信用评级公告

联合〔2021〕6769 号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股山西电力股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持晋能控股山西电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“20 漳泽电力 MTN003”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十二日

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

晋能控股山西电力股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
晋能控股山西电力股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 漳泽电力 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项情况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 漳泽电力 MTN003	4.00	4.00	2023/09/30

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券 2. 上述债券含权，所列兑付日为首次权行权日

评级时间：2021 年 7 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型（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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	AA-		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	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			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
在建项目规模大，投产后将带动经营业绩的提升				+1
股东支持力度大				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级，反映了公司作为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）下属上市电力平台，在行业地位、生产规模、股东支持等方面保持优势。跟踪期内，公司收入保持稳定，盈利水平有所上升，经营活动现金净流入规模有所扩大。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、煤炭成本波动对电力业务盈利能力影响大、公司债务负担重且财务费用对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力很强。

跟踪期内，山西省国有能源企业专业化资产重组事项持续推进，公司作为晋控煤业集团下属发电业务的开展主体，未来随着专业化重组事项的进一步推进，在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面或将得到股东的支持，公司市场竞争实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“20 漳泽电力 MTN003”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度大。**未来随着山西省国有能源企业专业化资产重组事项的进一步推进，公司在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面将得到股东的有力支持。
2. **公司装机容量规模较大，区域竞争力强；公司燃煤机组平均装机规模大，火电机组利用小时数高。**公司是山西省属大型发电上市公司。截至 2021 年 3 月底，公司可控装机容量 900.10 万千瓦；公司已投产燃煤机组具备较强的供热能力，经济性良好；2020 年，公司火电机组利用小时数为 5102 小时，较上年提高 92 个小时。
3. **公司在建项目规模大，投产后将带动经营业绩的提升。**公司即将投入商运的漳泽 2×100 万千瓦机组具备机组技

分析师：华艾嘉　余瑞娟

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

术水平高、电量上网条件佳等优势，未来随着该套机组投入商业运营，将有利于公司整体经营业绩的提升。

4. **公司盈利能力有所提升。**2020 年，公司实现利润总额 4.13 亿元，同比增长 315.75%；经营活动现金净流入 28.44 亿元，同比增长 28.28%。2020 年公司营业利润率和净资产收益率分别为 19.21%和 2.76%，分别较上年提高 3.44 个百分点和 2.56 个百分点。

关注

1. **公司电源结构相对单一，煤炭成本对公司盈利能力影响大。**截至 2021 年 3 月底，公司火电装机容量占 80.21%，清洁能源发电在政策支持导向下，或对公司火电业务造成一定冲击。同时，公司营业成本中燃料成本占比高，2021 年一季度以来煤炭价格高位运行，公司盈利承压下行。此外，公司火电机组供电标准煤耗较高，公司成本控制压力较大。
2. **公司债务规模大，债务负担重。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 420.23 亿元；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 84.97%、82.97%和 71.07%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	43.02	44.02	49.08	49.01
资产总额（亿元）	503.89	509.36	568.54	573.78
所有者权益（亿元）	80.64	79.89	86.22	86.25
短期债务（亿元）	169.24	194.05	213.72	208.37
长期债务（亿元）	172.03	175.98	196.70	211.87
全部债务（亿元）	341.26	370.03	410.42	420.23
营业收入（亿元）	112.30	120.25	116.88	31.76
利润总额（亿元）	0.25	0.99	4.13	0.13
EBITDA（亿元）	32.28	37.01	41.00	--
经营性净现金流（亿元）	20.18	22.17	28.44	3.19
营业利润率（%）	4.41	15.77	19.21	14.03
净资产收益率（%）	0.61	0.20	2.76	--
资产负债率（%）	84.00	84.32	84.84	84.97
全部债务资本化比率（%）	80.89	82.24	82.64	82.97
流动比率（%）	56.40	45.03	48.19	51.70
经营现金流动负债比（%）	8.17	8.88	10.10	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.23	0.23	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.08	2.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.57	10.00	10.01	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	270.10	269.69	292.90	294.40
所有者权益（亿元）	82.21	81.20	84.41	83.68
全部债务（亿元）	146.75	164.52	182.58	181.94
营业收入（亿元）	31.33	35.62	36.47	9.90
利润总额（亿元）	6.36	-1.04	-0.76	-0.73
资产负债率（%）	69.56	69.89	71.18	71.58
全部债务资本化比率（%）	64.09	66.95	68.38	68.50
流动比率（%）	74.87	73.53	77.15	77.39
经营现金流动负债比（%）	-1.11	-1.48	7.55	--

注：1. 本报告部分合计数与各加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；2. 本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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/模型	评级报告
20 漳泽电力 MTN003	AA^+	AA^+	稳定	2020/08/20	黄露 刘莉婕	电力企业信用评级方法 V3.0.201907 电力企业信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

晋能控股山西电力股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“公司”或“晋控电力”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

晋控电力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，成为公众上市公司，股票代码：000767.SZ，股票简称：漳泽电力。

截至 1997 年底，山西省电力公司持有公司 41.21%股权，山西省地方电力公司持有公司 31.14%股权，分别为公司第一、第二大股东。2020 年 12 月 21 日，公司更名为“晋能控股山西电力股份有限公司”，股票简称由“漳泽电力”变更为“晋控电力”。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 30.77 亿元，晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）持有其 29.43%的股份，山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）持有其 9.72%的股份，并持有晋控煤业集团 65.17%股权。晋控煤业集团为公司第一大股东，与山西省国资委为一致行动人，山西省国资委直接间接持有公司 39.15%股权，系公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设行政事业部、发展策划部、生产管理部、经营管理部、市场营销部、环保部、财务与产权管理部等职能部门；纳入合并范围的子公司合计 69 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 568.54 亿元，所有者权益 86.22 亿元（含少数股东权益 3.84 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 116.88 亿元，利润总额 4.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 573.78 亿元，所有者权益 86.25 亿元（含少数股东权益 3.84 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.76 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：山西示范区晋阳街南一条 10 号 1 幢-1-22 层；法定代表人：刘文彦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的银行间存续债券见下表。“20 漳泽电力 MTN003”募集资金均已按指定用途使用完毕，尚未到第一个付息日。

表 1　公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
20 漳泽电力 MTN003	4.00	4.00	2020-09-30	3（3+N）

注：上述债券为含权债券
资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长

2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，**反映出实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支

出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

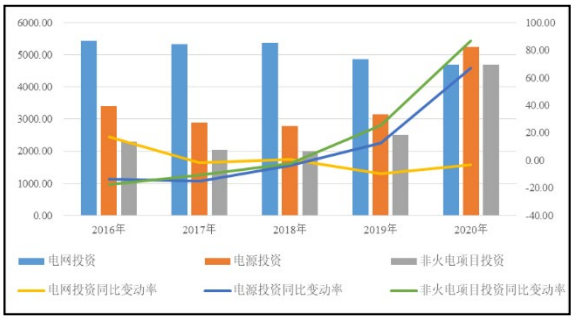
1. 行业概况

2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据[3]，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1－2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图 1　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

