信用等级公告

联合〔2019〕3378 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跟踪分析和评估，确定维持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

二〇一九年十二月六日

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

山西漳泽电力股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西漳泽电力股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司电力企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司电力企业信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2019 年 12 月 6 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	4
		资本结构		5
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
控股股东支持力度大				+2
政府支持力度大				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：黄　露　　王　皓

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、股东支持等方面具有明显优势。跟踪期内，公司积极争取电力市场份额，出售剥离前期经营性亏损分公司，带动公司实现扭亏为盈。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、公司债务负担很重、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。

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，有利于公司提高盈利水平。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，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，区域竞争力突出。
2. 跟踪期内，公司积极争取电力市场份额，上网电量和上网电价均有所提升，带动电力板块收入和利润的增长，并通过剥离前期经营性亏损分公司，实现扭亏。
3. 控股股东大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“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。同时，作为山西省属重要电力上市公司，政府对公司支持力度大。

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. 公司债务规模较大，债务负担仍很重。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	65.49	45.60	43.02	37.71
资产总额(亿元)	486.49	484.08	503.89	484.75
所有者权益(亿元)	111.29	80.15	80.64	80.46
短期债务（亿元）	128.26	135.36	169.24	155.39
长期债务（亿元）	179.41	194.90	172.03	190.63
全部债务(亿元)	307.67	330.26	341.26	346.02
营业收入（亿元）	88.40	95.20	112.30	88.54
利润总额（亿元）	3.32	-19.85	0.25	0.40
EBITDA(亿元)	34.44	8.52	32.28	--
经营性净现金流（亿元）	15.54	11.58	20.18	2.32
营业利润率(%)	14.01	-8.90	4.41	14.93
净资产收益率(%)	1.06	-25.44	0.61	--
资产负债率(%)	77.12	83.44	84.00	83.40
全部债务资本化比率(%)	73.44	80.47	80.89	81.13
流动比率(%)	65.52	58.16	56.40	49.21
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	--

公司本部（母公司）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	244.43	244.10	270.10	263.29
所有者权益（亿元）	83.08	76.44	82.21	79.97
全部债务(亿元)	101.09	109.66	146.75	152.94
营业收入(亿元)	30.33	32.23	31.33	26.39
利润总额(亿元)	2.46	-6.79	6.36	-2.24
资产负债率（%）	66.01	68.68	69.56	69.62
全部债务资本化比率(%)	54.89	58.93	64.09	65.66
流动比率（%）	82.24	60.05	74.87	64.70
经营现金流动负债比(%)	5.17	4.95	-1.11	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；合并口径其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务；以 2017 年度期初数据对 2016 年度期末数据进行追溯调整；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
--	--	AA+	稳定	2019.6.10	黄露、王宁	电力行业企业信用评级方法 --	--

注：2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月六日

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为 2019 年 12 月 6 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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 30.77 亿元，大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）持有公司 29.43%的股份，山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“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，与山西省国资委为一致行动人，山西省国资委通过山西省国有资本投资运营有限公司持有同煤集团 65.17%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

三、经营分析

公司主营电力业务，辅以热力和燃煤贸易业务。跟踪期内，公司积极争取电力市场份额，机组效率保持良好水平，受益于上网电量和上网电价的提升以及剥离前期亏损较为严重的电站，公司电力板块收入和利润水平均有所回升，带动公司整体实现扭亏为盈。同期，公司仍不断扩张电力装机容量，在建项目投资压力较大。

公司主要从事电力业务的生产和销售，近年来，电力板块收入占内部抵消前主营业务收入的比重保持在 75%以上，为公司营业收入和利润的主要来源；热力和燃煤板块对公司收入和利润形成补充；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等，对收入和利润贡献较小。2018 年，公司实现主营业务收入 101.80 亿元，同比增长 18.26%，一方面由于上网电量和上网电价增长带动电力板块收入同比增长 19.58%至 85.94 亿元；另一方面由于燃煤贸易量提升带动燃煤板块收入同比增长 75.15%至 14.80 亿元。毛利率方面，2018 年公司扭亏为盈，综合毛利率较 2017 年的-9.97%回升 14.95 个百分点至 4.98%，主要系公司控制供电成本、增加售电量、剥离前期亏损较为严重的山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电分公司（以下简称“蒲洲发电”），拉动电力板块扭亏。

