东权益 166.73 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 253.10 亿元，利润总额 10.14 亿元。

公司注册地址：山西省太原市开化寺街 86 号 5 层；法定代表人：李国彪。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续债券本金合计 330 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。

表 1　截至报告出具日由联合资信评定的存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日	募集资金用途	还本付息方式
15 晋能 MTN001	35	35	2015/8/14	2020/8/14	偿还银行贷款、补充流动资金	按年付息，到期一次还本
15 晋能 MTN002	15	15	2015/8/25	2020/8/25	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本
*15 晋能 MTN003	25	25	2015/9/29	2020/9/29	偿还银行贷款	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*16 晋能 MTN001	5	5	2016/1/26	2021/1/26	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本赎。回前长期存续，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*16 晋能 MTN002	10	10	2016/9/29	2021/9/29	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*16 晋能 MTN003	10	10	2016/11/3	2021/11/3	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
17 晋能 MTN001	20	20	2017/4/18	2020/4/18	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本
17 晋能 MTN002	10	10	2017/6/12	2020/6/12	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本
17 晋能 MTN003	10	10	2017/7/14	2020/7/14	偿还银行借款	按年付息，到期一次还本
17 晋能 MTN004	15	15	2017/8/4	2020/8/4	偿还有息债务	按年付息，到期一次还本

17 晋能 MTN005	20	20	2017/11/2	2020/11/2	偿还到期债务	按年付息，到期一次还本
17 晋能 MTN006	20	20	2017/11/17	2020/11/17	偿还到期债务	按年付息，到期一次还本
17 晋能 MTN007	5	5	2017/11/30	2020/11/30	用于晋能方山光伏扶贫 35MWp 发电项目和偿还有息负债	按年付息，到期一次还本
18 晋能 MTN001	15	15	2018/2/2	2021/2/2	偿还到期债券	按年付息，到期一次还本
18 晋能 MTN002	15	15	2018/3/15	2023/3/15	偿还到期债务	按年付息，到期一次还本。公司有权决定在第 3 年末调整本期中期票据后 2 年的票面利率，期限为 3+2 年
18 晋能 MTN003	15	15	2018/3/26	2021/3/26	偿还有息债务	按年付息，到期一次还本
*18 晋能 MTN004	10	10	2018/4/19	2021/4/19	偿还有息债务	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*18 晋能 MTN005	10	10	2018/4/26	2021/4/26	偿还有息债务	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*18 晋能 MTN006	10	10	2018/6/11	2021/6/11	偿还有息债务	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*18 晋能 MTN007	10	10	2018/7/30	2021/7/30	偿还有息负债	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
*19 晋能 MTN001	5	5	2019/1/11	2022/1/11	偿还债务融资工具	按年付息，到期一次还本。赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据
18 晋能 CP001	20	20	2018/9/27	2019/9/27	偿还债务融资工具和银行借款	到期一次还本付息
18 晋能 CP002	10	10	2018/11/21	2019/11/21	偿还有息负债	到期一次还本付息
19 晋能 CP001	10	10	2019/1/14	2020/1/14	偿还债务融资工具	到期一次还本付息
合计	**330**	**330**			--	--

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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。

稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继

续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分

布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

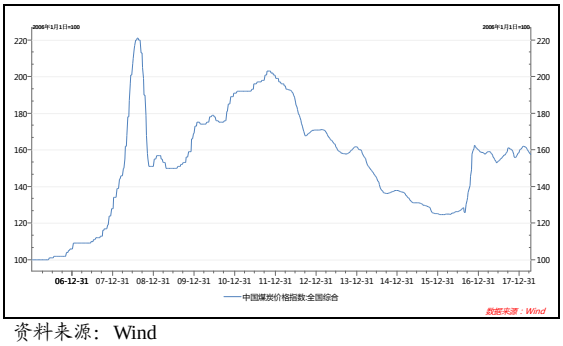
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局公布的 2015 年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

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。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“黄金十年”， 并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格步入深度调整阶段。

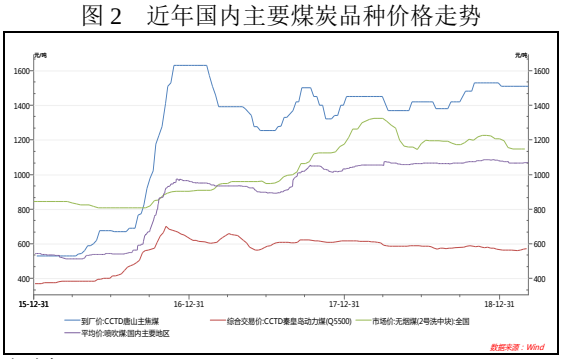
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自2013年以来，煤炭价格持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至历史低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年—2018年采暖季，由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

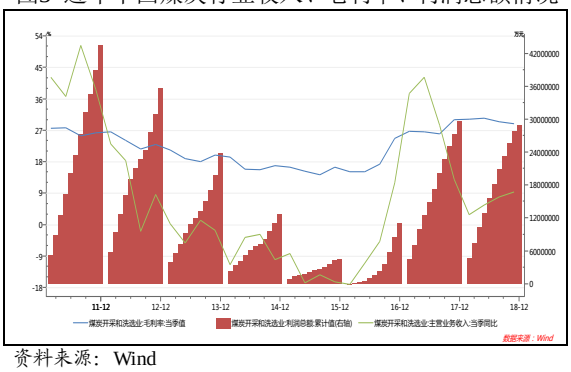
2019年至今，煤炭价格稳中略有下降，截至2019年3月1日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069元/吨。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度

的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

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

去产能政策的推进

2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号），自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段，该意见提出用3—5年时间退出5亿吨煤炭产能，压减重组产能5亿吨，合计计划退出产能10亿吨，同时3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。2017年1月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的10亿吨调整为8亿吨。

受益于国家对煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。2016—2017年，中国共退出落后产能5.4亿吨。据国家应急管理部2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速。

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

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，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

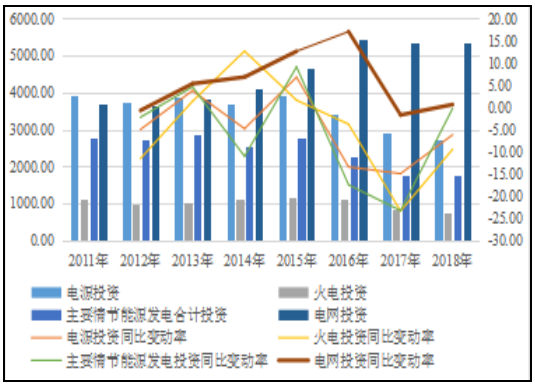
总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）电力行业

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

图 4　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

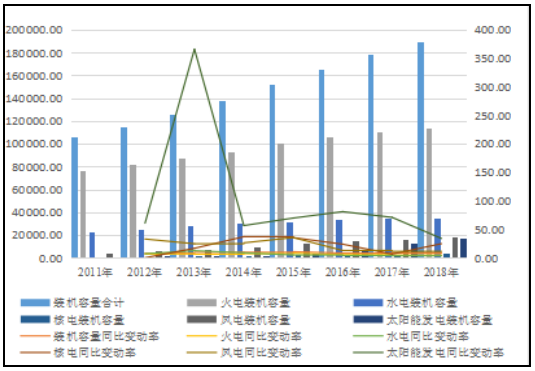


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图 5　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

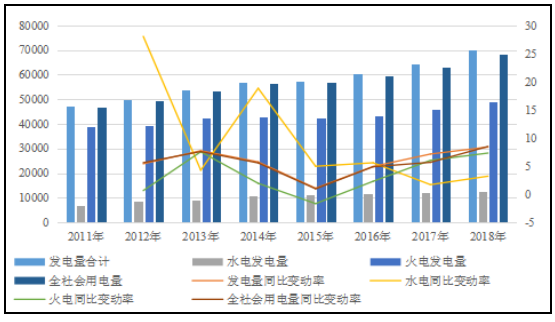
近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量

