

信用等级公告

联合〔2019〕1193号

联合资信评估有限公司通过对山西漳泽电力股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估,确定山西漳泽电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十日

评级业务专用章

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>

山西漳泽电力股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 6 月 10 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产 (亿元)	65.49	45.60	43.02	26.91
资产总额 (亿元)	486.49	484.08	503.89	501.47
所有者权益合计 (亿元)	111.29	80.15	80.64	80.72
短期债务 (亿元)	128.26	135.36	169.24	159.28
长期债务 (亿元)	179.41	194.90	172.03	172.19
全部债务 (亿元)	307.67	330.26	341.26	331.48
营业收入 (亿元)	88.40	95.20	112.30	29.72
利润总额 (亿元)	3.32	-19.85	0.25	0.09
EBITDA (亿元)	34.44	8.52	32.28	--
经营性净现金流 (亿元)	15.54	11.58	20.18	8.65
营业利润率 (%)	14.01	-8.90	4.41	15.51
净资产收益率 (%)	1.06	-25.44	0.61	--
资产负债率 (%)	77.12	83.44	84.00	83.90
全部债务资本化比率 (%)	73.44	80.47	80.89	80.42
流动比率 (%)	65.52	58.16	56.40	52.65
经营现金流动负债比 (%)	8.12	5.67	8.17	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.93	38.78	10.57	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.84	0.59	1.88	--

注: 1. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别调至短期债务和长期债务; 3. 以 2017 年度期初数据对 2016 年度期末数据进行追溯调整

分析师: 黄露 王宁

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对山西漳泽电力股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为华北地区主要的电力供应商, 在行业地位、生产规模、装备水平、区域经济、股东支持等方面具有显著优势。同时, 联合资信也关注到公司以火电为主的电源结构相对单一、煤炭成本高企导致公司经营性亏损、债务负担重、未来投资压力较大等因素对公司信用基本面可能产生的不利影响。

公司逐步加强与控股股东大同煤矿集团有限责任公司 (以下简称“同煤集团”) 的合作, 煤炭成本控制能力有望增强; 随着在建项目陆续投入运营, 公司电力资产结构有望逐步优化, 收入和资产规模有望继续保持增长; 此外, 公司出售剥离前期经营性亏损分公司, 有利于公司扭亏为盈。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司装机容量居国内地方电企前列, 公司区域竞争力突出。
2. 公司临近煤炭资源丰富地区, 煤炭供给有保障, 煤价成本具备一定优势。
3. 控股股东同煤集团为目前中国主要的动力煤生产企业之一, 公司为同煤集团发展电力产业的唯一平台, 可借助同煤集团煤炭的品牌优势、储量优势、煤种优势和产量优势, 股东对公司支持力度大。

关注

1. 公司以火电为主的电源结构相对单一, 区域内用电需求增速有限, 火电企业竞争压力增大; 未来随着各类清洁能源发电规模的增长, 公司可能承受一定的经营压力。
2. 受煤炭价格上涨影响, 公司电力业务出现

经营性亏损，公司整体盈利能力有所下降。

3. 公司债务规模较大，债务负担重。
4. 公司电力项目仍处于扩张期，电源建设项目未来面临较大投资压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西漳泽电力股份有限公司（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、该公司信用等级自 2019 年 6 月 10 日至 2020 年 6 月 9 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。

山西漳泽电力股份有限公司主体长期信用评级报告

一、 主体概况

山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“漳泽电力”或“公司”）前身为山西省电力公司漳泽发电厂，建厂于 1985 年 3 月，是经山西省经济体制改革委员会晋经改字〔1992〕44 号文批准，在原山西漳泽发电厂股份制改造的基础上经定向发行内部职工股而成立股份有限公司，并于 1993 年 2 月 8 日在山西省工商行政管理局登记注册。1997 年 6 月 9 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市，公司成为公众上市公司，股票代码：000767.SZ。截至 1997 年底，山西省电力公司持有公司股份 11950 万股，持股比例 41.21%，山西省地方电力公司持有公司股份 9030 万股，持股比例 31.14%，分别为公司第一、第二大股东。2002 年，山西省地方电力公司整体改制为山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）。

2003 年，公司第一大股东山西省电力公司将持有的 350122500 股公司股份无偿转让给中国电力投资集团公司（以下简称“中电投”），相关转让手续于 2005 年完成。截至 2005 年底，公司注册资本 8.48 亿元，中电投持有公司 36.24% 股份，山西国电持有公司 27.34% 股份，分别是公司第一、第二大股东。

2012 年，中电投和山西国际电力分别将其持有公司 18500 万股和 11413 万股股份无偿划转至山西省国资委。2012 年 12 月 27 日，上述无偿划转完成过户登记手续，完成后山西省国资委直接持股比例 22.60%，通过山西国电间接持股比例 13.72%，成为公司实际控制人。

2012 年 12 月 26 日，中国证监会出具《关于核准山西漳泽电力股份有限公司向大同煤矿集团有限责任公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可

〔2012〕1741 号），核准公司向大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）发行 68001.28 万股股份，用于购买同煤集团持有的同煤大唐塔山发电有限责任公司 60% 股权、大同煤矿集团同华发电有限公司 95% 股权、同煤国电王坪发电有限责任公司 60% 股权、大同煤矿集团大唐热电有限公司 88.98% 股权；核准公司非公开发行不超过 25000 万股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。

2013 年 2 月 1 日，公司完成向同煤集团发行股份购买资产之新增股份 68001.28 万股的股权登记手续，注册资本增至 200373.78 万元，完成后同煤集团持股 33.94%，成为公司第一大股东。

后经多次转增资本和股权转让，截至 2019 年 3 月底，同煤集团持有公司 28.87% 的股份，山西省国资委持有公司 9.72% 的股份。同煤集团为公司第一大股东，山西省国资委持有同煤集团 65.17% 股权，为公司实际控制人。

公司业务主要包括电力供应；电力和热力商品的生产销售；材料、材料、电力高新技术、电力物资的开发销售等。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司合计 75 家。公司内设党委工作部、行政事业部、发展策划部、组织人事部、生产管理部、安全监察部、经营管理部、市场营销部、环保部、法律事务部、纪检监察部、财务与产权管理部、资本市场与股权管理部、燃料管理部、基建工程部、审计内控部、工会及科技信息部 18 个职能部门。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 503.89 亿元，所有者权益 80.64 亿元（包含少数股东权益 5.18 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 112.30 亿元，利润总额 0.25 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资

产总额 501.47 亿元，所有者权益 80.72 亿元（包含少数股东权益 5.16 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.72 亿元，利润总额 0.09 亿元。

公司注册地址：山西示范区晋阳街南一条 10 号；法定代表人：刘文彦。

二、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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我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%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动

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，我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，我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、PIRM 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，我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 年我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；我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，我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，我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放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

三、行业及区域经济环境

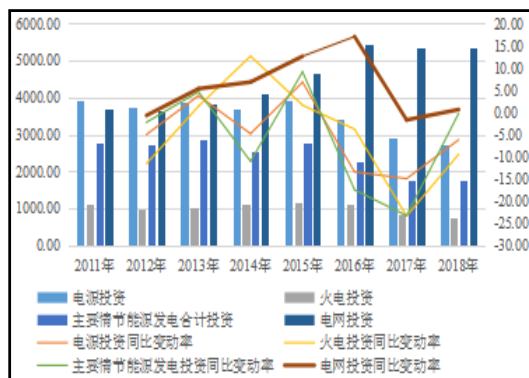
1. 行业概况

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 1 近年中国电源及电网投资情况

(单位：亿元、%)

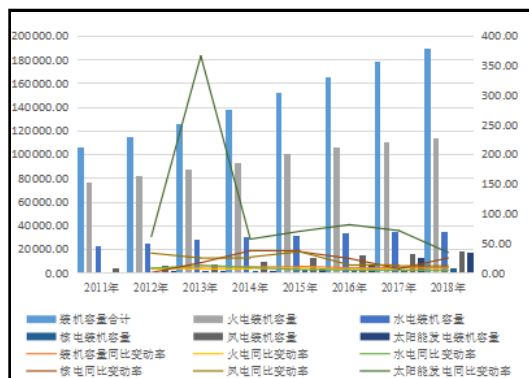


资料来源：中电联，联合资信整理

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 2 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

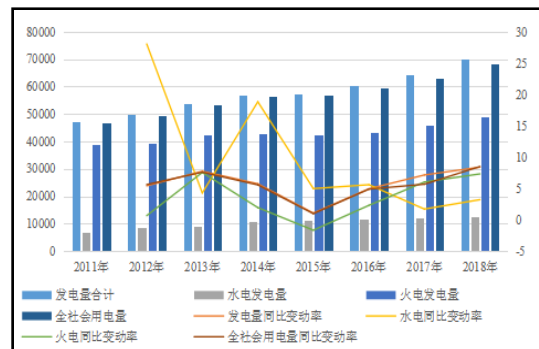
¹ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

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”。

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。

图3 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

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。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏，截至 2016 年 11 月 7 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点 700 元/吨。2017 年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在 550 元/吨至 700 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2019 年 4 月 8 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 623 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近 50%，一般省份也接近 40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，

明显加剧电力企业的经营压力。

光伏电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2017 年 12 月 22 日，国家发改委发布《2018 年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自 2019 年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”。2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低 0.05 元，即 I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.50 元、0.60 元、0.70 元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元，即补贴标准调整为每千瓦时 0.32 元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5 兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，目前已超过 1100 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担,另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降,受此影响,可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月,国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区,已基本具备与燃煤标杆上网电价平价(不需要国家补贴)的条件。为促进可再生能源高质量发展,提高风电、光伏发电的市场竞争力,该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外,对于需要国家补贴的光伏发电项目,除国家政策特殊支持的项目外,原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

