信用评级公告

联合〔2022〕5389 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”“21 晋能山西 MTN001”和“22 晋能山西 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十六日

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

晋能控股山西电力股份有限公司
2022 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
21 晋能山西 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
22 晋能山西 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 漳泽电力 MTN003	4 亿元	4 亿元	2023/09/30
21 晋能山西 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/11/23
22 晋能山西 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/01/07

注：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，永续债券所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2022 年 6 月 26 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	V3.1.202205
电力企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	1
			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		3
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+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

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”）下属唯一电力业务上市平台，在行业地位、生产规模、股东支持等方面保持优势。跟踪期内，百万机组投产带动公司发电能力提升，同时受益于上网电价的提升，公司收入水平同比增长。同时，联合资信也关注到公司以火电为主的电源结构导致煤炭价格波动对电力业务盈利能力影响大、公司债务负担很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。

公司存续债券到期分布较为平均，现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流量和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力强。

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，未来或将在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面得到股东的支持，有利于公司区域业务市场竞争实力增强。

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”“21 晋能山西 MTN001”和“22 晋能山西 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度大。**公司从股东采购煤炭量占比较高，燃煤供应保障性好。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，公司将在电力项目获取及电源结构优化等方面获得股东大力支持。

2. **跟踪期内，公司业务规模扩大带动收入提升。**跟踪期内，百万机组投产带动公司装机容量提升，2021 年，公司发电量同比提高 14.93%，同时受益于上网电价的提升，公司主营业务收入同比提高 29.05%。

分析师：黄 露　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

关注

1. **公司电源结构相对单一，火电电量承压且盈利能力受煤炭价格波动影响很大。**截至 2021 年底，公司火电装机容量占 81.42%，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 年煤炭价格快速提高导致火电业务毛利率同比下降 7.50 个百分点。

2. **公司债务负担很重，且存在短期偿付压力。**考虑将永续债券调整至全部债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 492.30 亿元，其中短期债务占 46.81%；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 87.98%、86.32%和 77.05%。

3. **山西省国资委对省属企业进行了专业化资产重组，公司管理权交由晋能控股电力集团有限公司，但资产重组事项仍存在不确定性。**

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.02	49.08	67.27	99.21
资产总额（亿元）	509.36	568.54	614.91	648.80
所有者权益（亿元）	79.89	86.22	92.76	116.69
短期债务（亿元）	194.05	213.72	231.21	230.46
长期债务（亿元）	175.98	196.70	206.37	223.14
全部债务（亿元）	370.03	410.42	437.57	453.60
营业总收入（亿元）	120.25	116.88	152.75	45.90
利润总额（亿元）	0.99	4.13	0.27	0.37
EBITDA（亿元）	37.01	41.00	38.36	--
经营性净现金流（亿元）	22.17	28.44	20.46	2.33
营业利润率（%）	15.77	19.21	14.71	11.63
净资产收益率（%）	0.20	2.76	-2.84	--
资产负债率（%）	84.32	84.84	84.91	82.01
全部债务资本化比率（%）	82.24	82.64	82.51	79.54
流动比率（%）	45.03	48.19	57.28	71.13
经营现金流动负债比（%）	8.88	10.10	6.55	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.23	0.29	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.17	1.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.00	10.01	11.41	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	269.69	292.90	305.28	343.89
所有者权益（亿元）	81.20	84.41	89.61	112.47
全部债务（亿元）	164.52	182.58	192.31	213.11
营业总收入（亿元）	35.62	36.47	44.16	11.61
利润总额（亿元）	-1.04	-0.76	-4.34	-0.97
资产负债率（%）	69.89	71.18	70.65	67.30

全部债务资本化比率（%）	66.95	68.38	68.21	65.46
流动比率（%）	73.53	77.15	81.93	102.10
经营现金流动负债比（%）	-1.48	7.55	0.30	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
资料来源：公司财务报告

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 晋能山西 MTN001	AA+	AA+	稳定	2022/02/08	余瑞娟 黄露	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
21 晋能山西 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/09/24	余瑞娟 黄露	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
20 漳泽电力 MTN003	AA+	AA+	稳定	2021/07/22	华艾嘉 余瑞娟	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
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

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

晋能控股山西电力股份有限公司
2022 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”）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

公司前身为山西省电力公司漳泽发电厂，建成于 1985 年。1992 年，经山西省经济体制改革委员会晋经改字〔1992〕44 号文批准，山西省电力公司和山西省地方电力公司作为发起人，在原山西省电力公司漳泽发电厂股份制改造的基础上定向募集内部职工股，改制为山西漳泽电力股份有限公司。1997 年，公司于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）。2020 年，公司变更至现名。

历经多次增资及股权变更，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 30.76 亿元，控股股东为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”），实际控制人为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”）。（股权结构详见附件 1-1）

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内子公司 66 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 614.91 亿元，所有者权益 92.76 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 152.75 亿元，利润总额 0.27 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 648.80 亿元，所有者权益 116.69 亿元（含少数股东权益 1.17 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 45.90 亿元，利润总额 0.37 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

截至报告出具日，公司经联合资信评定存续债券募集资金均已按计划使用，除尚未到首个付息日的债券外，公司存续债券均已按期支付利息。

表 1　截至报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 漳泽电力 MTN003	4	4	2020/09/30	3+N 年
21 晋能山西 MTN001	5	5	2021/11/23	2+N 年
22 晋能山西 MTN001	5	5	2022/01/07	2+N 年

注：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，均为永续债券
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）

[1]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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

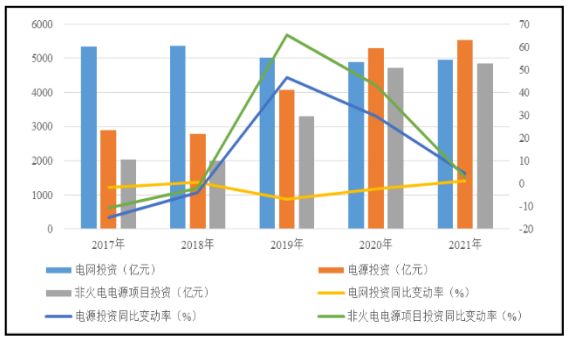
1. 行业概况[2]

伴随经济快速复苏，2021年，全国电力投资完成额及发售电量规模均同比回升；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，替代作用日益突显。

近年来，我国电网建设保持较大投资规模，2021年作为“十四五”开局之年，电网工程建设完成投资4951亿元，同比增长1.12%；其中建成投运3条特高压工程，将有效提升跨区跨省资源配置能力。受电力需求增长以及电源结构调整等政策导向影响，我国电源工程投资整体保持快速增长趋势，并逐步超过电网建设投资，2021年为5530亿元，同比增长4.5%，增速回落主要由于前期受补贴退坡引发抢装潮影响，风电项目投资基数较大。2019－2021年，风电项目投资占电源工程投资的比重分别为37.99%、50.13%和44.81%。

