

信用评级公告

联合〔2023〕4749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⁺，维持“22 晋能山西 MTN001”“21 晋能山西 MTN001”和“20 漳泽电力 MTN003”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

二〇二三年六月二十一日

晋能控股山西电力股份有限公司2023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
22 晋能山西 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 晋能山西 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 漳泽电力 MTN003	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
22 晋能山西 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/01/07
21 晋能山西 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023/11/23
20 漳泽电力 MTN003	4 亿元	4 亿元	2023/09/30

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，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2023 年 6 月 21 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	V4.0.202208
电力企业信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
			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
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AA ⁺

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

晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“公司”）作为晋能控股集团（以下简称“晋控集团”）下属电力业务开展主体，在生产规模、股东支持等方面具备优势。晋控集团协调子公司晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）在煤炭供应保障及担保等方面对公司支持力度很大。跟踪期内，受益于发售电量、上网电价及供热量同比增长，公司营业总收入同比增长；公司发电设备利用效率同比提升，高于区域均值。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司成本控制压力大，盈利水平明显下降；债务负担很重；在建项目未来投资压力很大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本次跟踪的待偿债券余额保障能力很强。

公司在建机组规模大，建成后将大幅提升公司发电能力及业务竞争力。

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“22 晋能山西 MTN001”“21 晋能山西 MTN001”和“20 漳泽电力 MTN003”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 晋控集团整体实力极强，在其协调下公司控股股东晋控煤业集团，对公司支持力度很大。晋控集团作为山西省整合原五大煤炭集团的平台整体实力极强，在其协调下 2022 年及 2023 年一季度，公司采购自晋控煤业集团的煤炭量占比分别为 31.77%和 92.38%。截至 2022 年底，公司作为被担保方，接受晋控煤业集团的担保金额合计为 37.78 亿元。

2. 跟踪期内，公司业务规模扩大带动收入提升。跟踪期内，公司发售电量同比增长以及煤价传导带动的平均上网电价增长，供热面积扩大。2022 年，公司实现营业总收入 202.20 亿元，同比增长 32.37%。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 54.83 亿元，同比增长 19.44%。

3. 2022 年，公司发电设备利用效率同比提升，高于区域均值。2022 年，公司发电设备利用小时数同比增加 279.91 小时至 4239.56 小时，高于同期山西省发电设备平均利用小时数 3541 小时。

分析师：王皓 王越

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. **成本控制压力大，盈利水平明显下降。**2022年及2023年1—3月，公司入厂标煤单价分别增至806.42元/吨和828.80元/吨，北煤南运造成运输成本增加。同期，公司营业成本同比分别增长45.98%和26.86%；营业利润率同比分别下降8.52个百分点和5.49个百分点。

2. **债务负担很重，在建项目未来投资压力很大。**如将永续债调入长期债务，截至2022年底，公司全部债务增至463.63亿元；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89.08%、87.08%和80.03%。截至2022年底，公司主要在建项目合计装机容量超1000万千瓦，未来投资压力很大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	49.08	73.77	101.35	102.98
资产总额（亿元）	568.54	621.41	629.89	633.31
所有者权益（亿元）	86.22	92.76	107.42	104.56
短期债务（亿元）	213.72	237.71	188.07	163.56
长期债务（亿元）	196.70	206.37	236.91	274.06
全部债务（亿元）	410.42	444.07	424.98	437.63
营业总收入（亿元）	116.88	152.75	202.20	54.83
利润总额（亿元）	4.13	0.27	-6.31	-1.31
EBITDA（亿元）	41.00	38.36	36.62	--
经营性净现金流（亿元）	28.44	20.46	11.49	-4.45
营业利润率（%）	19.21	14.71	6.19	6.14
净资产收益率（%）	2.76	-2.84	-7.44	--
资产负债率（%）	84.84	85.07	82.95	83.49
全部债务资本化比率（%）	82.64	82.72	79.82	80.72
流动比率（%）	48.19	58.15	72.77	85.37
经营现金流动负债比（%）	10.10	6.42	4.07	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.31	0.54	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.17	1.96	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.01	11.58	11.61	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	292.90	311.78	329.73	326.92
所有者权益（亿元）	84.41	89.61	108.43	105.72
全部债务（亿元）	182.58	198.81	204.58	201.46
营业总收入（亿元）	36.47	44.16	46.05	12.27
利润总额（亿元）	-0.76	-4.34	-3.85	-1.11
资产负债率（%）	71.18	71.26	67.12	67.66
全部债务资本化比率（%）	68.38	68.93	65.36	65.58
流动比率（%）	77.15	82.55	114.42	125.16
经营现金流动负债比（%）	7.55	0.29	-3.70	--