限电问题

近年来,发电机组装机容量持续增长,但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善,部分发电企业机组经营效率受到限制。对此,国家陆续出台相关政策,以平衡可再生能源发电量,保障其机组利用水平。2017年11月和2018年12月,国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划(2018—2020年)》,积极采取措施加大力度消纳可再生能源,特别是国家电网公司、南方电网公司、内蒙古电力公司等采取多种技术和运行管理措施,不断提升系统调节能力,优化调度运行,使可再生能源利用率显著提升,弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年,全国全年弃水电量约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。全国全年弃风电量277亿千瓦时,平均弃风率7%,同比下降5个百分点;大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转,其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点,内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点;弃风主要

集中在新疆、甘肃、内蒙古,弃风率分别为23%、19%和10%。2018年,全国全年弃光电量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;弃光主要集中在新疆和甘肃,弃光率分别为16%和10%,同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看,2018年全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

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。

四、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底,同煤集团持有公司28.87%的股份,山西省国资委持有公司9.72%的股份。同煤集团为公司第一大股东,山西省国资委持有同煤集团65.17%股份,为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是华北电网和山西电网的主力发电企业,是同煤集团下属唯一电力平台企业。自成立以来,公司先后荣获电力部国家电力公司“一流火力发电厂”、华北电力集团公司“无渗漏工厂”“二星级企业”“三星级企业”“检修公司ISO9001国际标准认证”、国家环保局“环境保护企业”等奖项。

截至2018年底,公司可控装机容量为904.84万千瓦,其中火电装机容量782.00万千瓦,占总装机的86.42%;光伏和风电装机容量分别为93.59万千瓦和29.25万千瓦,占总装机的比重较小。截至2018年底,以山西省内电力投资主体控股省调电厂的情况进行横向对比,漳泽电力控股装机容量居第一位,控股省调电厂年累计发电量居第一位。

整体看,公司业务模式清晰,规模优势突出,具备较强的市场竞争力。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司拥有董事 9 人（其中独立董事 3 人）、监事 5 人（其中职工监事 2 人）、总经理 1 人（兼任副董事长）、副总经理等高级管理人员 7 人。

公司董事长刘文彦先生，汉族，1965 年 9 月出生，山西省阳高县人，中共党员，研究生学历，高级工程师。刘先生曾任煤峪口矿工程区西三大队机电科技术员、煤峪口矿机电科副科长、四台矿机电科副科长、科长、副总工程师、马脊梁矿副矿长、大同煤矿集团有限责任公司副总工程师及副总经理、大同煤矿集团有限责任公司塔山工业园区建设指挥部副主任、同煤大唐塔山发电公司董事长等；2019 年 1 月起任同煤集团党委常委，副总经理，漳泽电力董事长、党委书记。

公司总经理渠贵君先生，汉族，1967 年 11 月出生，山西省天镇县人，中共党员，大学本科学历，高级工程师。渠先生曾任马脊梁矿企管科副科长及党委宣传部部长、燕子山矿材料科科长及副矿长、仓储供应分公司副经理、焦煤矿公司副董事长及总经理、云冈矿矿长、安平煤业有限公司董事长等；2019 年 2 月起任漳泽电力总经理。

截至 2018 年底，公司共有在职人员 8457 人。从专业构成来看，生产人员占 70.99%，销售人员占 0.89%，技术人员占 21.42%，财务人员占 2.90%，行政人员占 3.80%。从学历构成来看，公司大学本科及以上学历占 30.73%，大学专科学历占 35.56%，中专及以下学历占 33.71%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。公司员工整体文化素质较高，能满足公司发展的需要。

4. 外部环境及股东支持

山西省已经确定为“国家资源型经济转型综合配套改革实验区”，山西省正在采取

一系列措施推动资源型企业的转型发展。同煤集团作为目前中国主要的动力煤生产企业之一，其转型定位就是煤炭的就地转化，发展坑口电厂，实现煤电联营，形成煤炭、电力两大产业。

外部燃煤供应方面，公司下属电厂毗邻山西、陕西、河南等国内煤炭主产区，周边煤炭资源较为丰富，在燃料成本及运输上具有一定的优势，公司外部燃煤供应保障程度较好。

借助同煤集团的品牌优势、储量优势、煤种优势和产量优势，漳泽电力煤炭成本控制能力有望提升，未来可持续发展空间广阔。

五、 管理分析

1. 法人治理结构

公司按照现代企业制度要求和《公司法》的规定，建立了规范的法人治理结构。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成。董事会设董事长 1 人，副董事长 2 人。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。公司设监事会，由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事会主席召集和主持监事会会议。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理 1 名，设副总经理 3~5 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，连聘可以连任，总经理对董事会负责。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司合计 75 家。公司内设党委工作部、行政事业部、发展策划部、组织人事部、生产管理部、安全监察部、经营管理部、市场营销部、环保部、法律事务部、纪检监察部、财务与产权管理部、资本市场与股权管理部、燃料管理部、基建工程部、审计内控

部、工会及科技信息部 18 个职能部门。

2. 管理水平

公司发展过程中，对公司的管理体系不断进行改革，逐步形成了较为完善的内控制度。

采购供应管理方面，公司主要为燃料采购业务制订了《燃料管理制度》《燃料采购计划及合同管理办法》《燃料库存管理制度》《燃料管理重大事项报告制度》《燃料验收管理制度》等规章制度，严格规范燃料采购各环节的控制措施，加强燃料成本的控制管理。

生产管理方面，公司采用每周召开生产调度会、按月调整发电计划的生产管理模式，制订了《生产调度管理制度》《运行管理制度》《发电设备可靠性管理制度》等生产运行管理制度，建立各级安全管理体系，并将各单位发电计划与安全任务作为全年业绩重点考核内容。

质量管理方面，公司加强日常生产经营对标管理，制订了《对标管理制度》《生产运营对标管理办法》《发电工程对标管理办法》等制度，以对标管理为手段，不断提升公司整体管理水平。与同类型机组相比，公司主要经济技术指标均处于先进水平。

销售管理方面，公司根据业务特点，制订了《市场营销管理制度》《应收账款回收管理办法》，通过加强日常与电网调度的沟通协调，合理安排检修时间，最大限度保证经济电量的完成，同时将电费回收作为各单位业绩考核的重点。

货币资金管理方面，公司财务管理符合相关规定，并制订了《资金管理制度》《财务管理办法》等制度，对与财务相关的内控环节进行了严格规定。资金支出严格按照层级审批，公司募集资金实行专户存储、按计划使用，对募集资金的变更严格履行审批程序。此外，公司通过完善的内部稽核和授权制度保证货币资金的管理，根据公司的实际

情况，制订了会计系统内部牵制制度。公司设有会计稽核岗，负责对原始凭证、记账凭证、会计账簿等各项业务的稽核工作。

预算管理方面，公司制定了《预算管理办法》，设立预算管理委员会作为实施预算管理的专门管理机构，明确相关部门职责，以预算为工具，通过预算编制、审批、执行和调整、分析和考核，以预算指导公司经济运行活动，加强资金集中统一管理，优化资源配置和资本投向，提高资产运营效益和企业管理水平。公司预算主要包括损益性预算、资本性收支预算、现金流量预算和资产负债预算。

对外投资方面，《公司章程》对不同金额的投资事项决策机构做出了授权，公司所有投资事项均履行了相应的决策程序。此外，公司还制订了《对外投资股权管理办法》《对外投资董监事工作规则》，对涉及投资的全部环节进行管控，并且由公司的资本市场与股权管理部负责有关执行的记录和存档。

融资与担保方面，公司《对外担保管理制度》《募集资金管理制度》《资金管理制度》和《内部资金管理办法》，对于对外担保和融资制订了严格的决策程序和管理制度，对资金筹措实行集中管理，确定项目单位资本结构，审核各单位筹资申请。公司根据被投资单位资本比例及股本结构拟定筹资规模、筹资方式等筹资方案，报董事会和股东大会通过后实施。各分公司不具备对外担保权。控股子公司一般不得对外担保，确需对外担保的，应征得本部同意后报本部董事会、总经理工作会批准。

关联交易管理方面，公司根据深圳证券交易所《股票上市规则》和《公司章程》有关规定界定关联方和关联关系，并且履行相应的决策程序和信息披露义务。公司制定了《关联交易管理办法》，对关联交易基本原则、关联交易涉及事项、关联交易定价原则、关联交易审议执行、关联方回避措施等作了

详尽的规定。公司经营管理层每年根据生产经营的需要，向董事会提交《关于上年度日常关联交易执行情况及当年度日常关联交易预计情况的议案》，经股东大会审议通过后实行。公司每年发生的关联交易严格按照《关联交易管理办法》的规定执行。

环境保护和安全生产方面，为规范环境保护工作管理，落实环保责任，促进公司的项目建设、日常生产与环境保护工作协调发展，公司制定了《环境保护工作管理制度》《环境保护事件管理制度》。根据《火电建设项目环境影响评价管理办法》实施建设项目环境保护评价管理。生产过程中，坚持贯彻“预防为主，防治结合”的方针，各项污染物排放指标应符合国家和地方规定的环境保护标准，对不能达到标准要求的污染源，必须通过限期治理和改造实现达标排放。公司通过建立环境保护事件预防、预警和处理机制，将突发环境事件应急管理纳入公司应急管理体系。为规范安全生产工作，加强发电工程建设的安全管理，保证生产活动中的人身安全健康和设备安全稳定运行，公司制定了《安全生产工作规则》《发电工程建设安全管理办法》《安全生产监督规定》和《安全生产奖惩规定》。公司实行自上而下的安全监督管理，设置安全生产监督职能部门，各单位设立独立的安全生产监督机构，主要生产部门（分场）设专职安全员，其他部门（分场）和班组设兼职安全员。各单位安全监督人员、部门（分场）安全员和班组安全员组成三级安全网。项目公司向公司报告，施工、监理、设计单位负责向项目公司报告，对发电工程建设实施全过程、全方位的安全管理。建立公司系统内部安全生产监督体系与工作机制和激励、约束机制，规范安全监督工作要求，落实安全生产责任制。