[2] 电力行业数据主要来自中国电力企业联合协会（以下简称“中电联”）和北极星电力网，并已根据历年统计报告中的期初数据追溯调整上年度期末数据

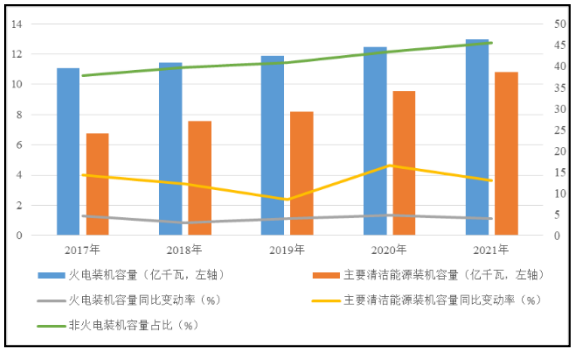
图 1　近年中国电源及电网投资情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

装机容量方面，2021年，全国新增发电装机容量17629万千瓦。其中，受“双控”和“双碳”政策限制，火电新增装机容量同比减少1032万千瓦；在平价上网引发抢装潮背景下，由于新增陆上风电已于2021年实现平价上网，当期增量同比明显缩减，而海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，受此影响，风电新增装机容量同比减少2454万千瓦。截至2021年底，全国全口径发电设备装机容量23.77亿千瓦，较上年底增长7.94%。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为47.0%，首次超过煤电装机规模。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

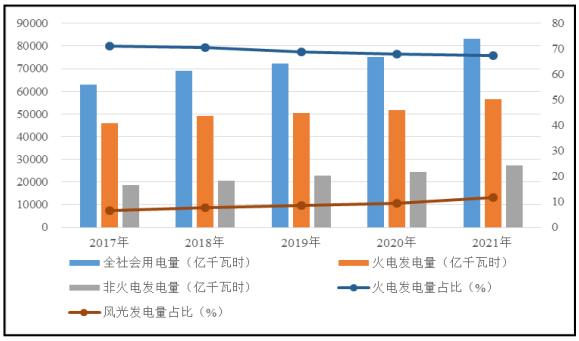


资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度全社会用电量同比增长21.2%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后低”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面，2021年，全国发电设备利用小时数为3817小时，同比提高61小时，除水电因来水情况波动影响利用小时有所下降外，其他电源利用小时均同比提升。伴随装机容量的增长以及用电需求的大幅回升，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。2021年，全国全口径发电量8.38万亿千瓦时，同比增长9.84%。其中，火电在发电量中占比逐年下降，2021年约为67%，但短期内仍发挥重要的压舱石作用；同期，风电和太阳能发电发展迅速，2021年发电量合计占比首次超过10%。

图 3　中国发电量、用电量情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

2. 行业关注及政策调整

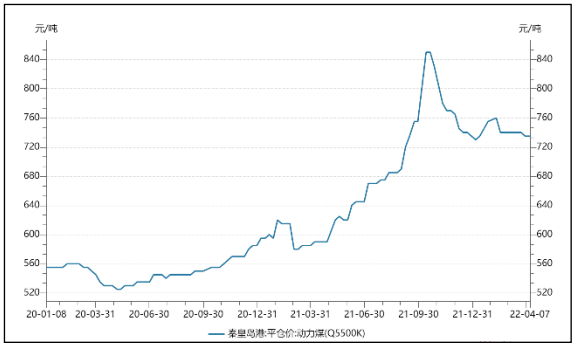
近年来，煤炭价格受供需影响波动较大，2021年，煤炭价格大幅上涨致使煤电企业成本控制压力剧增。随着碳减排政策的陆续出台，电源结构将加速调整，火电调峰作用逐步突显。

（1）煤炭价格及供需波动

2020年下半年以来，在安全检查、大秦铁路检修、疫情防控导致的交通管制、进口煤限制等多重因素影响下，我国煤炭产量增速放缓，进口煤量同比下降。煤炭供不应求导致其价格快速大幅拉升，进而严重激化煤、电价格矛盾。对

此，我国政府采取一系列措施，如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约情况、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力、将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%等，增强煤炭保供、加强成本传导。在多重政策引导下，2021 年四季度，煤炭价格有所回落，但仍保持较高水平。2022 年 2 月，国家发展改革委进一步印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），明确了动力煤中长期交易价格的合理区间[3]，并明令限制哄抬价格行为，预计2022年动力煤价格或将得以有效控制以缓和火电企业亏损问题。

图4　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

（2）限电问题有所改善

国家陆续出台《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》《解决弃水弃风弃光问题实施方案》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也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提升，弃电问题得以缓解。2021年，全国全年弃风电量约206亿千瓦时，弃光电量约68亿千瓦时，弃水电量约175亿千瓦时，分别约占风电、光伏和水电发电量的3.14%、2.08%和1.31%。

（3）碳减排政策

2020年9月，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，要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。生态环境部也陆续发布碳排放交易相关文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。此外，2021年10月，国家发展改革委、国家能源局发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确要求新建机组类型及压降煤耗标准，不断推进煤电机组灵活性改造。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，发电量占比有望持续提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

2022 年，预期全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧。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《2021－2022 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2022 年全国电力供需总体平衡，迎峰度夏、迎峰度冬期间部分区域电力供需偏紧。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，包括加强能源安全检测预警、持续增加国内煤炭供应总量并形成煤矿应急生产能力、推进电煤中长协签订及履约监管、给予火电企业金融支持、发挥行政和市

[3] 秦皇岛港下水煤（5500 千卡）价格合理区间为每吨 570~770 元，山西、陕西、蒙西煤炭（5500 千卡）出矿环节价格合理区间分别为每吨 370~570 元、320~520 元、260~460 元，蒙东煤炭（3500 千卡）出矿环节价格合理区间为每吨 200~300 元

场两种调节手段以理顺电价形成机制来平抑电力产业链波动等方面，保障电力燃料供应，以便更充分发挥煤电兜底作用；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。

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；其次加快研发和突破新型电力系统关键技术，确保大电网安全稳定运营和控制，以便有序推动大规模新能源建设；此外，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 30.76 亿元，控股股东为晋控煤业集团，实际控制人仍为山西省国资委。

截至报告出具日，公司无股权被质押。

2. 企业规模及竞争力

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，具备一定成本、市场和规模优势。跟踪期内，公司整体发电能力有所提升。

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。

2021年6月，公司百万机组顺利投产，带动公司发电能力的提高。截至2021年底，公司投产控股装机容量1080.80万千瓦，其中火电装机容量占81.42%。受益于机组运营效率的提升，2021年，公司实现发电量427.96亿千瓦时，同比提高14.93%。

截至2021年底，公司主要在建和拟建项目超1000万千瓦，若项目顺利投产，公司电力业务规模将大幅提升。

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2022年6月10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，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债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度较为连续，但管理权由控股股东晋控煤业集团转移至晋能控股电力集团有限公司。此外，公司因未经许可供电而收到监管处罚，公司管理水平有待提高。2022年，部分管理人员变更，但对公司经营状况无重大影响。