2019 年 1－9 月，公司实现主营业务收入 80.64 亿元，为 2018 年全年的 79.21%，其中燃煤板块收入下降明显。2019 年前三季度，公司电力板块实现收入 74.80 亿元，为 2018 年全年的 87.04%，主要由于上网电量和上网电价同比增长；受益于机组效率的提升以及煤炭价格的回落，公司电力和热力板块毛利率均较 2018 年有所提高，分别为 17.65%和-26.82%。同期，燃煤板块实现收入 4.42 亿元，仅为 2018 年该板块收入的 29.86%，主要由于燃料板块经营主体转换，过渡期间该板块收入和利润水平均有所下降，当期毛利率较 2018 年下降 2.10 个百分点至 0.64%。

表1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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
电力	71.87	76.26	-11.07	85.94	75.29	7.54	74.80	84.47	17.65

热力	4.76	5.05	-53.64	6.58	5.76	-45.63	4.42	4.99	-26.82
燃煤	8.45	8.97	1.56	14.80	12.96	2.74	4.42	4.99	0.64
检修服务	4.10	4.35	8.70	3.31	2.90	10.91	2.09	2.36	9.13
节能技术服务	0.56	0.60	65.77	0.60	0.53	53.28	0.29	0.33	52.16
技术研究服务	0.22	0.23	54.64	0.29	0.25	48.79	0.12	0.14	43.73
融资租赁及其他	4.29	4.55	30.61	2.63	2.30	24.33	2.41	2.73	27.73
小计	**94.25**	**100.00**	**-8.72**	**114.15**	**100.00**	**4.69**	**88.56**	**100.00**	**14.80**
减：内部抵销数	8.17	--	--	12.35	--	--	7.69	--	--
合计	**86.08**	**--**	**-9.97**	**101.80**	**--**	**4.98**	**80.64**	**--**	**15.97**

资料来源：公司提供

电力板块方面，截至2018年底，公司可控装机容量904.84万千瓦（含火电782.00万千瓦），公司积极争取电力市场份额，2018年，实现发电量323.53亿千瓦时，同比增长11.78%。截至2019年9月底，公司可控装机容量872.26万千瓦（含火电722万千瓦），较2018年底有所下降，主要由于剥离蒲洲发电[1]所致；公司清洁能源装机占比由2018年的13.58%提升至17.23%。2019年1－9月，公司实现发电量270.52亿千瓦时，为2018年的83.62%；上网电价较2018年提高3.83%至304.79元/兆瓦时；带动电力板块收入提高。同期，受益于煤炭价格回落，公司电力业务发电单位成本较2018年有所下降，但机组运营效率有所下降，2019年前三季度，公司综合供电煤耗和综合厂用电率分别为331.83克/千瓦时和7.76%，分别较2018年下降1.76%和0.85个百分点。

原料采购方面，公司煤炭供应商主要为同煤集团及其子公司。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（以下简称“燃料公司”）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。2019年第三季度，公司成立山西漳电电力煤炭配售有限公司（以下简称“配售公司”），并逐步将燃料采购业务全部转移至配售公司，未来将在燃料公司理清全部债权债务后注销燃料公司。

热力板块方面，公司主力火电机组多具备供热能力，售热业务集中于山西地区。2018年，公司供热量有所增长，销售均价受供热结构调整而有所增长，2018年供热量和平均供热价格分别为2835万吉焦和23.19元/吉焦。2019年1－9月，公司供热量1787.19万吉焦，为2018年全年的63.04%，平均供热价格25.47元/吉焦，较2018年进一步增长9.83%。