对分、子公司管理方面，公司经营管理层与各分、子公司签订了三项责任制考核任务书，并每月举行一次经济活动分析会；对

于分公司，公司采取了资金集中管理、人事任免、工资总额控制、经营者薪酬考核、重大经营情况信息沟通等措施；对于子公司的管控手段主要包括根据股权比例派出董事，在董事会、监事会中占优的方式保证重大事项的决策权。公司制订了《财务部门负责人委派管理制度》，对全部所属核算单位及控股企业的财务部门负责人实施委派，并责其定期述职、报告。公司还建立了有效的监督、信息沟通及反馈体系，能及时发现分子公司经营中存在的问题并解决，不存在失控风险。公司经营管理层能够及时采纳外部、内部审计人员所提出的审计建议，及时采取措施改善公司的管理环境。

总体看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度较健全，管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

漳泽电力主要从事电力业务的生产和销售，近年来，电力业务收入占内部抵消前主营业务收入的比重保持在 75% 左右，是公司营业收入和利润的主要来源；此外热力业务和燃煤业务对公司收入和利润也有一定贡献；公司其他业务主要为检修服务、节能技术服务、技术研究服务和融资租赁及其他业务，对收入和利润贡献较小。2016—2018 年，公司主营业务收入分别为 81.91 亿元、86.08 亿元和 101.80 亿元，年均复合增长 11.48%，收入随着公司装机规模和电力销售规模的扩大逐年增长；其中 2018 年，公司营业收入较上年大幅增长 19.58%，主要系公司售电量大幅增长且上网电价进一步提升所致。2016—2018 年，公司净利润分别为 1.18 亿元、-20.39 亿元和 0.49 亿元，波动较大；其中 2017 年出现亏损，主要系煤炭价格升高，公司电力和热力板块受成本压力影响均出现亏损所致；2018 年，公司扭亏为盈，

主要系公司控制单位供电煤耗，并积极增加售电量，同时出售山西漳泽电力股份有限公司蒲州发电分公司（以下简称“蒲州发电”）导致营业外收入大幅增长所致。

具体收入构成方面，近年来，电力业务收入是公司主营业务收入的主要来源，2016—2018 年，电力业务收入逐年增长，年均复合增长 12.99%，占内部抵消前主营业务收入的比重分别为 74.79%、76.26%和 75.29%，占比较为稳定。2016—2018 年，公司热力业务收入逐年增长，年均复合增长 22.85%，占内部抵消前主营业务收入的比重分别为

4.84%、5.05%和 5.76%，占比逐年小幅增长；其中 2018 年，公司热力业务收入为 6.58 亿元，较上年大幅增长 38.24%，主要系供热量增长所致。2016—2018 年，公司燃煤业务收入逐年增长，年均复合增长 39.27%，占内部抵消前主营业务收入的比重分别为 8.47%、8.97%和 12.96%，占比逐年增长；其中 2018 年，燃煤业务收入为 14.80 亿元，较上年增长 75.11%，主要系煤炭贸易量加大所致。检修服务、节能技术服务、技术研究服务和融资租赁及其他业务收入规模较小，对营业收入贡献力度有限。

表 1 2016—2018 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	67.32	74.79	14.97	71.87	76.26	-11.07	85.94	75.29	7.54
热力	4.36	4.84	-2.55	4.76	5.05	-53.64	6.58	5.76	-45.63
燃煤	7.63	8.47	2.24	8.45	8.97	1.56	14.80	12.96	2.74
检修服务	4.45	4.95	6.93	4.10	4.35	8.70	3.31	2.90	10.91
节能技术服务	1.73	1.92	12.30	0.56	0.60	65.77	0.60	0.53	53.28
技术研究服务	0.04	0.05	35.87	0.22	0.23	54.64	0.29	0.25	48.79
融资租赁及其他	4.48	4.98	51.86	4.29	4.55	30.61	2.63	2.30	24.33
小计	90.02	100.00	14.44	94.25	100.00	-8.72	114.15	100.00	4.69
减：内部抵销数	8.11	--	--	8.17	--	--	12.35	--	--
合计	81.91	--	15.65	86.08	--	-9.97	101.80	--	4.98

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司主营业务毛利率分别为 15.65%、-9.97%和 4.98%，波动较大；其中 2017 年，公司亏损，主要系煤炭价格走高，成本压力增大所致；2018 年，公司扭亏为盈，主要系公司控制供电成本、增加售电量、电力业务扭亏所致。分板块看，2016—2018 年，公司电力业务毛利率波动较大；其中 2017 年为-11.07%，较上年转为亏损，主要系煤炭价格走高，发电成本增加所致；2018 年，电力业务毛利率为 7.54%，较上年扭亏为盈，主要系公司控制供电成本、增加售电量，同时剥离亏损较为严重的蒲州发电所致。2016—2018 年，公

司热力业务毛利率分别为-2.55%、-53.64%和-45.63%，持续亏损，主要系煤炭价格走高，且热力价格受政府管控呈波动下降趋势，导致政策性亏损。2016—2018 年，燃煤业务毛利率分别为 2.24%、1.56%和 2.74%，整体处于较低水平，符合贸易业务特征。公司其他业务毛利率较高，但规模较小，对主营业务毛利率影响不大。

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入收入 24.78 亿元，同比增长 10.07%；综合毛利率 16.64%，较上年同期的 0.35%提高 16.29 个百分点，主要系公司发电量增加，煤耗降低，同时煤炭价格小幅下降所致；营

业利润为-0.02 亿元，亏损额较上年同期大幅减少 4.21 亿元；净利润为 0.08 亿元，较上年同期扭亏为盈，主要系确认的电网公司双细则奖励款增加，导致营业外收入较上年同期大幅增长所致。

总体看，电力、热力和燃煤业务是公司收入和利润的主要来源，近三年，随着业务规模的扩大，公司营业收入逐年增长。2017 年，由于煤炭价格走高，公司经营亏损；2018 年，由于公司控制发电煤耗、增加售电量并出售蒲州发电，公司电力业务毛利率扭亏为盈，但营业利润仍为负值。

2. 电力及热力业务

(1) 电力生产

发电业务是公司的核心业务。在发展火电的基础上，公司积极布局风电、太阳能发电等可再生新能源产业。截至目前，公司装机以火电为主，是山西省电力市场规模较

大、市场占有率较高的投资主体之一，电厂分布在大同、原平、长治、河津、永济、临汾和怀仁等地。截至 2018 年底，公司可控装机容量为 904.84 万千瓦，其中火电装机容量 782.00 千瓦，占总装机的 86.42%；光伏和风电装机容量分别为 93.59 万千瓦和 29.25 万千瓦，占总装机的比重较小。

截至 2019 年 3 月底，公司火电板块已投运电厂共有 10 家，其中包括 3 家直属电厂，7 家控股电厂，此外公司有 3 家参股电厂，1 家代管电厂；公司新能源发电板块主要有 7 家经营主体。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内可控装机容量共计 845.26 万千瓦，其中权益装机容量 685.62 万千瓦；较 2018 年底有所下降，主要系公司将蒲州发电出售，该事项于 2018 年 6 月完成交割，由于蒲州发电在 2018 年上半年仍有发电，公司 2018 年装机容量将其纳入统计。

表 2 截至 2019 年 3 月底公司及子公司主要运行电厂装机情况（单位：%、万千瓦）

项目	企业名称	持股比例	总装机容量	权益装机容量	可控装机容量
直属电厂 (分公司)	漳泽发电	100.00	84.00	84.00	84.00
	河津发电	100.00	70.00	70.00	70.00
	侯马热电	100.00	60.00	60.00	60.00
	小计	--	214.00	214.00	214.00
控股电厂 (子公司)	临汾热电	50.00	60.00	30.00	60.00
	同华发电	95.00	132.00	125.40	132.00
	塔山发电	60.00	120.00	72.00	120.00
	王坪发电	60.00	40.00	24.00	40.00
	大唐发电	88.98	20.00	17.796	20.00
	蒲洲热电	65.00	70.00	45.50	70.00
	同达热电	51.00	66.00	33.66	66.00
	小计	--	508.00	348.36	508.00
光伏及 风电	新能源公司	100.00	97.35	97.35	97.35
	龙沁	100.00	6.80	6.80	6.80
	源和	100.00	7.00	7.00	7.00
	顺达	100.00	2.00	2.00	2.00
	龙永太	100.00	2.00	2.00	2.00
	雄风	100.00	3.00	3.00	3.00
	王坪热力	100.00	5.11	5.11	5.11

	小计	--	123.26	123.26	123.26
合计		--	845.26	685.62	845.26

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司已投产的控股燃煤电厂中，单机容量在 30 万千瓦及以上机组容量占比 58.33%，单台机组发电热效率较高、煤耗较低，具备较好的经济性和设备可靠性。近年来，公司积极拓展清洁能源发电项目，通过推动环保清洁能源领域投资，改善原有单一的电源结构。

截至 2019 年 3 月底，公司已投运火电电厂中，山西漳电同华发电有限公司（以下简称“同华发电”）和山西漳电大唐塔山发电有限公司（以下简称“塔山发电”）是公

司电力板块中业务收入占比最大的电厂，同时也是公司电力资产规模较大的核心电厂；除同华发电和塔山发电外，其余火电厂均具备供热能力；山西漳泽电力股份有限公司漳泽发电分公司（以下简称“漳泽发电”）发电厂用电率和综合厂用电率均较高，主要系机组陈旧、自身发电损耗较高所致。新能源发电板块方面，主要的光伏和风力电站由子公司山西漳泽电力新能源投资有限公司（以下简称“新能源公司”）运营。