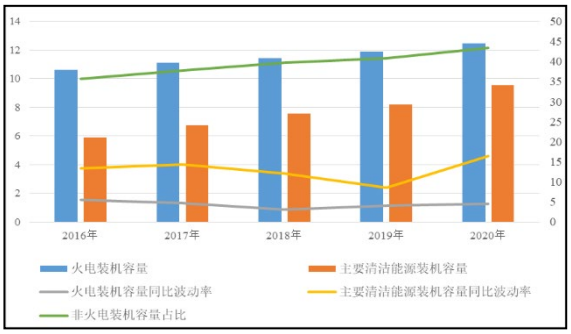


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：亿千瓦、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

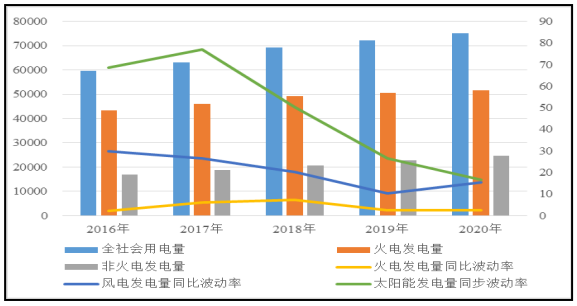
发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核

[3] 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

电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

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：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，2020年一季度，受新冠疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

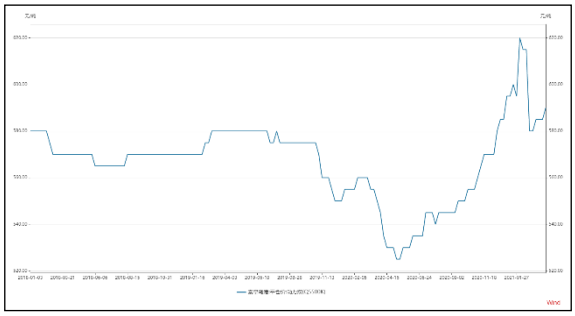
2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大。受疫情及下游复产复工进程影响，2020年，煤炭价格呈先降后升趋势，一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

(1) 煤炭价格及供需波动

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020 年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021 年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自 2 月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图4　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力

发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019－2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020－2021 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司控股股东为晋控煤业集团，实际控制人仍为山西省国资委。

2. 企业规模

公司为晋控煤业集团下属唯一电力平台企业、是山西省属大型发电企业，具备成本、市场和规模优势。近年来在保持火电发展基础上大力拓展可再生能源产业布局。

公司为华北电网和山西电网的主力发电企业，是晋控煤业集团下属唯一电力平台企业。作为山西省属大型发电企业，公司所属火电机组集中分布在晋北煤炭资源中心和晋南负荷中心，且大多数发电机组为热电联产机组，具备一定成本优势和市场优势。同时，公司在加快大容量、高参数火电发展的基础上，大力发展风电、光伏等可再生新能源产业，大力提高可再生能源的发电比重。2020 年，公司风电和光伏装机容量合计同比增长 27.45%至 178.10 万千瓦。

截至 2021 年 3 月底，公司可控装机容量

900.10 万千瓦，其中火电装机占 80.21%。2020 年，公司实现发电量 372.35 亿千瓦时，同比增长 2.88%。其中，火电发电量占 93.17%。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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 2021 年 7 月 13 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录；已结清的信贷记录中有 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。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、重大事项

2020 年下半年，山西省开始整合省内煤炭及电力资产，公司为晋能控股集团重要的电力业务开展主体，联合资信将持续关注山西省资源整合对公司产生的影响。

2020年10月，多家山西省煤炭企业发布公告称，为深入贯彻习近平总书记视察山西重要讲话重要指示，落实省委“四为四高两同步”总体思路和要求及省委十一届十次全会精神，发挥山西省能源企业产业集群优势，提高集中度，推动能源革命综合改革试点取得重大突破，山西省委决定联合重组原大同煤矿集团有限责任公司（简称“同煤集团”）、原山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（简称“晋煤集团”）、晋能集团有限公司（简称“晋能集团”）省属三户煤炭企业，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司（简称“潞安集团”）、华阳新材料科技集团有限公司（简称“华阳新材料科技集团”）相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团。晋能控股集团组建后，主要发展煤炭、电力、装备制造三大板块。

2020年10月10日，晋能控股集团组建后，原同煤集团更名为晋能控股煤业集团，晋能集团更名为晋能控股电力集团，晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团，三家企业同时成为晋能控股集团二级子公司。公司成为晋控煤业集团下属唯一上市电力平台。公司于2020年12月21日完成公司名称变更的工商变更登记，公司证券简称由“漳泽电力”变更为“晋控电力”。截至本报告出具日，公司拟转入及转出资产尚无实质划转情况。

公司为晋控煤业集团下属发电业务的运营主体，未来将参与山西省能源企业资产重组。由于资产重组事项尚未完成，重组方案推进时间、重组范围等方面仍存不确定性。未来随着相关资产重组方案的确定及推进，或对公司控股股东的业务结构及公司的股权结构产生影响。联合资信将持续对资产重组事项的推进及其对公司的影响予以关注。

八、管理分析

跟踪期内，公司管理层变动较大；公司管理制度连续，整体运作稳定。公司新任管理人员履职能力强。

跟踪期内，由于晋能控股集团成立后对人事进行统一调整，公司高管变动较大。

表 3　2020 年以来公司董事及高管变动情况

变动时间	姓名	担任职务	变动情形	变动原因
2020.03.05	渠贵君	副董事长、总经理	辞职	工作变动
2020.06.18	忻涛	副董事长	新任	--
2020.11.13	郭起旺	董事、副总经理	辞职	工作变动
2020.11.13	陈瑞清	副总经理	辞职	工作变动
2020.12.10	史晓文	总经理	新任	--
2020.12.29	康成	副总经理	新任	--
2020.12.29	贾云龙	副总经理	新任	--
2021.2.4	曹志刚	总会计师	辞职	工作变动
2021.4.21	王晓华	总会计师	新任	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制

度未发生变化。

公司总经理史晓文先生，1970 年生，毕业于太原工业大学热能动力专业，大学本科学历，工学学士，高级工程师。史晓文先生曾任山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）办公室主任、总经理助理、总经理助理兼企管部部长、副总经济师兼企管部部长、副总经济师兼企管部部长、山西通宝能源股份有限公司（以下简称“通宝能源”）发电部经理（兼）、阳光发电副总经济师、通宝能源发电部经理（兼）、山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国际电力”）风电项目筹建处主任、山西福光风电公司总经理、山西国际电力资产管理有限公司总经理、党委书记、董事长、党委书记、山西国际电力总经理助理、晋能集团总经理助理、晋能集团总经理助理、晋能环保工程有限公司总经理、晋能集团总经理助理、晋能环保工程有限公司董事长、总经理；晋能集团总经理助理、晋能电力集团董事、总经理、党委委员；晋能集团总经理助理、晋能控股电力集团有限公司党委书记、董事长。

公司总会计师王晓华先生，1968 年生，毕业于山西财经学院金融专业，大学本科学历，经济学学士，会计师。王晓华先生曾任同煤公路处征费所会计、晋控电力塔山发电山西有限公司（以下简称“塔山发电”）财务部副部长（副科级）、塔山发电副总会计师（正科级）、原漳泽电力河津发电分公司代财务总监、原漳泽电力河津发电分公司财务总监、原漳泽电力财务与产权管理部主任、晋控电力财务与产权管理部主任。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，电力业务仍为公司最主要收入和利润来源。2020 年，公司收入整体变动不大，公司电力业务毛利率有所提升，并带动整体盈利水平的提升，但公司热力业务仍政策性亏损。2021 年一季度以来，由于燃煤价格高位运行，公司成本控制压力加大。