[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

69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图6　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

整体看，2018 年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

根据中电联发布《2018~2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续

增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

（1）坚持落实发展战略规划，深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标，积极开展电力发展战略规划专项研究，统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标，做好各战略目标与规划目标衔接；深化中长期电网网架规划研究，推动电网与互联网深度融合，着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

（2）坚持深化供给侧结构性改革，提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标，统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制，打破省间壁垒，推进跨省区发电权置换交易；着力提升电网调节能力，完善调峰辅助服务补偿机制，提高机组改造积极性，全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018~2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

（3）坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改革试点项目落地；推动建立市场化的电价传导机制，鼓励电力用户和发电企业自主协商，推行“基准电价+浮动机制”，签订电力市场化交易合同，形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制；加大电能替代力度，完善峰谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。

（4）坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

（5）牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

六、基础素质分析

截至 2019 年 3 月底，山西国投持有公司64.06%股权，公司实际控制人为山西省国资委。

公司由煤销集团和山西国电集团重组成立。煤销集团具有成熟的运销体系，山西国电

集团为山西省政府直属的国有独资电力产业集团，公司整合两家企业，业务规模大，竞争优势明显。公司业务包括煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等。

煤炭生产方面，截至 2019 年 3 月底，公司整合矿区井田规划总面积 1293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 154 座，总产能 14205 万吨/年，其中在产矿井产能 7545 万吨/年。

煤炭运销方面，截至 2019 年 3 月底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 万吨。公司拥有铁路发运站点 111 座，发煤站 69 座，铁路专用线 4 条，主要分布在大秦线、朔黄线、石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市。

发电、输配电方面，截至 2019 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 202.00 万千瓦，参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）937.71 万千瓦。公司共拥有变电站 119 座，其中，220kV 变电站 6 座，容量 1830MVA，220kV 线路 357kM；110KV 变电站 46 座，容量 3850MVA，110KV 线路 1526kM；35kV 变电站 67 座，容量 919.65MVA，35kV 线路 1576KM。

清洁能源方面，截至2019年3月底，公司已投产风电84.3万千瓦，在建装机50万千瓦；已投产光伏发电装机37.58万千瓦，在建装机3万千瓦。

总体看，公司同时具备煤炭生产运销及电力行业的双重优势，内部产业链衔接较为完善。

七、管理分析

2018年11月，公司董事长、总经理发生变更。

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

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

跟踪期内，公司管理制度等未发生重大变化。

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，对煤销集团及山西国电集团存续业务进行优化重组，形成煤炭产业、贸易物流产业、电力产业、清洁能源产业及多元业务产业等板块。

2016—2018 年，公司营业收入呈增长趋势，2018 年营业收入 1036.56 亿元，同比增长 0.72%。其中，煤炭生产板块实现收入 243.31 亿元，同比增长 19.57%，系煤炭产量和价格增长所致；贸易物流板块实现收入 546.63 亿元，同比下降 13.39%，煤炭贸易业务毛利率低，资金占用多，2018 年公司进一步深化贸易体制改革，主动降低了煤炭贸易业务规模；受社会用电需求增加影响，公司发电量同比明显增加，电力板块实现收入 117.07 亿元，同比增长 21.68%；风力和光伏电站陆续投运，加之社会用电需求增长，导致发电量增加，同时光伏电池组件产能逐年释放，销量有所增加，清洁能源板块整体收入规模继续增长，实现收入 45.24 亿元，同比增长 12.82%；公司多元业务板块包含房地产、装备制造、文化旅游等多项业务，2018 年实现收入 84.31 亿元，同比大幅

增长 44.66%，系房地产板块收入、装备制造等收入增长所致。

表 2　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	129.13	18.18	38.02	203.48	19.77	49.17	243.31	23.47	50.66	54.41	21.50	48.10
贸易物流	363.94	51.25	3.80	631.11	61.32	3.08	546.63	52.74	4.81	125.40	49.55	4.86
电力	85.90	12.10	13.25	96.21	9.35	5.05	117.07	11.29	7.49	39.12	15.46	10.03
清洁能源	23.97	3.38	29.08	40.10	3.90	23.89	45.24	4.36	24.34	9.23	3.65	30.78
多元业务	107.20	15.10	11.60	58.28	5.66	18.82	84.31	8.13	14.81	24.93	9.85	13.48
合计	**710.14**	**100.00**	**13.19**	**1029.18**	**100.00**	**14.08**	**1036.56**	**100.00**	**17.54**	**253.10**	**100.00**	**16.75**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，受益于煤炭价格上涨及多元业务毛利率的上升，公司综合毛利率呈不断上升趋势。2018 年公司综合毛利率为 17.54%。随着煤炭价格的增长，煤炭生产板块毛利率小幅提升至 50.66%；贸易物流业务毛利率为 4.81%，同比提升 1.73 个百分点，系公司通过不断压减低效的贸易业务，同时受益于煤价上涨，利润空间有所增加；受益于大用户直供电价格上涨，同时发电利用小时数明显增加，单位发电成本有所降低，电力板块毛利率提升至 7.49%；清洁能源板块毛利率为 24.34%；多元业务板块毛利率 14.81%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 253.10 亿元，为 2018 年营业收入的 24.42%，各板块业务收入占比情况较 2018 年变化不大。公司综合毛利率为 16.75%，较 2018 年下降 0.79 个百分点。

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

2. 煤炭板块

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

表 3　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	在建煤矿数量	产能	停缓建煤矿数量	产能
大同公司	31	1830	10	540	4	420	17	870
朔州公司	3	270	2	180	1	90	0	0
忻州公司	6	840	3	540	1	90	2	210
太原公司	9	810	0	0	1	90	8	720
晋中公司	11	1085	6	650	1	90	4	345
吕梁公司	8	840	1	150	4	450	3	240
阳泉公司	12	1290	9	1050	0	0	3	240
长治公司	19	2090	12	1700	2	120	5	270
晋城公司	25	2085	15	1125	5	480	5	480
临汾公司	21	1560	5	510	3	210	13	840
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	1	60	3	225	2	180
合计	**154**	**14205**	**67**	**7545**	**25**	**2265**	**62**	**4395**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司拥有矿井154座，其中在产矿井67座、在建矿井25座、停缓建矿井62座；总产能14205万吨/年，其中在产矿井产能7545万吨/年，同比增长95万吨。2018年公司关闭8座矿井，关闭矿井产能565万吨/年，关闭矿井人员已通过换岗、分流等方式妥善安置；2019—2020年公司拟关闭退出矿井13座，产能合计600万吨，其中主动引导退出5座，产能255万吨，减量重组关闭8座，产能345万吨。

表4　公司煤炭经营情况

项目		2016 年	2015 年	2018 年	2019 年 1—3 月
煤炭生产	价格（元/吨）	252.06	383.21	392.10	370.73
	原煤产量（万吨）	7136.00	7366.00	8448.20	1720.30
	商品煤销量（万吨）	5123.00	5310.00	6205.50	1467.70
	收入（亿元）	129.13	203.48	243.31	54.41

注：1.原煤产量指生产调度口径下所有生产矿井、联合试运转矿井及基建矿井的毛煤产量；2、商品煤销量指财务口径下生产矿井的商品煤销量

资料来源：公司提供

2016—2018年，随着矿井改进和扩建的推进，公司在产矿井产能不断释放，三年原煤产量分别为7136.00万吨、7366.00万吨和8448.20万吨，2019年1—3月，公司原煤产量为1720.30万吨。2016—2018年，公司煤炭生产收入快速增长，三年分别为129.13亿元、203.48亿元和243.31亿元；同期，公司煤炭生产毛利率呈上升趋势，三年分别为38.02%、49.17%和50.66%。

