

信用等级公告

联合[2017] 392 号

联合资信评估有限公司通过对晋能集团有限公司及其拟发行的 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

晋能集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

晋能集团有限公司
2017 年度第二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
二零一七年三月十五日



晋能集团有限公司

2017 年度第二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: 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款及补充营运资金

评级时间: 2017 年 3 月 15 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	263.93	216.35	206.69	205.13
资产总额(亿元)	1835.09	2246.60	2338.76	2400.50
所有者权益(亿元)	492.72	519.15	530.19	544.46
短期债务(亿元)	141.82	412.16	461.29	330.14
长期债务(亿元)	948.00	884.47	905.96	1023.37
全部债务(亿元)	1089.82	1296.64	1367.26	1353.51
营业收入(亿元)	2280.18	1929.63	770.26	413.16
利润总额(亿元)	22.76	6.61	2.31	1.09
EBITDA(亿元)	92.28	87.58	96.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.64	88.96	26.10	9.28
营业利润率(%)	6.64	6.53	10.53	13.38
净资产收益率(%)	1.41	0.09	-1.31	--
资产负债率(%)	73.15	76.89	77.33	77.32
全部债务资本化比率(%)	68.87	71.41	72.06	71.31
流动比率(%)	183.26	92.79	84.14	94.91
全部债务/EBITDA(倍)	11.81	14.80	14.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.27	1.27	--

注: 1、2016 年三季度财务数据未经审计; 2、长期应付款中融资租赁款未计入公司长期债务; 3、2015 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 24.75 亿元, 2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中票共计 39.58 亿元。

分析师

张 钰 张 超

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

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煤炭行业景气度持续下行、山西省煤炭公路销售体制改革对公司煤炭贸易物流业务影响大、投资收益和营业外收入等非经常性损益对利润水平影响大, 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和发电领域项目的建成投产, 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。

公司于 2016 年 6 月 7 日发布公告称, 山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司, 设立山西晋能国际能源集团有限公司, 重组进度和成效有待进一步观察。

基于对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、光伏发电等新能源项目，有利于在未来区域电力市场竞争中获取有利地位。
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，2013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，对公司煤炭贸易物流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. 投资收益和营业外收入等非经常性损益对公司利润水平影响大。
5. 公司未来投资规模较大，债务规模快速增长，债务负担重。
6. 公司于2016年6月7日发布公告称，山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司，设立山西晋能国际能源集团有限公司。联合资信将对重组事项的后续发展保持关注，并及时揭示上述事项对晋能集团及其存续债券信用水平可能带来的影响。

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 2017 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

晋能集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

晋能集团有限公司（以下简称“公司”或“晋能集团”）是经山西省人民政府批准，由省国资委和 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在原山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”）与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电集团”）的基础上合并重组成立的现代综合能源公司。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 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。¹

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 2015 年底，公司合并资产总额 2338.76 亿元，所有者权益 530.19 亿元（其中少数股东权益 130.34 亿元）；2015 年公司实现营业收入 770.26 亿元，利润总额 2.31 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 2400.50 亿元，所有者权益 544.46 亿元（其中少数股东权益 129.76 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 413.16 亿元，利润总额 1.09 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：王启瑞。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册总额为 20 亿元的中期票据，2017 年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度 10 亿元，期限 3 年。

本期中期票据募集资金将用于偿还银行借款及补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工

¹ 根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于山西省国资委对晋能集团有限公司进行单方增资的通知》（晋国资委改革函[2015] 89 号），省财政厅拨付 17 亿元对晋能集团进行单方增资，截至 2015 年 3 月底，晋能集团收到财政厅支付共计 17 亿元。2015 年 8 月，随燃气板块划转拨付国新能源 4.4 亿元，公司注册资本相应减少 4.4 亿元，晋能集团注册资本金实际增加额为 12.6 亿元。截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推力。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。

2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

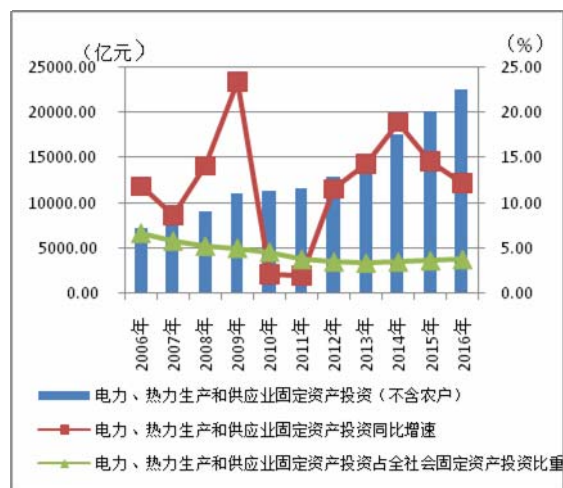
四、行业分析

(一) 电力行业

1. 发电行业运行概况

2006 年~2016 年电力行业投资规模不断扩大,但由于近年来电力项目审批放缓,在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2016 年全社会固定资产投资完成额 606466 亿元,比上年名义增长 7.91%。其中,电力、热力生产和供应业固定资产投资 22638 亿元,同比增长 12.23%,占全国城镇固定资产投资的比重为 3.73%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源:国家统计局、中电联电力工业统计快报

注:从 2011 年开始,固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元,因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比,但比上年增速是按可比口径计算的。同时,月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位,并定义为“固定资产投资(不含农户)”

2016 年,全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资 8855 亿元、同比增长 3.3%。其中,为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015~2020 年)》等文件要求,提升电网配电能力,电网公司进一步加大电网基础设施投资力度,全年完成电网投资 5426 亿元、同比增长 16.9%;电源工程建设完成投资 3429 亿元,同比下降 12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中,水电完成投资 612 亿元,火电完成投资 1174 亿元,核电完成投资 506 亿元,风电完成投资 896 亿元。

2006 年以来,全国发电装机容量持续提

升,同比增长率均保持在 8.0% 以上,清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2016 年底,全国全口径发电装机容量达到 16.5 亿千瓦,同比增长 8.2%。其中,火电装机容量 10.5 亿千瓦(含煤电 9.4 亿千瓦、气电 7008 万千瓦),占全部装机容量的 64.0%,同比增长 6.1%;水电装机容量 3.3 亿千瓦(含抽水蓄能 2669 万千瓦),占全部装机容量的 20.2%,同比增长 3.4%;核电装机容量 0.34 亿千瓦,同比增长 30.77%;并网风电装机容量 1.5 亿千瓦,同比增长 16.28%;并网太阳能发电装机容量 0.77 亿千瓦,同比增长 79.07%。清洁能源装机占比达到了 36.0%,且增幅较快。

图 2 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源:中电联电力工业统计快报

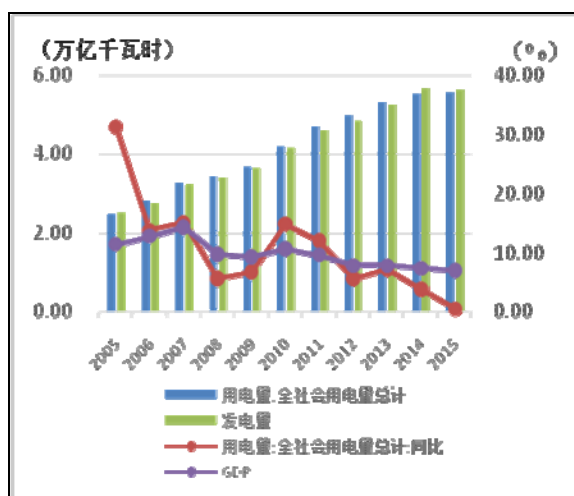
2016 年,全国全口径发电量 59897 亿千瓦时,比上年增长 5.2%。分类型看,火电发电量 42886 亿千瓦时,同比上升 2.4%,占全国发电量的 71.6%,比上年降低 1.9 个百分点;水电发电量 11807 亿千瓦时,同比下降 6.2%,占全国发电量的 19.7%,比上年提高 0.2 个百分点。

2016 年,全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降,为 3785 小时,同比降低 203 小时,是 1964 年以来最低水平。其中,火电设备平均利用小时 4165 小时,同比降低 199 小时,是 1964 年以来的最低水平;水电设备平均利用小时 3621 小时,同比增加 31 小时;核电 7042 小时,同比降低 361 小时;

风电 1742 小时，同比增加 18 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求增长趋缓，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2016 年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量 59198 亿千瓦时，同比增长 5.0%，大幅超过 2015 年全社会用电量仅 0.5% 的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量 1075 亿千瓦时，同比增长 5.3%；第二产业用电量 42108 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第三产业用电量 7961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8054 亿千瓦时，同比增长 10.8%。工业用电量 41383 亿千瓦时，同比增长 2.9%；其中，轻工业用电量 7016 亿千瓦时，同比增长 4.4%，重工业用电量 34367 亿千瓦时，同比增长 2.6%。

图3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中在发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或

资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模、提升市场份额、增强盈利能力、提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据Wind资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为372元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求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，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为589元/吨。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委

关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发【2015】9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用

电计划的实施意见》;《关于推进售电侧改革的实施意见》;《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