2020 年，公司实现营业收入 116.88 亿元，同比下降 2.81%，其中主营业务收入 105.95 亿元，同比下降 2.75%；利润总额 4.13 亿元，同比增长 315.75%，主要系燃煤采购成本下降及对联营企业确认的投资收益同比增加所致。

从收入构成看，公司主要从事电力业务的生产和销售，电力业务收入占比保持在 75%以上，除晋控电力同华山西发电有限公司（以下简称“同华发电”）和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力。2020 年，公司电力及热力业务收入同比变化不大。公司燃煤业务收入同比增长 64.09%，主要系公司代采代销煤炭业务规模扩大所致。公司其他业务收入占比均小。

从毛利率看，2020 年，公司电力业务毛利率同比上升 3.67 个百分点至 22.37%，主要系毛利率相对较高的新能源售电量上升、燃煤价格下降及 2020 年固定成本同比下降所致。得益于燃煤采购价格的下降，公司热力业务虽仍处政策性亏损状态，但毛利率同比上升 7.06 个百分点至-21.32%。公司燃煤业务主要为配合燃煤采购的贸易业务，毛利率处于较低水平；2020 年，公司燃料业务运营主体发生变更，内部尚未理顺，导致 2020 年燃煤业务毛利率为负。综上，公司综合毛利率同比上升 3.17 个百分点至 19.69%。

2021 年一季度，公司实现营业收入 31.76 亿元，同比增长 13.65%，主要系下游电力需求旺盛，公司发电量同比大幅增长 16.60%所致；公司热力业务毛利率较上年大幅下降，主要系一季度燃煤价格大幅上升所致；2021 年一季度，公司实现利润总额 0.13 亿元，同比下降 87.09%，主要系一季度燃煤价格高位运行导致成本上升所致。

表 4　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	85.94	75.29	7.54	99.15	81.59	18.70	96.36	78.07	22.37	25.48	73.38	20.92
热力	6.58	5.76	-45.63	7.64	6.29	-28.38	7.77	6.29	-21.32	3.27	9.42	-44.89
燃煤	14.80	12.97	2.74	8.02	6.60	0.81	13.16	10.67	-0.26	4.03	11.62	-1.08
检修服务	3.31	2.90	10.91	3.07	2.53	9.02	3.35	2.71	7.99	0.91	2.61	4.44
节能技术服务	0.60	0.53	53.28	0.06	0.05	94.13	--	--	--	--	--	--
技术研究服务	0.29	0.25	48.79	0.16	0.13	47.68	0.02	0.01	-25.99	--	--	--
融资租赁及其他	2.63	2.30	24.33	3.42	2.82	26.29	2.77	2.24	21.49	1.03	2.97	21.62
小计	**114.15**	**100.00**	**4.69**	**121.53**	**100.00**	**14.61**	**123.42**	**100.00**	**16.91**	**34.73**	**100.00**	**12.08**
减：内部抵消数	12.35	--	--	12.58	--	--	17.47	--	--	5.63	--	--
合计	**101.80**	**--**	**4.98**	**108.95**	**--**	**16.52**	**105.95**	**--**	**19.69**	**29.09**	**--**	**14.42**

资料来源：公司提供

2. 电力及热力业务

（1）电力生产及销售

跟踪期内，公司电力业务整体运行稳定，火电机组整体运行效率有所提升，但供电煤耗较高；新能源装机规模及发电量均同比增长。2021 年一季度以来，燃煤价格高位运行，公司成本控制压力加大。

发电业务是公司的核心业务。公司在保持火电发展的基础上，积极布局风电、光伏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、市场占有率较高的业务主体之一，电厂分布在大同、原平、长治、河津、永济、临汾和怀仁等地。截至 2021 年 3 月底，公司可控装机容量 900.10 万千瓦。其中，火电装机容量 722.00 万千瓦，占总装机的 80.21%，电源结构相对单一，导致煤炭成本对公司盈利能力影响大。公司已投产燃煤机组中单机容量在 30 万千瓦及以上机组容量占比超过 50%，除同华发电和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力，公司机组发电热效率较高，具备较好的经济性和设备可靠性。

公司光伏和风电业务主要由子公司晋控电力山西新能源有限公司（以下简称“新能源公司”）运营。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 2021 年 3 月底，公司风电和光伏装机容量合计 178.10 万千瓦。

表 5　公司电厂主要经营指标

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
期末可控装机规模（万千瓦）	904.84	861.74	900.10	900.10
其中：火电	782.00	722.00	722.00	722.00
新能源	122.84	139.74	178.10	178.10
发电量（亿千瓦时）	323.53	361.91	372.35	95.53
其中：火电	308.63	340.69	346.90	87.25
新能源	14.90	21.22	25.45	8.28
上网电量（亿千瓦时）	292.76	328.25	338.90	88.32
其中：火电	278.07	307.37	313.91	80.05
新能源	14.70	20.88	24.99	8.27
发电设备利用小时数（小时）	3706	4386	4353	1102
其中：火电	4106	5010	5102	1293
新能源	1503	1528	1513	457

火电单位发电成本（元/千千瓦时）	266.17	238.88	214.89	183.97
综合供电煤耗（克/千瓦时）	326.10	324.22	321.00	292.40
综合厂用电率（%）	8.64	6.99	6.65	8.37
平均上网电价（元/兆瓦时）	293.56	341.33	321.29	282.40

注：该表公司发电量、上网电量等指标中包含代管电厂的数据；小数位差异因四舍五入导致
资料来源：公司提供

机组运行方面，2020 年，公司机组发电设备利用小时数较上年下降 33 小时，其中火电设备利用小时数同比上升 92 小时，随着发电量的增加，公司供电标准煤耗及厂用电率均略有下降，但仍相对较高。2020 年，公司燃煤采购价格有所下降，使得火电度电成本由上年的 238.88 元/千千瓦时下降至 214.89 元/千千瓦时。

新能源电站方面，公司新能源装机规模较上年底增长 27.45%，带动新能源发电量同比增长 19.93%。

2020 年，公司继续积极开展电量的市场化交易，受此影响，平均上网电价下降明显。

（2）燃料采购

公司燃煤采购中从晋控煤业集团采购占比较高，有利于公司燃料供应的稳定性。2020 年公司燃煤采购均价下降，但 2021 年一季度公司燃煤采购价格大幅上涨，公司成本控制压力加大。

公司控股的 10 家燃煤电厂全部位于山西境内，毗邻控股股东晋控煤业集团或陕西、河南等煤矿产区，电厂周边煤炭资源丰富，燃煤采购具备一定成本优势和运输优势，公司燃煤供应保障程度较好。2020 年，公司燃煤采购总量同比增长 6.52%，主要系燃煤贸易业务规模扩大所致。其中从晋控煤业集团采购量占 51.73%。从采购均价看，2020 年由于煤炭市场价格的下降，公司全年煤炭采购均价同比下降 6.79%。

表 6　公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
燃煤总采购量	2068.65	2284.94	2434.00	632.00
其中：晋控煤业集团采购量	985.68	1040.86	1259.00	323.00
入厂标煤单价（不含税）	489.00	449.51	419.00	559.00