公司煤炭采用市场化销售模式，主要客户为晋能集团内部公路和铁路贸易物流公司，通过晋能集团内部公路和铁路贸易物流公司销往用煤客户。客户为国内知名大型电力企业和钢铁企业，主要分布在山西省内、河南、河北和山东等地，行业主要分布在冶金、电力、化工等行业。考虑到公司资源整合获取资源丰富，在建及规划煤炭产能大，随着在建矿井的陆续投产，公司煤炭生产业务运营实力有望持续增强。

表 5 煤炭生产主要指标

指标名称	2018 年	2019 年 1—3 月
综合机械化程度(%)	100	100
综采机械化程度(%)	100	100
全员工效(吨/工)	7.7	7.7
百万吨死亡率(%)	0.083	0

资料来源：公司提供

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综采机械化程度持续上升，截至2019年3月底，以上两项指标均为100%，2018年百万吨死亡率为0.083%

从煤炭洗选情况来看，截至2019年3月底，公司拥有选煤厂35座，洗选能力6510万吨／年。2018年和2019年1—3月，原煤入洗率为46.78%和61.03%。

公司于2017年8月16日发布公告称公司四级控股公司山西煤炭运销集团和顺吕鑫煤业有限公司（以下简称“吕鑫煤业”）发生大面积滑坡，吕鑫煤业开始停产。2019年4月底，吕鑫煤业经政府批准复产，年产能200万吨。联合资信将持续关注公司关于公司关于煤矿安全生产管理问题。

3. 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。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。公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 13 个，其中煤炭超市 4 家，储配中心 9 家，吞吐规模达 4500 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 634 辆，运力约 1.9 万吨；整合社会车辆 14783 辆，整合运力约 44.3 万吨。公司拥有铁路发运站点 111 座，发煤站 69 座，铁路专用线 4 条，主要分布在大秦线、朔黄线、石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国 26 个省市。跟踪期内，公司对煤炭超市和储配中心进行了兼并和整合，对不适应市场需求的、未开展实际业务的煤炭超市和储配中心进行处置。

2018 年及 2019 年 1—3 月分别实现收入 546.63 亿元和 125.40 亿元。2018 年和 2019 年 1—3 月贸易量分别为 12786.67 万吨和 3047.46 万吨，2018 年公司进一步深化贸易体制改革，主动降低了煤炭贸易业务规模。

表 6　公司煤炭运销情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年 1-3 月
贸易量（万吨）	12786.67	3047.46
收入（亿元）	546.63	125.40
毛利润（亿元）	26.28	6.10
平均售价（元/吨）	427.50	411.49
平均毛利（元/吨）	20.55	20.02

资料来源：公司提供

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

从下游客户情况来看，公司共为山西省内外 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：国家能源集团、华能集团、大唐集团、山东魏桥铝电、山西阳光发电、太原钢铁集团、山东信发集团、中石化集团、华润集团、宝钢集团等。铁路下游销售区域主要分为两种，一是通过铁路直达的主要销售区域有山东、河南、河北、江苏、湖北等省份；二是通过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。

整体看，公司拥有庞大物流配送网络和配套基础设施，经营规模优势明显，对运销渠道的控制力较强，公司依托成熟的运销体系，公司贸易量逐步提升。

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。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。

发电业务

公司发电业务涉及火电、水电及燃气发电。截至 2019 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 202.00 万千瓦，参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）937.71 万千瓦。

表 7　截至 2019 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
山西国峰煤电有限公司	80.00	60.00	48.00	火力
山西国金电力有限公司	51.00	70.00	35.70	火力
山西国锦煤电有限公司	51.00	60.00	30.60	火力
晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100.00	86.40	86.40	燃气发电
晋能大土河热电有限公司	99.00	70.00	69.30	火力
山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	12.80	水电
晋能保德煤电有限公司（在建）	100.00	132.00	132.00	火力
晋能孝义煤电有限公司（在建）	51.00	70.00	35.70	火力
国电太一发电有限责任公司	45.00	62.50	28.13	火力
浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	86.00	32.25	火力
浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	60.00	18.00	火力
华能左权煤电有限责任公司	20.00	120.00	24.00	火力
北京京能热电股份有限公司	6.29	1321.00	83.09	火力
山西鲁能河曲发电有限公司	10.00	120.00	12.00	火力
山西鲁能河曲能源有限公司	10.00	120.00	12.00	火力
国电榆次热电有限公司	49.00	66.00	32.34	火力
大同煤矿集团同华发电有限公司	5.00	132.00	6.60	水电
山西鲁能王曲发电有限责任公司	5.00	120.00	6.00	火力
山西西龙池抽水蓄能电站有限责任公司	10.00	120.00	12.00	火力
合 计	-	**3122.70**	**937.71**	-

资料来源：公司提供

（1）火电板块生产销售

公司发电业务板块以火电为主。目前，公司火力发电的经营主体为通宝能源全资子公司山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）、晋能电力集团有限公司的控股子公司山西耀光煤电有限责任公司（以下简称“耀光煤电”）及晋能长治热电有限公司（以下简称“长治热电”）、山西国峰煤电有限公司、山西国金电力有限公司、山西国锦煤电有限公司和晋能大土河热电有限公司等。跟踪期内，晋能大土河热电有限公司在建机组建设完成投入运营，控股投产装机容量增加。

发电业务主要煤炭供应商为公司集团内部各地市煤销公司，定价采用市场化定价方式。电力产品全部上网，向国家电网山西省公司销售。2018年公司发电量230.46亿千瓦时，同比增长21.57%；上网电量215.62亿千瓦时，同比增长23.12%。2019年1—3月公司发电量71.38亿千瓦时，上网电量65.46亿千瓦时。跟踪期内，公司发电量和上网电量明显增长。

表 8　公司发电业务指标

指　标	2018 年	2019 年 1-3 月
发电量（亿千瓦时）	230.46	71.38
上网电量（万千瓦时）	215.62	65.46

资料来源：公司提供

受用电需求增加影响，2018 年阳光发电全年发电量 53.21 亿千瓦时，同比增长 10.92%；上网电量为 49.60 亿千瓦时，同比增长 12.88%；2019 年 1—3 月阳光发电发电量 13.39 亿千瓦时，上网电量 12.63 亿千瓦时。

表 9　阳光发电经营指标

指　标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	128.00	128.00	128.00	128.00
发电量（亿千瓦时）	43.01	47.97	53.21	13.39
上网电量（亿千瓦时）	39.38	43.94	49.60	12.63
售电收入（亿元）	11.77	13.26	15.93	4.12
平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.324	0.324	0.346	0.329
发电设备平均利用小时（时）	3360	3747	4157	1046
供电标准煤耗（克/千瓦时）	317.30	308.40	310.00	266.00
综合厂用电率（%）	8.44	8.40	8.48	10.30

资料来源：公司提供

从上网电价来看，2018 年及 2019 年 1—3 月，阳光发电的上网电价分别为 0.346 元/千瓦时和 0.329 元/千瓦时，2018 年平均电价上涨主要系大用户直供电部分的电价上涨所致。2018 年实现售电收入 15.93 亿元，同比增加 20.14%，2019 年 1—3 月实现售电收入 4.12

亿元。

从机组运行来看，2018 年阳光发电的发电设备利用小时数为 4157 小时，同比增加 410 个小时，低于全国火电设备平均利用小时数（4361 小时），2019 年 1—3 月阳光发电的发电设备平均利用小时数为 1046 小时。