表 2　截至 2019 年 9 月底公司在建工程投资情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资金额	截至 2019 年 9 月底已投资金额	2019 年 10-12 月计划投资	2020 年计划投资
漳泽百万 2*1000mw	87.55	39.90	12.94	26.87
吴马营 100mw 风电	8.41	6.04	1.27	1.10
织女泉 99.5mw 风电	7.94	4.18	2.68	1.08
芮城 99mw 风电	8.32	5.45	2.87	0.00
合计	**112.22**	**55.56**	**19.76**	**29.05**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建项目 4 个，计划总投资金额 112.22 亿元，已完成投资 55.56 亿元，预计 2019 年 10－12 月、2020 年将分别投资 19.76 亿元和 29.05 亿元；短期内公司投资压力较大。其中，投资规模较大的项目为漳泽百万 2*1000MW 火电项目，于 2017 年 6 月开始建设，预计 2020 年底完成建设，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。此外，受政策导向影响，公司不断优化电源结构，清洁能源装机规模不断增长，新建风电装机规模较大，均预计于 2019 年底完成建设。

[1] 公司于 2018 年 6 月剥离蒲洲发电，但由于 2018 年上半年仍有发电量，因此 2018 年底装机容量统计中仍有蒲洲发电

四、财务分析

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，受股权转让收现及股权收购投资影响，其他应收款和长期股权投资波动较大；公司权益规模及结构保持稳定，权益结构稳定性较好；公司整体债务负担很重。受益于发电量和上网电价的提升，公司营业收入有所增长，同时，由于煤炭成本趋于稳定，公司成本控制能力有所增强，2019 年经营性亏损大幅缩减，但整体盈利能力仍较弱。公司现金流量整体较为稳定，受投资净流出规模有所缩减以及前期股权转让款收回影响，2018 年以来，公司经营活动现金流入足以覆盖投资活动现金支出，对外融资压力有所下降。

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 年三季度财务数据未经审计。

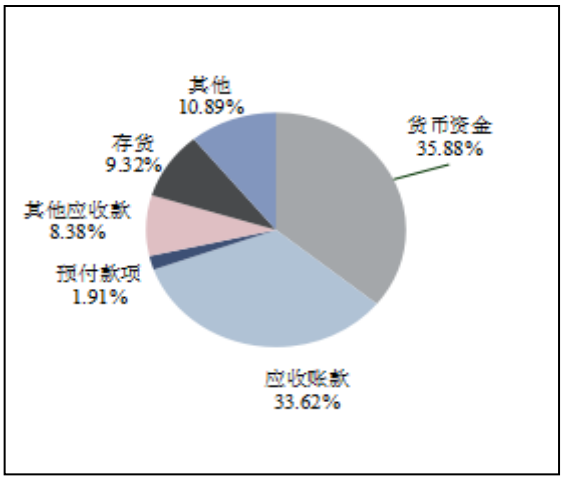
从合并范围看，近年来公司合并范围变动较大，对财务数据可比性有一定影响；同时，因同一控制下企业合并，以 2017 年期初数据对 2016 年期末数据做追溯调整。

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（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 9 月底，公司（合并）资产总额 484.75 亿元，所有者权益 80.46 亿元（含少数股东权益 4.42 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 88.54 亿元，利润总额 0.40 亿元。

资产方面，截至 2018 年底，公司资产仍以非流动资产为主（占比 72.34%）。截至 2018 年底，公司流动资产合计 139.37 亿元，较上年底增长 17.37%，主要源于其他应收款的大幅增长，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，另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。同期，公司非流动资产合计 364.51 亿元，规模及结构较上年底变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 484.75 亿元，较 2018 年底变化不大。其中，流动资产合计 103.40 亿元，较 2018 年底下降 25.81%，主要由于收回前期应收股权转让款，公司其他应收款较 2018 年底下降 80.06%至 8.66 亿元；同期，非流动资产合计 381.35 亿元，较 2018 年底增长 4.62%，主要由于公司完成华润电力（曹妃甸）有限公司 39%股权收购，长期股权投资较 2018 年底增长 81.27%至 26.21 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司使用受限的资产合计 94.91 亿元，受限比例为 19.58%；其中受限货币资金 17.52 亿元，受限固定资产 77.40 亿元。