根据晋控集团统一规划，山西省属煤企的电力资产统一由晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋控电力集团”）负责管理。

公司2022年4月，公司发布《关于河津发电分公司收到行政处罚决定书的公告》，经国家能源局调查核实，晋能控股山西电力股份有限公司河津发电分公司（以下简称“河津分公司”）

未经许可向山西强运科贸有限公司和河津市华灿煤业有限公司（以下简称“华灿煤业”）合计供电1500.72万千瓦时。根据《电力法》和《电力供应与使用条例》规定，河津发电分公司被没收违法所得209.53万元，并处违法所得3倍罚款628.59万元。河津分公司已缴纳罚没款，并已拆除对华灿煤业供电端电缆及附属设备。上述事项反映出公司整体管理水平有待提高。

2022年4月，曹贤庆先生因个人原因辞去公司监事职务，常春先生因工作变动辞去公司董事、副总经理和薪酬与考核委员会委员职务。截至报告出具日，公司正在筹备董事会换届选举及高级管理人员聘任事项。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务结构变化不大，受益于上网电量和上网电价的提高，公司收入同比增长，但由于煤炭价格涨幅明显，公司整体盈利水平下降明显。

2021年，公司实现主营业务收入136.73亿元，同比增长29.05%。其中，电力板块收入同比增长29.47%，一方面由于发电能力提高带动公司发电量的提高，一方面由于煤价上涨以及成本传导带动的平均上网电价的提高。同期，由于煤炭价格提高以及代采代销规模扩大，公司煤炭业务收入同比提高175.76%。公司其他业务规模较小，跟踪期内收入同比变化不大。

毛利率方面，2021年，由于煤炭成本涨幅明显，公司电力板块毛利率同比下降7.06个百分点，同时由于平均售热价格下降，公司热力板块毛利率同比下降46.05个百分点，并导致公司主营业务综合毛利率同比下降4.80个百分点。

2022年一季度，公司实现营业总收入45.89亿元，同比增长44.52%，综合毛利率较2021年全年水平下降4.51个百分点。

表3　2019－2021年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
电力	99.15	81.59	18.7	96.36	78.07	22.37	124.76	70.65	15.31
热力	7.64	6.29	-28.38	7.77	6.29	-21.32	7.97	4.51	-67.37
燃煤	8.02	6.6	0.81	13.16	10.67	-0.26	36.29	20.55	10.69
检修服务	3.07	2.53	9.02	3.35	2.71	7.99	4.43	2.51	6.51
节能技术服务	0.06	0.05	94.13	--	--	--	--	--	--
技术研究服务	0.16	0.13	47.68	0.02	0.02	-25.99	--	--	--
融资租赁及其他	3.42	2.81	26.29	2.77	2.24	21.49	3.14	1.78	10.97
小计	**121.53**	**100**	**14.61**	**123.42**	**100.00**	**16.91**	**176.59**	**100.00**	**10.33**
减：内部抵消数	12.58	--	--	17.47	--	--	39.86	--	--
合计	**108.95**	**--**	**16.52**	**105.95**	**--**	**19.69**	**136.73**	**--**	**14.89**

注：2020年，公司节能技术服务实现收入11.05万元；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 电力及热力业务

（1）燃料采购

跟踪期内，公司采购模式无变化，关联方采购占比较高。受行业波动影响，燃煤价格提升明显，公司成本控制压力加大。

公司控股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。2021年，由于火电发电量增长，公司燃煤采购总量同比增长9.90%。其中从晋控煤业集团采购量占比同比下降4.36个百分点至47.36%。从采购均价看，跟踪期内，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨导致公司煤电成本提高明显。2021年，公司入厂标煤单价同比提高55.74%。

表 4　公司电煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2020 年	2021 年
燃煤总采购量	2434.00	2675.00
其中：晋控煤业集团采购量	1259.00	1267.00
原煤采购均价	256.00	394.00
入厂标煤单价	419.00	652.55

注：采购均价为不含税价格
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购模式较上年无变化，关联方采购占比较高，对公司燃料供应稳定性提供一定保障。2021 年，公司前五大供应商采购额合计 40.09 亿元，占采购总额的 54.39%，采购集中度较高。

表 5　公司前五大煤炭供应商情况（单位：亿元、%）

2021 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	26.52	35.97
晋能控股电力集团有限公司燃料分公司	7.40	10.05
陕西核工业蓝天能源有限公司	3.11	4.22
苏州高新生产资料商贸发展有限公司	1.69	2.29
中国能源建设集团山西省电力勘测设计院有限公司	1.37	1.86
合计	**40.09**	**54.39**
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	27.37	55.65
陕西核工业蓝天能源有限公司	1.45	2.94
河津市浩晟煤业有限公司	1.02	2.07
山西硕基物贸有限公司	0.82	1.66
郑州嘉瑞供应链管理有限公司	0.63	1.29
合计	**31.29**	**63.61**

资料来源：公司年度报告

（2）电力生产及销售

百万机组投产带动公司整体发电能力提升，跟踪期内，公司整体发电量提高，能耗下降。

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，布局风电、光伏等可再生新能源产业。2021 年 6 月，公司百万机组投产带动整体装机容量的提升，截至 2021 年底，公司投产装机容量 1080.80 万千瓦，其中火电装机容量 880 万千瓦。

表 6 公司电厂主要经营指标

项目	2020 年	2021 年
投产可控装机规模（万千瓦）	870.90	1080.80
其中：火电	680.00	880.00
新能源	190.90	188.00
发电量（亿千瓦时）	380.33	427.96
其中：火电	346.90	387.00
新能源	33.43	40.96
上网电量（亿千瓦时）	346.81	391.63
其中：火电	313.91	356.52
新能源	32.90	35.11
发电设备利用小时数（小时）	4168.17	3959.65
其中：火电	4804.76	4397.77
新能源	1513.00	1743.00
火电单位发电成本（元/兆瓦时）	214.89	270.28
平均上网电价（元/兆瓦时）	282.87	318.56
综合供电煤耗（克/千瓦时）	323.31	319.11
综合厂用电率（%）	6.65	6.22

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；新能源统计中含 2021 年新收购 12.8 万千瓦水电相关数据，并对 2020 年数据做追溯调整；价格均为不含税价格
资料来源：公司提供

机组运营方面，2021 年，公司发电设备利用小时数同比减少 208.52 小时。其中，火电机组利用小时同比减少 406.99 小时，主要系新增并网百万机组未全年运营所致，但仍处于山西省平均水平；新能源机组利用小时同比增加 230.00 小时。受益于发电能力的提升，2021 年，公司发电量同比提高 12.52%。同期，公司综合供电煤耗和综合厂用电率均同比下降，综合能耗降低，机组效率较好。

2021 年，由于煤炭价格大幅上涨，公司火电发电成本同比提高 25.78%。同期，受益于上网竞价限制调整以及现货交易的推进，公司平均上网电价同比提高 12.62%。