表 3 2016—2019 年 3 月公司电厂主要经营指标

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
期末可控装机规模（万千瓦）	828.35	853.65	904.84	845.26
其中：火电	782.00	782.00	782.00	722.00
光伏	27.00	46.10	93.59	93.41
风电	14.85	24.85	29.25	29.58
发电量（亿千瓦时）	283.83	289.44	323.53	83.51
其中：火电	279.69	281.39	308.63	79.15
光伏	1.15	4.17	8.33	2.84
风电	2.98	3.87	6.57	1.51
上网电量（亿千瓦时）	255.98	261.12	292.76	74.94
其中：火电	251.89	253.19	278.07	71.05
光伏	1.14	4.11	8.21	2.42
风电	2.95	3.83	6.49	1.48
发电设备利用小时数（小时）	3455.00	3390.62	3575.64	--
其中：火电	3576.68	3598.37	3946.67	--
光伏	427.07	892.60	890.55	--
风电	2010.16	1557.70	2247.39	--
上网电价（元/兆瓦时）	262.03	275.03	293.56	308.34
其中：火电	256.59	263.17	275.10	284.96
光伏	779.09	785.80	746.20	869.67
风电	527.11	511.35	512.15	514.25
火电单位发电成本（元/千千瓦时）	220.31	302.84	266.17	235.20
火电机组平均单机容量（万千瓦/台）	29.83	30	30	--
入厂标煤均价（元/吨、不含税）	325	491	489	472
综合供电煤耗（克/千瓦时）	332.37	333.29	326.10	296.90

综合厂用电率 (%)	8.19	8.95	6.91	6.91
------------	------	------	------	------

注：该表公司发电量、上网电量、火电机组平均单机容量等指标中包含代管电厂的数据

资料来源：公司提供

发电量方面，2016—2018 年，公司发电量逐年增长，分别为 283.83 亿千瓦时、289.44 亿千瓦时和 323.53 亿千瓦时，年均复合增长 6.76%。2016—2018 年，公司发电设备平均利用小时数分别为 3455.00 小时、3390.62 小时和 3575.64 小时，波动增长；其中 2017 年小幅下降，主要系风电新投运机组未按投产月份折算容量，而容量全年平均导致风电板块利用小时数有所减少所致。2019 年一季度，公司实现发电量 83.51 亿千瓦时，为 2018 年的 25.81%。

设备运行方面，2016—2018 年，公司综合供电煤耗分别为 332.37 克/千瓦时、333.29 克/千瓦时和 326.10 克/千瓦时，整体高于行业平均水平²；同期，公司综合厂用电率分别为 8.19%、8.95%和 6.91%；其中 2018 年综合供电煤耗降和综合厂用电率均大幅下降，主要系公司推进发电设备技改，提升燃煤效率所致。公司部分电厂厂用电率较高主要因为公司机组以空冷设备为主，耗电量偏高。2019 年一季度，公司供电煤耗大幅下降至 296.90 克/千瓦时，主要由于热力销售摊销煤炭耗量占比较高；同期，公司综合厂用电率保持较好水平，为 6.91%。

新能源电站方面，近三年，公司光伏和风电电站规模快速增长，带动清洁能源发电量的增长。2016~2018 年，公司光伏上网电量分别为 1.14 亿千瓦时、4.11 亿千瓦时和 8.21 亿千瓦时；风电上网电量分别为 2.95 亿千瓦时 3.83 亿千瓦时和 6.49 亿千瓦时。同期，公司限电问题有所好转，光伏和风电的限电率逐年下降，2018 年分别为 14.00% 和 4.34%。

总体看，公司目前装机规模较大，以火电装机为主，光伏和风电业务规模较小，但

发展较快。近年来，煤炭价格上涨对公司成本控制形成较大压力，公司供电煤耗和厂用电率较高，2018 年公司通过技改等手段对相关指标进行控制，取得一定成效。

（2）上游采购

公司主要采购产品为动力煤。截至 2019 年 3 月底，公司控股的 10 家燃煤电厂全部位于山西境内，公司控股股东同煤集团是国内最大的动力煤生产企业之一，山西漳泽电力股份有限公司河津发电分公司（以下简称“河津发电”）、山西临汾热电有限公司（以下简称“临汾热电”）及山西漳泽电力股份有限公司侯马热电分公司（以下简称“侯马热电”）等 3 家电厂毗邻陕西、河南等国内煤炭主产区，周边煤炭资源较为丰富；漳泽发电位于晋东南沁水煤田，其燃料供应商主要为山西潞安矿业（集团）有限责任公司；大唐发电、塔山发电、山西漳电国电王坪发电有限公司（以下简称“王坪发电”）和同华发电毗邻公司控股股东同煤集团，在燃料成本及运输上具有一定的优势，公司燃煤供应保障程度较好。

公司煤炭供应商主要为同煤集团及其子公司等。2016—2018 年及 2019 年一季度，公司煤炭采购量分别为 1903 万吨、1803 万吨、2069 万吨和 541 万吨，其中 2018 年采购量大幅增长，主要系售电量增多所致；同期，入厂标煤单价分别为 325 元/吨、491 元/吨、489 元/吨和 472 元/吨，煤炭价格自 2017 年以来处于较高水平，对公司成本控制形成较大压力。

采购模式方面，公司在加强内部生产管理、降低煤耗的同时，探索燃煤集中采购模式，子公司山西漳泽电力燃料有限公司主营发电用煤销售及汽车货运，作为企业燃料采购平台，通过集中采购提高议价能力，降低燃煤成本。

² 根据 Wind 数据，2018 年 1—12 月，全国供电煤耗率为 308.00 克/千瓦时；2018 年 1—11 月，山西供电煤耗率为 325.00 克/千瓦时。

表 4 2018 年度公司前五大煤炭供应商情况
(单位: 万元、%)

供应商名称	采购额	占采购总额比例
大同煤矿集团有限责任公司	206620.89	40.15
陕西省煤炭运销(集团)有限责任公司韩城分公司	39224.74	7.62
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	37943.05	7.37
杭州中海华弘煤炭有限公司	28278.67	5.50
五寨县远航煤炭运销有限公司	14219.11	2.76
合计	326286.46	63.40

资料来源: 公司提供

采购集中度方面, 2018 年, 公司前五大供应商采购额为 32.63 亿元, 占总采购额的 63.40%, 采购集中度较高, 公司对股东的依赖程度较高。

总体看, 公司控股股东同煤集团为公司的原材料供应提供一定保障, 近年来煤炭价格大幅增长, 对公司成本控制产生较大压力; 公司原材料采购集中度处于较高水平。

(3) 电力销售

公司售电区域集中在山西省, 光伏新能源板块还涉及西藏自治区、新疆自治区、山东省、陕西省的电力销售区域。。

销售模式方面, 公司电力销售方式主要为通过电网上网售电和大客户直供两种。电价方面, 2016—2018 年, 受公司上网售电和大客户直供销售价格因煤炭成本提高而趋于理性竞价有所提高, 以及价格偏高的清洁能源发电占比提高影响, 均呈逐年提高趋势。公司电力主要销售给国网山西省电力公司, 2018 年对其销售金额占比为 71.93%, 集中度很高。同时, 2018 年公司积极推进大客户直供电力销售, 大客户直供电收入增长较快。

结算方面, 公司售电客户主要为国网山西省电力公司, 电价按照山西省标杆电价执行, 结算周期一般为一个月, 当月电量次月结算。

总体看, 公司售电集中在山西省, 主要通过电网上网售电和大客户直供方式销售, 近年来, 伴随发电量的提升, 公司电力业务收入水平逐年提升, 但受成本上涨影响, 电力业务板块盈利能力有所下降。

(4) 热力

热力业务是公司主营业务的重要组成部分, 为公司将主要的火力发电厂发电产生的热力销售给重点工业企业以及电厂所在地区居民产生的收入, 公司售热业务集中于山西地区。2016—2018 年, 公司供热量分别为 1870 万吉焦、2082 万吉焦和 2835 万吉焦, 供热量逐年增长; 同期, 平均供热价格波动中有所下降, 分别为 23.21 元/吉焦、22.87 元/吉焦和 23.19 元/吉焦, 主要系当地供热结构调整所致。近年来, 受供热价格较低、煤炭价格高企影响, 公司热力业务持续亏损。

表 5 公司供热情况 (单位: 吉焦、元/吉焦)

时间	总供热量	平均供热价格
2016 年	18700752.57	23.21
2017 年	20821281.44	22.87
2018 年	28350725.03	23.19

资料来源: 公司提供

总体看, 供热业务是公司营业收入的重要组成部分之一, 近年来, 公司供热量逐年提高, 平均供热价格波动中有所下降, 热力业务持续亏损。

3. 燃煤业务

公司自 2014 年开始涉足燃煤业务, 目前公司燃煤业务主要为商品贸易。燃煤业务主要经营模式分为两种: ①从同煤集团下属企业购买煤炭, 通过铁路运输销售给公司旗下电厂等。由于公司为同煤集团子公司, 可以没有预付款购煤, 从下游电厂收到回款后, 再向同煤集团支付货款, 公司从中赚取

代理费约 1~10 元/吨；②以销定采，确定下游煤炭采购客户，待下游客户支付一定量的保证金后，公司为其采购煤炭，并负责煤炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担。

2016—2018 年，公司燃煤业务收入分别为 7.63 亿元、8.45 亿元和 14.80 亿元，呈快速增长趋势，主要由于发电量的提升，带动煤炭需求增长，进而导致煤炭采销规模快速扩张。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括检修服务、节能技术服务、技术研究服务和融资租赁及其他业务，相关业务收入规模较小，对公司收入和利润贡献较小。

此外，2004 年起，公司受托管理山西华泽铝电有限公司（以下简称“华泽铝电”）2*300MW 发电机组，并每年签订《山西华泽铝电有限公司发电机组委托管理合同》。公司承担受托管理发电机组的燃料费、水费、材料费、工资及福利费、一般修理费及其他费用，公司与华泽铝电按协商确定的价格结算收入，该价格为浮动价格，每年协商一次，协商的基本原则为按照当年成本价即为确定的价格。2016—2018 年，公司就该项目确定的受托管理业务收入分别为 951 万元、875 万元和 920 万元。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数分别为 4.84 次、4.21 次和 4.03 次，逐年小幅下降，主要系随着公司业务规模扩大，应收账款增多所致。2016—2018 年，公司存货周转次数分别为 19.33 次、12.20 次和 12.11 次，逐年下降，其中 2017 年大幅下降，主要系公司加大煤炭存货保障发电，存货大幅增长所致。2016—2018 年，公司总资产周转次数分别为 0.22 次、0.20 次和 0.23 次，变化不大。