注：1. 公司2023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. 公司合并口径长期应付款中有息债务调整至全部债务测算；4. 公司2021年财务数据使用2022年审计报告调整后的期初数据；

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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
2022 年跟踪评级报告	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/26	黄露 余瑞娟	电力企业信用评级方法 (V3.1.202205) / 电力企业信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
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)	--
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

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股份有限公司（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、本报告所列示的主体评级及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。

九、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 2023 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

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 12 月，公司变更至现名，股票简称变更为“晋控电力”。

历经多次增资及股权变更，截至 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 30.77 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）

公司主营火力发电业务，截至 2023 年 3 月底，公司本部内设生产管理部、发展策划部、经营管理与市场营销部、环保部、财务与产权管理部等职能部门。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 629.89 亿元，所有者权益 107.42 亿元（含少数股东权益-0.08 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 202.20 亿元，利润总额-6.31 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 633.31 亿元，所有者权益 104.56 亿元（含少数股东权益-0.33 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 54.83 亿元，利润总额-1.31 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：刘会成。

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的存续债券（银行间市场）募集资金均已按计划使用并按期支付利息。

表 1 截至报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
22 晋能山西 MTN001	5.00	5.00	2022/01/07	2+N 年
21 晋能山西 MTN001	5.00	5.00	2021/11/23	2+N 年
20 漳泽电力 MTN003	4.00	4.00	2020/09/30	3+N 年

注：以上仅列示由联合资信评级债券
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场

稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

电力行业供需整体维持紧平衡状态，在极端天气、双控限制等特殊情况下局部地区存在电力供应不足的问题。

近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显，在政策导向下，电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，资源优势区域稳步推进大基地项目等，带动风电和太阳能发电新增装机量大幅提升。为保障电力供应稳定性，火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业成本控制压力仍较大。

2023年，预期中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，电力行业将着力保障安全稳定供应及加快清洁低碳结构转型。完整版行业分析详见《2023年电力行业分析》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3741>。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，晋控煤业集团直接持有公司29.43%股份（所持股份无质押、冻结），为公司控股股东；公司实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司为晋控煤业集团下属电力平台企业，

是山西省最大的上市发电公司，具备一定成本、市场和规模优势。

公司是晋控煤业集团下属电力平台企业。作为山西省最大的上市发电公司，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。

截至2022年底，公司在运装机容量为1082.94万千瓦，占山西省调发电机组容量的11.6%。其中，火电装机容量880.00万千瓦，占总装机的81.26%。公司火电机组已完成了设备灵活性改造，调节性能好。2022年，公司发电设备利用小时数同比增加279.91小时至4239.56小时；火电设备利用小时数同比增加384.23小时至4782.00小时；均高于同期山西省发电设备平均利用小时数3541小时和火电设备平均利用小时数4486小时。

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基本信用信息报告（中征码：1401000001210946），截至2023年6月6日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司修订及新订了《公司章程》及多项管理制度；部分董事、监事及高级管理人员变更，上述情况对公司经营无重大影响。

2022年，公司根据中国证监会发布的《上市公司章程指引（2022年修订）》及晋控煤业集团党建进章程的要求，对《公司章程》进行了修订，并新订和修订《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《信息披露管理办法》等27项制度。

跟踪期内，公司部分董事、监事及高级管理人员发生变更。刘会成先生履新公司董事长，师李军履新公司总经理。

刘会成先生出生于1965年，硕士研究生学历，高级政工师。刘会成先生现任公司董事长，晋能控股电力集团有限公司（以下简称“晋控电力集团”）党委书记、董事长；曾任山西通宝能源股份有限公司党委书记、总经理；山西国际电力集团有限公司党委委员、副总经理；山西晋能集团有限公司副总经理、党委常委、工会主席；晋控电力集团党委副书记、副董事长、总经理等职务。

师李军先生出生于1971年，大学本科学历，高级工程师。师李军先生现任公司党委书记、副董事长、总经理；曾任晋能控股山西电力股份有限公司河津发电分公司副总经理兼总工程师；原中国电力投资集团公司华北分公司及公司安全生产与科技环保部副主任；晋控煤业集团电力产业部部长，大同煤矿集团朔州热电有限公司负责人（主持党政全面工作）；公司董事、副总经理、副董事长、总经理等职务。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务经营状况稳定。