注：表中采购总量包括代内部子公司采购及外销部分
资料来源：公司提供

公司采购模式较上年无变化，但采购主体由山西漳泽电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）变更为山西漳泽电力煤炭配售有限公司（以下简称“配售公司”）。公司主要煤炭供应商较为稳定，前五大供应商采购集中度较高，2020 年为 63.61%，其中，晋控煤业集团采购金额占 55.65%，公司对控股股东依赖性较强，但也保证了公司燃料供应的稳定性。

表 7　公司前五大煤炭供应商情况（单位：万元、%）

2019 年供应商名称	采购额	占采购总额比例
晋能控股煤业集团有限公司	193409.21	37.34
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	53725.13	10.37
河津市浩晟煤业有限公司	11862.87	2.29
朔州市易元洗煤有限公司	8571.65	1.66
五寨县远航煤炭运销有限公司	7920.73	1.53
合计	**275489.59**	**53.19**
2020 年供应商名称	**采购额**	**占采购总额比例**
晋能控股煤业集团有限公司	273650.47	55.65
陕西核工业蓝天能源有限公司	14469.15	2.94
河津市浩晟煤业有限公司	10190.79	2.07
山西硕基物贸有限公司	8162.10	1.66
郑州嘉瑞供应链管理有限公司	6324.46	1.29
合计	**312796.98**	**63.61**

资料来源：公司提供

（3）热力业务

跟踪期内，公司供热量及供热业务收入规模有所扩大，公司热力业务运行稳定，但仍处于政策性亏损。

热力业务是公司主营业务的重要组成部分，除同华发电和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力。2020 年，公司热力业务收入同比增长 1.70%至 7.77 亿元，总供热量同比增长 7.63%，供热价格略下降至 23.46 元/吉焦。公司热力业务毛利率同比上升 7.06 个百分点至 -21.32%，仍处于政策性亏损。

表 8　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
2018 年	29227760.49	23.19
2019 年	32036373.63	24.24
2020 年	34479686.60	23.46

资料来源：公司提供

3. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率略有下降，公司整体经营效率有待提升。

2020 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分别为 2.57 次、10.14 次和 0.22 次，分别较上年下降 0.75 个百分点、2.14 个百分点和 0.02 个百分点，公司经营效率略有下降。与同行业公司相比，公司经营效率处较低水平。

表 9　2020 年同业经营效率对比情况（单位：次）

主体名称	公司	格盟国际能源有限公司	山西国际电力集团有限公司
应收账款周转次数	2.66	6.24	6.11
存货周转次数	10.14	15.57	24.14
总资产周转次数	0.22	0.23	0.35

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

4. 在建工程及未来发展

公司在建项目以大型火电机组为主，资金投入已接近尾声，后续资金投入压力尚可；漳泽 2×100 万千瓦机组具备机组技术水平高、电量上网条件佳等优势，未来随着该套机组投入商业运营，将有利于公司整体经营业绩的提升。公司为参与山西省能源企业专业化重组的主体之一，当地政府及股东对公司的支持力度大。

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建工程为漳泽发电厂 2×100 万千瓦“上大压小”改扩建工程（以下简称“漳泽百万”），项目于 2017 年 6 月开始建设，计划于 2021 年完工。项目计划总投资 87.55 亿元，尚需投资 18.82 亿元，后续投资压力尚可。

漳泽百万项目位于长治市郊区马厂镇。建成投产后将通过长治特高压 1000 千伏变电站向华中电网送电，电量外送条件佳。截至目前，漳泽百万已完成双机一次通过 168 小时试运行，由于国家能源局 2021 年火电投产计划尚未下发，因此，该套机组待转入商业运营阶段。

未来，公司计划开展的如“塔山三期”等多个项目已列入山西省 2020 年重点项目名单，随着相关项目的建成，将进一步提升公司的区域市场竞争优势，并带动整体经营业绩的向好发展。同时，公司作为山西省能源企业专业化重组的参与主体，随着相关重组事项的推进，在装机容量、燃料供应及装机结构优化等方面，将得到股东的有力支持。

表 10　截至 2021 年 3 月底主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	机组类型	计划总投资	截至 2021 年 3 月底已完成投资	计划完工时间
漳泽百万 2×1000MW	火电	87.55	68.73	2021 年 12 月

资料来源：公司提供

5. 关联交易

公司关联交易主要为对晋控煤业集团的燃料采购，2020 年，公司对晋控煤业集团的燃料采购金额为 24.31 亿元，同比增长 49.73%，占同类交易金额的比例达 49.43%，采购价格采用市场价格。

表 11　公司主要关联交易情况（单位：万元、%）

晋控煤业集团	2019 年	2020 年
关联交易金额	162336.45	243069.17
占同类交易金额的比例	31.34	49.43

资料来源：公司年报

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

2020年，公司协议转让山西漳电科学技术研究院（有限公司），并注销山东漳泽电力售电

有限公司。2021年1－3月，公司合并范围未发生变化，截至2021年3月底，公司合并范围子公司共69家。考虑到公司合并范围变化不大，且主营未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 568.54 亿元，所有者权益 86.22 亿元（含少数股东权益 3.84 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 116.88 亿元，利润总额 4.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 573.78 亿元，所有者权益 86.25 亿元（含少数股东权益 3.84 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 31.76 亿元，利润总额 0.13 亿元。

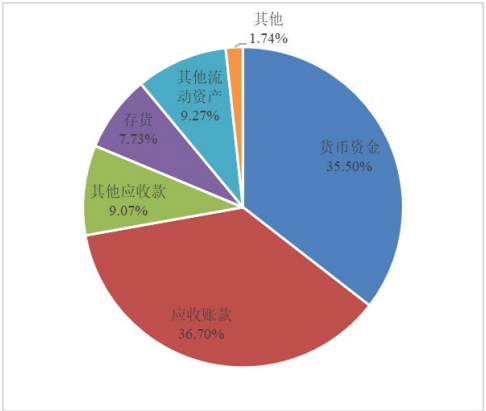
2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，以非流动资产为主的资产结构符合行业特点。公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用，固定资产和在建工程规模大，整体资产质量尚可。

截至2020年底，公司合并资产总额568.54亿元，较年初增长11.62%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占23.88%，非流动资产占76.12%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2020年底，公司流动资产135.75亿元，较年初增长20.79%，主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占35.50%）、应收账款（占36.70%）、其他应收款（占9.07%）、存货（占7.73%）和其他流动资产（占9.27%）构成。

图5 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金48.19亿元，较年初增长15.36%，主要系银行承兑汇票保证金增加所致。货币资金中有31.75亿元受限资金，受限比例为65.89%，主要为办理银行承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为49.82亿元，较年初增长30.91%，主要系应收新能源电费补贴款增加所致。应收账款账龄在1年以内的占56.77%，1-2年的占20.54%，2-3年的占15.68%，3年以上的占7.02%，累计计提坏账1.53亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为38.84亿元，占比为75.64%，集中度较高，但考虑欠款方主要为各省电力公司，回收风险不大。

截至2020年底，公司其他应收款12.31亿元，较年初增长17.48%，主要系新增苏晋塔山发电有限公司占用塔山发电的水、燃气等发生的介质占用费所致。公司其他应收款主要为融资租赁保证金（6.60亿元）及其他经营性应收款（5.69亿元）。