（3）热力业务

跟踪期内，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，公司火电机组均具备供热能力。截至 2021 年底，公司供热面积 8185.00 万平方米。2021 年，公司供热量同比增长 12.21%，但由于价格较低的居民供热量占比提高导致平均售热价格下降以及燃料、修理和委托运行费用增加导致的供热成本增加，热力板块盈利能力明显下降。

表 7　公司供热情况

项目	2020 年	2021 年
供热量（万吉焦）	3309.67	3713.90
平均售热价格（元/吉焦，不含税）	23.46	21.46

资料来源：公司提供

3. 经营效率

公司经营效率处于较低水平。

2021 年，受保供政策下公司煤炭库存增加影响，公司存货周转次数由上年的 10.14 倍下降至 8.63 倍；同期，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别由上年的 2.57 倍和 0.22 倍提高至 2.69 倍和 0.26 倍。与同行业公司相比，公司经营效率处较低水平。

表 8　2021 年同业对比情况（单位：次）

项目	格盟国际	山西国电	公司
销售债权周转次数	5.13	4.87	2.69
存货周转次数	17.93	27.08	8.63
总资产周转次数	0.30	0.40	0.26

注：格盟国际能源有限公司简称“格盟国际”，山西国际电力集团有限公司简称“山西国电”
资料来源：联合资信根据公开数据整理

4. 在建项目

公司在建和拟建机组规模大，整体投资压力很大，但项目投产将明显提升公司发电能力及业务竞争力。

截至 2021 年底，公司主要在建项目为晋控电力同兴 2*660MW 超临界空冷机组项目，预计总投资 53.37 亿元，已完成投资 7.56 亿元。此外，公司主要拟建项目 6 项，预计总投资 430.54 亿元。公司主要在建和拟建项目合计装机容量超 1000 万千瓦，未来投资压力很大，但项目投产将明显提升公司发电能力和业务竞争力。

表 9　截至 2021 年底公司主要在建拟建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资预算	已完成投资	剩余投资计划
晋控电力同兴 2*660MW 超临界空冷机组项目	53.37	7.56	45.81
在建项目小计	**53.37**	**7.56**	**45.81**
漳泽电厂三期 2*135 万千瓦火电筹建项目	97.48	0.19	97.29
晋控电力热电三期 2*1000MW 项目	83.51	0.30	83.21
新疆风光火储一体化项目	80.00	0.06	79.94
河津三期 2*1000MW 项目	70.06	0.05	70.01
塔山三期 2*1000MW 项目	74.49	1.86	72.63
点对网送出工程项目	25.00	0.09	24.91
拟建项目小计	**430.54**	**2.55**	**427.99**
合计	**483.91**	**10.11**	**473.80**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020－2021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，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务报表未经审计。

2021年，公司合并范围减少4家子公司，其中注销3家子公司，转让1家子公司；同期，公司同一控制下企业合并新增1家子公司。2022年一季度，公司合并范围无变化。截至2022年3月底，公司合并范围子公司共66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 2021 年底，公司合并资产总额 614.91 亿元，所有者权益 92.76 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 152.75 亿元，利润总额 0.27 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 648.80 亿元，所有者权益 116.69 亿元（含少数股东权益 1.17 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 45.90 亿元，利润总额 0.37 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。公司受限资金和应收账款规模较大，对资金形成一定占用，固定资产和在建工程规模大，固定资产成新率较好。

截至2021年底，公司合并资产总额614.91亿元，较上年底增长8.16%。资产结构看，截至2021年底，公司流动资产占比较上年底提高5.21个百分点，但公司资产仍以非流动资产为主，符合电力行业特征。

表 10　2020－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**135.75**	**23.88**	**178.88**	**29.09**	**217.29**	**33.49**
货币资金	48.19	35.50	66.41	37.13	98.63	45.39
应收账款	49.82	36.70	62.10	34.72	73.23	33.70
存货	10.50	7.73	19.32	10.80	15.08	6.94
非流动资产	**432.79**	**76.12**	**436.03**	**70.91**	**431.51**	**66.51**
长期股权投资	28.58	6.60	22.70	5.21	23.06	5.34
固定资产	287.51	66.43	335.64	76.98	330.63	76.62
在建工程	93.43	21.59	25.12	5.76	25.76	5.97
资产总额	**568.54**	**100.00**	**614.91**	**100.00**	**648.80**	**100.00**

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；截至2022年3月底，在建工程统计中含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 178.88 亿元，较上年底增长 31.77%，主要系公司业务规模扩张、投资支出减少以及燃煤成本提高带动的货币资金、应收账款和存货的增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金较上年底增长 37.83%，主要系银行存款及汇票保证金增加所致。公司货币资金中银行存款占 38.59%、受限资产占 61.41%（主要为办理银行承兑汇票保证金），受限比例高。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较上年底增长24.66%，主要系发电量增长带动应收新能源电费补贴款增加所致。公司账龄在1年以内的应收账款占52.41%，1~2年的应收账款占18.38%，2~3年的应收账款占14.74%，公司应收账款账龄整体较短，且欠款方主要为各省电力公司，回收风险可控，截至2021年底，公司累计计提坏账准备1.86亿元。公司应收账款集中度高，截至2021年底，前五大欠款方合计金额46.87亿元，占应收账款的73.27%。

表11　截至2021年底应收账款期末余额前五大名情况

单位名称	余额（亿元）	占应收账款比重
国网山西省电力公司	27.56	43.09%
国网冀北电力有限公司	7.37	11.52%
国网陕西省电力公司	5.37	8.39%
国网新疆电力公司塔城供电公司	3.32	5.19%
国网新疆电力有限公司克州供电公司	3.25	5.08%
合计	**46.87**	**73.27%**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司存货较上年底增长84.11%，主要系能源保供阶段燃料库存增加以及煤炭价格大幅上涨所致。存货主要由原材料（占97.54%）构成，累计计提跌价准备0.06亿元。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 436.03 亿元，较上年底变化不大。其中，公司在建工程较上年底下降 73.11%，主要系长治发电 2*1000MW 项目建成转入固定资产所致，同受此影响公司固定资产（含使用权资产）较上年底增长 26.54%。固定资产成新率 63.62%，成新率较高。截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底下降 20.56%，主要系联营公司华润电力（唐山曹妃甸）有限公司（以下简称“曹妃甸公司”）2021 年确认投资损失 1.86 亿元并宣告发放股利 2.84 亿元所致。

截至2021年，公司受限资产合计177.11亿元，占资产总额的28.80%，受限比例一般。

表 12　截至 2021 年底公司受限资产情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	40.79	6.63	质押贷款和项目保证借款、银行承兑汇票保证金、信用证保证金和履约保证金。
固定资产	136.12	22.14	融资租赁、抵押借款
应收款项融资	0.20	0.03	票据质押
合计	**177.11**	**28.80**	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额648.80亿元，较上年底增长5.51%，主要系货币资金和应收账款快速增长所致，并带动流动资产占比较上年底提高4.40个百分点。截至2022年3月底，公司流动资产较上年底增长21.47%。其中，货币资金较上年底增长48.50%，主要系融资规模增加所致；应收账款较上年底增长17.92%。截至2022年3月底，公司非流动资产较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司发行永续债券规模较大，带动公司权益规模增长。公司实收资本和资本公积占比高，权益稳定性好。