图 1　截至 2019 年 9 月底流动资产构成情况



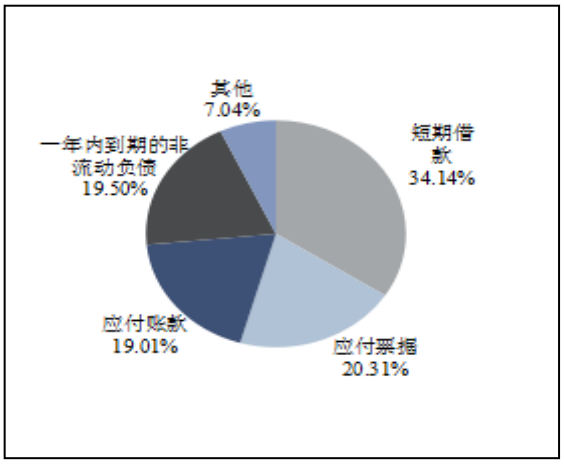
资料来源：公司财务报告

权益方面，截至 2018 年底，公司所有者权益合计 80.64 亿元，其中，归属于母公司权益合计 75.46 亿元，实收资本、资本公积比较高，分别为 40.78%和 58.09%。截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 80.46 亿元，较 2018 年底变化不大。公司权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。由于前期经营亏损，公司未分配利润持续为负，2018 年以来亏损金额逐步减少。

负债方面，截至 2018 年底，公司负债合计 423.25 亿元，较上年底增长 4.78%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 247.11 亿元，较上年底增长 21.03%，主要由于应付票据

（30.75 亿元，较上年底增长 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）和一年内到期的非流动负债大幅增长。公司非流动负债合计 176.14 亿元，较上年底下降 11.83%，主要由于长期借款和应付债券即将到期转入流动负债科目。截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 404.30 亿元，较上年底下降 4.48%。流动负债合计 210.12 亿元，较上年底下降 14.97%，主要由于往来款减少以及偿还到期长期借款和融资租赁款导致其他应付款和一年内到期的非流动负债减少；同期，由于结算方式调整，公司应付票据较上年底增长 38.81%，应付账款较上年底下降 16.13%。公司非流动负债合计 194.18 亿元，较上年底增长 10.24%，主要由于融资租赁借款大幅增长。

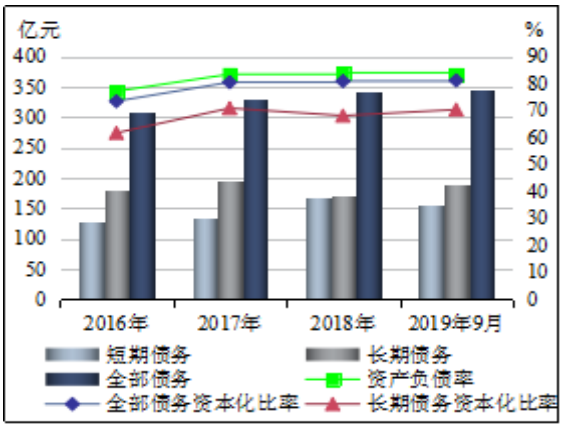
图 2　截至 2019 年 9 月底流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，公司全部债务规模较为稳定，截至 2019 年 9 月底为 346.02 亿元，短期债务占 44.91%；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 83.40%、81.13%和 70.32%。公司债务规模较大，预计未来每年需偿付 20~30 亿元债务，公司债务负担仍很重。