表 10 耀光煤电经营指标

指标	2018 年	2019 年 1-3 月
发电量（亿千瓦时）	18.20	3.93
上网电量（亿千瓦时）	16.22	3.50
机组利用小时（小时）	4550	983
平均电价（元/千瓦时，含税）	0.316	0.311
供电标准煤耗（克/千瓦时）	388	380
售电收入（亿元）	4.65	1.10

资料来源：公司提供

耀光煤电总装机容量 40 万千瓦，共有 2 台 20 万千瓦超高压抽汽凝汽式直接空冷汽轮发电机，是山西省“十一五”重点热电联产工程项目，2 台机组分别于 2012 年 9 月和 10 月投产。两台机组综合利用采用平遥及周边煤焦企业产生的煤矸石发电，所发电力全部并入山西电网。两台机组供热能力约为 511.2MW，大于平遥、祁县两县合计的最大热负荷 443.6MW，可满足平遥县城及祁县县城约 598 万平方米的采暖要求。

2018 年，耀光煤电发电量为 18.20 亿千瓦时，发电设备年平均利用小时数 4550 小时，高于全国火电设备平均利用小时数，标准煤耗为 388 克/千瓦时。从上网情况来看，2018 年，耀光煤电上网电量 16.22 亿千瓦时，上网电价为 0.316 元/千瓦时（含税），实现售电收入 4.65 亿。2019 年 1—3 月，耀光煤电发电量 3.93 亿千瓦时，上网电量 3.50 亿千瓦时，实现售电收入 1.10 亿元。

表 11 长治热电经营指标

指标	2018 年	2019 年 1-3 月
装机容量（万千瓦）	66	66
发电量（亿千瓦时）	30.45	9.93
上网电量（亿千瓦时）	28.41	9.41
机组利用小时（小时）	4613	1505
平均电价（元/千瓦时，含税）	0.334	0.309
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309	281
售电收入（亿元）	9.58	3.29

资料来源：公司提供

长治热电于 2013 年 11 月被公司收购 80%股权，系大型热电联产企业。一期工程项目建设 2×330MW 级国产亚临界直接空冷采暖供热机组已实现投产，同时晋能长治也是长治市集中供热的主要热源点。

2018 年度，晋能长治热电发电量为 30.45 亿千瓦时，发电设备年平均利用小时数 4613 小时，高于全国火电设备平均利用小时数，上网电量 28.41 亿千瓦时，上网电价为 0.334 元/千瓦时，实现售电收入 9.58 亿元。2019 年 1—3 月，晋能长治热电发电量 9.93 亿千瓦时，上网电量 9.41 亿千瓦时，实现售电收入 3.29 亿元。

（2）电煤采购及成本控制

阳光发电位于山西省阳泉市，燃煤供应商主要为山西国盛煤炭运销有限公司、山西煤炭运销集团阳泉有限公司、山西煤炭运销集团阳泉平定有限公司以及山西国能煤炭销售有限责任公司和顺分公司等煤炭贸易公司。

采购价格方面，由于阳光发电电煤采购以合同煤为主，受市场波动影响较小，近两年煤炭市场价格波动对阳光发电电煤采购价格影响相对滞后。2018 年，阳光发电采购燃煤 262 万吨，平均采购价格为 383.60 元/吨（含税）。

表12 阳光发电燃煤采购数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
采购量（万吨）	191.00	218.00	262.00
采购单价（元/吨，含税）	373.33	371.26	383.60

资料来源：公司提供

耀光煤电燃料供应主要为平遥及其周边煤焦企业产生的煤矸石，主要供应商为山西联驰经贸有限责任公司、山西国盛煤炭运销有限公司、山西煤炭运销集团吕梁汾阳有限公司及山西平遥县兴盛煤化有限责任公司等。2018 年，耀光煤电采购煤矸石 165.60 万吨，平均采

购价格为 189.32 元/吨（含税）。

表13　耀光煤电煤矸石采购数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
采购量（万吨）	115.87	150.74	165.60
采购均价（元/吨，含税）	106.62	158.48	189.32

资料来源：公司提供
注：耀光煤电主要采购煤矸石发电

2018年，长治热电采购电煤190.93万吨，平均采购价格为419.25元/吨。

表14　长治热电燃煤采购数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
采购量（万吨）	141.28	144.00	190.93
采购单价（元/吨，含税）	298.95	400.00	419.25

资料来源：公司提供

公司电煤采购主要供应商为煤销集团及其下属子公司，采购渠道稳定，2018 年电煤价格继续上升。

售电业务

公司售电收入大部分来自配电收入，所属的配电企业由地方电力统一管理。地方电力已于 2011 年 6 月并入山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”），为通宝能源的全资子公司。地方电力承担山西省内 12 个县（区）电力趸售业务，向供电区域内超过 280 万人提供电力供应，主要从国家电网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，可获取购销差价。

截至 2019 年 3 月底，公司共拥有变电站 119 座，其中，220kV 变电站 6 座，容量 1830MVA，220kV 线路 357kM；110KV 变电站 46 座，容量 3850MVA，110KV 线路 1526kM；35kV 变电站 67 座，容量 919.65MVA，35kV 线路 1576KM。

2018 年及 2019 年 1—3 月分别完成配电量 91.53 亿千瓦时和 26.27 亿千瓦时，平均售电价格有所下降，系山西省下调售电电价。配电业务为现金结算，结算周期为每月进行结算。

表15　公司配电业务经营数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
配电量（亿千瓦时）	73.42	80.87	91.53	26.27
平均售电价（元/千千瓦时）（含税）	608.59	578.02	565.65	552.08
配电设施完成投资（亿元）	3.90	3.90	2.30	0.56
变电站个数	119	118	119	119
线路长度（公里）	16171	14762	17230	17230
变电总容（万千伏安）	680.50	680.50	659.97	659.97

资料来源：公司提供

总体看，公司配电业务整体经营基本稳定，是公司重要的利润来源。

5. 清洁能源业务

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、光伏发电等清洁能源领域布局。

（1）风电

公司风电业务主要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。晋能风电自2007年9月在右玉成功建成山西省首台风力发电机组后，不断增加风力发电机组建设，目前风厂建设覆盖晋北、晋西北、晋中等地。

晋能风电下辖平鲁败虎堡风电场一期工程和右玉小五台风电场一期工程两个风电项目，其中，右玉小五台风电场一期工程的变电站、输电线路已经全部建设完毕，首批机组已于2009年6月正式并网发电。晋能风电项目均纳入国家电网并网销售，上网电价在当地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝、除尘）以内的部分，由当地省级电网结算；高出部分通过国家可再生能源发展基金予以补贴。

截至2018年底，发电项目包括平鲁败虎堡风电场等13个风力电站，其中6个电站尚处建设期内。2018年，公司已建成风电装机容量合计84.3万千瓦，公司风力电站全年共完成发电15.78亿千瓦时，实现上网电量15.54亿千瓦时，同比分别增长44.2%和44.3%。公司风电项目均

处第四类风电资源区，平均上网电价为0.64元/千瓦时（含税），2018年公司实现风电售电收入7.94亿元，同比增长40.53%。截至2019年3月底，公司已投产风电84.3万千瓦，在建装机50万千瓦。2019年1—3月，风电完成发电量4.53亿千瓦时，上网电量4.46亿千瓦时，实现收入2.18亿元。

（2）光伏发电

公司光伏业务主要由晋能清洁能源光伏发电有限责任公司（以下简称“晋能光电”）负责运营。主要发电项目包括平鲁败虎堡光伏电站等11个光伏电站，其中1个电站尚处建设期内。截至2018年底，公司已建成光伏发电装机容量合计37.58万千瓦，装机规模较上年增长3.20%。2018年，公司光伏发电设施完成发电量5.11亿千瓦时，上网电量为5.00亿千瓦时，分别同比增长60.20%和60.80%。公司光伏发电项目平均上网电价为0.85元/千瓦时（含税），2018年实现光伏发电收入3.86亿元，同比增长61.50%。截至2019年3月底，已投产光伏发电装机37.58万千瓦，在建装机3万千瓦。2019年1—3月，光伏发电业务发电量1.43亿千瓦时，上网电量1.36亿千瓦时，光伏发电实现收入1.06亿元。