总体看，公司经营效率处于行业一般水平。

6. 在建工程

目前，公司在建项目主要为电厂建设。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目计划投资 113.01 亿元，已累计投资 40.66 亿元，预计 2019 年 4—12 月投资 42.98 亿元，2020 年预计投资 24.35 亿元。其中，重点投资项目为漳泽百万 2*1000MW 项目，项目计划总投资额 80 亿元，于 2017 年 6 月开始建设，计划于 2020 年底完工，截至 2019 年 3 月底已投资 29.30 亿元。大型机组的投产，有利于公司进行成本控制，巩固公司在发电市场上的地位，有望对公司收入和利润形成一定补充。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司重点投资项目情况（单位：万元）

项目名称	建设起止时间	计划总投资金额	资金来源	截至 2019 年 3 月底已投资金额	2019 年 4—12 月计划投资	2020 年计划投入
漳泽百万 2*1000mw	2017.06—2020.12	800000	20%自筹、80% 银行贷款	292997	235380	221623
吴马营 100mw 风电	2018.05—2019.12	84147	20%自筹、80% 银行贷款	35338	37760	11049
织女泉 99.5mw 风电	2018.11—2019.12	79381	20%自筹、80% 银行贷款	32063	36537	10781
闻喜 99mw 风电	2017.12—2019.12	83460	20%自筹、80% 银行贷款	42055	41105	--
芮城 99mw 风电	2018.07—2019.12	83160	20%自筹、80% 银行贷款	4156	79004	--
合计	--	1130148	--	406609	429786	243453

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目以电厂建设为主，在建项目的数量的投资金额均较大，未来资金需求压力较大。公司在建项目投产后，或将对公司盈利形成一定补充。

七、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报表，中兴财光华会计师事务所对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。2019 年一季度财务数据未经审计。

鉴于发电市场运营环境发生较大变化，机组运行方式随之发生变化，漳泽电力认为目前发电资产采用的年限平均法计提固定资产折旧不能公允反映其磨损损耗状况。自 2017 年 2 月 1 日起，将火电分、子公司固定资产折旧方法由原适用的年限平均法计提折旧变更为与发电直接相关的资产采用工作量法计提折旧，与火力发电无直接关系的资产仍采用年限平均法计提折旧。此次会计变更减少公司 2017 年固定资产折旧 3.84 亿元，增加所有者权益及净利润 2.88 亿元。其他会计政策调整方面，公司根据《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）要求，资产负债表中，将“应收票据”和“应收账款”归并至新增的“应收票据及应收账款”项目，将“应收利息”和“应收股利”归并至“其他应收款”项目，将“固定资产清理”归并至“固定资产”项目，将“工程物资”归并至“在建工程”项目，将“应付票据”和“应付账款”归并至新增的“应付票据及应付账款”项目，将“专项应付款”归并至“长期应付款”项目；在利润表中，增设“研发费用”项目列报研究与开发过程中发生的费用化支出，“财务费用”项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目；公司相应追溯调整了比较数据。该会计政策变更对合并及公司净利润和股东权益无影响。

从合并范围看，2016 年，公司纳入合并报表的子公司共 43 家，其中增加 20 家，减少 0 家。2017 年，公司纳入合并范围的子公司共 58 家，其中增加 16 家，减少 1 家。2018 年，公司纳入合并范围子公司共 75 家，其中增加 17 家，减少 0 家。2019 年 1—3 月，公司纳入合并范围子公司 75 家。综合看，近年来公司合并范围变动较大，对财务数据可比性有一定影响；同时，因同一控制下企业合并，以 2017 年期初数据对 2016 年期末数据做追溯调整。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 503.89 亿元，所有者权益 80.64 亿元（包含少数股东权益 5.18 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 112.30 亿元，利润总额 0.25 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 501.47 亿元，所有者权益 80.72 亿元（包含少数股东权益 5.16 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.72 亿元，利润总额 0.09 亿元。

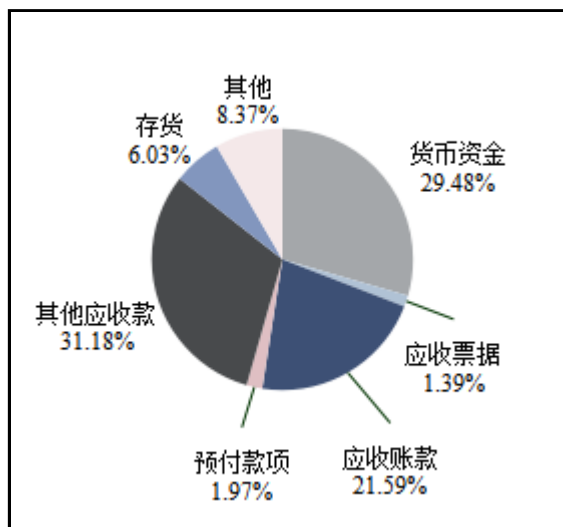
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额保持相对稳定，年均复合增长 1.77%。截至 2018 年底，公司资产总额 503.89 亿元，其中流动资产占 27.66%，非流动资产占 72.34%，资产结构以非流动资产为主，符合电力行业企业特征。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 5.41%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 139.37 亿元，同比增长 17.37%，主要由于其他应收款的大幅增长。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 29.48%）、应收账款（占 21.59%）、其他应收款（占 31.18%）、存货（占 6.03%）和其他流动资产（占 8.14%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 20.19%。截至 2018 年底，公司货币资金 41.08 亿元，同比下降 7.07%。货币资金中银行存款 9.32 亿元，同比减少 11.87 亿元；受限制的货币资金 11.65 亿元，同比增长 8.74 亿元，为承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 40.07%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 30.09 亿元，同比增长 17.80%。截至 2018 年底，公司坏账准备累计计提 90.27 万元，计提比例为 0.03%。从应收账款集中度来看，2018 年的应收账款期末余额前五名应收账款合计数占比为 64.95%，主要为电网结算电费，客户集中度较高。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 163.53%，截至 2018 年底为 43.45 亿元，同比增长 523.57%，一方面由于公司转让蒲州发电，新增应收债权债务转让款 26.72 亿元，一方面由于公司转让大同煤矿集团财务有限责任公司股权，新增应收股权转让款 7.41 亿元。此外，公司其他应收款主要为融资租赁保证金和保理款。截至 2018 年底，公司其他应收款前五名占比为 88.38%，集中度高；同期，公司其他应收款计提坏账准备 0.83

亿元，考虑到其他应收款中对国企应收债权债务转让款及股权转让款、融资租赁保证金占比较高，公司坏账风险较低。

2016—2018 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 4.38%，截至 2018 年底为 8.40 亿元，同比下降 7.67%，主要由原材料（占 97.45%）构成；公司存货跌价准备综合计提 76.32 万元，全部为对原材料计提的跌价准备。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动幅度较大，分别为 11.22 亿元、27.46 亿元和 11.34 亿元。其中，2017 年底其他流动资产出现峰值，主要为委托贷款 17.61 亿元。此外，公司其他流动资产主要由未抵扣增值税进项税构成。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产保持相对稳定，分别为 361.05 亿元、365.34 亿元和 364.51 亿元，主要由固定资产、在建工程、长期股权投资和无形资产构成。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 5.21%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 427.68 亿元，主要由房屋及建筑物（占 20.08%）和机器设备（占 79.58%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 147.24 亿元；固定资产综合成新率为 65.57%，固定资产成新率尚可。截至 2018 年底，公司通过融资租赁租入的固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，合计账面价值 90.79 亿元；同期，公司通过经营租赁租出的固定资产主要为房屋建筑物和运输设备，合计账面价值 0.05 亿元；未办妥产权证书的固定资产 4.69 亿元，全部为房屋建筑物。

2016—2018 年，公司在建工程不断增长，年均复合增长 13.65%。截至 2017 年底，公司在建工程 50.28 亿元，同比增长 28.34%，主要是由于漳泽发电 2*100 万千瓦项目等开工后投入规模扩大导致。截至 2018 年底，公司在建工程规模保持相对稳定，为 50.60 亿元，一方面漳泽发电 2*100 万千瓦项目投资持续增加，另一方面部分项目技改完成，后续投资缩减。

2016—2018 年,公司长期股权投资波动下降,年均复合下降 18.39%,截至 2018 年底为 14.46 亿元,同比下降 44.89%,主要由于公司转让大同煤矿集团财务有限责任公司股权,减少股权投资 12.59 亿元。

2016—2018 年,公司无形资产有所下降,年均复合下降 6.00%,截至 2018 年底为 10.65 亿元,同比下降 10.26%,主要由土地使用权构成。截至 2018 年底,公司无形资产账面原值 13.33 亿元;累计摊销 2.68 亿元。

截至 2018 年底,公司受限资产合计 102.44 亿元,占总资产的 20.33%。其中,货币资金 11.65 亿元,为银行承兑保证金;固定资产 90.79 亿元,为融资租赁租入的固定资产。

截至 2019 年 3 月底,公司资产总额 501.47 亿元,较 2018 年底变化不大,其中流动资产占 25.44%,非流动资产占 74.56%,流动资产占比稍有下降。截至 2019 年 3 月底,公司货币资金 25.90 亿元,较 2018 年底下降 36.95%,主要由于归还借款支付现金增加以及支付曹妃甸发电公司股权款;预付款项 4.89 亿元,较 2018 年底下降 78.43%,主要由于预付燃料款、材料款增长;长期股权投资 26.23 亿元,较 2018 年底增长 81.42%,主要由于新增对曹妃甸发电公司的投资。