2016年是“十三五”开局之年,国家一方面在电力体制各个层面的政策频出,另一方面各地电改试点也全面推进。截至2016年底,中国电力体制改革试点已覆盖29个省(区、市)(含新疆生产建设兵团)。2016年3月1日,北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立,标志着中国电力市场建设迈出关键一步,此后,各地电力交易中心纷纷组建。2016年10月,国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知,标志着电力体制改革进入新层次,给售电公司进入电力交易市场给予明确规则,更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。

近年来,在国家节能调度的政策下,火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉,环保设施投入标准高时间紧,投资运营成本大幅增加;部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。同时,国家也在陆续颁布国家政策,不断加速和深化电力体制改革,未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张,中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善,电力行业由早先“硬短缺—电源短缺,发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足,电能输送受限”,电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业,具有超前发展的特点,未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速,但装机规模总体增速将有所放缓,同时电源建设将更多的侧重结构调整,火电新增装机规模将有所萎缩,核电、水电、风电等可再

生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

2016年11月,国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划(2016~2020年)》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网,重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则,明确主要目标和重点任务,是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标,供应能力方面:预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时,年均增长3.6%~4.8%,全国发电装机容量20亿千瓦,年均增长5.5%,人均装机突破1.4千瓦,人均用电量5000千瓦时左右,接近中等发达国家水平,电能占终端能源消费比重达到27%。电源结构方面:按照非化石能源消费比重达到15%的要求,到2020年,非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右,比2015年增加2.5亿千瓦左右,占比约39%,提高4个百分点,发电量占比提高到31%;气电装机增加5000万千瓦,达到1.1亿千瓦以上,占比超过5%;煤电装机力争控制在11亿千瓦以内,占比降至约55%;电网发展方面:合理布局能源富集地区外送,建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道,新增规模1.3亿千瓦,达到2.7亿千瓦左右;电网主网架进一步优化,省间联络线进一步加强,形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里,变电容量9.2亿千伏安;节能减排方面:力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

(二) 煤炭行业

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。目前中国是世界上最大的煤炭消费国,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。

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。截至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，全国原煤产量而根据国家统计局预测的2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩17.48亿吨，产能过剩明显，供求矛盾进一步扩大。2016年随着国家去产能政策的逐步推进，全年共退出煤炭产能2.9亿吨，总体上对煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

煤炭价格

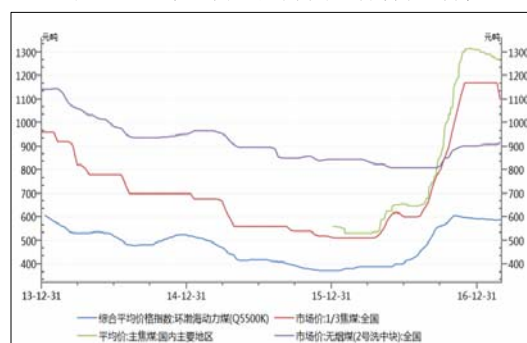
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金

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。

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。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图4 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

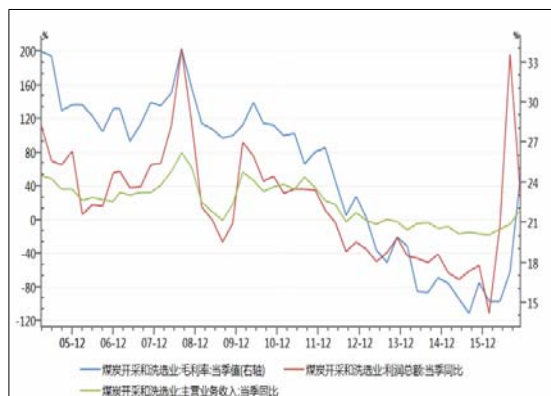
自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31

日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，上述煤炭价格分别为589元/吨、1100元/吨、1263元/吨和917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。由于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2014年二季度开始，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3季报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。

图5 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

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。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。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

自国家2015年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016年2月1日，国务院印发了《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），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016年3月21日，国家发展和改革委员会

会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补；专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

去产能政策的推行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，但去产能目前仍处于初级阶段，未来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

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，具有资金、技术、规模、产业

链优势的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。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，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，有助于行业供给将加速集中。

随着煤炭去产能的逐步推进，煤炭行业的低迷有望改善

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。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即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

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。

（二）电力行业

1. 发电行业运行概况

近年来，电力行业投资规模不断扩大，2015 年全年固定资产投资完成额（不含农户）为 551590 亿元，比上年名义增长 10%（扣除价格因素，实际增长 12%）；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 26621 亿元，增长 16.6%，增速提高 0.6 个百分点，占全国城镇固定资产投资的比重较高（4.83%）。

图 6 近年电力行业固定资产投资情况

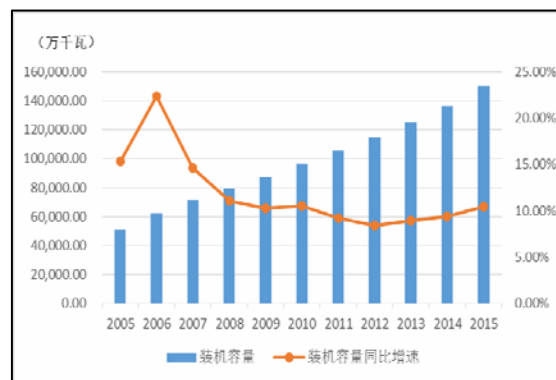


资料来源：国家统计局

2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比增长 10.98%。其中，火电完成投资 1396.29 亿元，同比增长 21.96%，所占比重为 34.13%，与上年同期相比上升 3.07 个百分

点；水电完成投资 782.46 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%，与上年同期相比下降 6.44 个百分点；风电完成投资 1158.78 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%，与上年同期相比上升 3.49 个百分点；核电完成投资 560.16 亿元，同比增长 5.15%，所占比重为 13.69%，与上年同期相比下降 0.76 个百分点。从投资增速看，风电投资高于其他电源，火电投资亦保持了较高的增长速度。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 65.87%，与上年相比有所下降。

图 7 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：Wind 资讯

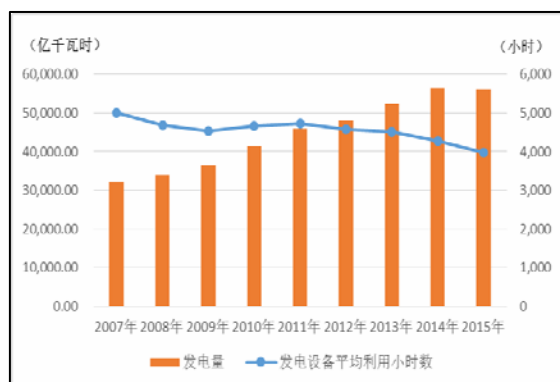
2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8% 以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国发电装机容量 150828 万千瓦，比上年末增长 10.5%。其中，火电装机容量 99021 万千瓦，增长 7.8%；水电装机容量 31937 万千瓦，增长 4.9%；核电装机容量 2608 万千瓦，增长 29.9%；并网风电装机容量 12934 万千瓦，增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 4318 万千瓦，增长 73.7%。清洁能源发电装机容量占比达到 34.35%。

2015 年，全国全口径发电量 58105.8 亿千瓦时，比上年增长 0.3%。分类型看，火电发电量 42420.4 亿千瓦时，同比下降 2.7%，占全国发电量的 73.0%，比上年降低 2.2 个百分点；水电发电量 11264.2 亿千瓦时，同比增长 19.7%，占全国发电量的 19.2%，比上年提高 5.0 个百分点；核电发电量分别为 1707.9 亿千瓦时，同比分别

增长28.9%。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时继续下降，2015 年全国发电设备平均利用小时为 3969 小时，同比降低 349 小时，是 1978 年以来的最低水平。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时，是 1978 年以来的最低水平；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比降低 48 小时；核电设备平均利用小时 7350 小时，同比下降 437 小时；风电设备平均利用小时为 1728 小时，同比下降 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图 8 近年中国发电量和设备利用小时数情况



资料来源：Wind 资讯

2015 年，随着中国经济发展进入新常态，电力消费增长减速换挡、结构不断调整，全国全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电

下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015 年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40 年来首次负增长。

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，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；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中在发电领域，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

整体来看，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，发电设备利用小时数持续下行，对电力企业带来不利影响。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。2012年以来，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场延续低迷态势，2014年8月底煤炭价格跌至当年最低，2014年8月27日环渤海动力煤价为478元/吨，截至2015年底环渤海动力煤价为372元/吨。2016年开始，煤炭价格小幅回升，截至2016年3月底，环渤海动力煤价为389元/吨。总体来看，2012年以来，煤炭市场供大于求的矛盾突出，社会库存增加，煤价下滑，进入2015年，煤价持续走低，这一趋势对缓解电力行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了火电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利

影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业

提供进一步的创利空间。2015 年 11 月 30 日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发[2015]9 号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布 6 大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，

同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

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²，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