截至2020年底，公司存货10.50亿元，较年初增长33.34%，主要系四季度发电量较多，公司燃料采购量同比增加以及年底燃煤价格大幅上升所致。存货主要由原材料（10.28亿元）构成，累计计提跌价准备0.06亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产12.58亿元，较年初增长12.82%。公司其他流动资产主要为未抵扣增值税进项税。

截至2020年底，公司非流动资产432.79亿元，较年初增长9.02%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占6.60%）、固定资产（占66.43%）和在建工程（占21.59%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资28.58亿元，较年初增长4.73%，主要系对华润电力（唐山曹妃甸）有限公司（以下简称“华润曹妃甸”）确认投资收益1.58亿元所致。公司长期股权投资主要包括对华润曹妃甸（14.79亿元）、中铝股份山西新材料有限公司（4.69亿元）和同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司（以下简称“漳泽融资租赁”）（4.65亿元）的投资。

截至2020年底，公司固定资产287.51亿元，较年初增长4.67%，主要系部分在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占18.39%）和机器设备（占81.46%）构成，累计计提折旧183.65亿元；固定资产成新率75.38%，成新率较高。

截至2020年底，公司在建工程93.43亿元，较年初增长27.90%，主要系对漳泽百万项目、芮城99MW风电项目以及织女泉风电项目投入所致。

截至2021年3月底，公司受限资产合计186.18亿元，占同期资产总额的32.45%，受限比例一般。

表12　截至2021年3月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	35.99	银行承兑保证金
固定资产	129.73	融资租赁租入固定资产、用于抵押借款的固定资产
在建工程	20.46	--
合计	**186.18**	**--**

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额573.78亿元，资产规模及资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020年，公司发行永续中票，所有者权益有所增长；公司权益稳定性好。

截至2020年底，公司所有者权益86.22亿元，较年初增长7.92%，主要系新增其他权益工具所致，该其他权益工具系2020年9月发行的“20漳泽电力 MTN003”，当前余额为4.00亿元，期限为（3+N）年。归属于母公司所有者权益占比为95.54%，少数股东权益占比为4.46%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和其他权益工具分别占37.35%、53.52%、2.93%、1.60%和4.82%。所有者权益结构稳定性好。

截至2021年3月底，公司所有者权益86.25亿元，较上年底增长0.04%，较上年底变化不大。所有者权益构成较上年底亦变化不大。

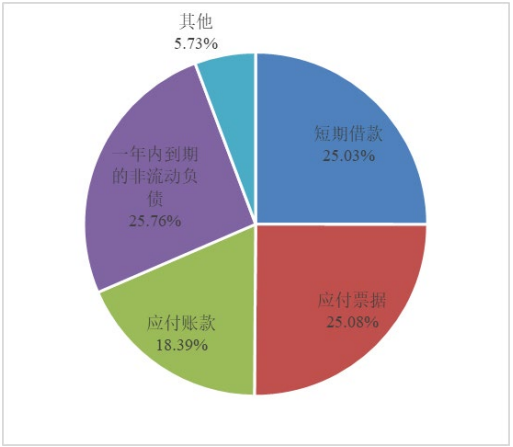
（2）负债

跟踪期内，公司债务负担重，且存在短期偿债压力，但公司债务中信用借款所占比重大，银行对公司的认可程度高。

截至2020年底，公司负债总额482.32亿元，较年初增长12.31%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占58.40%，非流动负债占41.60%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2020年底，公司流动负债281.68亿元，较年初增长12.85%，主要系应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占25.03%）、应付票据（占25.08%）、应付账款（占18.39%）和一年内到期的非流动负债（占25.76%）构成。

图6　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款70.51亿元，较年初增长4.70%。公司短期借款以信用借款为主（占84.96%）。

截至2020年底，公司应付票据70.65亿元，较年初增长35.12%，主要系公司增加票据结算方式所致。

截至2020年底，公司应付账款51.81亿元，较年初增长19.29%，主要系随着公司在建工程的推进，应付工程款、材料及服务费增加所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债72.56亿元，较年初下降2.50%，主要为一年内到期的长期借款（占38.41%）、一年内到期的

应付债券（占20.67%）及一年内到期的长期应付款（占40.60%）。

截至2020年底，公司非流动负债200.64亿元，较年初增长11.55%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占54.56%）和长期应付款（占40.74%）构成。

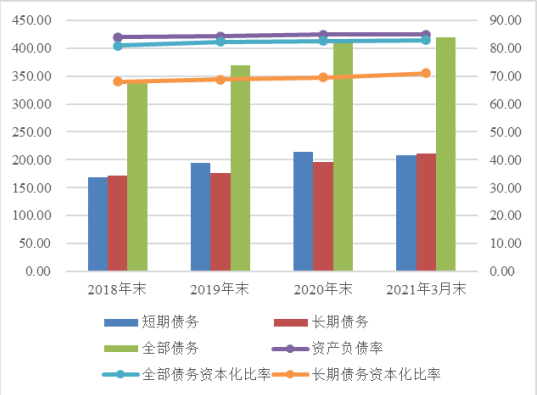
截至2020年底，公司长期借款109.46亿元，较年初增长18.23%；长期借款主要由质押借款（占23.28%）、保证借款（占66.44%）和信用借款（占33.72%）构成。

截至2020年底，公司长期应付款81.74亿元，较年初增长5.28%，主要系融资租赁款增加所致。公司长期应付款主要系融资租赁款，已计入长期债务核算。

截至2020年底，公司全部债务410.42亿元，较年初增长10.92%。债务结构方面，短期债务占52.07%，长期债务占47.93%，结构相对均衡，其中，短期债务213.72亿元，较年初增长10.14%，主要系应付票据增加所致；长期债务196.70亿元，较年初增长11.78%，主要系长期借款及融资租赁款增加所致。从债务指标来看，截至2020年底，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84.84%、82.64%和69.53%，较年初分别提高0.52个百分点、提高0.40个百分点和提高0.75个百分点。公司债务负担重。

如将永续中票调入长期债务，截至2020年底，公司全部债务增至414.39亿元。债务结构方面，短期债务213.72亿元（占51.57%），长期债务200.67亿元（占48.43%）。从债务指标来看，截至2020年底，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85.53%、83.44%和70.93%，较调整前分别上升0.70个百分点、0.80个百分点和1.40个百分点。

图7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从公司长期债务到期分布情况看，公司长期债务分布较为均匀。

表13　公司长期债务到期分布情况（单位：亿元）

科目	2022年到期	2023年到期	2024年到期	2025年之后	合计
长期借款	22.29	33.67	40.48	13.02	**109.46**
应付债券	--	4.00	3.00	--	**7.00**
长期应付款中债务部分	30.37	25.26	16.34	9.16	**81.14**
合计	**52.67**	**62.94**	**59.83**	**22.18**	**197.61**