总体看,公司资产规模保持相对稳定,资产构成以非流动资产为主,流动资产中货币资金、应收账款和其他应收款占比大,非流动资产以固定资产为主,资产构成符合行业特点,资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年,公司所有者权益波动中有所下降,年均复合下降 14.88%。截至 2017 年底,公司所有者权益 80.15 亿元,同比下降 27.99%。一方面由于同一控制企业合并山西漳电同达热电有限公司,减少资本公积 3.09 亿元;另一方面由于当期煤炭成本快速增长导致

经营亏损,进而导致未分配利润由正转负。截至 2018 年底,公司所有者权益 80.64 亿元,同比变化不大,其中受益于不良资产剥离及经营业务好转,公司未分配利润亏损规模有所缩减,少数股东权益有所下降。截至 2018 年底,公司归属于母公司所有者权益合计 75.46 亿元,其中股本占 40.78%、资本公积占 58.09%。

截至 2019 年 3 月底,公司所有者权益合计为 80.72 亿元,所有者权益规模和构成与 2018 年底相比变化不大。

总体看,受 2017 年经营亏损影响,公司当年所有者权益大幅下降,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 6.21%,截至 2018 年底为 423.25 亿元。其中,流动负债及非流动负债分别占 58.38%和 41.62%。

2016—2018 年,公司流动负债不断增长,年均复合增长 13.62%。截至 2018 年底,公司流动负债 247.11 亿元,同比增长 21.03%,以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

2016—2018 年,公司短期借款有所增长,年均复合增长 7.59%。截至 2018 年底,公司短期借款 70.50 亿元,同比增长 10.36%,主要为信用借款。

2016—2018 年,公司应付票据快速增长,截至 2018 年底为 30.75 亿元,同比增长 391.13%,主要由于 2018 年部分股份制银行贷款额度紧张,因此给予公司的贷款以票据形式发放。截至 2018 年底,公司应付票据主要由银行承兑汇票构成,占比 69.08%。

2016—2018 年,公司应付账款不断增长,年均复合增长 13.35%。截至 2018 年底,公司应付账款为 47.64 亿元,同比增长 7.89%,主要来自应付材料款和工程款的增加。截至 2018 年底,公司账龄超过 1 年的应付账款合计 9.10 亿元,占应收账款的 19.10%,均处于有计划的安排支付阶段,其中,最大额应付款为对同煤

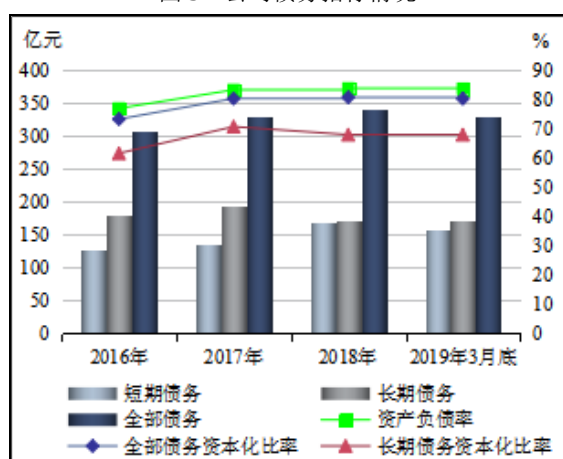
大唐塔山煤矿有限公司应付账款 3.92 亿元。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 11.81%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 26.44 亿元，同比增长 26.42%，主要由于应付往来款的增长。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 49.07%，截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 67.99 亿元。其中，一年内到期的长期借款 33.96 亿元；一年内到期的长期应付款 24.03 亿元；一年内到期的应付债券 10.00 亿元。

近三年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 2.10%，截至 2018 年底为 176.14 亿元，主要由长期借款和长期应付款构成。截至 2018 年底，公司长期借款为 107.12 亿元，同比下降 16.57%，主要由质押借款、保证借款和信用借款构成，主要集中在 2020—2021 年期间到期（占 33.25%）；应付债券 6.00 亿元，同比下降 62.50%，为 10.00 亿元 2014 年第一期非公开定向债务融资工具即将到期转入一年内到期的非流动负债科目。2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，截至 2018 年底为 59.34 亿元，主要由融资租赁款构成。

图 5 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别调至短期债务和长期债务，2016—2018 年，公司全部债务规模有所

增长，年均复合增长 5.32%，截至 2018 年底为 341.26 亿元，短期债务占 49.59%，长期债务占 50.41%。2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均呈增长趋势，近三年加权平均值分别为 82.46%、79.27%和 67.64%；截至 2018 年底分别为 84.00%、80.89%和 68.09%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 420.75 亿元，负债规模及结构较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别调至短期债务和长期债务，公司全部债务 331.48 亿元，较 2018 年底下降 2.87%，主要系部分一年内到期非流动负债兑付所致，受此影响，短期债务占比小幅下降，为 48.05%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.90%、80.42%和 68.08%，较 2018 年底变化不大。

总体看，近年来，公司债务规模有所扩张，受 2017 年经营亏损、所有者权益同比大幅下降影响，公司债务负担明显加重，但债务结构以长期债务为主，债务结构较为合理。

4. 盈利能力

2016—2018 年，伴随公司发电量的增长，公司营业收入不断增长，年均复合增长 12.71%，近三年分别为 88.40 亿元、95.20 亿元和 112.30 亿元。公司营业成本主要为电煤采购成本，煤炭价格于 2016 年下半年快速回升并于 2018 年保持高位震荡，导致公司营业成本于 2017 年大幅提升，2018 年保持相对平稳，近三年年均复合增长 19.09%，增幅高于营业收入增幅，导致公司营业利润率整体呈下降趋势，分别为 14.01%、-8.90%和 4.41%。

2016—2018 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 19.06%，主要来自财务费用的增加，2018 年为 17.69 亿元；期间费用率近三年分别为 14.11%、15.39%和 15.75%。2018 年，公司管理费用和财务费用分别为 1.66 亿元和

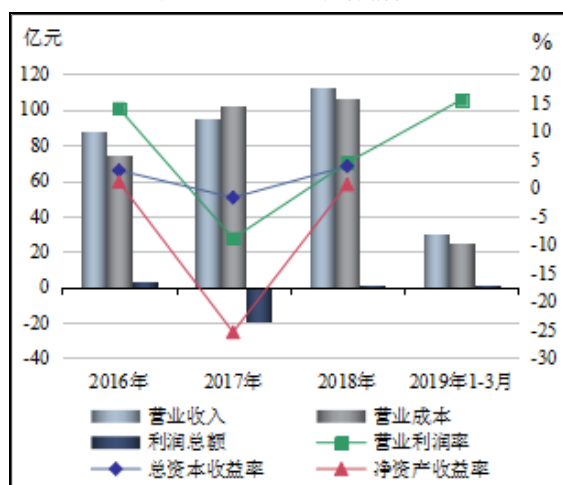
16.00 亿元。随着债务规模的增长，财务费用规模和占比不断提高，对公司利润总额造成一定侵蚀。

2016—2018 年，公司投资收益分别为 2.56 亿元、2.95 亿元和 3.03 亿元。其中，2018 年权益法核算的长期股权投资收益为 0.84 亿元，主要来自大同煤矿集团财务有限责任公司，处置长期股权投资产生的投资收益为 2.19 亿元，主要为处置大同煤矿集团财务有限责任公司 20% 股权。

2018 年，公司营业外收入 10.12 亿元，同比增长 9.28 亿元，主要为公司挂牌转让蒲洲发电全部资产和负债，增加营业外收入 8.99 亿元。

由于煤炭成本快速提升，2017 年以来公司出现经营性亏损；受益于不良资产剥离转让，2018 年营业外收入大幅增长，带动利润总额扭亏为盈，为 0.25 亿元。

图 6 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，受 2017 年经营亏损影响，公司当期净资产收益率及总资产收益率均有所下降，分别为 -25.44% 和 -1.72%；2018 年公司实现扭亏为盈，净资产收益率和总资产收益率分别回升至 0.61% 和 3.82%。受煤炭成本高企影响，公司盈利能力弱。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.72 亿元，为 2018 年全年营业收入的 26.47%，同

比增长 9.15%；由于煤炭成本及财务费用成本偏高，公司仍存在经营亏损问题，营业利润 -0.02 亿元，受益于双细则奖励，公司实现利润总额 0.09 亿元。

总体看，近三年，公司营业收入不断增长，但受同期火电成本大幅提升影响，盈利指标大幅下降，公司 2017 年以来营业利润持续亏损，费用控制能力有待提高，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合变动率为 8.01%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2018 年公司经营活动现金流入量为 111.36 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 110.27 亿元，同比增长 21.00%；同期，公司收到其他与经营活动相关的现金 0.95 亿元，同比下降 76.21%，主要由于受到的往来款政府补贴款、财政经费的减少。近三年，公司经营活动现金流出量有所增长，年均复合增长 6.81%，2018 年为 91.17 亿元，同比增长 99.29%，主要由于办理履约保函保证金及承兑保证金大幅增长。近三年，公司经营活动现金流量净额分别为 15.54 亿元、11.58 亿元和 2.18 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 97.08%、95.72% 和 98.19%，收入实现质量一般。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入规模快速增长，2018 年为 24.65 亿元，同比增长 8.99%，其中收到其他与投资活动有关的现金 17.22 亿元，主要为收回的委托贷款。2016—2017 年，公司投资活动现金流出规模较大，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金；2018 年，公司投资活动现金流出规模大幅下降至 31.49 亿元，一方面电站建设投资缩减导致购建固定资产、无形资产等支付的现金同比下降 61.31%；另一方面由于支付委托贷款减少导致支付其他与投资活动有关的现金同比下降 52.05%。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -65.26 亿元、