表2 2021—2022年及2023年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			变化情况		
	收入 (亿元)	占比	毛利率	收入 (亿元)	占比	毛利率	收入	占比 (个百分点)	毛利率 (个百分点)
电力	124.76	70.65%	15.31%	171.39	69.18%	12.19%	37.38%	-1.47	-3.12
热力	7.97	4.51%	-67.37%	8.76	3.54%	-103.83%	9.91%	-0.97	-36.46
燃煤	36.29	20.55%	10.69%	58.82	23.74%	2.06%	62.08%	3.19	-8.63
检修服务	4.43	2.51%	6.51%	5.05	2.04%	5.69%	14.00%	-0.47	-0.82
其他	3.14	1.78%	10.97%	3.74	1.51%	8.63%	19.11%	-0.27	-2.34
小计	176.59	100.00%	--	247.75	100.00%	--	40.30%	--	--
减：内部抵消数	39.86	--	--	60.93	--	--	52.86%	--	--
合计	136.73	--	14.89%	186.82	--	7.54%	36.63%	--	-7.35

注：1.内部抵消数主要为公司燃煤板块内部销售收入抵消和其他板块母公司对子公司的委托贷款利息收入抵消；2.尾差系四舍五入所致
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，公司持续提高长协煤比例，燃

受益于发售电量、上网电价及供热量同比增长，公司营业总收入同比增长。煤炭价格持续高位运行、长协煤价格提升以及运输成本增加对公司造成较大的成本压力，公司主营业务盈利能力下滑。

2022年，公司实现营业总收入202.20亿元，同比增长32.37%；营业利润率为6.19%，同比下降8.52个百分点。2022年，公司主营业务收入同比增长36.63%。其中，受发售电量同比增长以及煤价传导带动的平均上网电价增长影响，公司电力板块收入同比增长；随着公司供热面积扩大，供热板块收入同比增长。同期，煤炭价格持续高位运行、晋控煤业集团供给公司的长协煤价格提升以及北煤南运造成运输成本增加等因素导致公司由于煤炭代采代销规模扩大，公司燃煤业务收入同比大幅增长62.08%。

毛利率方面，2022年，受煤炭价格及运费增长影响，公司电力、热力、燃煤板块毛利率均同比下降，主营业务毛利率同比下降7.35个百分点。

2023年1—3月，公司实现营业总收入490.51亿元，同比增长3.02%；营业利润率为6.14%，同比下降5.49个百分点。

煤供应稳定性佳。但燃煤价格持续增长，公司成本控制压力显著加大。

公司控股燃煤电厂全部位于山西境内，靠

近山西省内及陕西、河南等煤矿产区，公司燃煤供应保障程度较好。2022年，公司推动长协煤炭全覆盖，于下半年基本实现。

2022年，公司在保证安全库存的前提下，压降库存规模，燃煤采购总量同比下降4.11%。其中，从晋控煤业集团采购量占比同比下降15.59个百分点至31.77%，主要系2022年初公司燃煤主要通过晋能控股电力集团有限公司燃料分公司采购，后期因采购管理模式改变，燃煤采购主体变更为晋控煤业集团及其子公司。2023年1—3月，晋控煤业集团对公司的燃料供应量占比大幅增长至92.38%。

跟踪期内，国内煤炭市场价格持续高位运行。同时，晋控煤业集团应国家发展和改革委员会下发的《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）要求，取消了原有低热值煤阶梯价格，导致2500—3800千卡区间的低热值煤种较往年实际提高约60元/吨，以致跟踪期内，公司入场标煤单价持续增长。

表3 公司电煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
燃煤总采购量	2675.00	2565.00	769.60
其中：晋控煤业集团采购量	1167.00	815.00	710.93
入厂标煤单价	652.55	806.42	828.80

注：1.采购均价为不含税价格；2.表中采购总量包括代内部子公司采购及外销部分；3.2021年来自晋控煤业集团的采购量含晋能控股电力集团有限公司燃料分公司数据
资料来源：公司提供

公司所属南部电厂周边无晋控煤业集团长协煤源，北煤南运造成运输成本增加，2022年，煤炭平均运价同比升高27.12元/吨。2022年，公司前五大供应商采购额合计75.39亿元，占采购总额的68.48%，采购集中度高。