截至2021年底，公司所有者权益92.76亿元，较上年底增长7.59%，主要系2021年发行11.00亿元永续债券所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.82%，少数股东权益占比为1.18%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占33.57%、44.19%、16.22%和2.97%。其中，由于支付山西天桥水电有限公司（以下简称“天桥水电”）股权对价高于净资产所占份额冲减资本公积，截至2021年底，公司资本公积较上年底下降7.60%；由于前期亏损严重，公司未分配利润规模较小。整体看，公司所有者权益结构稳定性好。

截至2022年3月底，公司所有者权益116.69亿元，较上年底增长25.79%，主要系新发行24.00亿元永续债券所致。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和其他权益工具分别占26.64%、35.06%和33.50%。

（2）负债

跟踪期内，公司债务负担加重，且存在短期偿债压力。

截至 2021 年底，公司负债总额 522.15 亿元，较上年底增长 8.26%，主要系应付票据、应付账款和长期借款增长所致。公司负债结构相对均衡，较上年底变化不大。

表 13　2020－2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**281.68**	**58.40**	**312.30**	**59.81**	**305.48**	**57.41**
短期借款	70.51	25.03	70.82	22.68	86.38	28.28
应付票据	70.65	25.08	82.75	26.50	77.16	25.26
应付账款	51.81	18.39	66.18	21.19	63.87	20.91
一年内到期的非流动负债	72.56	25.76	77.64	24.86	66.92	21.91
非流动负债	**200.64**	**41.60**	**209.85**	**40.19**	**226.63**	**42.59**
长期借款	109.46	54.56	129.69	61.80	147.71	65.18
长期应付款	81.74	40.74	63.11	30.08	62.30	27.49
租赁负债	0.00	0.00	13.58	6.47	13.61	6.01
负债总额	**482.32**	**100.00**	**522.15**	**100.00**	**532.11**	**100.00**

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；截至2022年3月底，长期应付款统计中含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司流动负债 312.30 亿元，较上年底增长 10.87%。其中，短期借款较

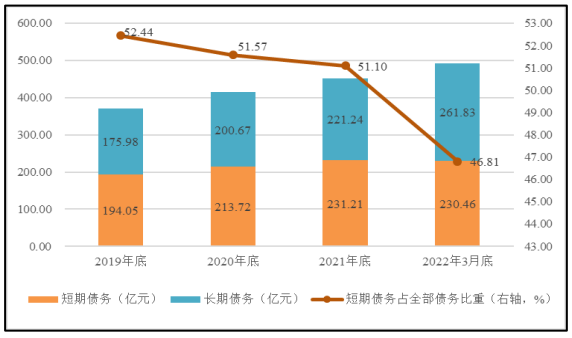
上年底变化不大，主要为信用借款，占 83.78%；应付票据及应付账款分别较上年底增长 17.13%和 27.73%，主要由于燃煤价格大幅上涨所致；其他应付款 7.56 亿元，较上年底下降 43.03%，主要系应付保证金、押金、质保金以及应付往来款减少所致；一年内到期的非流动负债较上年底增长 7.01%，主要系即将到期的长期应付款规模较大所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 209.85 亿元，较上年底增长 4.59%。其中，长期借款较上年底增长 18.48%，主要系保证借款增加所致，长期借款主要由保证借款（占 60.50%）和信用借款（占 22.76%）构成；同期，由于部分融资租赁即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，公司长期应付款和租赁负债合计较上年底下降 5.59%。

截至2022年3月底，公司负债总额532.11亿元，较上年底变化不大。其中长短期借款均较上年底有所增长，而应付票据和一年内到期的非流动负债较上年有所下降。

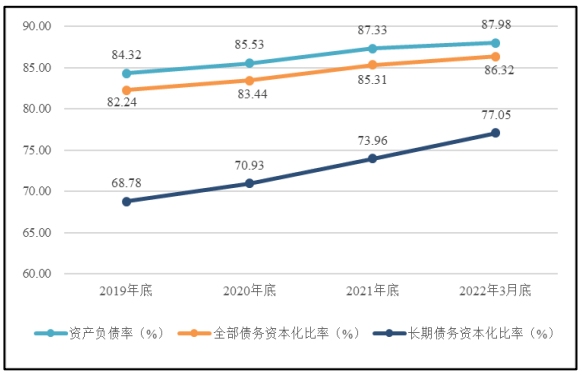
有息债务方面，若将永续债券调整至全部债务，截至2021年底，公司全部债务较上年底增长9.18%至452.44亿元，债务结构变化不大，其中短期债务占51.10%，存在一定集中兑付压力。从债务指标看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底增长1.80个百分点、1.87个百分点和3.03个百分点。截至2022年3月底，公司全部债务增长至492.30亿元，债务指标较上年底进一步提高。整体看，跟踪期内，公司债务负担进一步加重。

图5　公司债务规模情况（已调整永续债券）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图6　公司债务指标情况（已调整永续债券）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于上网电量和上网电价的增长，公司收入增幅明显，但由于煤炭成本整体快速上涨，公司盈利能力有所下降。

2021 年，公司实现营业总收入 152.75 亿元，同比增长 30.69%，主要由于上网电量和上网电价同比提高；同期，公司营业成本 128.60 亿元，同比增长 38.09%，增幅高于营业总收入增幅，导致营业利润率同比下降 4.50 个百分点。

期间费用方面，2021 年，公司费用总额 20.34 亿元，同比增长 3.74%，以管理费用（占 9.69%）和财务费用（占 89.30%）为主。其中，研发费用同比增加 0.21 亿元，主要由于当期增加智慧电厂等研发支出；财务费用同比增加 0.51 亿元，主要由于债务规模同比增长。2021 年，公司期间费用率 13.32%，同比下降 3.46 个百分点，费用控制能力有所提高。

非经常性损益方面，2021 年，公司资产减值损失 0.45 亿元，主要由于公司与晋控煤业集团重组形成的商誉减值 0.32 亿元；公司信用减值损失 0.08 亿元，同比减少 0.67 亿元，主要由于当期部分其他应收款坏账转回；公司投资亏损 2.97 亿元，主要由于联营企业中铝股份山西新材料有限公司和曹妃甸公司亏损；同期，公司实现营业外收入同比增加 1.01 亿元，主要由于“双细则”考核收入和碳排放交易收入增长。2021 年，上述非经常性损益合计-1.82 亿元，对利润影响很大。

受上述因素影响，公司利润总额同比下降 154.47%，总资本收益率和净资产收益率分别同

比下降 1.12 个百分点和 5.60 个百分点。

表 14　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	116.88	152.75	45.90
利润总额（亿元）	4.13	0.27	0.37
营业利润率（%）	19.21	14.71	11.63
总资本收益率（%）	3.90	2.78	--
净资产收益率（%）	2.76	-2.84	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与所选公司比较，在火电行业整体亏损的背景下，公司整体盈利能力较强。