光伏组件生产由山西国际电力集团有限公司的全资子公司晋能清洁能源科技有限公司（以下简称“晋能清洁”）负责。晋能清洁成立于2013年12月31日，注册资本2.3亿元，位于山西文水经济开发区。晋能清洁于2014年3月动工，2014年底建成500MW太阳能电池及600MW太阳能组件生产工厂。2015年初，晋能清洁开始规模生产，多晶电池转换率达到18.48%以上。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、信义光能、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。公司非煤贸易上下游均采用市场定价。

2018年累计生产太阳能组件1617.22MW，实现销售收入33.74亿元、利润总额1.01亿元。2019年1—3月，晋能清洁能源科技有限公司生产电池组件310.46MW，实现销售收入5.42亿元。

总体上，清洁能源业务拓展了公司发电业务的电源结构，有助于提升整体抗风险能力。

6. 多元产业板块

公司多元板块的经营主体包括阳泉煤销通源贸易有限责任公司、山西万景源房地产开发有限责任公司和山西晋能装备产业有限公司等。

公司多元产业主要包括房地产、装备制造、文化旅游等板块。2018 年度及 2019 年 1-3 月，多元板块分别实现收入 84.31 亿元和 24.93 亿元。其中，房地产、装备产业收入占比较大。

房地产板块由山西万景源房地产开发有限责任公司（以下简称“万景源房地产”）等公司经营，万景源房地产目前主要在建项目为万景嘉苑项目，项目按关规定办理相关手续，证照齐全，该项目总用地 161 亩，总建筑面积 38 万平米，概算总投资 27 亿元，项目建设期为 2017—2021 年，截至 2018 年底，累计完成投资 12.50 亿元，2019 年计划投资 2.50 亿元。

截至 2018 年底，万景源房地产资产总额 18.28 亿元，负债总额 17.13 亿元，所有者权益 1.15 亿元，2018 年累计实现收入 12286 万元，净利润 248 万元。截至 2019 年 3 月底，万景源房地产资产总额 18.13 亿元，负债总额 17.01 亿元，所有者权益 1.12 亿元，2019 年 1—3 月累计实现收入 1.34 万元，实现净利润-289 万元，亏损原因主要为部分房产项目尚未完工，成本无法核算，无法将预售收入转入企业的业

务收入，因此产生亏损。

装备制造板块由山西晋能装备产业有限公司（以下简称“晋能装备”）等公司经营，截至 2018 年底，晋能装备的资产总额 14.46 亿元，负债总额 8.00 亿元，所有者权益 6.46 亿元，2018 年实现收入 5.43 亿元，实现净利润 0.03 亿元。2019 年 1—3 月晋能装备实现收入 1.09 亿元，实现净利润 0.10 亿元。

多元产业是公司的重要组成部分，公司多元产业的经营思路为“板块化经营、专业化管理、新型化引领”，经营战略为“适度多元，链式发展”。未来，通过专业化的管理，公司多元产业将有望提升其效益和规模，并起到促进公司转型发展的作用。

7. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动增长，上述指标三年平均值分别为 9.65 次、6.08 次和 0.37 次，2018 年分别为 11.14 次、6.07 次和 0.39 次。总体看，公司经营效率有所提升。

8. 在建工程

公司在建工程主要集中在煤矿建设、电力、清洁能源和多元板块等方面。截至 2018 年底，公司主要在建项目 67 个，概算总投资 646.81 亿元，截至 2018 年底已完成投资 350.25 亿元，2019 年按项目股权比例计划投资 65.46 亿元。公司后续所需投资资金规模较大，未来存在一定的融资需求。

表 16 公司截至 2018 年底投资计划汇总表（单位：个、亿元）

序号	板块和产业分类		计划项目数量	概算总投资	2018 年底已完成投资
1	煤炭板块	煤矿建设项目	29	190.39	126.92
2	电力板块	发电项目	5	88.16	65.32
		售电项目	2	22.31	6.57
		小计	**7**	**110.47**	**71.89**
3	清洁能源板块	风电项目	11	79.20	13.33
		光伏项目	2	2.83	1.72
		电池组件项目	3	14.40	2.08
		小计	**16**	**168.97**	**17.13**
4	多元板块	房地产项目	10	245.65	133.46
5	其他	—	5	3.87	0.85
		合计	**67**	**646.81**	**350.25**

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的
资料来源：公司提供

整体看，公司重组煤销集团及山西国电集团之后，重新梳理了煤销集团及山西国电集团原有业务板块。在燃气板块和金融类资产无偿划转后，公司确立了煤炭、电力、贸易物流、清洁能源及多元板块五大板块。未来随着在建煤炭、电力和清洁能源板块项目的完工，预计公司盈利能力和抗风险能力将会得到进一步提升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1—3月财务报告未经审计。

2016年新纳入公司合并范围的主体有15家，新纳入合并范围的原因为投资设立、收购

兼并；2016年，公司不再纳入合并范围的主体有25家，不再纳入合并范围的原因为无偿划转或清算注销。2017年新纳入公司合并范围的主体有7家，新纳入合并范围的原因为投资设立、收购兼并；2017年，公司不再纳入合并范围的主体有40家，不再纳入合并范围的原因为无偿划出、清算、无实质控制权或其他。2018年合并范围包括592家子公司，新增13家，因处置或转让不再包括38公司，净减少25家。2019年1—3月合并范围为发生变化。合并范围变化对公司影响较小，财务数据具有可比性。财政部于2018年度颁布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）的规定，因公司尚未执行新金融准则和新收入准则，本次会计政策变更，仅对财务报表项目列示产生影响，对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2686.67 亿元，所有者权益 607.82 亿元（含少数股东权益 162.45 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1036.56 亿元，利润总额 35.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2694.61 亿元，所有者权益 621.57 亿元（含少数股东权益 166.73 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 253.10 亿元，利润总额 10.14 亿元。

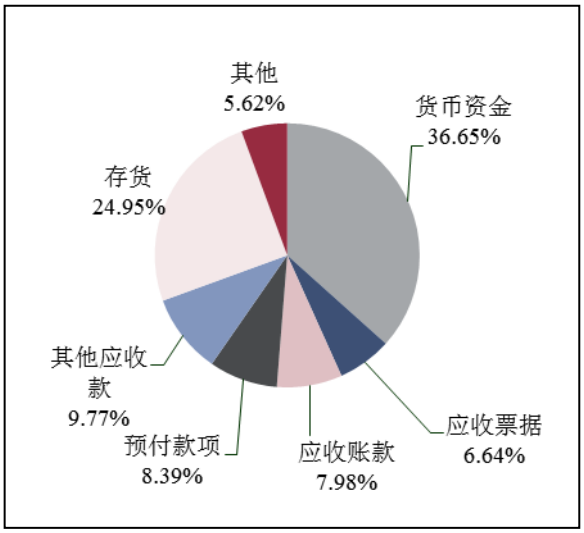
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额有所增长，年均复合增长3.91%，截至2018年底，公司资产总额2686.67亿元，同比增长2.50%，其中，流动资产占比22.46%，非流动资产占比77.54%，公司资产构成中非流动资产占比高且非流动资产占比逐年上升。

流动资产

2016—2018年，公司流动资产逐年下降，年均复合变化率为-7.99%，截至2018年底，公司流动资产603.45亿元，主要由货币资金（占36.65%）、应收账款（占7.98%）、预付账款（占8.39%）、其他应收款（占9.77%）和存货（占24.95%）构成。