图 3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

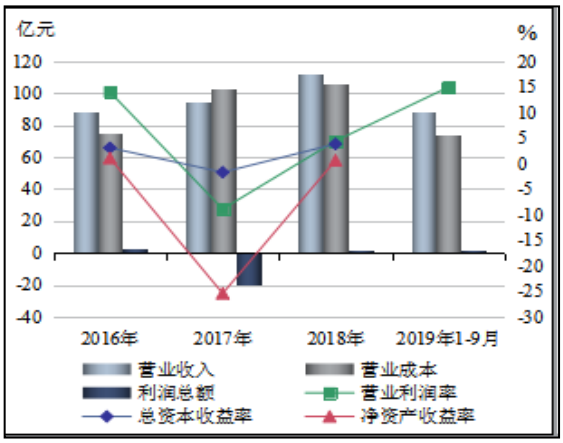
营收及盈利指标方面，2018 年，公司实现营业收入 112.30 亿元，同比增长 17.96%，主要由于发电量及上网电价的增长；营业成本 106.07 亿元，同比增长 3.27%，主要由于燃煤成本的提升。2018 年，公司期间费用合计 17.69 亿元，同比增长 20.75%，主要由于债务增长带动财务费用的快速增长。受此影响，公司出现经营性亏损，营业利润为-9.19 亿元。

鉴于加快处置低效火电资产，进一步调整公司资产结构和优化资产质量，2018 年，公司将蒲州发电全部资产及负债通过山西省产权交易市场公开挂牌转让。太原市财融资产管理有限责任公司授权的全资子公司山西蒲宣能源有限责任公司作为唯一竞买方被确认受让资格，于 2018 年 6 月 29 日完成摘牌并签署《产权交易合同》。此交易为公司带来 8.99 亿元收益。

此外，公司与股东同煤集团签订股权转让协议，向同煤集团出售其持有的联营企业大同煤矿集团财务有限公司 20%的股权。此交易为公司带来 2.19 亿元收益。

受益于前期亏损分公司的转让剥离以及财务公司股权转让，2018 年，公司投资收益和营业外收入增长带动利润总额扭亏为盈，为 0.25 亿元。2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 4.41%、3.82%和 0.61%，同比均有所提升。

图 4 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2019 年前三季度，公司实现营业收入 88.54 亿元，利润总额 0.40 亿元，营业利润率 14.93%，公司经营性亏损大幅缩减，但盈利能力仍较弱。

现金流方面，2018 年，伴随公司收入的增长，经营活动现金流入量同比增长 16.91%至 110.27 亿元；经营活动现金流出量同比增长 8.96%至 91.17 亿元，主要由于办理履约保函保证金及承兑保证金大幅增长。综合上述因素，2018 年，公司经营活动产生的现金净流入 20.18 亿元，同比增长 74.34%。从收入实现质量上来看，2018 年，公司的现金收入比率为 98.19%，同比变化不大，收入实现质量一般。投资活动支出方面，公司主动缩减电站建设投资规模，购建固定资产、无形资产等支付的现金同比下降 61.31%；同时由于支付委托贷款减少，公司投资活动现金净流出 6.84 亿元，流出规模同比大幅下降 86.53%。公司筹资活动前现金为净流入 13.34 亿元，经营活动现金能满足投资需求，对外筹资压力较小。2018 年，公司筹资活动现金收支保持较大规模，由于偿付大额融资租赁款，公司筹资活动现金净额由正转负，为-25.10 亿元。2019 年前三季度，由于购买燃料支付的现金增加，公司经营活动现金净流入量缩减至 2.32 亿元；同期，由于收回前期股权转让价款，公司投资活动现金净流入 3.40 亿元；筹资活动收支同比较为稳定，现金净流出 15.58 亿元。