表4 2022年公司前五大煤炭供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	采购额	占采购总额比例
晋能控股山西煤业股份有限公司	27.31	24.80%
晋能控股煤业轩岗煤电有限公司	17.16	15.59%
晋能控股装备制造集团有限公司	14.05	12.76%
太原煤炭气化（集团）有限责任公司	9.02	8.19%

山西煤炭运销长治有限公司	7.85	7.13%
合计	75.39	68.48%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）电力生产及销售

跟踪期内，公司发电业务经营稳定，整体发电量及上网电量提升，发电能耗有所下降。

截至2023年3月底，公司已投产可控装机容量达1082.94万千瓦。其中，火电装机容量880.00万千瓦。

表5 公司电厂主要经营指标

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
已投产可控装机容量（万千瓦）	1080.80	1082.94	1082.94
其中：火电	880.00	880.00	880.00
新能源	188.00	190.14	190.14
水电	12.80	12.80	12.80
发电量（亿千瓦时）	427.96	459.12	111.75
其中：火电	387.00	420.80	101.72
新能源	33.15	32.71	8.13
水电	7.80	5.62	1.91
上网电量（亿千瓦时）	391.63	421.97	102.43
其中：火电	351.29	384.75	92.59
新能源	32.61	31.66	7.95
水电	7.73	5.55	1.89
发电设备利用小时数（小时）	3959.65	4239.56	1032.17
其中：火电	4397.77	4782.00	1155.87
新能源	1743.00	1705.54	615.11
火电单位发电成本（元/兆瓦时）	270.28	361.43	330.92
平均上网电价（元/千瓦时）	0.36	0.46	0.40
综合供电煤耗（克/千瓦时）	318.12	315.52	286.63
综合厂用电率（%）	7.68	7.50	8.11

注：1.该表公司发电量、上网电量等指标中包含代管电厂的数据；2.价格均为不含税价格；平均上网电价为火电上网电价
资料来源：公司提供

机组运行方面，2022年，公司发电设备利用小时数同比增加279.91小时；发电量及上网电量同比分别增长7.28%和7.75%。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，机组运行效率较好。

由于煤炭价格大幅上涨，2022年，公司火电发电成本同比大幅增长33.72%。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增长 27.78%。

2023 年 1—3 月，公司机组利用小时数为 1032.17 小时，综合供电煤耗较 2022 年全年有所下降。

（3）热力业务

跟踪期内，公司供热面积增加，供热量增长，但供热成本增长导致板块盈利水平显著下降。

截至 2023 年 3 月底，公司供热面积为 9190 万平方米，较 2021 年底增长 12.28%。

表 6 公司供热情况

项目	2021 年	2022 年
供热量（生产量，万吉焦）	3713.90	3817.43
供热量（销售量，万吉焦）	3563.54	3784.24
平均售热价格（元/吉焦，不含税）	22.36	23.15

资料来源：公司提供

2022 年，公司供热生产量和销售量同比分别增长 2.79%和 6.19%。同期，燃煤价格增长导致公司供热成本增长，售热价格虽有增长，但难以填补亏损，公司热力板块盈利水平显著下降。

3. 关联交易

跟踪期内，公司控股股东晋控煤业集团对公司煤炭供应支持力度大，公司关联交易规模同比大幅增长。公司向关联方提供的担保规模大，被担保方经营稳定并提供了反担保措施，公司或有负债风险小。

公司采购商品和接受劳务主要为向晋控煤业集团及下属企业采购燃料和接受运输服务等。公司向晋控煤业集团采购的煤炭采购规模大，依托晋控煤业集团丰富的煤炭资源，公司能获得较大的煤炭供应保障，获得的股东支持力度大。

公司出售商品和提供劳务主要为向联营公司中铝股份山西新材料有限公司（以下简称“中铝山西新材料”）、晋控煤业集团及下属企业销售电力等。公司与关联方之间的业务多为日常生产经营所需和持续发生的，对公司的主营业务发展和经营成果，具有一定保障作用，但较大规模的关联交易对公司经营独立性可能产生一

定影响。2022 年，公司关联采购及销售规模同比均大幅增长，主要系燃料采购、燃料运输及电力销售业务规模扩大所致。

表 7 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年
关联采购	59.23	106.65
关联销售	27.56	45.64