注：1. 由于该表中应付债券采用债券余额，因此与长期债务统计口径略有差异；2. 应付债券假设第一个行权日全部行权
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年3月底，公司负债总额487.53亿元，较上年底增长1.08%，负债结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务420.23亿元，较上年底增长2.39%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占49.58%，长期债务占50.42%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2021年3月底，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84.97%、82.97%和71.07%，较上年底分别提高0.13个百分点、提高0.33个百分点和提高1.54个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2021年3月底，公司全部债务增至424.20亿元。债务结构方面，短期债务208.37亿元（占49.12%），长期债务215.84亿元（占50.88%）。从债务指标来看，截至2021年3月底，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85.66%、83.75%和72.40%，较调整前分别上升0.69个百分点、0.78个百分点和1.33个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入变动不大，盈利水平有所上升，非经常性损益对公司利润形成重要补充；公司期间费用规模仍较大，对利润形成侵蚀。

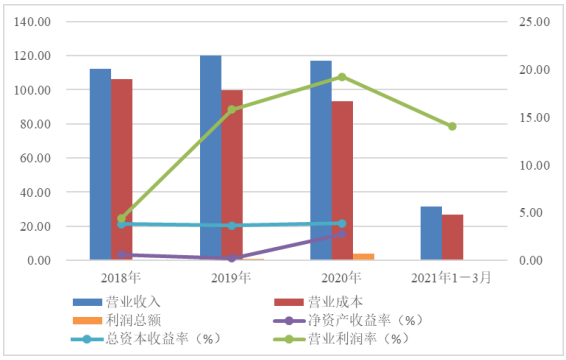
2020 年，公司实现营业收入 116.88 亿元，同比小幅下降 2.81%，变化不大；利润总额 4.13 亿元，同比增长 315.75%，主要系燃煤采购成本下降及对联营企业确认的投资收益同比增加所致；营业利润率为 19.21%，同比提高 3.43 个百分点。

2020 年，公司费用总额为 19.61 亿元，同比增长 3.80%，以管理费用（占 9.96%）和财务费用（90.04%）为主。其中，管理费用为 1.95 亿元，同比增长 9.69%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 17.66 亿元，同比增长 3.26%，主要系债务规模扩大所致。2020 年，公司期间费用率为 16.78%，同比提高 1.07 个百分点，公司费用控制能力仍有待提升。

2020 年，公司实现投资收益 1.56 亿元，同比增长 75.56%，主要系对联营企业投资收益增加所致，投资收益占营业利润比重为 41.55%，对营业利润影响较大；公司计提信用减值损失 0.75 亿元，较上年减少 44.70%，占营业利润的比重为 20.01%；营业外收入 0.66 亿元，同比下降 41.99%，主要系上年度对联营企业新增投资成本小于可辨认净资产公允价值部分计入营业外收入所致，营业外收入占利润总额比重为 15.88%，对利润影响一般。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.90%和 2.76%，同比分别提高 0.23 个百分点、提高 2.56 个百分点。公司盈利能力有所提升。

图8 公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业公司相比，公司盈利能力处于较低水平。

表14 2020年同行业公司盈利能力指标情况

（单位：亿元、%）

主体名称	营业收入	利润总额	净资产收益率	总资产报酬率
晋控电力	116.88	4.13	2.85	3.85
格盟国际能源有限公司	108.25	6.14	2.91	3.05
山西国际电力集团有限公司	361.74	18.20	3.48	3.62

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 31.76 亿元，同比增长 13.65%，主要系下游电力需求旺盛，公司发电量同比大幅增长 16.60%所致；实现利润总额 0.13 亿元，同比下降 87.09%，主要系一季度燃煤价格高位运行导致成本上升所致。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金净流入规模有所扩大，收入实现质量有所上升，公司经营活动净现金流入无法覆盖投资活动净现金流出，公司存在一定外部融资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 122.89 亿元，同比增长 8.80%，主要系公司采购增加票据结算方式而销售减少票据结算方式所致；经营活动现金流出 94.45 亿元，同比增长 4.04%，主要系办理履约保函保证金

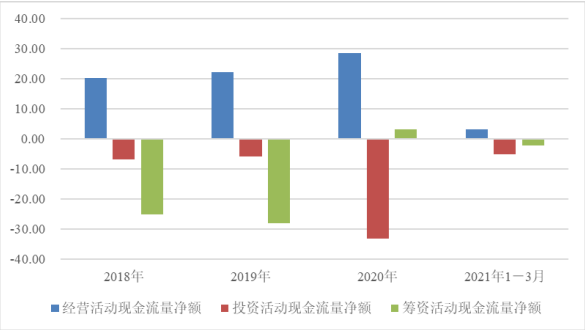
及承兑保证金同比增加所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 28.44 亿元，同比增长 28.28%。2020 年，公司现金收入比为 103.93%，同比提高 11.76 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 5.44 亿元，同比下降 85.81%，主要系上年收回原山西漳泽电力股份有限公司蒲州发电分公司发电款导致收到其他与投资活动有关的现金规模较大所致；投资活动现金流出 38.48 亿元，同比下降 12.83%，主要系上年公司完成华润曹妃甸的股权收购导致投资支付的现金规模较大所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 33.04 亿元，同比增加 27.25 亿元。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额由上年的净流入 16.37 亿元转为净流出 4.60 亿元，主要系投资活动净流出规模扩大所致。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 194.83 亿元，同比增长 10.16%，主要系取得借款收到的现金同比增加所致；筹资活动现金流出 191.55 亿元，同比下降 6.52%，主要系偿还债务支付的现金同比减少所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 3.27 亿元，同比由净流出转为净流入。

图9　公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年 1－3 月，公司经营活动净现金流入 3.19 亿元，投资活动现金净流出 5.25 亿元，筹资活动现金净流出 2.26 亿元。

6.　偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力指标表现均一般，考虑到公司作为晋控煤业集团下属唯一上市电力平台，在行业地位、生产、股东支持等方面保持优势，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 45.03%和 41.87%分别提高至 48.19%和提高至 44.47%；公司经营现金流动负债比率为 10.10%，同比提高 1.21 个百分点。公司现金短期债务为 0.23 倍，较年初持平。整体看，公司短期偿债能力一般。

2020 年，公司 EBITDA 为 41.00 亿元，同比增长 10.77%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 45.36%）、计入财务费用的利息支出（占 41.42%）和利润总额（占 10.07%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.08 倍提高至 2.17 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA 由上年的 10.00 倍提高至 10.01 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2021年3月底，公司合并口径对外担保金额为20.69亿元，占净资产的比率为23.98%，主要系对联营企业漳泽融资租赁的担保，存在一定或有负债风险。

截至2021年3月底，公司已获授信总额361.10亿元，尚未使用额度101.27亿元，公司间接融资渠道通畅，公司系上市公司，具备资本市场融资渠道。

截至2021年3月底，公司不存在重大未决诉讼情况。

7.　母公司财务分析

母公司资产构成较为均衡，债务负担重；母公司盈利能力较弱，权益结构稳定性较高。

截至2020年底，母公司资产总额292.90亿元，较年初增长8.60%，主要系其他流动资产增加所致。其中，流动资产135.69亿元（占46.33%），非流动资产157.20亿元（占53.67%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占24.74%）、其他应收款（占6.16%）和其他流动资产（占61.48%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占74.28%）和固定资产（合计）（占22.86%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为33.57亿元。

截至2020年底，母公司负债总额208.48亿元，较年初增长10.61%。其中，流动负债175.87亿元（占84.36%），非流动负债32.61亿元（占15.64%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占38.22%）、应付票据（占33.61%）、应付账款（占5.72%）和一年内到期的非流动负债（占18.88%）构成，非流动负债主要由长期借款（占70.60%）和长期应付款（合计）（占27.58%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为71.18%，较年初提高1.29个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务182.58亿元。其中，短期债务占87.39%、长期债务占12.61%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率68.38%，母公司债务负担重。