²公司 2015 年审计报告中披露，截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

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。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、输配电及新能源板块建设方面，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 1162.50 万千瓦（包括已投产和在在建装机）。截至 2016 年 9 月底，公司已投产可控装机容量 489.99 万千瓦，在建可控装机容量 375.90 万千瓦，公司参股 11 家电厂，权益装机容量（包括在建）1162.50 万千瓦（见表 1）。公司水电和风电等新能源发电装机规模较小，仍以火力发电为主，在建、拟建项目较多且装机规模较大。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 2016 年 9 月底，公司拥有 220KV 变电站 7 座，容量 2135MVA，220KV 线路 248KM；110KV 变电站 45 座，容量 3552MVA，110KV 线路 1429KM；35KV 变电站 66 座，容量 813.02MVA，35KV 线路 1485KM。

表1 截至2016年9月底公司控股和参股电厂情况
(单位：%、万千瓦)

运营状态	企业名称	持股比例	权益装机容量	发电类型
控股 已投 产电 厂	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
	晋能长治热电有限公司	80.00	52.80	火力
	山西国峰煤电有限公司	80.00	48.00	火电
	山西国金电力有限公司	51.00	17.85	火电
	山西国锦煤电有限公司	51.00	30.60	火电
	山西天桥水电有限公司	100.00	12.80	水电

控股 在建 电厂	晋能电力集团有限公司嘉节燃气热电分公司	100.00	86.40	燃气发电
	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100.00	48.35	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100.00	25.08	太阳能
	晋能清洁能源风力发电有限责任公司	100.00	85.95	风电
	晋能清洁能源光伏发电有限责任公司	100.00	33.00	太阳能
	山西国金电力有限公司	51.00	17.85	火力
	晋能保德煤电有限公司	100.00	132.00	火力
	晋能大土河热电有限公司	51.00	35.70	火力
	晋能孝义煤电有限公司	51.00	35.70	火力
	晋能鑫磊煤电有限公司	51.00	35.70	火力
参股 电厂	国电太一发电有限责任公司	45.00	28.13	火力
	浙江浙能镇海发电有限责任公司	37.50	32.25	火力
	浙江浙能嘉兴发电有限责任公司	30.00	18.00	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	32.34	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	24.00	火力
合计		-	1162.50	-

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

根据《公司法》和《公司章程》的有关规定，公司应有董事 13 人，实存 12 人，缺位 1 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 14 人，缺位 1 人。

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。2015 年 7 月 21 日，晋能集团发布公告称，根据晋能集团 2015 年 7 月 20 日 2015 年第五次临时股东会会议作出决议：选举王启瑞、李国彪为董事。同日，晋能集团第一届董事会第二十次会议作出决议：选举王启瑞为董事长、李国彪为副董事长，聘任李国彪为总经理。截至本报告发布日，相关工商变更已经完成。

公司现任董事长王启瑞先生，男，现年 49 岁，党委书记、董事长，工学博士，教授级高级工程师。曾任准格尔煤炭工业公司黑岱沟露天煤矿总工程师、副矿长，神华胜利煤田筹备处处长，神华北电胜利能源有限公司总经理，神华准格尔能源有限责任公司总经理，神华准能资源综合开发公司总经理，神华准格尔能源集团公司总经理。

公司总会计师蔚振廷先生，男，现年 54 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。

公司员工全部来自重组的煤销集团和山西国电集团。截至 2016 年 9 月底，公司拥有

员工 98173 人。学历构成方面，专科及以上学历人员占 60.91%，专科以下学历占 39.09%；岗位构成方面，经营管理人员占 21.65%，专业技术人员占 11.67%，生产操作人员占 66.68%。

整体看，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，管理水平较高，员工结构合理，能够基本满足公司运营的需要。

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

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“《公路体制改革通知》”）。为顺利完成山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，《公路体制改革通知》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），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。截至2015年3月底，公司收到财政厅支付共计17亿元；2015年8月，随燃气板块划转拨付国新能源4.4亿元，公司注册资本相应减少4.4亿元，注册资本金实际增加额为12.6亿元。截至2016年9月底，公司注册资本金372.6亿元³。

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。截至2015年底，晋能集团已收到全部18亿元补贴资金。

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

³ 根据晋能集团2015年12月2日发布的公告，为支持晋能集团转型发展，山西省人民政府向晋能集团新增注册资本金12.60亿元。

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。

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。

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观察。

七、重大事项

1. 燃气板块无偿划转事项

2015年7月3日，晋能集团发布公告称，2015年7月2日，晋能集团有限公司收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函[2015]383号），根据《通知》安排，拟将晋能集团有限公司和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给山西国新能源发展集团有限公司（下称“国新能源”）。

本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国电持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）66%的股

权及山西煤销持有的山西压缩天然气有限公司（以下简称“山西天然气”）50%的股权及山西大元新能源有限公司（以下简称“山西大元新”）51%的股权，上述被划转三公司的资产、业务、人员将统一纳入国新能源管理体系。上述划转基准日拟定为 2015 年 5 月 31 日。

截至 2015 年 5 月 31 日，山西国电下属的山西燃气与山西煤销下属的山西天然气及山西大元新合计的合并资产总额分别为 50.92 亿元和 23.71 亿元，分别占山西国电和山西煤销合并资产总额的 6.36%和 1.56%；拟被划转公司的所有者权益分别占山西国电和山西煤销合并所有者权益的 0.85%和 1.90%；2015 年 1~5 月，山西国电下属的山西燃气的合并营业收入为 6.80 亿元，利润总额为-0.88 亿元（未经审计）；2015 年 1~5 月，山西煤销下属的山西天然气及山西大元新合计的合并营业收入为 1.96 亿元，净利润为-0.92 亿元（未经审计）。

本次股权无偿划转的同时，国新能源一次性接受因山西省煤炭焦炭公路销售体制改革，山西煤销公路煤炭管理站（含稽查电）和营业站撤销后所分流职工 38505 人中的 10000 名。山西省政府给予的财政补贴（包括资本金和人员工资保险补贴），按照 10000: 38505 分配给国新能源和晋能集团。

2015 年 8 月 25 日，山西国电发布公告称，已与国新能源正式签署《国有股权无偿划转协议》，将公司持有的山西燃气产业集团有限公司（以下简称“山西燃气”）65.79%股权无偿划转给国新能源；目前，山西燃气已办理完成工商变更登记，国新能源成为山西燃气控股股东。

2015 年 9 月 6 日，煤销集团发布公告称，煤销集团持有的山西压缩天然气集团有限公司 50%股权、山西煤炭运销集团大元新能源有限公司 51%股权无偿划转至国新能源，目前已完成股权工商变更登记。

本次股权划转事项将使公司丧失对燃气板块的控制权，其不再并入公司合并范围。由

于合并重组事项涉及的燃气板块资产、收入及利润规模占晋能集团整体比例较小，其划转事项对晋能集团综合偿债能力的影响小；同时，剥离融资需求较大的燃气产业板块业务，可减轻公司未来几年的融资压力；此外，公司剥离亏损及高负债板块，有利于集中资源发展煤炭生产和煤炭物流优势主业；随着此次股权无偿划转的推进，公司安置转岗分流人员，有利于维护职工稳定，降低人工成本。

总体看，随着燃气板块划转事项的推进，公司尚处于建设阶段的燃气产业板块将剥离，资产规模将略有下降，未来融资压力和债务负担将有所减轻。燃气板块划转事项对公司信用状况影响很小。

2. 金融类资产无偿划转事项

晋能集团于 2015 年 12 月 2 日发布公告，根据山西省人民政府办公厅《关于印发山西金融投资控股集团有限公司筹组方案的通知》（晋政办发[2015]114 号），为推进山西省地方金融企业管理体制机构改革、整合省内金融资源、健全地方金融企业法人治理结构、全面提升竞争力与服务实体经济的能力，山西省人民政府筹组成立省属金融投资控股集团有限公司，根据《通知》，晋能集团全资子公司山西国电集团持有的山西金融租赁有限公司（以下简称“山西金租”）全部股权将以直接协议无偿划转方式注入该公司。根据山西国电 2016 年 5 月 11 日发布的《关于持有山西金融租赁有限公司全部股权无偿划转的进展公告》，本次划转采取无偿划转方式，以划转基准日 2015 年 12 月 31 日经审计的账面净资产划转。经山西正裕会计师事务所审计，截至 2015 年 12 月 31 日，山西金租净资产为 57202.47 万元，占晋能集团净资产比例为 0.24%。

2016 年 5 月 10 日，山西国电与山西金控签署了国有股权无偿划转协议。2016 年 6 月 30 日，晋能集团发布《晋能集团有限公司关于所属山西金融租赁有限公司全部股权无偿划

转的进展公告》，山西金租已办理完成工商变更登记，不再纳入晋能集团合并财务报表范围。

3. 晋能集团资产重组事项

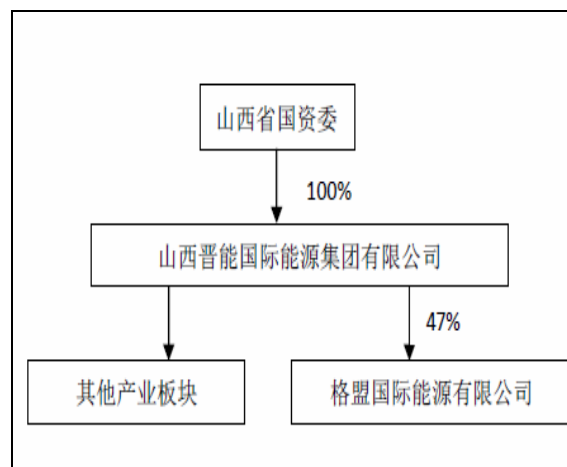
晋能集团于 2016 年 6 月 7 日发布公告，根据《山西省人民政府印发关于重组设立山西晋能国际能源集团有限公司方案的通知》（晋政函[2016]62 号）（以下简称“《重组通知》”），山西省人民政府决定重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司，设立山西晋能国际能源集团有限公司。根据《重组通知》安排，本次重组设立的方式如下：