资料来源：公司公告，联合资信整理

关联担保方面，截至 2022 年底，公司作为被担保方，接受关联方国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”）和晋控煤业集团的担保金额合计为 37.78 亿元；公司作为担保方，向关联方同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司（以下简称“漳泽租赁”）提供担保的余额为 55.66 亿元，同时，漳泽租赁以其未来经营收益向公司提供反担保。截至 2022 年底，漳泽租赁总资产为 70.46 亿元，净资产为 16.81 亿元，2022 年度实现营业收入 4.95 亿元，净利润 0.69 亿元，或有负债风险小。

4. 经营效率

2022 年，公司整体经营效率同比有所提升，但与同行业公司相比整体经营效率仍有待提升。

从经营效率指标看，2022 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较上年分别增长 0.31 次、2.73 次和 0.07 次至 3.00 次、11.36 次和 0.32 次。与同行业公司相比，公司经营效率仍有待提升。

表 8 2022 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）			
公司名称	存货 周转次数	销售债权 周转次数	总资产 周转次数
格盟国际能源有限公司	18.19	6.32	0.39
山西国际电力集团有限公司	27.99	3.75	0.45
公司	11.36	3.00	0.32

数据来源：Wind、联合资信整理

5. 在建工程及未来发展

公司在建机组规模大，建成后将大幅提升公司发电能力及业务竞争力。但在建项目未来投资压力很大。公司 2023 年发展规划明确，随着未来相关计划的落实推进，有利于公司综合

实力的进一步提升。

截至 2022 年底，公司主要在建项目如下表所示。公司主要在建项目合计装机容量近 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 2022 年底公司主要在建工程项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	投资预算	已完成投资
漳泽 2×1000MW 项目	73.67	99.53%
同兴发电 2×660MW 超临界空冷机组建设	55.17	13.42%
绛县富家山 100MW 风电项目	8.27	92.88%
娘子关 2×600MW 项目	47.96	3.49%
河津三期 2×1000MW 项目	70.06	0.17%
万鑫顺达二期 100MW 光伏项目	3.94	50.00%
沁源 300MW 光伏发电项目	12.18	7.00%
晋控电力热电三期 2×1000MW 项目	75.64	2.90%
合计	346.89	--

资料来源：公司提供

2023 年，公司将以高质量发展为中心，以“建绿电、适改造、智慧化、延寿命”为战略遵循，坚持“向经营要效益、向管理要效率”的工作理念，搭建“火电低碳高效智慧发展，煤电一体化、新能源协同支撑的‘品’字型战略架构”，铸造“治理、产业、管理、运行、人才”五大现代化体系，持续深化改革、创新驱动，提质增效，争当全省煤电一体化发展的实践者。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年财务报告，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 2023 年一季度财务报表未经审计。

2021 年 12 月，公司根据资金实际情况，经与相关银行沟通达成一致，拟将 2022 年 1 月上旬到期的两笔银行借款（合计 6.5 亿元）在 2021 年 12

月底前给予提前归还，履行了公司相关资金审批程序，并进行了银行借款归还的账务处理。但由于年末金融机构大额资金系统原因，资金未能及时由公司银行账户转出，没有实际完成还款业务。公司未及时对上述归还银行借款的账务进行调整，导致会计报表少记银行存款、短期借款 6.5 亿元。根据《企业会计准则》的相关规定，公司需作相应的会计差错调整：调增本期期初货币资金、短期借款 6.5 亿元，上年同期现金流量表项目偿还债务支付的现金、筹资活动现金流出减少 6.5 亿元，筹资活动产生的现金流量净额、现金及现金等价物净增加额、期末现金及现金等价物余额增加 6.5 亿元。本报告所使用的公司 2021 年财务数据为 2022 年审计报告调整后的期初数据。

2022 年，公司合并范围新增 5 家子公司。2023 年一季度，公司合并范围无变化。跟踪期内，新纳入公司合并范围的子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 629.89 亿元，所有者权益 107.42 亿元（含少数股东权益-0.08 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 202.20 亿元，利润总额-6.31 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 633.31 亿元，所有者权益 104.56 亿元（含少数股东权益-0.33 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 54.83 亿元，利润总额-1.31 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，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。

截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底变化不大。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比较上年底小幅增长。

表 10 2021 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 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	185.38	29.83%	205.26	32.59%	214.51	33.87%