母公司财务方面，2018 年以来，母公司资产总额受股权转让事项进展影响波动下降，截至 2019 年 9 月底为 263.29 亿元，较 2018 年底下降 2.52%，以非流动资产为主，占比 65.11%。其中，流动资产合计 91.87 亿元，以货币资金和其他流动资产（主要为对子公司的委托贷款）为主；非流动资产合计 171.41 亿元，以长期股权投资、固定资产和在建工程为主。权益方面，母公司实收资本和资本公积较为稳定，受经营亏损影响，未分配利润持续为负，截至 2019 年 9 月底，母公司权益总额 79.97 亿元。负债方面，截至 2019 年 9 月底，母公司负债合计 183.31 亿元，其中流动负债 142.00 亿元，以短期借款为主，同时由于结算及借款方式调整，公司应付票据持续增长，应付账款持续下降；同期，非流动负债 41.31 亿元，以长期借款和长期应付款（主要为融资租赁款）为主。截至 2019 年 9 月底，母公司全部债务（未调整）152.94 亿元，短期债务占比 80.86%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.62%、65.66%和 26.79%，母公司债务负担较重，且短期债务占比高，短期支付压力大。经营方面，母公司业务主要包括电力销售、煤炭贸易等业务。跟踪期内，母公司收入较为稳定，但由于煤炭成本较高，母公司经营持续亏损，2019 年前三季度，母公司实现营业收入 26.39 亿元，利润总额-2.24 亿元。现金流方面，跟踪期内，受往来款规模增长影响，母公司经营活动现金流量收支整体呈增长趋势，但净流量由 2018 年开始表现为净流出，2019 年前三季度净流出 8.34 亿元；同期，由于委托贷款波动及收回前期股权转让价款影响，母公司投资活动现金流量快速增长，2019 年前三季度为净流入 22.51 亿元；筹资活动现金净流出 16.18 亿元。整体看，母公司经营活动现金流入无法满足投资活动现金支出，对外融资依赖性强。

偿债能力指标方面，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别进一步下降至 56.40%和 53.00%；同期，公司现金短期债务

比为 0.25 倍。截至 2019 年 9 月底，上述三个指标分别为 49.21%、44.63%和 0.24 倍。公司短期偿债能力较弱。2018 年，公司 EBITDA 为 32.28 亿元，全部债务/EBTIDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.57 倍和 1.88 倍，公司整体偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保合计 20.93 亿元，担保比率为 26.01%，担保比率较高。考虑被担保方为参股公司同煤漳泽上海融资租赁有限公司（18.27 亿元）和股东同煤集团（2.66 亿元），两家企业运营状况正常，公司整体代偿风险较低。

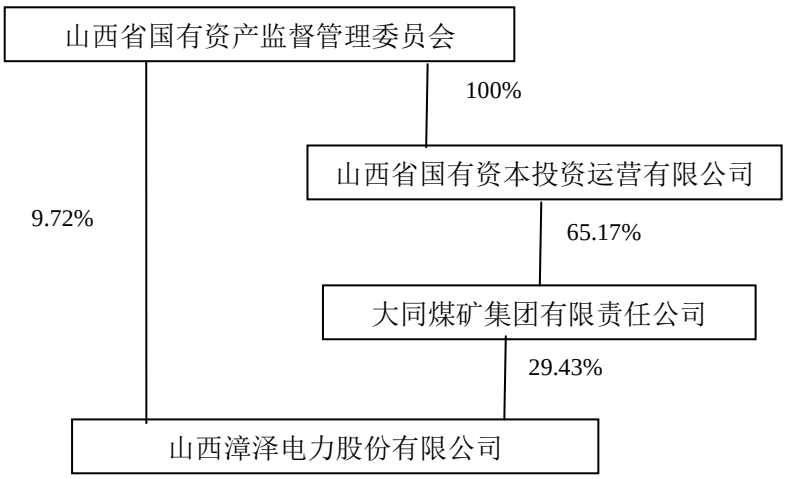
截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度为 309.60 亿元，已使用授信额度 215.92 亿元，尚未使用授信额度 93.68 亿元，公司间接融资渠道较为通畅；同时，公司为上市公司，具备一定补充流动性的便捷性。