图7 公司2018年底流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金有所波动，年均复合增长 2.48%，截至 2018 年底，公司货币资金 221.14 亿元，同比下降 14.78%，系公司 2018 年度偿付了较大规模的债券本金，导致银行存款减少。受限货币资金 44.51 亿元，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和履约保证金等。

2016—2018 年，公司应收账款账面价值持续下降，年均复合变化率为-23.66%，公司加大账款回收力度。截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 69.94 亿元，应收账款账面价值为 48.17 亿元，同比下降 21.01%。采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占比 41.95%，1—2 年的占比 20.86%，2—3 年的占比 6.53%，3 年以上占比 30.66%，公司应收账款综合账龄较长。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 21.77 亿元。应收账款前五名欠款方合计金额占比 47.67%，集中度一般。

表 17 截至 2018 年底应收账款前五名欠款方情况 （单位：万元、%）

客户名称	账面余额	占应收账款账面余额比例
国网山西省电力公司	198236.02	28.34
长治市郊区申泰洗煤有限公司	61278.68	8.76
江苏磐石新能源开发股份有限公司	31507.13	4.50

客户名称	账面余额	占应收账款账面余额比例
中国电建集团上海能源装备有限公司	27086.96	3.87
山西广盈物贸有限公司	15273.11	2.18
合计	**333381.90**	**47.67**

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 20.95%，截至 2018 年底，公司预付款项为 50.61 亿元，同比下降 18.79%，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，公司预付款项保持较大规模。

2016—2018 年，公司其他应收款账面价值快速下降，年均复合变化率为-35.47%，主要系随着煤炭市场行情逐步好转，代垫运费结算周期缩短，同时公司不断加大清欠力度，收回部分往来款。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 84.15 亿元，其他应收款账面价值 58.96 亿元，同比下降 43.97%。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占比 21.91%，1—2 年的占比 32.33%，2—3 年的占比 4.25%，3 年以上的占比 41.51%，公司其他应收款综合账龄较长。截至 2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 25.19 亿元。其他应收款前五大欠款方合计金额占比 17.65%，集中度一般。

表 18　截至 2018 年底其他应收账款前五名欠款方情况 （单位：万元、%）

客户名称	账面余额	占其他应收款账面余额
城西社区居民委员会	47700.00	5.67
太原经济技术开发区城中村改造建设管理中心	26184.00	3.11
太原康欣生物科技有限公司	20200.00	2.40
民生金融租赁股份有限公司	14400.00	1.71
哈尔滨市恒昌能源有限公司	9535.48	1.13
合计	**118019.48**	**14.02**

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司存货有所增长，年均复合增长7.98%，截至2018年底，公司存货账面价值150.58亿元，同比增长14.76%，主要系库存商品（产成品）及周转材料（包装物、低值易耗品等）的增加，其中原材料主要是煤炭生产所需的各类材料及电厂采购的煤炭；自制半成品及在产品主要是房地产成本；库存商品主要是煤炭和房地产项目；周转材料主要是各类包装物及低值易耗品；消耗性生物资产主要是下属农牧类子公司持有的猪饲料；工程施工主要是下属工程类子公司的已完工未结算款；其他主要是在途物资。截至2018年公司计提存货跌价准备1.23亿元。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模有所增长，年均复合增长 8.32%，截至 2018 年底，公司非流动资产 2083.21 亿元，同比增长 8.19%，主要由固定资产（占 40.06%）、在建工程（占 27.02%）和无形资产（占 16.33%）构成。

2016—2018年，公司固定资产规模不断增长，年均复合增长15.34%，主要系在建工程转固所致。截至2018年底，公司固定资产账面价值834.62亿元，累计折旧合计396.72亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备。

2016—2018年，公司在建工程波动增长，年均复合增长0.82%，截至2018年底，公司在建工程562.81亿元，同比下降0.07%，主要系晋能保德煤电有限公司2*660MW超超临界低热值煤发电工程、昊锦塬矿井兼并重组整合项目等项目投资。

2016—2018年，公司无形资产有所增长，年均复合增长6.40%，截至2018年底，公司无形资产340.12亿元，同比增长5.33%，主要为采矿权账面价值增长。

截至2018年底，公司受限资产214.58亿元，占资产总额7.99%，受限比例一般。其中受限货币资金44.51亿元，受限应收票据及应收账款2.52亿元，受限固定资产127.17亿元，受限无形资产9.92亿元，受限在建工程2.32亿元，其他28.14亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为2694.61亿元，其中流动资产占21.82%，非流动资产占78.18%，流动资产比重较2018年底有所下降，资产结构较2018年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产构成中非流动资产占比高，公司加大账款回收力度，应收账款和其他应收款规模有所下降；随着矿井整合和热电联产项目增长，固定资产和在建工程规模不断增加；采矿权账面价值增加，致使无形资产有所增加。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 6.47%，截至 2018 年底，公司所有者权益合计为 607.82 亿元（含少数股东权益 162.45 亿元）；公司归属母公司的所有者权益中，实收资本[2]372.76 亿元、资本公积 11.43 亿元、盈余公积 1.38 亿元、其他权益工具 89.56 亿元、专项储备 14.77 亿元、其他综合收益 11.32 亿元和未分配利润-55.70 亿元，2015 年以来，公司受煤炭行业整体形势较差的影响经营亏损，净利润为负，未分配利润下降，2016 年下半年煤价开始上涨，公司自 2017 年开始盈利但仍不足以弥补前期亏损，未分配利润为负。公司其他权益工具为公司发行的永续中期票据。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 621.57 亿元（含少数股东权益 166.73 亿元），较 2018 年底有所增长，主要系公司发行永续中期票据所致。

总体看，跟踪期内，公司永续中期票据发行规模增加，公司盈利继续弥补前期亏损，所有者权益稳定性一般。

负债

2016—2018 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 3.19%。截至 2018 年底，公司负债总额为 2078.84 亿元，同比增长 0.50%，其中流动负债占 46.72%，非流动负债占 53.28%。

2016—2018年，公司流动负债有所波动，年均复合变动率为-0.79%，截至2018年底，公司流动负债971.25亿元，同比下降7.01%，从流动负债结构来看，公司流动负债主要由短期借款（占15.06%）、应付账款（占16.87%）、其他应付款（占11.09%）和一年内到期的流动负债（占34.25%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 23.11%，截至 2018 年底，公司短期借款为 146.26 亿元，同比下降 39.49%，系偿还借款所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合变化率为 2.61%，截至 2018 年底，公司其他应付款 107.73 亿元，同比增长 14.55%，系往来款和采矿权价款增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债复合增长 9.27%，截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 332.69 亿元，主要为一年内到期的长期借款和应付债券，债务规模较大。

2016—2018年，公司非流动负债规模有所增长，年均复合增长7.10%，截至2018年底，公司非流动负债1107.59亿元，主要由长期借款（占33.69%）、应付债券（占46.92%）和长期应付款（占16.74%）构成。

2016—2018年，公司长期借款有所波动，年均复合变动率为-11.64%，截至2018年底，公司长期借款373.19亿元，同比增长13.35%，系信用借款大幅度增加。

2016—2018年，公司应付债券逐年增长，年均复合变动率为43.90%，截至2018年底，公司应付债券519.74亿元，同比增长12.70%，主要系公司新发行债券所致。