（1）山西省 11 个设区市国资委合计持有晋能集团有限公司 35.9439% 的国有股权，无偿划转由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）持有，晋能集团变更为省国资委作为出资人的国有独资公司。2016 年 6 月 17 日，晋能集团发布《晋能集团有限公司关于股权变更事项的公告》，根据《山西省人民政府关于划转晋能集团有限公司股权的通知》（晋政函[2016]64 号），股权变更后，省国资委将持有晋能集团 100% 股权，相关产权变更、工商变更手续正在办理中。

（2）省国资委以持有晋能集团 100% 的股权、山西国际能源集团有限公司 100% 的股权出资，设立山西晋能国际能源集团有限公司。晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司全部资产、业务、人员合并重组，两户企业限期注销。鉴于本次整合重组的两户企业均为国有企业，本次整合重组可不进行资产评估，省国资委将持有晋能集团有限公司、山西国际能源集团有限公司 100% 的股权价值以 2015 年 12 月 31 日经审计的账面值作为出资依据。

（3）山西晋能国际能源集团有限公司基本框架如下：

图9 山西晋能国际能源集团有限公司基本框架图



资料来源：公司提供

截至本报告出具日，相关各方就此次资产重组事宜，正在有序开展各项工作。联合资信将持续关注晋能集团资产重组事项的进展情况，并及时揭示上述事项对晋能集团及其存续债券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六大业务板块。

受煤炭行业景气度下行和山西省煤炭公路体制改革影响，2013~2015 年公司主营业务收入年均复合下降 41.91%，2015 年实现主营业务收入 768.90 亿元，同比大幅下降 60.12%。

收入构成方面，贸易物流板块仍占主导地位，2015 年实现板块营业收入 396.06 亿元，同比大幅下降 68.54%，主要原因是公路体制改革后，公司贸易物流板块运输量大幅下降。同期，受煤炭行业景气度下行影响，公司自产原煤产销规模逐年下降，2015 年煤炭产业收入为 86.46 亿元。随着在建电力项目陆续建成投产，

公司电力板块收入规模逐年增加，2015 年电力板块实现营业收入 86.17 亿元。公司燃气板块尚处于建设初期，2015 年实现收入 8.79 亿元。近年来，得益于新能源板块在役装机规模增长和上网率的提升，整体收入规模大幅增长，2015 年实现收入 20.10 亿元。公司多元板块包含焦炭经营、多元投资及各类生产辅助产业，2015 年多元板块实现营业收入 171.32 亿元，同比大幅下降 62.83%，主要是宏观经济增速放缓导致相关板块业务量下降所致。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 年后已无焦炭经营业务。

毛利率方面，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。2013~2015 年，受煤炭行

业景气度下行影响，公司自产煤炭销售价格持续下滑，煤炭生产板块毛利率波动中有所下降。电力板块方面，受煤炭价格下行导致的发电业务盈利能力增强，以及配电板块因差价收窄压缩了盈利空间的综合影响，整体毛利率波动中有所提升。2013~2015 年，公司燃气板块毛利率波动下降；2015 年，受燃气板块在建项目投产导致折旧费增加影响，公司燃气板块毛利率大幅下降至 2.84%。同期，新能源板块得益于在役装机规模增长以及上网率的提升，整体毛利率呈增长趋势。多元板块整体盈利能力偏低但 2014 年以来呈增长趋势。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 413.15 亿元，较 2015 年同期下降 31.31%，主要是受煤炭行业景气度持续下行，公司贸易物流板块下游需求不足、煤炭生产板块产量有所控制所致；同期，公司整体毛利率较 2015 年有较大增长，主要是由于毛利率水平较高的电力和新能源板块占比增加所致。

表 2 公司分板块经营情况（单位：亿元、%）

板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭生产	131.79	5.78	38.64	105.53	5.47	36.83	86.46	11.24	37.17	67.72	16.39	35.04
贸易物流	1486.90	65.25	5.95	1259.05	65.30	3.43	396.06	51.51	5.47	219.84	53.21	9.09
电力	69.01	3.03	17.87	77.78	4.03	20.20	86.17	11.21	17.33	64.96	15.72	13.30
燃气	17.18	0.75	11.06	22.90	1.19	12.93	8.79	1.14	2.84	0.00	0.00	0.00
新能源	0.61	0.03	-39.34	1.95	0.10	23.59	20.10	2.61	28.46	16.87	4.08	29.93
多元业务	573.20	25.15	1.15	460.87	23.90	7.05	171.32	22.28	9.72	43.76	10.59	10.42
合计	2278.69	100.00	7.02	1928.08	100.00	6.94	768.90	100.00	11.88	413.15	100.00	15.00

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 2015 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，贸易物流提供了公司近年来大部分收入和现金流。受煤炭行业景气度下行和 2014 年山西省煤炭公路体制改革影响，2015 年，公司贸易物流板块实现收入

396.06 亿元，同比大幅下降 68.54%。2016 年 1~9 月，受煤炭行业持续低迷影响，煤炭贸易物流业务实现收入 219.84 亿元，占该业务 2015 年全年收入的 55.51%。公路销售体制改革后，公司全年煤炭公路贸易量和贸易收入均大幅下滑，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影响较小。

表 3 公司近年煤炭运销收入情况（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
公路	1294.04	1102.04	288.66	163.91
铁路	192.86	157.01	107.40	55.93
合计	1486.90	1259.05	396.06	219.84

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。

从公路物流上游客户来看，晋能集团现有生产矿井 51 座。外购资源主要分布在山西、陕西、内蒙等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作，预计年外购资源为 5000 万吨，其中山西地区预计外购 4000 万吨，省外（陕西、内蒙为主）预计外购 1000 万吨。

从晋能集团公路物流下游客户情况来看，2015 年，公司共为省内外 50 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：荏平信发物资、大唐国际神头发电、太原市梗阳实业、山西兆光发电、山西阳光发电、阳城国际发电、北京京能电力燃料、山东魏桥铝电、河南孟电集团热力和漳泽发电分公司等。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。

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。同时，煤炭公路销售体制改革涉及到公司 38000 转岗人员，《公路体制改革通知》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。

《公路体制改革通知》规定，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。

表 4 晋能集团 2014~2016 年 9 月公路物流板块
综合成本、售价、利润表

年份	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
贸易量（万吨）	35612.00	9622.90	6132.00
收入（亿元）	1102.04	288.66	163.91
综合平均采购成本（元/吨）	298.87	289.58	234.80
综合平均售价（元/吨）	309.46	299.97	267.30
毛利润（元/吨）	10.59	10.39	25.68
期间费用（元/吨）	10.40	22.13	24.72
利润（元/吨）	-2.20	-12.32	-10.18
总利润（亿元）	-7.83	-11.86	-6.24

资料来源：公司提供

山西省实施了公路销售体制改革后，2015 年，受国内煤炭行业景气度处于下行趋势影响，公司煤炭公路物流板块贸易量和贸易收入同比大幅下滑。2015 年，公司煤炭公路物流板块贸易量较 2014 年大幅减少 25989.10 万吨，收入同比减少 813.38 亿元，但利润下降幅度较小，为 4.03 亿元，主要是公司公路物流业务毛利率较低所致。

考虑到公司全资子公司煤销集团拥有三十年的煤炭运销经验、专业化的营销和物流队伍、先进完善的供应链信息平台以及长期建立的稳定优质客户群，在未来煤炭市场化经营中，公司仍有望保持行业领先地位。

同时，随着公司逐步深化煤炭销售体制改革，推进煤炭公路贸易物流市场化转型和政府的相关支持政策的逐步到位，公路销售体制改革对集团带来的不利影响有望逐步减小。

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。

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。

“十三五”期间，面对煤炭市场低迷，煤炭价格大幅下滑的不利局面，晋能集团进一步转变经营观念，积极寻找新的增长点，在坚持大客户战略的基础上，通过市场化贸易模式、物流服务模式、贸易融资模式、煤电一体化模式，按照供应链管理理念，积极扩大物流节点运营规模、推进点对点铁路直达运输、骨干运输能力建设，促进大型发煤站和终端大客户的战略合作，以保证煤炭贸易的平稳发展。

3. 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。

公司拟整合矿区井田规划总面积 1313 平方公里，保有储量 137 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 5 公司煤炭资源储备情况

项目	矿井数量 (座)	设计/核定产能 (亿吨/年)	保有储量 (亿吨)
合计	165	1.5	137

资料来源：公司提供

注：公司整合 448 座矿井，“打包”后保留 165 座矿井。

表 6 公司煤炭经营情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
煤炭 生产	价格（元/吨）	373.55	250.21	193.65	200.06
	产量（万吨）	6027	7031	7036	4595
	销量（万吨）	3528.00	4217.70	4464.73	3385.00
	收入（亿元）	131.79	105.53	86.46	67.72