-50.80 亿元和-6.84 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流分别为-49.73 亿元、-39.22 亿元和 13.34 亿元，由于公司投资支出的逐步缩减，经营活动现金净流入量逐步可以覆盖投资活动现金净流出量。公司筹资压力逐步减小。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量有所下降，主要为取得借款收到的现金；2018 年，公司筹资活动现金流入量及取得借款收到的现金分别为 165.48 亿元和 136.64 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 28.84 亿元，为融资租赁款。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量快速增长，主要是偿还债务支付的现金；2018 年分别为 190.58 亿元和 143.88 亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 90.36 亿元、17.18 亿元和 -25.10 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量为 32.23 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金 30.96 亿元，经营活动现金流量净额为 8.65 亿元，现金收入比提升至 104.18%；同期，投资活动现金流量净额为-15.96 亿元（投资支付的现金大幅增长至 11.73 亿元，主要为新增对曹妃甸发电公司的股权投资）；筹资活动现金流量净额为-7.05 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流表现与其经营相匹配；由于 2018 年投资规模有所下降，公司对外融资压力有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率持续下降，三年均值分别为 58.75%和 54.91%；截至 2018 年底为 56.40%和 53.00%。近三年，公司经营活动现金流动负债比有所波动，分别为 8.12%、5.67%和 8.17%。2016—2018 年，由于公司短期债务规模的不断扩大，公司现金短期债务比呈持续下降趋势，分别为 51.06%、33.69%和 25.42%。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 波动较大，分别为 34.44 亿元、8.52 亿元和 32.28 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.84 倍、0.59 倍和 1.88 倍；全部债务/EBITDA 分别为 8.93 倍、38.78 倍和 10.57 倍。2017 年，由于公司经营亏损，EBITDA 及长期偿债指标明显恶化。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司对外担保合计 31.25 亿元，担保比率为 38.75%，全部为对参股公司同煤漳泽上海融资租赁有限公司的担保，存在一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度共计 320.16 亿元，其中未使用银行授信额度 69.21 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：B201809180292758026），截至 2019 年 4 月 28 日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的信贷记录中有 8 笔欠息，25 笔关注类贷款、165 笔关注类银行承兑汇票。其中，欠息主要由于银行自动划分系统存在问题导致；由于 2008 年公司出现亏损，工商银行要求亏损类单位的所有贷款及票据均调整为关注类，因此公司关注类贷款、票据较多。公司无实质逾期、违约情况。

8. 抗风险能力

公司作为山西火电行业龙头企业，依托同煤集团的资源优势和行业优势，不断整合区域内的电力、煤炭资源，在山西电力行业中具备显著的竞争优势。总体看，公司抗风险能力很强。

八、母公司财务分析

2016—2018 年，公司母公司口径资产规模波动中有所增长，年均复合增长 5.12%。截至

2018 年底，母公司资产总额 270.10 亿元，同比增长 10.65%，其中流动资产占比 42.23%，非流动资产占比 57.77%。2016—2018 年，母公司流动资产分别为 94.11 亿元、66.28 亿元和 114.05 亿元。其中，母公司流动资产于 2017 年底出现谷值，主要由于货币资金减少 33.53 亿元；母公司流动资产于 2018 年底有所回升，主要由于其他应收款增长 35.13 亿元，主要为完成股权转让，新增应收债权债务转让款 26.72 亿元、新增应收股权转让款 7.41 亿元。2016—2018 年，母公司非流动资产波动幅度较大，分别为 150.32 亿元、177.81 亿元和 156.04 亿元。其中，截至 2018 年底，母公司非流动资产同比下降 12.24%，一方面由于股权转让，母公司长期股权投资同比下降 9.27%；另一方面由于转让蒲洲发电股权，剥离出相关资产负债，母公司固定资产同比下降 30.84%。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产 274.92 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，货币资金进一步减少至 10.32 亿元，主要由于偿还债务导致现金净流出规模较大；同期，新增对曹妃甸发电的投资，母公司长期股权投资增长至 100.47 亿元；其他科目较 2018 年底变化不大。

2016—2018 年，公司母公司所有者权益有所波动，截至 2018 年底为 82.21 亿元，主要由实收资本和资本公积构成，由于煤炭成本的快速回升并保持高位盘整，母公司经营亏损，未分配利润持续为负。截至 2019 年 3 月底，母公司所有者权益 81.22 亿元，较 2018 年底小幅下降，主要由于经营亏损增加。

2016—2018 年，公司母公司口径负债规模有所增长，年均复合增长 7.91%。截至 2018 年底，母公司负债 187.88 亿元，同比增长 12.06%，其中，流动负债占比 81.08%，非流动负债占比 18.92%。2016—2018 年，母公司流动负债波动增长，年均复合增长 15.38%，截至 2018 年底为 152.33 亿元，同比增长 38.00%，主要由于本部对公司往来款增长导致其他应付款的快速增长。同期，母公司短期借款、一

年内到期的非流动负债占比高。2016—2018 年，母公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 12.95%，截至 2018 年底为 35.55 亿元，同比下降 37.93%，主要由于长期借款及应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债科目。

截至 2019 年 3 月底，母公司负债 193.70 亿元，较 2018 年底增长 3.10%，主要由于短期借款、应付账款和其他应付款的增长。同期，母公司偿还部分到期债务，一年内到期的非流动负债较 2018 年底有所减少；其他科目较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，近三年，母公司全部债务快速增长，分别为 101.09 亿元、109.66 亿元和 146.75 亿元，其中短期债务占比高，短期支付压力较大。近三年，伴随债务规模的增长以及经营亏损导致的所有者权益波动下降，母公司资产负债率和全部债务资本化比率呈现上升趋势，近三年加权均值分别为 68.59% 和 60.70%；截至 2018 年底分别为 69.56% 和 64.09%。由于长期债务占比下降，近三年母公司长期债务资本化比率波动下降，加权均值为 31.06%，截至 2018 年底为 25.74%。

公司本部业务主要包括电力销售、煤炭贸易等业务。2016—2018 年，母公司营业收入较为稳定，年均复合增长 1.64%；同期，营业成本受煤价影响波动较大，年均复合增长 7.33%，增幅明显高于收入增幅，导致母公司于 2017 年开始出现经营性亏损。母公司于 2018 年转让蒲洲发电公司，剥离不良资产，带动营业外收入大幅增长，实现利润总额扭亏为盈。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 8.18 亿元，利润总额 -0.99 亿元。整体看，母公司业务规模较小，受煤炭成本高企影响，主营业务盈利能力偏弱。

2016—2018 年，母公司经营活动现金流收支均呈现增长趋势，其中 2018 年分别为 37.94 亿元和 39.63 亿元，分别同比增长 13.45% 和 41.66%，主要由于往来款增长导致收到和支付

其他与经营活动有关的现金流大幅增长。近三年，母公司经营活动现金流量净额分别为 5.92 亿元、5.47 亿元和-1.69 亿元。2016—2018 年，母公司投资活动现金流波动较大。2018 年，母公司投资活动现金流入量为 69.57 亿元，同比增长 92.76%，主要由于收回子公司的委托贷款增长带动收到其他与投资活动有关的现金大幅增长；同期，母公司投资活动产生现金流量净额由负转正，为 5.63 亿元。2016—2018 年，母公司筹资活动现金流收支主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金，2017 年以来，公司筹资活动产生的现金流量净额较为稳定，分别为-7.20 亿元和-6.64 亿元。2019 年 1—3 月，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 9.11 亿元、-15.55 亿元和-2.30 亿元。

整体看，母公司资产规模不断增长，非流动资产占比相对较高，货币资金、固定资产和长期股权投资占比较高。2018 年，受股权转让影响，其他应收款大幅增长。母公司债务规模快速增长，且短期债务占比较高，存在一定短期支付压力。母公司业务规模较小，且受煤炭成本高企影响，2017 年以来出现经营性亏损，盈利能力较弱。母公司现金流入较为稳定，但经营活动现金流入无法满足投资活动现金支出需求，存在对外融资需求压力。

九、 结论

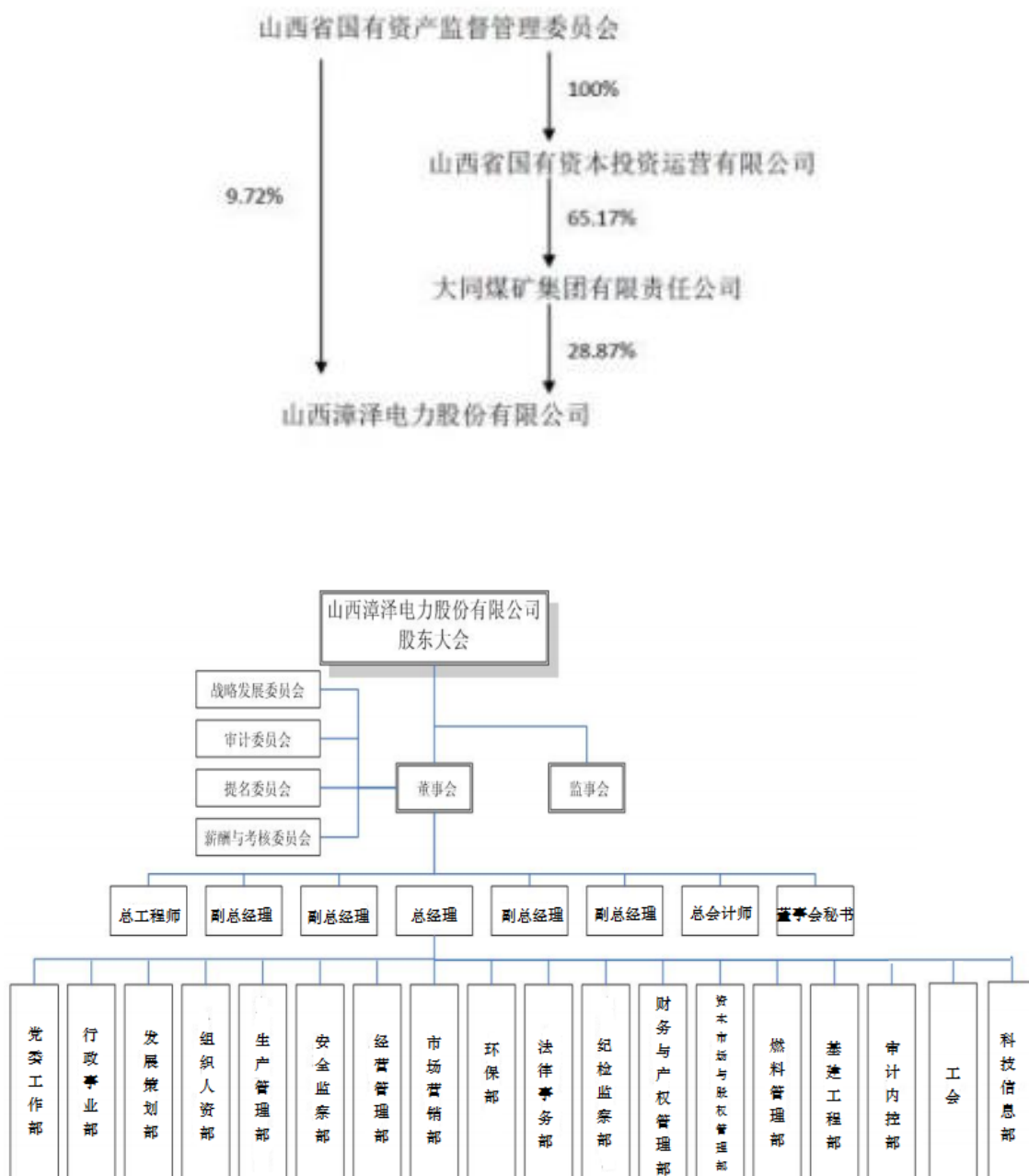
电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业，具有良好的长期发展前景。同时，随着电力体制改革的推进，节能调度、上大压小、竞价上网等政策将增加行业竞争，优势企业将获得更好的发展空间。