表 15　2021 年同行业公司盈利情况对比

主体名称	格盟国际	山西国电	公司
营业利润/营业总收入	-20.74%	0.60%	3.21%
总资产报酬率	-3.64%	2.09%	3.85%
净资产收益率	-20.71%	-4.09%	0.04%

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2022 年一季度，受益于上网电量和上网电价提高，公司营业总收入同比增长 44.52%，同期由于投资收益转正，公司实现利润总额 0.37 亿元。

5. 现金流

2021 年，由于煤炭成本上涨，公司经营活动现金流同比下降，同时，当期收回可再生能源补贴款规模较小，公司收入实现质量有所下降。2022 年一季度，公司经营活动现金流量缩减明显，筹资活动现金大幅净流入。

表 16　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	122.89	152.42	40.83
经营活动现金流出量	94.45	131.96	38.50
经营活动现金净流量	**28.44**	**20.46**	**2.33**
投资活动现金流入量	5.44	1.86	0.00
投资活动现金流出量	38.48	20.33	5.64
投资活动现金净流量	**-33.04**	**-18.47**	**-5.64**
筹资活动前现金净流量	**-4.60**	**1.99**	**-3.31**
筹资活动现金流入量	194.83	205.60	67.30
筹资活动现金流出量	191.55	199.08	30.92
筹资活动现金净流量	**3.27**	**6.52**	**36.39**
现金收入比	103.93	96.77	87.70

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021 年，伴随电力业务规模的扩大以及上网电价的提高，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比提高 21.68%；由于煤炭成本快速上涨，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比提高 74.30%，经营活动现金流出量同比增长 39.72%；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金同比下降 34.10%，主要由于公司办理履约保函保证金及承兑保证金同比减少。受上述因素影响，公司经营活动现金净流入量同比下降 28.07%。同期，公司现金收入比同比下降 7.17 个百分点，主要由于当期收回可再生能源补贴款规模较小以及“双细则”收入回款周期较长，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2021 年，公司缩减理财产品投资规模，导致其他与投资活动有关的现金收支规模均同比下降；同期，由于重大在建项目长治发电 2*1000MW 项目已进入收尾阶段，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比下降 56.15%。2021 年，公司投资活动现金净流出 18.47 亿元，同比下降 44.10%。公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入，对外融资需求有所缓和。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流仍主要为取得借款和偿还债务的现金收支，同期，由于融资租赁和发行永续债券规模较大，公司其他与筹资活动有关的现金收支保持较大规模。2021 年，公司筹资活动现金净流入 6.52 亿元。

2022 年一季度，公司经营活动现金净流入量同比下降 26.86%，仅为 2021 年全年的 11.39%，一方面由于煤炭成本进一步提高，另一方面由于 2021 年疫情影响下缓缴的税收及社保费用于 2022 年一季度补缴，缴纳相关费用规模较大；同期，公司经营活动现金收入无法覆盖投资活动现金支出，筹资活动现金大额净流入。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所提高，但长期偿债能力指标有所下降。

表 17　公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	48.19	57.28
	速动比率（%）	44.47	51.09
	经营现金/流动负债（%）	10.10	6.55
	经营现金/短期债务（倍）	0.13	0.09
	现金类资产/短期债务（倍）	0.23	0.29
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	41.00	38.36
	全部债务/EBITDA（倍）	10.01	11.41
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	2.17	1.96
	经营现金/利息支出（倍）	1.51	1.04

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率均有所增长，流动资产对流动负债的保障程度有所增强；受经营活动现金净流入规模下降以及短期债务规模扩大影响，经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务均同比下降。截至 2021 年底，公司现金短期债务比有所增长，现金类资产对短期债务的保障程度有所增强。

从长期偿债指标看，2021 年，由于利润下降，公司 EBITDA 同比下降，对全部债务和利息的覆盖程度均有所下降；同期，公司经营现金对全部债务和利息的覆盖程度均有所下降。

截至2021年底，公司对外担保余额为18.31亿元，担保比率为19.74%。公司对外担保对象为关联方同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司，目前该公司经营正常。公司对外担保风险可控。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

截至2021年底，公司获得银行授信额度合计362.30亿元，已使用264.77亿元，可使用授信额度为97.53亿元，公司间接融资渠道一般。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产构成较为均衡，债务负担很重，盈利能力较弱，权益结构稳定性尚可。

截至 2021 年底，母公司资产总额 305.28 亿元，较上年底增长 4.23%。其中，流动资产 148.71 亿元，较上年底增长 9.59%，主要由货币资金（占 29.40%，较上年底增长 30.22%，主要由于新增发行永续债券的资金留存）、应收账款（占 5.64%）、其他应收款（占 6.11%）和其他流动资产（占 52.60%）构成；非流动资产 156.58 亿元，较上年底变化不大，主要由长期股权投资（占 73.60%）和固定资产（合计）（占 22.60%）构成。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 89.61 亿元，较上年底增长 6.16%。其中，由于发行永续债券，母公司其他权益工具较上年底增长 10.90 亿元；由于经营亏损，母公司未分配利润较上年底下降 4.71 亿元至-13.47 亿元。在所有者权益中，实收资本占 34.34%、资本公积占 60.21%、其他权益工具占 16.59%、未分配利润占-15.04%。

截至 2021 年底，母公司负债总额 215.67 亿元，较上年底增长 3.45%。其中，流动负债 181.51 亿元，主要由短期借款（占 39.16%）、应付票据（占 35.29%）、应付账款（占 6.21%）和一年内到期的非流动负债（占 15.81%）构成；非流动负债 34.16 亿元，主要由长期借款（占 82.71%）和长期应付款（合计）（占 14.99%）构成。

若考虑将永续债券调整至全部债务，截至 2021 年底，母公司全部债务 207.18 亿元，同比增长 11.06%。其中，短期债务占比同比下降 6.46 个百分点至 79.07%，集中偿债压力大。截至 2021 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高 2.98 个百分点、3.62 个百分点和 11.59 个百分点至 75.52%、73.49%和 36.72%，母公司债务负担很重。

母公司管理 3 家火电分公司，在运装机容量合计 172.00 万千瓦。2021 年，母公司实现营业总收入 44.16 亿元，投资收益-2.51 亿元，利润总额-4.34 亿元。

现金流方面，2021 年，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 0.54 亿元、3.01 亿元和 0.67 亿元。

十、外部支持

股东支持力度大。

公司从股东采购煤炭量占比较高，燃煤供应保障性好。2021年，公司采购煤炭2675.00万吨，其中晋控煤业集团采购量1267.00万吨，占47.36%。此外，公司从股东采购煤炭可获得一定价格优惠。

随着山西省国有能源企业专业化资产重组事项的逐步推进，公司于2021年成功收购天桥水电，并有望于2022年获得其他优质资产的注入。整体看，公司在电力项目获取及电源结构优化等方面可获得股东大力支持。

十一、 债券偿还能力分析

公司存续债券到期分布较为平均，现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力强，但对长期债务覆盖能力较弱。