资料来源：公司提供

2013~2015 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 6027 万吨、7031 万吨和 7036 万吨。2016 年 1~9 月，公司原煤产量为 4595 万吨，较 2015 年同期基本持平。2013 年~2015 年，受下游客户需求缩减和煤价持续处于低位影响，公司煤炭生产收入逐年下降，分别为 131.79 亿元、105.53 亿元和 86.46 亿元；同期，公司加强煤矿经营管理，采取提质降本增效系列措施，煤炭生产毛利率基本保持稳定，三年分别为 38.64%、36.83% 和 37.17%。2016 年 1~9 月，煤炭生产板块实现收入 67.72 亿元，毛利率为 35.04%。

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。公司煤炭生产板块为公司贸易物

流板块的上游。客户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、化工等行业客户，包括华能国际电力公司、国电集团、大唐集团、华电集团、宝钢、首钢等国内知名大型电力企业和钢铁企业。

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。但受煤炭行业景气下行影响，公司自产煤炭销售价格呈下滑趋势，煤炭产业板块收入呈逐年递减趋势。

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综采机械化程度持续上升，截至 2016 年 9 月底，以上两项指标分别为 100% 和 99%。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

（1）火电板块生产销售

公司的发电业务涉及火电、水电、风电、光伏发电及生物发电。截至 2016 年 9 月底，公司运营的控股和参股电厂权益装机容量（包括在建）1162.50 万千瓦，其中，已投产可控装机容量 489.99 万千瓦，在建可控装机容量 375.90 万千瓦。

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”）、晋能长治热电有限公司（以下简称“晋能长治”）、山西国峰煤电有限公

司（以下简称“国峰煤电”）、山西国金电力有限公司（以下简称“国金电力”）和山西国锦煤电有限公司（以下简称“国锦煤电”）。

表 7 阳光发电经营指标

指 标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
装机容量	120.00	120.00	128.00	128.00
发电量（亿千瓦时）	58.59	56.19	50.56	29.58
上网电量（亿千瓦时）	53.99	51.79	46.58	27.47
售电收入（亿元）	19.19	18.01	15.63	7.85
平均上网电价（元/千千瓦时）（含税）	404.5	365.2	372.37	314.71
发电设备平均利用小时（时）	4882	4531	3950	2311
供电标准煤耗（克/千瓦时）	336	334	315	324
综合厂用电率（%）	7.85	7.83	7.87	7.12
等效可用系数（%）	90.82	91.94	89.80	88.73

资料来源：公司提供

近三年，受经济增长放缓导致山西省社会用电需求不足影响，阳光发电发电量持续下降。2015年，阳光发电全年发电量50.56亿千瓦时，同比下降10.02%，同期，上网电量46.58亿千瓦时，上网比重为92.13%。发电设备平均利用小时数同比也出现下滑，2015年阳光发电发电设备平均利用小时数3950小时，同比减少581小时。

从上网电价看，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕3105号）精神，山西省物价局2016年1月5日发布《山西省物价局关于降低我省燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（晋价商字〔2016〕3号），《通知》规定，自2016年1月1日起，山西省燃煤发电机组上网电价降低每千瓦时3.33分钱（含税），一般工商业用电（含中小化肥用电）价格标准降低每千瓦时6.09分钱。下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除支持燃煤电厂超低排放改造和可再生能源发展，并设立工业企业结构调整专项资金外，主要用于下调一般工商业用电价格，减轻中小微企业负担。

受此影响，2016年1~9月，阳光发电发电量29.58亿千瓦时，上网电量27.47亿千瓦时，实现售电收入7.85亿元，阳光发电平均上网电价降至314.71元/千千瓦时（含税）。火电上网电价的持续下调一定程度上压缩了公司的盈利空间，增加了运营压力。

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。

2015年，耀光煤电发电量为14.96亿千瓦时，同比下降16.80%；发电设备年平均利用小时数3740小时，同比下降757小时；标准煤耗为398克/千瓦时。从上网情况来看，2015年，耀光煤电上网电量8.15亿千瓦时，上网比重87.97%；上网电价为345.70元/千千瓦时（含税），实现售电收入3.99亿。2016年1~9月，耀光煤电发电量8.15亿千瓦时，上网电量7.18亿千瓦时，实现售电收入2.12亿元。

晋能长治于2013年11月被公司收购80%股权，系大型热电联产企业。一期工程建设2×300MW级国产亚临界直接空冷采暖供热机组已实现双投。同时晋能长治也是长治市集中供热的主要热源点。截至2016年9月底，晋能长治装机容量66万千瓦。

2015年，晋能长治发电量为26.70亿千瓦时，发电设备年平均利用小时数4046小时，上网电量24.43亿千瓦时，上网电价为302.08元/千千瓦时（含税），实现售电收入8.61亿元。2016年1~9月，晋能长治热电发电量16.71亿千瓦时，上网电量15.19亿千瓦时，实现售电收入4.89亿元。

(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下跌对阳光发电电煤采购价格影响相对滞后。2015年，阳光发电采购燃煤219.28万吨，平均采购价格为310.67元/吨（含税）。

表8 阳光发电燃煤采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	279.85	218.86	219.28	130.00
采购单价（元/吨，含税）	499.16	384.95	310.67	300.00

资料来源：公司提供

耀光煤电方面，该电厂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。2015年，耀光煤电采购煤矸石127.05万吨，平均采购价格为108.83元/吨（含税）。

表9 耀光煤电煤矸石采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	149.95	156.51	127.05	61.00
采购均价（元/吨，含税）	206.15	166.27	108.83	94.50

资料来源：公司提供

注：耀光煤电主要采购煤矸石发电

2015年，晋能长治采购电煤139.20万吨，平均采购价格为234.77元/吨。

表10 晋能长治燃煤采购数据

项 目	2013年	2014年	2015年	16年1~9月
采购量（万吨）	172.11	190.59	139.20	87.13
采购单价（元/吨，含税）	405.35	318.40	234.77	215.65

资料来源：公司提供

由于公司火力发电的主要燃煤供应商是

山西煤炭运销集团阳泉有限公司及山西煤炭运销集团平遥有限公司，得益于2013年8月山西国电与煤销集团重组，煤电一体化逐步推进，公司电煤采购的稳定性有所增强、中间成本有所降低，公司火力发电业务的盈利能力及竞争力得到了提高。

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统一管理，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，下辖变电站、变电总容量和所辖配电企业售电量均保持较快增长，呈现出良好的发展态势。山西地方电力有限公司于2011年6月成为通宝能源的全资子公司，主要从山西省电力公司采购电能，通过电网配送并销售给下游终端客户，电力采购价格及销售价格均由物价部门确定，公司获取购销差价。

截至2016年9月底，公司拥有220KV变电站7座，容量2135MVA，220KV线路248KM；110KV变电站45座，容量3552MVA，110KV线路1429KM；35KV变电站66座，容量813.02MVA，35KV线路1485KM。

2015年，公司实现配电收入⁴37.83亿元，同比下降4.54%，主要系宏观经济不景气导致供电区域社会用电量下降所致；2015年售电业务实现毛利率16.81%，较2014年下降4.57个百分点，主要原因是平均售电价格下降压缩了售电业务的盈利空间，以及固定资产折旧增加导致生产成本增加；同期，公司配电设施完成投资5.73亿元，主要用于对低压线路的改造、综合调度自动化、营销自动化系统等。

总体看，公司配电业务整体经营基本稳定，盈利能力较强。

表11 公司配电业务经营数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
配电量（亿千瓦时）	71.62	68.46	68.61	59.91

⁴ 该配电收入以不含税电价计量。

平均售电价（元/千千瓦时）（含税）	670.96	671.48	647.40	611.31
配电设施完成投资（亿元）	5.98	8.11	5.73	2.51
变电站个数	107	115	115	118
线路长度（公里）	14233	15896	15896	14696
变电总容（万千伏安）	534	609	609	650

资料来源：公司提供

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%；2015 年，受燃气板块整体无偿划转影响，公司燃气板块实现收入 8.79 亿元，受燃气板块在建项目投产导致折旧费增加影响，燃气板块毛利率降至 2.84%。

根据《关于国新能源与晋能集团燃气产业板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函[2015]383 号）安排，晋能集团有限公司和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给国新能源。本次股权划转事项已于 2015 年 8 月 25 日完成，晋能集团丧失对燃气板块的控制权，其不再并入公司合并范围，可能对公司的多元化业务发展产生一定影响。但由于合并重组事项涉及的燃气板块资产、收入及利润规模占公司整体比例较小，其划转事项对晋能集团的综合偿债能力的影响小；同时，剥离融资需求较大的燃气产业板块业务，可减轻公司未来几年的融资压力。

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。

2014 年以前，公司新能源板块在役装机小、上网率不高、利用小时数少，自 2014 年开始，公司新能源板块装机容量和上网率大幅提升，带动营业收入及毛利率大幅上升。

风电方面，截至 2016 年 9 月底，公司已投产风电 48.35 万千瓦，在建装机 85.95 万千瓦。2015 年，风电完成发电量 4.95 亿千瓦时，上网电量 4.95 亿千瓦时，实现收入 2.65 亿元。2016 年 1~9 月，风电完成发电量 5.21 亿千瓦时，上网电量 5.13 亿千瓦时，实现收入 2.73 亿元。