公司作为华北地区主要的电力供应商，在行业地位、生产规模、装备水平、区域经济、股东支持等方面具有显著优势。但由于煤炭成本持续高位震荡，公司电力业务出现经营性亏损，盈利能力有所下降。伴随电力经营成本控

制能力的提升以及前期经营不善的分公司的出售剥离，公司于 2018 年实现扭亏为盈。未来，随着公司在建发电项目陆续投入运营，公司电力资产结构有望逐步优化，收入和资产规模有望继续保持增长。

综合考虑，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年底子公司列表

序号	子公司名称	业务性质	持股比例	
			直接	间接
1	河津电厂供水有限责任公司	供水	67.00%	
2	山西临汾热电有限公司	电热生产销售	51.75%	
3	山西漳电娘子关发电有限责任公司	筹备项目	100.00%	
4	山西漳电大唐塔山发电有限公司	电力生产销售	60.00%	
5	山西漳电大唐热电有限公司	电力生产销售	88.98%	
6	山西漳电同华发电有限公司	电力生产销售	95.00%	
7	山西漳电国电王坪发电有限公司	电力生产销售	60.00%	
8	山西漳泽电力燃料有限公司	燃料贸易	100.00%	
9	山西漳泽电力工程有限公司	工程检修	100.00%	
10	山西漳电蒲洲热电有限公司	火力发电	65.00%	
11	山西漳泽电力节能技术有限公司	电力节能维护咨询	100.00%	
12	山西漳泽同兴发电有限公司	电力生产销售	76.48%	
13	山西漳泽电力新能源投资有限公司	新能源电力热力销售、技术服务	100.00%	
14	联众恒久节能科技（北京）有限公司	技术服务	100.00%	
15	鄯善协合太阳能发电有限公司	太阳能发电		100.00%
16	漳泽电力平顺新能源有限公司	可再生能源发电		100.00%
17	山西威尔玛鑫发电设备有限公司	发电机组		100.00%
18	山西中电电力工程监理有限公司	电力工程监理		100.00%
19	阿克陶县新特光伏发电有限责任公司	太阳能发电		100.00%
20	乌鲁木齐华瑞光晟电力科技有限公司	太阳能、风能发电		100.00%
21	和布克赛尔蒙古自治县华光新能源有限责任公司	太阳能、风能发电		100.00%
22	山西晋安通风力发电有限公司	风力发电		100.00%
23	河北龙沁光伏科技有限公司	太阳能、光伏发电	100.00%	
24	张北亨吉新能源有限公司	光伏发电		100.00%
25	垦利光润新能源有限公司	光伏发电		100.00%
26	东营耀光新能源有限公司	光伏发电		100.00%
27	东营市通泰新能源有限公司	光伏发电		100.00%
28	垦利启泰新能源有限公司	光伏发电		100.00%
29	尚义县东润光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
30	西藏协信新能源开发有限公司	新能源开发、应用		100.00%
31	西藏曲松协信新能源开发有限公司	新能源开发、应用		100.00%
32	西藏昌都协信新能源开发有限公司	光伏发电		100.00%
33	山西漳电国源能源有限公司	光伏发电		51.02%
34	山西漳泽电力孟县光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
35	山西漳泽电力售电有限公司	电力热力供应服务	100.00%	
36	太原市民营区漳泽售电有限公司	电力供应服务		60.00%
37	长治高新区同泽售电有限公司	电力供应服务		70.00%

38	山西漳泽电力太谷平阳光伏发电有限公司	太阳能光伏发电	100.00%	
39	山西漳电王坪热力有限公司	集中供热投资管理	100.00%	
40	山西漳泽云电信息科技有限公司	技术开发转让咨询	60.00%	
41	山西漳泽电力物流贸易有限公司	机电设备销售运输	100.00%	
42	山西漳电圣科建材有限责任公司	建材产品		51.01%
43	山西宏伟新能源有限公司	风力及光伏发电		100.00%
44	闻喜县宏伟光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
45	闻喜县宏伟风力发电有限公司	风力发电		100.00%
46	运城经济开发区金丰光伏科技有限公司	风力及光伏发电		100.00%
47	芮城县金丰光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
48	芮城县金广丰风力发电有限公司	风力发电		100.00%
49	运城博阳汽车充电设备有限公司	充电桩运营管理		80.00%
50	山东漳泽电力售电有限公司	配售电业务技术服务		99.00%
51	江苏漳泽售电有限公司	配售电业务技术服务		100.00%
52	北京中茗碳资产管理有限公司	碳资产管理技术服务		50.00%
53	赤城光硕新能源有限公司	太阳能发电		100.00%
54	赤城县博新农业科技有限公司	农业开发技术服务		100.00%
55	山西漳电新材料有限公司	新型材料的生产和销售	100.00%	
56	山西漳电华旗新材料有限公司	新型材料的生产和销售		83.61%
57	山西漳电同达热电有限公司	电力热力生产销售	51.00%	
58	宣化县源和新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
59	神木县绿源新能源电力有限公司	太阳能发电	100.00%	100.00%
60	神木县中久农业开发有限公司	电热生产销售		100.00%
61	神木县昌益农业开发有限公司	电热生产销售		100.00%
62	神木县东升科技发展有限公司	电热生产销售		100.00%
63	神木县光能科技发展有限公司	电热生产销售		100.00%
64	张家口英源光伏电力开发有限公司	电热生产销售		100.00%
65	中稷泰丰张家口光伏发电有限公司	电热生产销售		100.00%
66	靖边盛源新能源发电有限公司	电热生产销售		100.00%
67	山西漳泽电力河曲新能源有限公司	电热生产销售		100.00%
68	朔州市（平鲁）晶沃光电科技有限公司	太阳能发电		100.00%
69	曲松县科能新能源开发有限公司	电热生产销售		100.00%
70	晋城市万鑫顺达新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
71	山西龙永太物资有限公司	太阳能发电	100.00%	
72	山西漳泽电力股份有限公司山阴风电有限公司	电热生产销售	100.00%	
73	山西漳电科学技术研究院（有限公司）	电力及新能源技术开发	100.00%	
74	陕西雄风新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
75	山西漳电奥力安新材料有限公司	汽车及高速列车制动材料		100.00%

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)	65.49	45.60	43.02	26.91
资产总额(亿元)	486.49	484.08	503.89	501.47
所有者权益合计(亿元)	111.29	80.15	80.64	80.72
短期债务(亿元)	128.26	135.36	169.24	159.28
长期债务(亿元)	179.41	194.90	172.03	172.19
全部债务(亿元)	307.67	330.26	341.26	331.48
营业收入(亿元)	88.40	95.20	112.30	29.72
利润总额(亿元)	3.32	-19.85	0.25	0.09
EBITDA(亿元)	34.44	8.52	32.28	--
经营性净现金流(亿元)	15.54	11.58	20.18	8.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.72	4.00	3.81	--
存货周转次数(次)	10.90	12.22	12.13	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.20	0.23	--
现金收入比(%)	97.08	95.72	98.19	104.18
营业利润率(%)	14.01	-8.90	4.41	15.51
总资本收益率(%)	3.07	-1.72	3.82	--
净资产收益率(%)	1.06	-25.44	0.61	--
长期债务资本化比率(%)	61.72	70.86	68.09	68.08
全部债务资本化比率(%)	73.44	80.47	80.89	80.42
资产负债率(%)	77.12	83.44	84.00	83.90
流动比率(%)	65.52	58.16	56.40	52.65
速动比率(%)	61.50	53.70	53.00	49.41
经营现金流动负债比(%)	8.12	5.67	8.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.84	0.59	1.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.93	38.78	10.57	--

注：1. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别调至短期债务和长期债务；3. 以 2017 年度期初数据对 2016 年度期末数据进行追溯调整

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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

联合资信评估有限公司关于 山西漳泽电力股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在山西漳泽电力股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西漳泽电力股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。山西漳泽电力股份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项，山西漳泽电力股份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山西漳泽电力股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现山西漳泽电力股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西漳泽电力股份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，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山西漳泽电力股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。