截至2022年6月24日，公司存续债券合计余额64.00亿元。其中，本年度剩余到期债券合计10.00亿元；存续债券待偿本金峰值合计31.00亿元（2024年为偿债高峰期）。截至2022年3月底，公司现金类资产99.21亿元，为本年度剩余到期债券余额的9.92倍；2021年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为待偿债券本金峰值（31.00亿元）的4.92倍、.066倍和1.24倍。截至2022年3月底，公司长期债务261.83亿元，2021年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为长期债务总额的0.58倍、0.08倍和0.15倍。

表18 公司存续债券到期情况（单位：亿元）

到期年份	到期金额	占债券余额的比重
2022	10.00	21.43%
2023	19.00	28.57%
2024	31.00	42.86%
2025	4.00	7.14%
总计	**64.00**	**100.00%**

注：考虑永续债券于第一个行权日兑付
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表19 公司存续债券保障情况

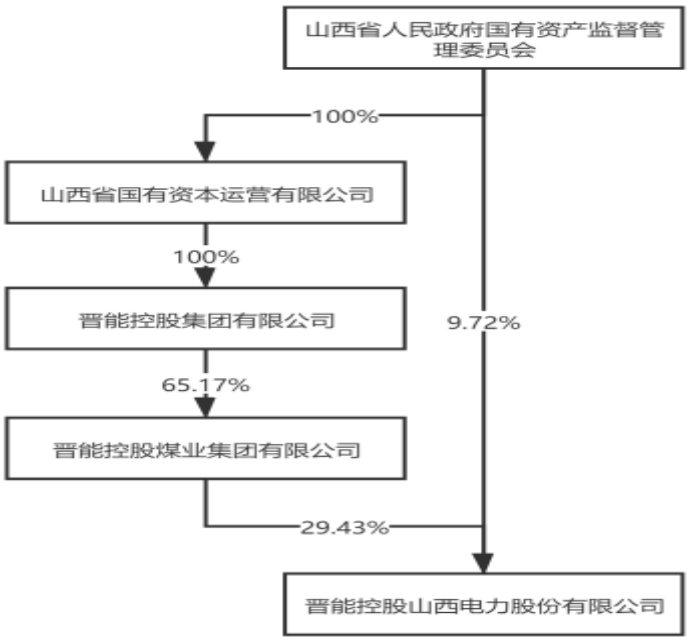
项 目	2021年
2022年待偿债券金额（亿元）	10.00
现金类资产/2022年待偿债券金额（倍）	9.92
未来待偿债券本金峰值（亿元）	31.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.92
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.66
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.24

注：现金类资产为2022年3月底数据
资料来源：联合资信整理

十二、 结论

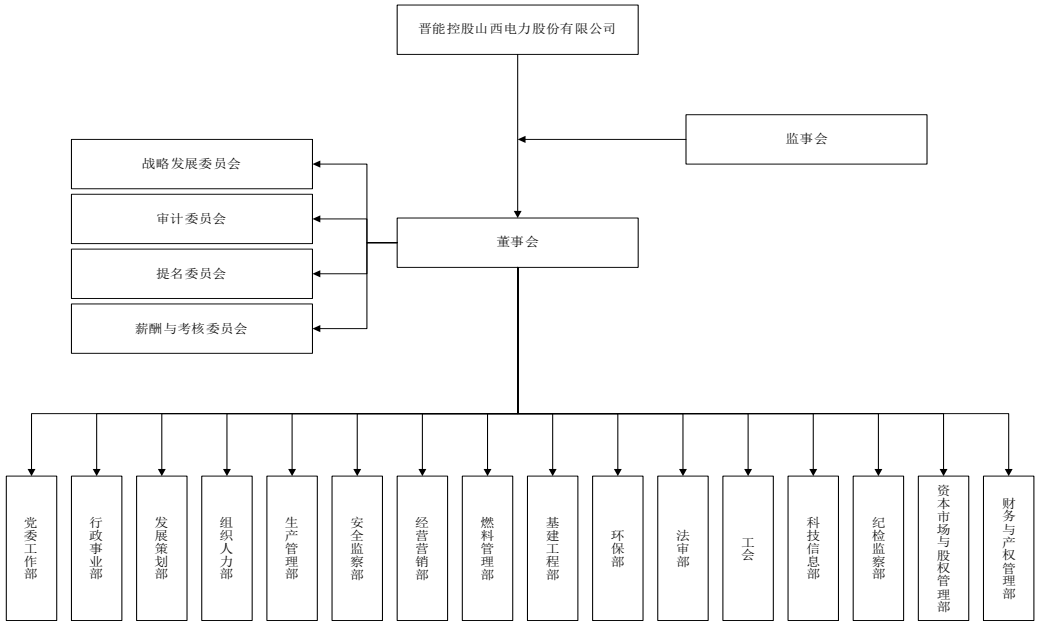
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“20漳泽电力MTN003”“21晋能山西MTN001”和“22晋能山西MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例	
			直接	间接
晋控电力河津供水有限公司	山西省河津市	供水	67.00%	
山西临汾热电有限公司	山西省临汾市	电热生产销售	51.75%	
山西漳电娘子关发电有限责任公司	阳泉平定县娘子关镇	筹备项目	100.00%	
晋控电力塔山发电山西有限公司	山西省大同市	电力生产销售	60.00%	
晋控电力大唐热电山西有限公司	山西省大同市	电力生产销售	88.98%	
晋控电力同华山西发电有限公司	山西省原平市轩岗镇	电力生产销售	95.00%	
晋控电力山西国电王坪发电有限公司	山西省朔州怀仁县	电力生产销售	60.00%	
山西漳泽电力燃料有限公司	山西省太原市	燃料贸易	100.00%	
山西漳泽电力工程有限公司	山西省太原市	工程检修	100.00%	
晋控电力蒲洲热电山西有限公司	山西省永济市	火力发电	65.00%	
晋控电力同兴山西发电有限公司	山西省原平县轩岗镇	电力生产销售	79.80%	
晋控电力山西新能源有限公司	山西省太原市	新能源电力热力销售、技术服务	100.00%	
鄯善协合太阳能发电有限公司	新疆吐鲁番地区鄯善县	太阳能发电		100.00%
漳泽电力平顺新能源有限公司	山西省长治市平顺县	可再生能源发电		100.00%
山西威尔玛鑫发发电设备有限公司	山西省太原市	发电机组		100.00%
阿克陶县新特光伏发电有限责任公司	新疆克州阿克陶县	太阳能发电		100.00%
乌鲁木齐华瑞光晟电力科技有限公司	新疆乌鲁木齐	太阳能、风能发电		100.00%
和布克赛尔蒙古自治县华光新能源有限责任公司	新疆塔城地区和布克赛尔县	太阳能、风能发电		100.00%
山西晋安通风力发电有限公司	山西省运城市绛县	风力发电		100.00%
河北龙沁光伏科技有限公司	河北省石家庄市	太阳能、光伏发电		100.00%
张北亨吉新能源有限公司	河北省张北县	光伏发电		100.00%
垦利光润新能源有限公司	山东省东营市垦利县	光伏发电		100.00%
东营耀光新能源有限公司	山东省东营市垦利县	光伏发电		100.00%
东营市通泰新能源有限公司	山东省东营市垦利县	光伏发电		100.00%
垦利启泰新能源有限公司	山东省东营市垦利县	光伏发电		100.00%
尚义县东润光伏发电有限公司	河北省张家口市尚义县	光伏发电		100.00%
西藏协信新能源开发有限公司	西藏自治区拉萨市	新能源开发、应用		100.00%
西藏曲松协信新能源开发有限公司	西藏自治区曲松县	新能源开发、应用		100.00%
西藏昌都协信新能源开发有限公司	西藏自治区昌都市	光伏发电		100.00%
山西漳电国源能源有限公司	山西省太原市	光伏发电		51.02%
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	光伏发电		100.00%
山西漳泽电力售电有限公司	山西省太原市	电力热力供应服务	100.00%	
山西漳泽电力太谷平阳光伏发电有限公司	山西省晋中市	太阳能光伏发电	100.00%	
晋控电力山西王坪热力有限公司	山西省朔州市	集中供热投资管理	100.00%	
晋控电力山西物资采购有限公司	山西省太原市	机电设备销售运输	100.00%	
山西宏伟新能源有限公司	山西省闻喜县	风电光伏发电项目建设服务		100.00%
闻喜县宏伟光伏发电有限公司	山西省闻喜县	光伏发电		100.00%
闻喜县宏伟风力发电有限公司	山西省闻喜县	风力发电		100.00%
运城经济开发区金丰光伏科技有限公司	山西省运城市	风力光伏设备安装服务		100.00%
芮城县金丰光伏发电有限公司	山西省芮城县	光伏发电		100.00%