光伏方面，截至 2016 年 9 月底，公司已投产光伏发电装机 25.08 万千瓦，在建装机 33 万千瓦。2015 年，光伏完成发电量 1.54 亿千瓦时，上网电量 1.49 亿千瓦时，实现收入 1.10 亿元。2016 年 1~9 月，公司光伏发电业务发电量 1.33 亿千瓦时，上网电量 1.28 亿千瓦时，光伏发电实现收入 0.94 亿元。

总体上，新能源业务拓展了公司发电业务的电源种类，有助于提升整体抗风险能力。

7. 多元产业板块

公司多元板块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和山西晋能装备产业有限公司等企业。

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。2015 年，多元板块实现收入 171.32 亿元，其中，贸易板块、房地产和装备产业收入占整个多元板块 90%以上。房地产板块实现较大盈利。2016 年 1~9 月，受宏观经济下行影响，公司多元板块仅实现收入 43.76 亿元，占 2015 年全年多元板块收入的 25.54%。

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。

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

8. 经营效率

2013~2015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均不断下降，上述指标三年平均值分别为12.86次、12.40

次和0.71次，2015年分别为6.71次、6.03次和0.34次。2013~2015年，受营业收入和营业成本同比大幅下降影响，公司整体运营效率有所降低。

9. 在建工程

公司在建工程主要集中在电力、清洁能源和多元板块等方面。截至2016年底，公司主要在建项目132个，概算总投资744.63亿元，截至2016年底已完成投资276.19亿元，2017年计划投资107.32亿元。公司后续所需投资资金规模较大，预计公司对外融资需求将继续扩大。

表12 公司截至2016年底投资计划汇总表（单位：亿元）

序号	板块和产业分类		计划项目数量	计划建设规模	概算总投资	2016年底已完成投资	2017年计划投资	资金来源
1	煤炭板块	煤矿建设项目	28	2505万吨	160.30	101.55	18.37	自筹+贷款
		洗煤建设项目	3	630万吨	5.64	1.24	4.40	自筹+贷款
		小计	31	3135万吨	165.94	102.79	22.77	--
2	电力板块	发电项目	11	--	223.62	73.95	48.23	自筹+贷款
		小计	11	--	223.62	27.06	25.00	--
3	清洁能源板块	风电项目	11	1300MW	103.12	15.08	21.97	自筹+贷款
		光电项目	8	998MW	61.40	11.53	18.10	自筹+贷款
		小计	19	--	164.52	26.61	40.07	--
4	物流贸易板块	物流建设项目	1	--	0.61	0.37	--	自筹
5	多元板块	房地产项目	7	--	188.14	119.24	18.48	自筹+贷款
6	单列计划	其他	2	--	1.80	0.12	1.00	自筹
合计	--	--	132	--	744.63	276.19	107.32	--

资料来源：公司提供

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。

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。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、新能源及多元板块五大板块。总体看，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

公司提供的2013~2015年审计报告经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的2016年前三季度财务报表未经审计。

截至2015年底，公司合并资产总额2338.76亿元，所有者权益530.19亿元（其中少数股东权益130.34亿元）；2015年公司实现营业收入770.26亿元，利润总额2.31亿元。

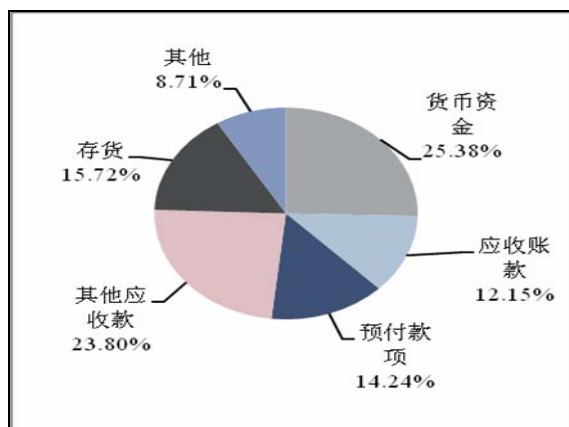
截至2016年9月底，公司合并资产总额2400.50亿元，所有者权益544.46亿元（其中少数股东权益129.76亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入413.16亿元，利润总额1.09亿元。

2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额稳步增长，年复合增长率12.89%。截至2015年底，公司资产总额2338.76亿元，同比增长4.10%，其中，流动资产占比31.13%，非流动资产占比68.87%，公司资产以非流动资产为主。

2013~2015年公司流动资产年均复合增长6.23%，主要是应收账款和其他应收款增长所致。截至2015年底，公司流动资产727.97亿元，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10 公司2015年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金规模有所下降，年均复合下降9.75%。截至2015年底，公司货币资金184.79亿元，其中现金及银行存款占比84.67%，其他货币资金占比15.33%。

2013~2015年，公司应收票据年均复合下降23.07%，截至2015年底，公司应收票据合计21.90亿元，全部为银行承兑汇票，规模较2014年底减少39.34%，主要是由于公司减少了银行承兑汇票结算比例。

2013~2015年，公司应收账款快速增长。截至2015年底，公司应收账款账面余额为103.42亿元。公司应收账款中101.63亿元采用账龄分析法计提坏账准备，1年以内的占比46.28%，1~2年的占比21.99%，公司应收账款综合账龄较短。公司计提坏账准备14.96亿元，计提比例为14.47%，计提较为充分。

2013~2015年，公司预付款项年均复合下降4.08%，截至2015年底为103.63亿元。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。

2013~2015年，公司其他应收款波动中有所增长。截至2015年底，公司其他应收款账面余额为193.83亿元，其中，0.60亿元采用个别认定法计提坏账准备，192.99亿元采用账龄分析法计提坏账准备。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57.38%，1~2年的占比20.20%；2015年公司其他应收款共计提坏账准备为20.60亿元，计提比例10.63%，坏账计提较为充分。2014年其他应收款大幅增长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上市公司直接支付，视同借款方式，并未形成实质性投资，因此计入其他应收款。

2013~2015年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为2.82%。截至2015年底，公司存货余额114.46亿元，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

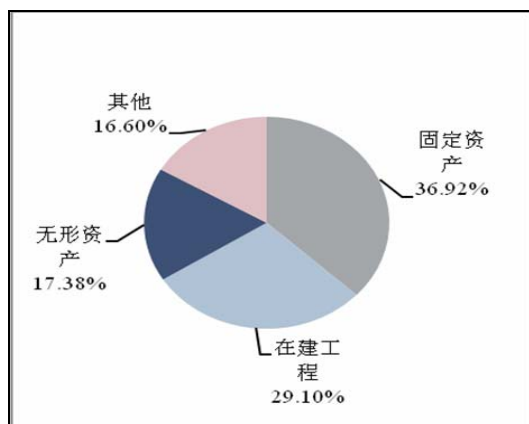
较低。2013年以来公司存货保持在较大规模，主要是公司为适应贸易量快速增长，加大了煤炭物流配送业务建设力度，煤储规模大幅增长，带动公司存货水平保持较大规模所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动资产11.92元，主要是电力板块一年内到期的长期应收款和一年内到期的委托贷款。

2013~2015年公司非流动资产快速增长，年均复合增长16.34%，主要是固定资产和在建工程增加所致。截至2015年底，公司非流动资产1610.79亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

2013~2015年，公司长期股权投资波动中有所下降，年均复合下降18.79%，截至2015年底，公司长期股权投资55.35亿元，主要是对山西能投国际物流张台有限公司、中航国际汽车展销有限公司、陵川德日升热源有限公司、沁水县峪煌煤焦化有限公司和山西中鼎铁路货运物流有限公司等企业的投资。

图 11 公司 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年均复合增长率为19.91%。截至2015年底，公司固定资产账面原值850.99亿元，累计折旧合计255.03亿元，占固定资产账面价值29.97%，固定资产减值准备1.23亿元，截至2015年底，公司固定资产账面价值为594.73亿元。

2013~2015年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长率为18.09%。截至2015年

底，公司在建工程468.75亿元，同比小幅下降1.79%。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。

2013~2015年，公司无形资产不断增长，年均复合增长率为10.37%。截至2015年底，公司无形资产279.99亿元，同比增长9.07%，主要得益于采矿权的增加。

截至2016年9月底，公司合并资产总额为2400.50亿元，较2015年底增加了2.64%，其中流动资产占29.60%，非流动资产占70.40%，资产构成较2015年底基本保持稳定。截至2016年9月底，公司流动资产710.58亿元，较2015年底下降2.93%，主要原因是货币资金、预付账款和其他流动资产下降。同期，公司非流动资产1689.93亿元，较2015年底增加4.91%，主要源于在建工程、无形资产和长期待摊费用增加。

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；公司流动资产中，其他应收款、应收账款和存货占比较大，资产流动性一般；同时，公司原煤采购预付款项规模较大，造成一定资金占用。总体看，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

2013~2015年公司所有者权益呈稳步上升趋势，年均复合增长3.73%。截至2015年底，公司所有者权益合计为530.19亿元（含少数股东权益130.34亿元）；公司归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占93.19%）、其他综合收益（占7.44%）、盈余公积（占0.32%）、专项储备（占3.96%）、其他权益工具（占6.19%）和未分配利润（占-11.10%）构成。公司2014年末分配利润较2013年大幅下降138.35亿元，主要是未分配利润弥补因增资导致的资本