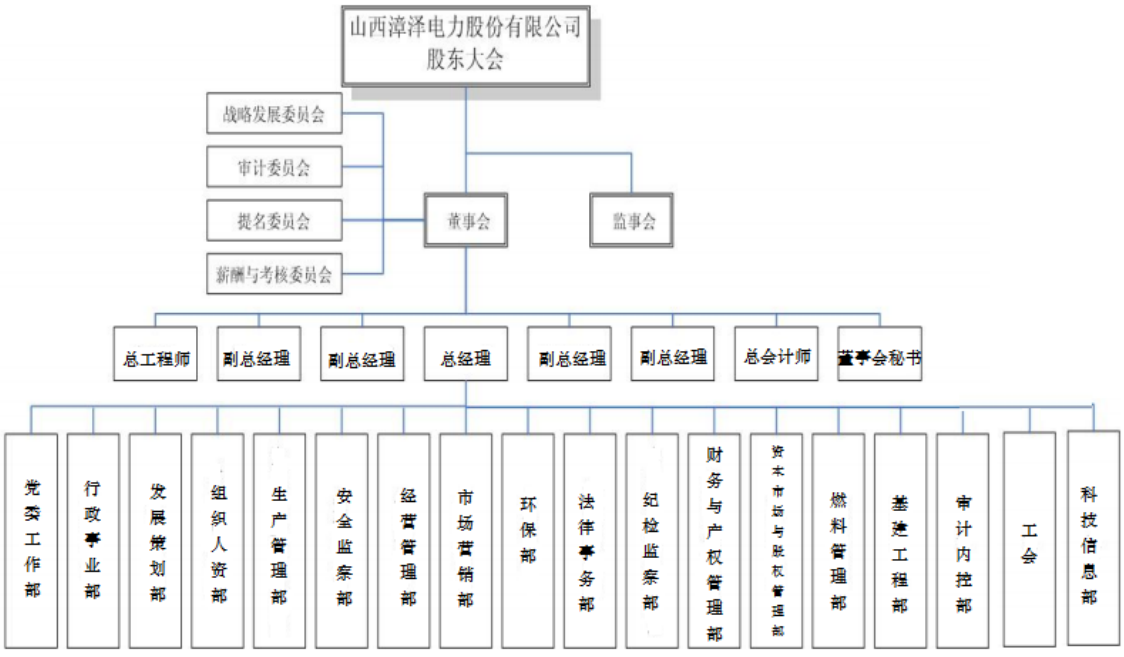
根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：1401000001210946），截至 2019 年 11 月 23 日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的信贷记录中有 8 笔欠息，25 笔关注类贷款、165 笔关注类银行承兑汇票。其中，欠息主要由于银行自动划分系统存在问题导致；由于 2008 年公司出现亏损，工商银行要求亏损类单位的所有贷款及票据均调整为关注类，因此公司关注类贷款、票据较多。公司无实质逾期、违约情况。

五、结论

综合评估，联合资信确定维持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。

附件 1-1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2　截至 2019 年 9 底公司主要子公司情况