截至2020年底，母公司所有者权益为84.41亿元，较年初增长3.95%。在所有者权益中，实收资本为30.77亿元（占36.45%）、资本公积54.95亿元（占65.10%）、未分配利润-8.77亿元、盈余公积3.49亿元（占4.13%）。

2020年，母公司营业收入为36.47亿元，利润总额为-0.76亿元。同期，母公司投资收益为1.97亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为13.28亿元，投资活动现金流净额为-15.97亿元，筹资活动现金流净额为0.81亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流量和EBITDA对存续债券待偿本金峰值保障能力很强。

截至2021年7月16日，公司存续债券余额共12.00亿元，其中2021年为公司债券偿还峰值，达到5.00亿元。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为122.89亿元、28.44亿元和41.00亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值/本年度剩余到期债券金额（5.00亿元）的24.58倍、5.69倍和8.20倍。截至2021年3月底，公司现金类资产为49.01亿元，为存续债券待偿还本金峰值/本年度剩余到期债券金额的3.29倍。

表15 公司存续债券保障情况

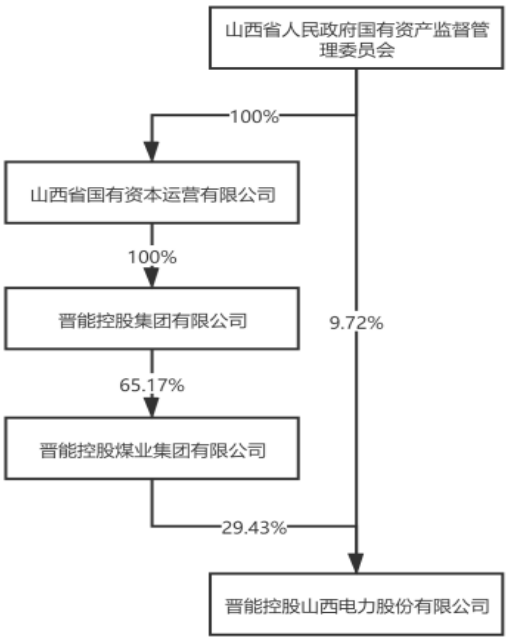
主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	5.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	5.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	3.29
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	24.58
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	5.69
EBITDA/未来待偿债券本金（倍）	8.20

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、 结论

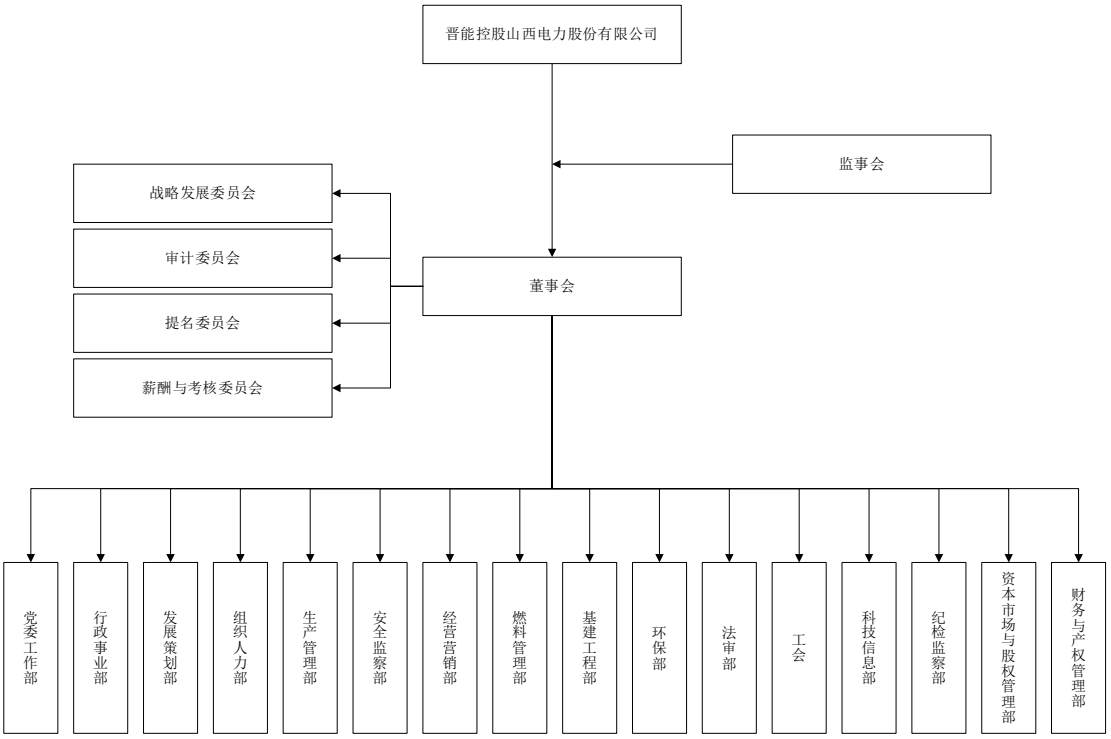
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“20漳泽电力MTN003”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底晋能控股山西电力股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底晋能控股山西电力股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底晋能控股山西电力股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册地	持股比例（%）	取得方式
1	晋控电力河津供水有限公司	山西省河津市	67.00	投资设立
2	山西临汾热电有限公司	山西省临汾市	51.75	投资设立
3	山西漳电娘子关发电有限责任公司	阳泉平定县娘子关镇	100.00	投资设立
4	晋控电力塔山发电山西有限公司	山西省大同市	60.00	反向购买
5	晋控电力大唐热电山西有限公司	山西省大同市	88.98	反向购买
6	山西漳电同华发电有限公司	山西省原平市轩岗镇	95.00	反向购买
7	晋控电力山西国电王坪发电有限公司	山西省朔州怀仁县	60.00	反向购买
8	山西漳泽电力燃料有限公司	山西省太原市	100.00	非同一控制企业合并
9	山西漳泽电力工程有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
10	山西漳电蒲洲热电有限公司	山西省永济市	65.00	投资设立
11	山西漳泽电力节能技术有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
12	晋控电力同兴山西发电有限公司	山西省原平县轩岗镇	76.48	投资设立
13	晋控电力山西新能源有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
14	联众恒久节能科技（北京）有限公司	北京市丰台区	100.00	非同一控制企业合并
15	鄯善协合太阳能发电有限公司	新疆吐鲁番鄯善县	100.00	非同一控制企业合并
16	漳泽电力平顺新能源有限公司	山西省长治市平顺县	100.00	投资设立
17	山西威尔玛鑫发发电设备有限公司	山西省太原市	100.00	非同一控制企业合并
18	山西中电电力工程监理有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
19	阿克陶县新特光伏发电有限责任公司	新疆克州阿克陶县	100.00	非同一控制企业合并
20	乌鲁木齐华瑞光晟电力科技有限公司	新疆乌鲁木齐	100.00	非同一控制企业合并
21	和布克赛尔蒙古自治县华光新能源有限责任公司	新疆塔城和布克赛尔县	100.00	非同一控制企业合并
22	山西晋安通风力发电有限公司	山西省运城市绛县	100.00	非同一控制企业合并
23	河北龙沁光伏科技有限公司	河北省石家庄市	100.00	非同一控制企业合并
24	张北亨吉新能源有限公司	河北省张北县	100.00	非同一控制企业合并
25	垦利光润新能源有限公司	山东省东营市垦利县	100.00	非同一控制企业合并
26	东营耀光新能源有限公司	山东省东营市垦利县	100.00	非同一控制企业合并
27	东营市通泰新能源有限公司	山东省东营市垦利县	100.00	非同一控制企业合并
28	垦利启泰新能源有限公司	山东省东营市垦利县	100.00	非同一控制企业合并
29	尚义县东润光伏发电有限公司	河北省张家口市尚义县	100.00	非同一控制企业合并
30	西藏协信新能源开发有限公司	西藏自治区拉萨	100.00	非同一控制企业合并