公积不足所致⁵。截至 2015 年底，公司所有者权益为 530.19 亿元，较 2014 年底增长 4.10%，其中，公司实收资本增加 12.6 亿元，为山西省人民政府为支持晋能集团转型发展，向晋能集团注入的资本金⁶；同期，公司其他权益工具新增 24.75 亿元，为公司 2015 年 9 月发行的额度为 25 亿元的 2015 年第二期中票（“15 晋能 MTN003”，其性质为权益性永续债券）。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 544.46 亿元，较 2015 年底增长 2.69%，主要是公司发行权益性永续债券（“16 晋能 MTN001” 5 亿元和“16 晋能《MTN002》” 10 亿元）导致其他权益工具增长所致。公司所有者权益构成较 2015 年底变化不大。

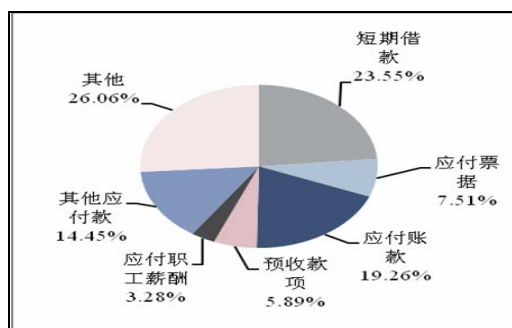
总体看，公司所有者权益稳定增长，但未分配利润持续为负、少数股东权益占比较大，一定程度上影响了公司所有者权益的稳定性。

负债

2013~2015 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 16.07%，公司负债增长主要来自于长期应付款和应付债券的增长。截至 2015 年底，公司负债总额为 1808.56 亿元，其中流动负债占 47.84%，非流动负债占 52.16%。

2013~2015 年公司流动负债快速增长，年均复合增长 56.78%，主要来自一年内到期的非流动负债、应付账款以及其他应付款的增长。

图 12 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长 29.12%。截至 2015 年底为 203.71 亿元，同比大幅增长 64.51%。2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 60.06%。公司应付账款规模较大，主要原因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、材料款等增长所致；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。

2013~2015 年，公司预收账款呈波动增长趋势，年均复合增长 10.01%。截至 2015 年底，公司预收账款 50.98 亿元，同比下降 16.76%，主要是煤炭贸易业务量下降导致煤炭客户预付定金减少所致。

2013~2015 年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 40.89%。截至 2015 年底，公司其他应付款 124.99 亿元，同比增长 21.33%。公司其他应付款主要是煤炭资源整合中未付的资源价款和采矿权价款。

2013~2015 年，公司非流动负债有所波动，年复合下降 2.40%。截至 2015 年底，公司非流动负债 943.40 亿元，较 2014 年底基本保持稳定。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 39.28%）和应付债券（占 40.53%）构成，包括“12 晋煤运债” 25 亿元、“13 晋煤运债” 25 亿元、“12 晋国电 MTN1” 5 亿元、“12 晋国电债” 20 亿元、“15 晋能 MTN001” 35 亿元以及“15 晋能 MTN002” 15 亿元等。

2013~2015 年，公司长期应付款不断增长，年均复合增长 63.15%。截至 2015 年底，公司长期应付款为 165.12 亿元，较 2014 年底大幅增长 76.10%，主要系新增应付泰康资产管理有限责任公司长期应付款 30 亿元，以及长期应付融资费用 12.16 亿元所致。

截至 2016 年 9 月底，公司负债规模为 1856.04 亿元，较 2015 年底增长 2.63%。其中，公司流动负债合计 748.70 亿元，较 2015 年底下降 13.46%，主要是一年内到期的非流动负债减

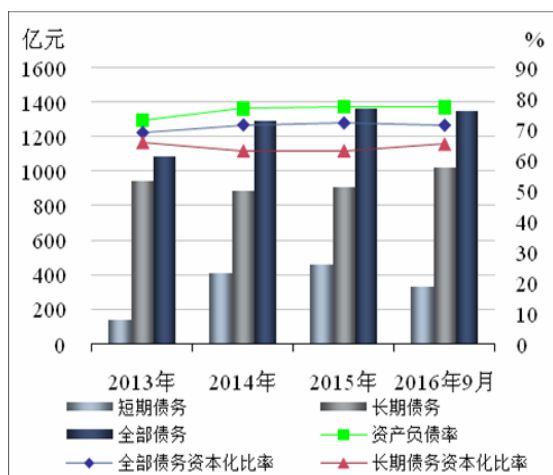
⁵ 晋能有限责任公司 2014 年第一次股东会议决议通过资本公积转增资本的决议，增资后公司注册资本增加至 360 亿元。

⁶ 截至 2015 年 3 月底，公司收到财政厅支付共计 17 亿元；2015 年 8 月，随燃气板块划转拨付国新能源 4.4 亿元。

少所致。同期，公司非流动负债合计1107.34亿元，较2015年底增长17.38%，主要是长期借款、应付债券和长期应付款增加所致，其中公司长期应付款为185.79亿元，较2015年底增长12.52%，主要构成为融资租赁款。

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。2013~2015年公司全部债务规模年均复合增长9.36%，2015年底合计1367.26亿元，其中，长期债务占全部债务比例为66.26%，与公司长期投资规划匹配度较好。截至2016年9月底，公司债务规模较2015年底略有下降，为1353.51亿元，其中长期债务占75.61%，短期债务占24.39%，公司长期债务占比进一步提升。

图 13 公司近年债务负担情况



资料来源：公司财务报表

近年公司债务负担随着债务规模的快速增长而有所上升。2013~2015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76.36%和71.22%，2015年底分别为77.33%和72.06%；同期，公司长期债务资本化比率波动下降，近三年均值及2015年分别为63.61%和63.08%。截至2016年9月底，上述三项指标分别为77.32%、71.31%和65.27%。考虑到公司发行的权益性永续中票共计39.58亿元，若将永续债券计入负债，公司2016年9月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债

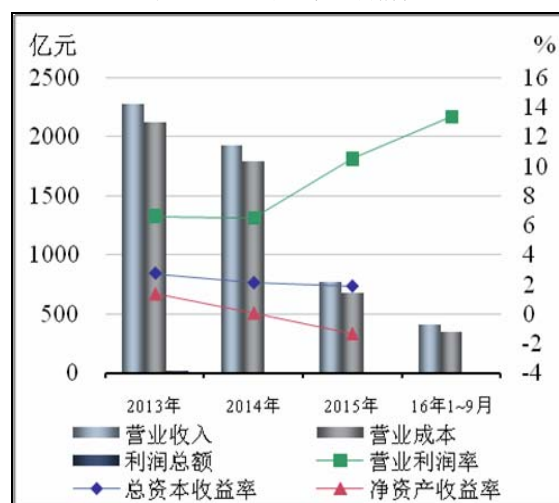
务资本化比率分别为78.97%、73.40%和67.80%。

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，公司长短期负债快速增长，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

2013~2015年，公司营业收入快速下降，年均复合下降41.88%；利润总额呈不断下降趋势，年均复合下降68.15%，主要是由于公司在煤炭行业持续低迷导致公司下游客户的需求大量缩减，且煤炭公路体制改革大幅压缩了公司煤炭贸易物流业务量所致。

图 14 公司近年盈利情况



资料来源：公司财务报表

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8.55%，2015年为10.53%，同比增加4.00个百分点，主要是毛利率较低的贸易物流板块的收入占比受煤炭公路体制改革大幅缩减所致。2013~2015年公司期间费用率分别为6.01%、7.29%和14.86%，2015年，公司财务费用同比增长17.46%，但销售费用和管理费用同比分别下降41.69%和27.73%。2015年，公

司期间费用合计 114.21 亿元，期间费用率为 14.86%。总体看，公司费用控制能力总体上保持较好水平。

2013~2015 年公司投资收益呈增长趋势，年均复合增长 28.16%，分别为 11.41 亿元、15.17 亿元和 18.73 亿元，主要是由于长期股权投资收益增长所致。

2013~2015 年，受煤炭行业景气下行以及煤炭公路体制改革影响，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 22.76 亿元、6.61 亿元和 2.31 亿元。2016 年 1~9 月，受煤炭价格继续下行对煤炭相关产业的不利影响，公司仅实现利润总额 1.09 亿元。2013~2015 年，总资本收益率和净资产收益率均呈下滑趋势，2015 年分别为 1.86%和-1.31%，低于近三年均值 2.11%和-0.35%。

2016 年 1~9 月，受宏观经济增速放缓和煤炭行业景气度下行影响，公司实现营业收入 413.16 亿元，较 2015 年同期下降 31.31%。同期，公司营业利润率提升至 13.38%，主要是由于毛利率水平较高的电力和新能源板块占比增加所致。2016 年 1~9 月，公司期间费用率升至 16.49%，投资收益为 4.53 亿元，较 2015 年同期有所下降，主要是由于公司减持股票减少所致。

综合来看，受煤炭行业持续下行以及煤炭公路体制改革影响，近年来公司营业收入快速下降；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；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。公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合下降 38.25%。2015 年公司经营活动产生的现金流入量为 1097.43 亿元，同比大幅下降 54.70%，主