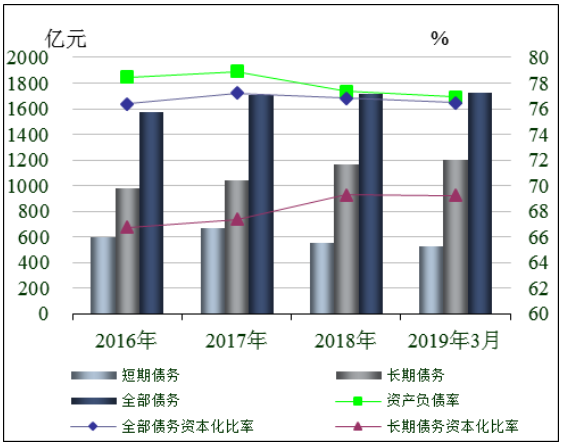
2016—2018年，公司长期应付款逐年下降，年均复合变动率为-3.56%，截至2018年底，公司长期应付款为185.40亿元，同比下降6.52%，主要系债权投资计划及融资租赁款。

有息债务方面，考虑到将永续债和长期应付款的有息部分计入长期债务后，2016—2018年，公司调整后全部债务规模逐年增长，年均复合增长4.51%，截至2018年底公司调整后全

[2]公司实收资本372.60亿元，注册资本360.00亿元，差额部分为2015年山西省财政厅预拨给公司的资本金，截至报告出具日，尚未完成工商变更。

部债务合计1718.18亿元，同比增长0.84%，从长短期债务结构来看，短期债务占比32.03%，长期债务占比67.97%，长期债务占比增加，债务期限结构合理。

图 8　公司调整后债务负担情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率三年平均值分别为78.05%、76.85%和68.19%，截至2018年底上述指标分别为77.38%、76.83%和69.26%，有息债务负担重。

截至2019年3月底，公司负债规模为2073.04亿元，其中流动负债占45.97%，非流动负债占54.03%。同期，公司全部债务1727.75亿元，其中长期债务占69.28%，短期债务占30.72%。截至2019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76.93%、76.46%及69.23%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担仍偏重，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

2016—2018年，公司营业收入年复合增长20.82%，2018年公司营业收入1036.56亿元，同比增长0.72%；利润总额为35.46亿元，同比增长114.82%。从盈利指标来看，近年来公司营业利润率呈上升趋势，三年分别为11.22%、11.97%和14.96%。2016—2018年，公司净资产收益率和总资本收益率加权均值分别为1.76%和3.03%，2018年上述指标分别为3.03%和3.48%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用有所波动，年均复合变化率为14.30%，2018年公司期间费用合计127.05亿元，期间费用占营业收入比重为12.26%。

非经常损益方面，2018年，公司投资收益3.18亿元，同比下降35.05%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益规模下降；营业外收入6.71亿元，主要系政府补贴。

2019年1—3月，公司实现营业收入253.10亿元，利润总额10.14亿元；同期，公司营业利润率为14.41%。

综合来看，跟踪期内，受煤炭价格上涨影响，公司煤炭板块收入同比增长；但投资收益及营业外收入等非经常性损益对公司利润总额的影响较大，公司盈利水平逐年提升，但盈利能力仍较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量逐年增长，年均复合变动率为31.00%，2018年公司经营活动产生的现金流入量为1288.40亿元，主要系煤炭价格上涨，公司煤炭销售收入大幅提升；2016—2018年，公司经营活动现金流出量年均复合变动率为28.59%，2018年公司经营活动产生的现金流出量为1188.23亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；经营活动产生的现金流量净额100.17亿元，同比增长69.85%。2018年公司现金收入比为117.11%，收入实现质量好。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入量有所波动，年均复合变动率为-16.80%，2018年公司投资活动现金流入量33.26亿元，同比下降75.37%，主要为收到其他与投资活动有关的现金下降所致，系基建矿井的现金收支；投资活动现金流出量108.43亿元，主要原因是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保持较大规模。2018 年，公司投资活动产生的现金流量为-75.17 亿元，继续表现为净流出状态。

2016—2018 年，公司筹资前活动现金流净额分别为-56.24 亿元，-8.79 亿元和 25.00 亿元，公司对筹资活动依赖逐年减弱。

2016—2018年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合变动率1.28%，2018年公司筹资活动现金流入649.83亿元，筹资活动现金流出735.72亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-85.89亿元，公司加大偿还债务力度导致筹资活动现金流呈现净流出状态。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为17.00亿元，现金收入比为96.01%；同期，投资活动产生的现金流量净额为-24.42亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-18.24亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力有所增强，对外投资继续保持较大规模，对筹资活动依赖有所减弱。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率、速动比率均呈下降趋势，三年均值分别为 65.49%和 51.35%，截至 2018 年底两项指标分别为 62.13%和 46.63%；2019 年 3 月底，两项指标分别为 61.71%和 46.05%。近三年公司经营活动现金流动负债比率呈上升趋势，2018 年经营现金流动负债比为 10.31%，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 79.41 亿元、150.60 亿元和 168.40 亿元；同期，EBITDA 利息保护倍数分别为 0.96 倍、1.53 倍和 1.67 倍；全部债务/EBITDA 保护倍数分别为 19.81 倍、11.31 倍和 10.20 倍。公司整体偿债能力有所提升，但指标仍较弱。

截至 2018 年底，公司合并口径对外担保金额合计 19.10 亿元，担保比例为 3.14%，担保比率较小。

表 19　截至 2018 年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）
浑源县恒山陶瓷厂	230.00
姚根荣	1000.00
阳泉市义井煤炭运销有限责任公司	4900.00
平定县如海洗煤有限公司	1920.00
平定县天利洁净煤有限公司	1950.00
盂县牛村镇工业公司	3620.00
山西宁武榆树坡煤业有限公司	2300.00
山西燃气产业集团有限公司	134190.00
山西华光发电有限责任公司	40900.00
合计	**191010.00**

资料来源：公司提供

公司对山西燃气担保金额大，为 13.42 亿元，为 2015 年山西燃气随公司燃气板块无偿划转，公司对山西燃气的有关债务提供连带责任担保。被担保企业经营正常，公司或有负债风险较小。

截至 2019 年 3 月底，晋能集团共获各银行授信额度 1508.65 亿元，尚未使用额度 666.44 亿元。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。公司直接和间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1014010601984490M），截至2019年7月4日，公司无未结清的不良及关注类信贷信息。总体来看，公司过往债务履行情况良好。

8. 抗风险能力

基于对电力、煤炭及物流行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务状况的风险识别，以及公司在经营规模、业务垄断性、煤炭和电力资源整合等方面素质的综合判断，公司综合抗风险能力极强。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 1170.57 亿元，其中货币资金 19.89 亿元，其他应收款合计 748.07 亿元，长期股权投资 380.18 亿元。负债总额 687.98 亿元，其中短期借款

52.28 亿元，一年内到期的非流动负债 227.79 亿元，长期借款 72.35 亿元，应付债券 308.46 亿元。所有者权益 482.59 亿元，未分配利润 1.23 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司本部资产总额 1160.52 亿元，负债总额 677.81 亿元，所有者权益 482.71 亿元，资产负债率为 41.59%。

2018 年，公司本部实现营业收入 7.33 亿元，利润总额 0.52 亿元。2019 年 1—3 月，公司本部实现营业收入 0.47 亿元，利润总额-0.02 亿元。

2018 年，公司本部经营活动产生的现金流净额-124.95 亿元，投资活动产生的现金流净额-0.02 亿元，筹资活动产生的现金流净额 121.83 亿元。

总体看，母公司资产主要是其他应收款和长期股权投资，负债水平较低，收入规模较小，经营活动获现能力弱。

十、存续债券偿还能力

公司由联合资信评定的存续债券本金合计330亿元。2018年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为1288.40亿元、100.17亿元和168.40亿元，分别为上述债券余额的3.90倍、0.30倍和0.51倍，截至2019年3月底公司现金类资产为195.48亿元，为上述债券余额的0.59倍。公司经营活动现金流入量对上述债券保障能力强。