		市		
31	西藏曲松协信新能源开发有限公司	西藏自治区曲松县	100.00	非同一控制企业合并
32	西藏昌都协信新能源开发有限公司	西藏自治区昌都市	100.00	非同一控制企业合并
33	山西漳电国源能源有限公司	山西省太原市	51.02	同一控制企业合并
34	山西漳泽电力孟县光伏发电有限公司	阳泉孟县牛村镇牛村	100.00	投资设立
35	山西漳泽电力售电有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
36	长治高新区同泽售电有限公司	山西省长治市	70.00	投资设立
37	山西漳泽电力太谷平阳光伏发电有限公司	山西省晋中市	100.00	投资设立
38	晋控电力山西王坪热力有限公司	山西省朔州市	100.00	投资设立
39	晋控电力山西物资采购有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
40	山西宏伟新能源有限公司	山西省闻喜县	100.00	非同一控制企业合并
41	闻喜县宏伟光伏发电有限公司	山西省闻喜县	100.00	非同一控制企业合并
42	闻喜县宏伟风力发电有限公司	山西省闻喜县	100.00	非同一控制企业合并
43	运城经济开发区金丰光伏科技有限公司	山西省运城市	100.00	非同一控制企业合并
44	芮城县金丰光伏发电有限公司	山西省芮城县	100.00	非同一控制企业合并
45	芮城县金广丰风力发电有限公司	山西省芮城县	100.00	非同一控制企业合并
46	赤城光硕新能源有限公司	河北省张家口	100.00	非同一控制企业合并
47	运城博阳汽车充电设备有限公司	山西省运城市	80.00	非同一控制企业合并
48	北京中茗碳资产管理有限公司	北京市	50.00	非同一控制企业合并
49	晋控电力山西治发电有限责任公司	山西长治	100.00	新设立
50	山西漳电新材料有限公司	山西省太原市	100.00	投资设立
51	山西漳电华旗新材料有限公司	山西省太原市	83.61	投资设立
52	晋控电力同达热电山西有限公司	山西省大同市	51.00	同一控制企业合并
53	宣化县源和新能源有限公司	河北省张家口市	100.00	非同一控制企业合并
54	神木县绿源新能源电力有限公司	陕西省榆林市	100.00	非同一控制企业合并
55	神木县中久农业开发有限公司	陕西省榆林市	100.00	非同一控制企业合并
56	神木县昌益农业开发有限公司	陕西省榆林市	100.00	非同一控制企业合并
57	神木县东升科技发展有限公司	陕西省榆林市	100.00	非同一控制企业合并
58	神木县光能科技发展有限公司	陕西省神木县	100.00	非同一控制企业合并
59	张家口英源光伏电力开发有限公司	河北省张家口市	100.00	非同一控制企业合并
60	中稷泰丰张家口光伏发电有限公司	河北省张家口市	100.00	非同一控制企业合并
61	靖边盛源新能源发电有限公司	陕西省榆林市	100.00	非同一控制企业合并
62	山西漳泽电力河曲新能源有限公司	山西省忻州市	100.00	新设立
63	朔州市（平鲁）晶沃光电科技有限公司	山西省朔州市	100.00	非同一控制企业合并
64	曲松县科能新能源开发有限公司	西藏市曲松县	100.00	非同一控制企业合并
65	晋城市万鑫顺达新能源有限公司	山西省晋城市	100.00	非同一控制企业合并
66	山西龙永太物资有限公司	山西省太原市	100.00	非同一控制企业合并
67	山西漳泽电力股份有限公司山阴风电有限公司	山西省山阴县	100.00	新设立
68	陕西雄风新能源有限公司	陕西省定边县	100.00	非同一控制企业合并
69	晋控电力山西煤炭配售有限公司	山西省大同市	100.00	新设立

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.02	44.02	49.08	49.01
资产总额（亿元）	503.89	509.36	568.54	573.78
所有者权益（亿元）	80.64	79.89	86.22	86.25
短期债务（亿元）	169.24	194.05	213.72	208.37
长期债务（亿元）	172.03	175.98	196.70	211.87
全部债务（亿元）	341.26	370.03	410.42	420.23
营业收入（亿元）	112.30	120.25	116.88	31.76
利润总额（亿元）	0.25	0.99	4.13	0.13
EBITDA（亿元）	32.28	37.01	41.00	--
经营性净现金流（亿元）	20.18	22.17	28.44	3.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.81	3.32	2.57	--
存货周转次数（次）	12.13	12.28	10.14	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.24	0.22	--
现金收入比（%）	98.19	92.18	103.93	98.29
营业利润率（%）	4.41	15.77	19.21	14.03
总资本收益率（%）	3.82	3.66	3.90	--
净资产收益率（%）	0.61	0.20	2.76	--
长期债务资本化比率（%）	68.09	68.78	69.53	71.07
全部债务资本化比率（%）	80.89	82.24	82.64	82.97
资产负债率（%）	84.00	84.32	84.84	84.97
流动比率（%）	56.40	45.03	48.19	51.70
速动比率（%）	53.00	41.87	44.47	47.44
经营现金流动负债比（%）	8.17	8.88	10.10	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.23	0.23	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.08	2.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.57	10.00	10.01	--

注：1. 本报告部分合计数与各加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；2. 本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.82	28.82	33.72	33.65
资产总额（亿元）	270.10	269.69	292.90	294.40
所有者权益（亿元）	82.21	81.20	84.41	83.68
短期债务（亿元）	118.26	139.55	159.56	158.80
长期债务（亿元）	28.50	24.97	23.02	23.13
全部债务（亿元）	146.75	164.52	182.58	181.94
营业收入（亿元）	31.33	35.62	36.47	9.90
利润总额（亿元）	6.36	-1.04	-0.76	-0.73
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-1.69	-2.25	13.28	2.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.39	6.50	5.85	--
存货周转次数（次）	15.53	18.32	19.11	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.13	0.13	--
现金收入比（%）	82.80	73.23	109.54	92.25
营业利润率（%）	0.49	12.52	19.03	10.05
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	7.03	-1.25	-0.90	--
长期债务资本化比率（%）	25.74	23.52	21.43	21.66
全部债务资本化比率（%）	64.09	66.95	68.38	68.50
资产负债率（%）	69.56	69.89	71.18	71.58
流动比率（%）	74.87	73.53	77.15	77.39
速动比率（%）	73.61	72.58	76.23	76.55
经营现金流动负债比（%）	-1.11	-1.48	7.55	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.21	0.21	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 部分合计数与各加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；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。