要是受煤炭行业持续低迷和煤炭公路体制改革影响，公司煤炭贸易物流收入大幅下降所致，其中收到其他与经营活动相关的现金为 394.29 亿元，主要为公司煤炭业务往来款及保证金。2013~2015 年公司现金收入比呈波动增长趋势，三年均值为 85.82%，2015 年为 91.24%，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受收到及支付其他与经营活动有关现金影响较大，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 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。2013~2015 年经营活动产生的现金流量净额分别为-27.64 亿元、88.96 亿元和 26.10 亿元。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量年均复合下降 9.92%；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保持较大规模；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-112.67 亿元、-158.34 亿元和-103.50 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-140.31 亿元、-69.38 亿元和-77.39 亿元，公司外部筹资需求有所波动，但整体保持在较大规模。

2013~2015 年，公司筹资活动现金流入规模波动中有所增长，分别为 525.18 亿元、321.57 亿元和 622.56 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 140.01 亿元、30.27 亿元和 84.34 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 870.71 亿元，经营活动现金流量净额为 9.28

亿元，公司现金收入比为94.11%。2016年1~9月，公司投资活动现金流量依然表现为净流出，净流出金额为36.25亿元。资金流出主要由构建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2016年1~9月，公司筹资活动现金流入量为727.43亿元，主要为银行借款467.30亿元和其他与筹资活动有关的现金258.25亿元，筹资活动现金净流量为18.07亿元。

整体看，近年来，受煤炭行业下行和煤炭公路体制改革影响，公司经营活动现金流入和流出规模均大幅下降，经营活动产生的现金流量净额下降幅度大；公司经营活动获现能力正常；公司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，2013~2015年公司流动比率、速动比率持续下降，三年平均值为106.56%和89.58%，2015年底公司两项指标分别为84.14%和70.91%。2016年9月底，两项指标分别为94.91%和78.06%。近三年，公司经营现金流动负债比均值为3.33%，2015年为3.02%。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力尚可，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，2013~2015年，公司EBITDA波动中有所增长，分别为92.28亿元、87.58亿元和96.28亿元。EBITDA利息保护倍数分别为1.70倍、1.27倍和1.27倍；全部债务/EBITDA保护倍数三年分别为11.81倍、14.80倍和14.20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2016年9月底，公司合并口径无对外担保。

截至2016年9月底，晋能集团共获各银

行授信额度1892.91亿元，尚未使用额度1201.98亿元。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2017年1月3日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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10亿元，占2016年9月底公司长期债务及全部债务余额比例分别为0.98%和0.74%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

截至2016年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为77.32%、71.31%和65.27%，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77.41%、71.46%和65.49%，公司债务负担将有所上升。考虑到公司已发行的20亿元2017年第一期中期票据，以两期中期票据合计额度30亿元为基础进行测算，两期中期票据发行后，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将分别上升至77.60%、71.76%和65.93%。

考虑到公司本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，公司实际债务比率将小

于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年, 公司 EBITDA 分别为 92.28 亿元、87.58 亿元和 96.28 亿元, 分别为本期中期票据的 9.23 倍、8.76 倍和 9.63 倍。2013~2015 年, 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 213.71 倍、242.28 倍和 109.74 倍; 同期, 公司经营活动现金净流量为本期中期票据的保障倍数分别为 -2.76 倍、8.90 倍和 2.61 倍。

考虑到公司已发行的 20 亿元 2017 年第一期中期票据, 若两期中期票据相继发行, 未来存在一定集中偿付风险。以两期中期票据合计额度 30 亿元为基础进行测算, 2013~2015 年, 公司 EBITDA 分别两期中期票据的 3.08 倍、2.92 倍和 3.21 倍; 同期, 公司经营活动现金流入量分别为两期中期票据的 71.24 倍、80.76 倍和 36.58 倍; 经营活动现金流量净额分别为两期中期票据的 -0.92 倍、2.97 倍和 0.87 倍。

总体看, 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。

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观察; 煤炭行业景气度下行压力加大, 对公司盈利能力造成

一定影响; 公司燃气板块和金融类资产相继无偿划转, 对公司多元化经营造成一定影响; 山西省人民政府拟重组整合晋能集团有限公司与山西国际能源集团有限公司, 重组成效有待观察。

未来随着自有煤炭产能的逐步释放、发电业务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; 受煤炭行业景气下行和煤炭公路体制改革影响, 公司煤炭物流贸易业务量大幅下降, 公司营业收入规模和盈利能力有所减弱; 公司在建项目投资规模大, 对外部融资存在一定依赖性。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。

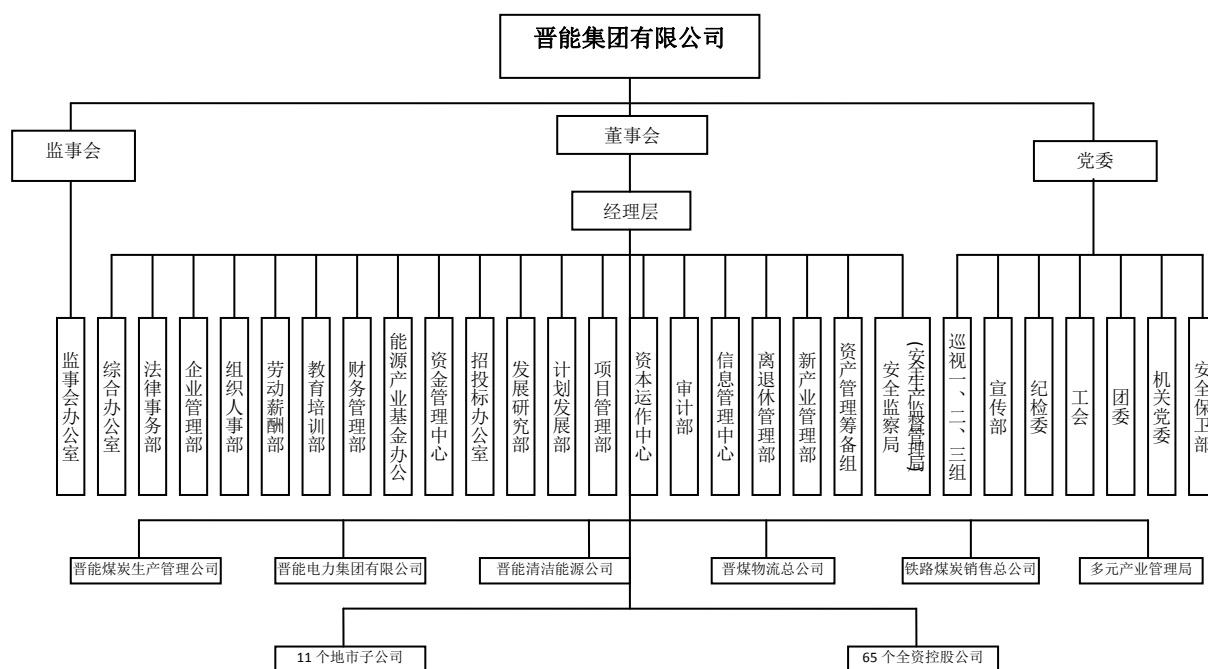
基于公司主体长期信用水平及其对本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构⁷

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%

⁷公司 2015 年审计报告中披露，截至 2015 年底，公司实收资本 372.60 亿元，山西省国资委持有公司 65.27% 股权，截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	263.93	216.35	206.69	205.13
资产总额(亿元)	1835.09	2246.60	2338.76	2400.50
所有者权益(亿元)	492.72	519.15	530.19	544.46
短期债务(亿元)	141.82	412.16	461.29	330.14
长期债务(亿元)	948.00	884.48	905.96	1023.37
全部债务(亿元)	1089.82	1296.64	1367.26	1353.51
营业收入(亿元)	2280.18	1929.63	770.26	413.16
利润总额(亿元)	22.76	6.61	2.31	1.09
EBITDA(亿元)	92.28	87.58	96.28	--
经营性净现金流(亿元)	-27.64	88.96	26.10	9.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.74	17.87	6.71	--
存货周转次数(次)	22.30	16.42	6.03	--
总资产周转次数(次)	1.31	0.95	0.34	--
现金收入比(%)	80.85	80.11	91.24	94.11
营业利润率(%)	6.64	6.53	10.53	13.38
总资本收益率(%)	2.74	2.10	1.86	--
净资产收益率(%)	1.41	0.09	-1.31	--
长期债务资本化比率(%)	65.80	63.01	63.08	65.27
全部债务资本化比率(%)	68.87	71.41	72.06	71.31
资产负债率(%)	73.15	76.89	77.33	77.32
流动比率(%)	183.26	92.79	84.14	94.91
速动比率(%)	152.50	78.75	70.91	78.06
经营现金流动负债比(%)	-7.85	11.31	3.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	1.27	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.81	14.80	14.20	--

注：1、2016 年三季度财务数据未经审计；2、长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务；3、2015 年底所有者权益包含公司发行的永续中票 24.75 亿元，2016 年 9 月底所有者权益包含公司发行的永续中票共计 39.58 亿元。

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 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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 晋能集团有限公司 2017 年度第二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。