芮城县金广丰风力发电有限公司	山西省芮城县	风力发电		100.00%
赤城光硕新能源有限公司	河北省张家口	太阳能发电		100.00%
运城博阳汽车充电设备有限公司	山西省运城市	充电桩运营管理		80.00%
北京中茗碳资产管理有限公司	北京市	资产管理技术服务		50.00%
宣化县源和新能源有限公司	河北省宣化县	太阳能发电	100.00%	
晋控电力同达热电山西有限公司	山西省大同市	电力、热力生产销售	51.00%	
山西漳电新材料有限公司	山西省太原市	新型材料的生产销售	100.00%	
山西漳电华旗新材料有限公司	山西省太原市	新型材料的生产销售		83.61%
晋城市万鑫顺达新能源有限公司	山西省泽州县	太阳能发电	100.00%	
山西龙永太物资有限公司	太原市阳曲县	太阳能发电		100.00%
陕西雄风新能源有限公司	陕西省榆林市定边县	太阳能发电	100.00%	
神木县绿源新能源电力有限公司	陕西神木	太阳能发电		100.00%
神木县中久农业开发有限公司	陕西神木	太阳能发电		100.00%
神木县昌益农业开发有限公司	陕西神木	太阳能发电		100.00%
神木县东升科技发展有限公司	陕西神木	太阳能发电		100.00%
神木县光能科技发展有限公司	陕西神木	太阳能发电		100.00%
张家口英源光伏电力开发有限公司	河北张家口	太阳能发电		100.00%
中稷泰丰张家口光伏发电有限公司	河北张家口	太阳能发电		100.00%
靖边盛源新能源发电有限公司	陕西榆林	太阳能发电		100.00%
山西漳泽电力河曲新能源有限公司	山西忻州	太阳能发电		100.00%
曲松县科能新能源开发有限公司	西藏自治区	太阳能发电		100.00%
朔州市（平鲁）晶沃光电科技有限公司	山西朔州市	太阳能发电		100.00%
山西漳泽电力股份有限公司山阴风电有限公司	山西山阴县	电热生产销售		100.00%
晋控电力山西长治发电有限责任公司	山西长治市	火力发电	100.00%	
晋控电力山西煤炭配售有限公司	山西大同市	煤炭销售	100.00%	
山西天桥水电有限公司	山西保德县	水力发电	100.00%	

资料来源：公司年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	44.02	49.08	67.27	99.21
资产总额（亿元）	509.36	568.54	614.91	648.80
所有者权益（亿元）	79.89	86.22	92.76	116.69
短期债务（亿元）	194.05	213.72	231.21	230.46
长期债务（亿元）	175.98	196.70	206.37	223.14
全部债务（亿元）	370.03	410.42	437.57	453.60
营业总收入（亿元）	120.25	116.88	152.75	45.90
利润总额（亿元）	0.99	4.13	0.27	0.37
EBITDA（亿元）	37.01	41.00	38.36	--
经营性净现金流（亿元）	22.17	28.44	20.46	2.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.32	2.57	2.69	--
存货周转次数（次）	12.28	10.14	8.63	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.22	0.26	--
现金收入比（%）	92.18	103.93	96.77	87.70
营业利润率（%）	15.77	19.21	14.71	11.63
总资本收益率（%）	3.66	3.90	2.78	--
净资产收益率（%）	0.20	2.76	-2.84	--
长期债务资本化比率（%）	68.78	69.53	68.99	65.66
全部债务资本化比率（%）	82.24	82.64	82.51	79.54
资产负债率（%）	84.32	84.84	84.91	82.01
流动比率（%）	45.03	48.19	57.28	71.13
速动比率（%）	41.87	44.47	51.09	66.19
经营现金流动负债比（%）	8.88	10.10	6.55	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.23	0.29	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.17	1.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.00	10.01	11.41	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算
资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.82	33.72	43.72	78.14
资产总额（亿元）	269.69	292.90	305.28	343.89
所有者权益（亿元）	81.20	84.41	89.61	112.47
短期债务（亿元）	139.55	159.56	163.82	170.43
长期债务（亿元）	24.97	23.02	28.49	42.67
全部债务（亿元）	164.52	182.58	192.31	213.11
营业总收入（亿元）	35.62	36.47	44.16	11.61
利润总额（亿元）	-1.04	-0.76	-4.34	-0.97
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-2.25	13.28	0.54	0.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.50	5.85	6.05	--
存货周转次数（次）	18.32	19.11	10.90	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.13	0.15	--
现金收入比（%）	73.23	109.54	99.64	82.42
营业利润率（%）	12.52	19.03	16.74	7.87
总资本收益率（%）	2.71	2.94	1.55	--
净资产收益率（%）	-1.25	-0.90	-4.96	--
长期债务资本化比率（%）	23.52	21.43	24.13	27.51
全部债务资本化比率（%）	66.95	68.38	68.21	65.46
资产负债率（%）	69.89	71.18	70.65	67.30
流动比率（%）	73.53	77.15	81.93	102.10
速动比率（%）	72.58	76.23	79.14	100.68
经营现金流动负债比（%）	-1.48	7.55	0.30	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.21	0.27	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. /表示数据未获取
资料来源：母公司财务报告

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持