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	山西漳泽电力物流贸易有限公司	机电设备销售运输	100.00%	
41	山西漳电圣科建材有限责任公司	建材产品		51.01%
42	山西宏伟新能源有限公司	风力及光伏发电		100.00%
43	闻喜县宏伟光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
44	闻喜县宏伟风力发电有限公司	风力发电		100.00%
45	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%
46	芮城县金丰光伏发电有限公司	光伏发电		100.00%
47	芮城县金广丰风力发电有限公司	风力发电		100.00%
48	运城博阳汽车充电设备有限公司	充电桩运营管理		80.00%
49	山东漳泽电力售电有限公司	配售电业务技术服务		99.00%
50	江苏漳泽售电有限公司	配售电业务技术服务		100.00%
51	北京中茗碳资产管理有限公司	碳资产管理技术服务		50.00%
52	赤城光硕新能源有限公司	太阳能发电		100.00%
53	赤城县博新农业科技有限公司	农业开发技术服务		100.00%
54	山西漳电新材料有限公司	新型材料的生产和销售	100.00%	
55	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%
56	山西漳电同达热电有限公司	电力热力生产销售	51.00%	
57	宣化县源和新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
58	神木县绿源新能源电力有限公司	太阳能发电	100.00%	100.00%
59	神木县中久农业开发有限公司	电热生产销售		100.00%
60	神木县昌益农业开发有限公司	电热生产销售		100.00%
61	神木县东升科技发展有限公司	电热生产销售		100.00%
62	神木县光能科技发展有限公司	电热生产销售		100.00%
63	张家口英源光伏电力开发有限公司	电热生产销售		100.00%
64	中稷泰丰张家口光伏发电有限公司	电热生产销售		100.00%
65	靖边盛源新能源发电有限公司	电热生产销售		100.00%
66	山西漳泽电力河曲新能源有限公司	电热生产销售		100.00%
67	朔州市（平鲁）晶沃光电科技有限公司	太阳能发电		100.00%
68	曲松县科能新能源开发有限公司	电热生产销售		100.00%
69	晋城市万鑫顺达新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
70	山西龙永太物资有限公司	太阳能发电	100.00%	
71	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%	
72	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%	
73	陕西雄风新能源有限公司	太阳能发电	100.00%	
74	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%
75	山西漳电电力煤炭配售有限公司	煤炭销售	100.00%	

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.49	45.60	43.02	37.71
资产总额(亿元)	486.49	484.08	503.89	484.75
所有者权益(亿元)	111.29	80.15	80.64	80.46
短期债务(亿元)	128.26	135.36	169.24	155.39
长期债务(亿元)	179.41	194.90	172.03	190.63
全部债务(亿元)	307.67	330.26	341.26	346.02
营业收入(亿元)	88.40	95.20	112.30	88.54
利润总额(亿元)	3.32	-19.85	0.25	0.40
EBITDA(亿元)	34.44	8.52	32.28	--
经营性净现金流(亿元)	15.54	11.58	20.18	2.32
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	96.38
营业利润率(%)	14.01	-8.90	4.41	14.93
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	70.32
全部债务资本化比率(%)	73.44	80.47	80.89	81.13
资产负债率(%)	77.12	83.44	84.00	83.40
流动比率(%)	65.52	58.16	56.40	49.21
速动比率(%)	61.50	53.70	53.00	44.63
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：2019年三季度财务数据未经审计；合并口径其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务；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　主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.15	13.46	19.82	24.30
资产总额(亿元)	244.43	244.10	270.10	263.29
所有者权益(亿元)	83.08	76.44	82.21	79.97
短期债务(亿元)	63.22	59.23	118.26	123.68
长期债务(亿元)	37.87	50.43	28.50	29.27
全部债务(亿元)	101.09	109.66	146.75	152.94
营业收入(亿元)	30.33	32.23	31.33	26.39
利润总额(亿元)	2.46	-6.79	6.36	-2.24
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	5.92	5.47	-1.69	-8.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.91	4.61	5.39	--
存货周转次数(次)	10.96	15.04	15.53	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.13	0.12	--
现金收入比(%)	91.71	84.35	82.80	80.20
营业利润率(%)	10.48	-11.71	0.49	11.00
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	2.25	-8.58	7.03	--
长期债务资本化比率(%)	31.31	39.75	25.74	26.79
全部债务资本化比率(%)	54.89	58.93	64.09	65.66
资产负债率(%)	66.01	68.68	69.56	69.62
流动比率(%)	82.24	60.05	74.87	64.70
速动比率(%)	79.87	58.20	73.61	63.54
经营现金流动负债比(%)	5.17	4.95	-1.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

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

附件 5-1 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 5-2　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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