表 20 截至报告出具日公司 2019 年到期/行权债券

（单位：亿元）

债券名称	债券余额	到期日/行权日
19 晋能 SCP001	15	2019-09-25
18 晋能 CP001	20	2019-09-27
19 晋能 SCP002	10	2019-10-17
16 晋能 01	10.90	2019-11-11
18 晋能 CP002	10	2019-11-21
16 晋能 02	10.30	2019-12-15
合计	**76.20**	——

资料来源：Wind

截至报告出具日，公司 2019 年到期/行权债券余额为 76.20 亿元，2018 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 2019 年到期/行权债券余额的 16.91 倍、1.31 倍和 2.21 倍，截至 2019 年 3 月底的现金类资产为 2019 年到期/行权债券余额的 2.57 倍。经营活动现金流入量和现金类资产对 2019 年到期/行权债券余额保障能力强。

表 21 截至报告出具日公司到期/行权债券分布情况

（单位：亿元）

到期日/行权日	债券余额
2019 年	76.20
2020 年	285.60
2021 年	186.70
2022 年	40.00
合计	**588.50**

资料来源：Wind

截至报告出具日，公司 2020 年到期/行权债券余额最大，为 285.60 亿元，2018 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 2020 年到期/行权债券余额的 4.51 倍、0.35 倍和 0.59 倍，经营活动产生的现金流入量对 2020 年到期/行权债券余额保障能力强。

总体看，公司存续债券余额较大，公司有一定偿债压力压力，但公司综合竞争力和融资能力强，违约风险极低。

十一、结论

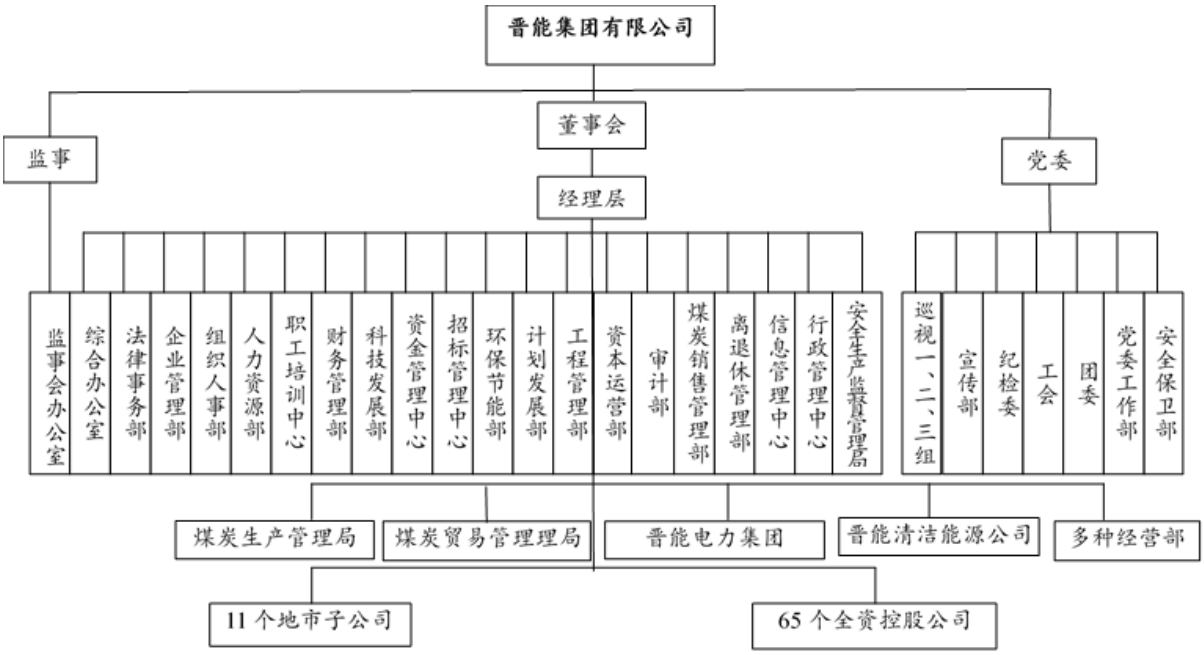
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“15 晋能 MTN001”“15 晋能 MTN002”“15 晋能 MTN003”“16 晋能 MTN001”“16 晋能 MTN002”“16 晋能 MTN003”“17 晋能 MTN001”“17 晋能 MTN002”“17 晋能 MTN003”“17 晋能 MTN004”“17 晋能 MTN005”“17 晋能 MTN006”“17 晋能 MTN007”“18 晋能 MTN001”“18 晋能

MTN002”“18 晋能 MTN003”“18 晋能 MTN004”“18 晋能 MTN005”“18 晋能 MTN006”“18 晋能 MTN007”“19 晋能 MTN001”的信用等级为 AAA，“18 晋能 CP001”“18 晋能 CP002”“19 晋能 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构

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

附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



注：董事会办公室、党委办公室、行政办公室合署为综合办公室。

附件 1-3　截至 2019 年 3 月底公司全资及控股子公司情况表

序号	企业名称	持股比例(%)	注册资本（万元）	业务范围
1	山西煤炭运销集团有限公司	100.00	1015615	投资煤炭企业；煤焦科技开发、技术转让；自有房屋租赁；能源领域投资开发；提供煤炭信息咨询服务；煤气层投资开发；代收煤炭交易费；煤炭批发、经营
2	山西国际电力集团有限公司	100.00	600000	电力投资、建设和生产经营
3	晋能环保工程有限公司	100.00	5000	非金属废料和碎屑加工处理
4	晋能（天津）融资租赁有限公司	100.00	50000	融资租赁
5	晋能广灵农业开发有限公司	100.00	200	蔬菜加工
6	晋能九牛广灵农业开发有限公司	100.00	2000	种植销售花卉、牧草、农作物；销售不再分装的农作物种子、化肥、农膜、化工产品等
7	晋能山西石楼农业开发有限公司	100.00	1000	其他农业
8	晋能大同县农业开发有限公司	95.24	2000	蔬菜、黄花种植、收购、加工、销售等
9	朔州东方长宏能源发展有限公司	51.00	60000	铁路货物运输

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	247.34	296.32	261.21	235.58
资产总额(亿元)	2488.48	2621.11	2686.67	2694.61
所有者权益合计(亿元)	536.22	552.68	607.82	621.57
短期债务(亿元)	595.12	665.59	550.29	530.85
长期债务(亿元)	977.82	1038.34	1178.43	1196.90
全部债务(亿元)	1572.94	1703.93	1728.72	1727.75
营业收入(亿元)	710.14	1029.18	1036.56	253.10
利润总额(亿元)	2.62	16.51	35.46	10.14
EBITDA(亿元)	79.41	150.60	168.40	--
经营性净现金流(亿元)	32.23	58.97	100.17	17.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.18	9.48	11.14	--
存货周转次数(次)	5.06	6.79	6.07	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.40	0.39	--
现金收入比(%)	87.03	117.95	117.11	96.01
营业利润率(%)	11.22	11.97	14.96	14.41
总资本收益率(%)	1.66	3.18	3.48	--
净资产收益率(%)	-0.73	1.32	3.03	--
长期债务资本化比率(%)	66.77	67.36	69.26	69.23
全部债务资本化比率(%)	76.37	77.21	76.83	76.46
资产负债率(%)	78.45	78.91	77.38	76.93
流动比率(%)	72.24	66.59	62.13	61.71
速动比率(%)	59.16	54.03	46.63	46.05
经营现金流动负债比(%)	3.27	5.65	10.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.96	1.53	1.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.81	11.31	10.20	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.公司发行的永续中票和长期应付款的有息部分计入公司长期债务

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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%

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

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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 4-4　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