货币资金	72.91	39.33%	97.94	47.72%	98.73	46.03%
应收账款	62.10	33.50%	68.36	33.31%	74.60	34.78%
存货	19.32	10.42%	13.73	6.69%	13.90	6.48%
非流动资产	436.03	70.17%	424.63	67.41%	418.80	66.13%
长期股权投资	22.70	5.21%	24.25	5.71%	24.27	5.80%
固定资产	335.64	76.98%	338.48	79.71%	338.04	80.72%
在建工程	25.14	5.77%	22.63	5.33%	22.88	5.46%
使用权资产	28.17	6.46%	14.37	3.38%	9.40	2.25%
资产总额	621.41	100.00%	629.89	100.00%	633.31	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
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底增长10.72%。其中，货币资金97.94亿元，较上年底增长34.33%，主要系经营留存以及融资规模扩大所致，货币资金中银行存款占比高（占72.01%）；其它流动资产较上年底下降63.87%至3.74亿元，主要系未抵扣增值税进项税减少所致。

截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底增长10.08%，主要系应收电热费增加所致。公司应收账款账龄以1年以内为主；应收账款前五大欠款方均为电力公司，合计欠款占比为期末应收账款账面余额的69.28%，集中度高，但整体回收风险低。

截至2022年底，公司存货较上年底有所下降，主要系压降期末煤炭库存所致。公司存货主要由原材料（占91.60%）构成，计提跌价准备或合同履约成本减值准备560.95万元，计提比例为0.41%。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产424.63亿元，较上年底下降2.61%。其中，长期股权投资较上年底增长6.80%，主要系联营企业投资收益增加所致；固定资产较上年底变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占20.90%）和机器设备（占79.03%）构成，固定资产成新率59.70%，成新率一般；在建工程较上年底下降9.96%，主要系部分在建工程建成转入固定资产所致；使用权资产较上年底下降48.97%至14.37亿元，主要系随着长治项目建成投产，偿还部分设备融资租赁款，相应使用权转入固定资产所致。

截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，公司资产受限比例较高。

表 11 截至 2022 年底公司资产受限情况

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	29.23	5.14%	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、履约保证金和银行冻结资金
固定资产	106.71	18.77%	融资租赁租入及抵押借款
应收款项融资	0.03	0.01%	票据质押
合计	135.98	23.92%	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额633.31亿元，规模和结构均较上年底变化不大。其中，受公司偿还部分融资租赁款，相应使用权资产转入固定资产影响，使用权资产较上年底下降34.56%至9.40亿元。

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，权益稳定性一般。

截至2022年底，公司所有者权益107.42亿元，较上年底增长15.81%。其中，受公司发行多期永续债券影响，其他权益工具较上年底大幅增长1.60倍至38.65亿元；当期公司及参股子公司经营亏损，未分配利润和少数股东权益均由正转负。截至2022年底，公司所有者权益中实收资本30.77亿元（占28.64%），资本公积40.45亿元（占37.65%），其他权益工具38.65亿元（占35.97%），未分配利润-5.21亿元（占-4.85%）。

所有者权益稳定性一般。

截至2023年3月底,公司所有者权益104.56亿元,较上年底下降2.67%,主要系当期持续经营亏损所致;所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内,公司负债规模基本保持稳定;考

虑永续债券后,公司整体债务负担很重。公司调整后的有息债务¹结构合理。

截至2022年底,公司负债总额较上年底变化不大。其中,流动负债占53.99%,非流动负债占46.01%,负债结构相对均衡。

表12 2021-2022年末及2023年3月末公司负债主要构成

科目	2021年末		2022年末		2023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	318.80	60.30%	282.08	53.99%	251.26	47.52%
短期借款	77.32	24.25%	61.74	21.89%	57.42	22.85%
应付票据	82.75	25.96%	55.74	19.76%	46.35	18.45%
应付账款	66.18	20.76%	81.17	28.78%	75.65	30.11%
一年内到期的非流动负债	77.64	24.35%	70.60	25.03%	59.79	23.80%
非流动负债	209.85	39.70%	240.39	46.01%	277.49	52.48%
长期借款	129.69	61.80%	182.28	75.83%	218.82	78.85%
长期应付款	63.11	30.08%	41.45	17.24%	42.69	15.39%
租赁负债	13.58	6.47%	2.96	1.23%	2.24	0.81%
负债总额	528.65	100.00%	522.46	100.00%	528.75	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
资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2022年底,公司流动负债较上年底下降11.52%。受公司偿还部分到期借款以及调整债务结构影响,2022年底,公司短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债分别较上年底下降20.15%、32.65%和9.06%。截至2022年底,公司应付账款81.17亿元,较上年底增长22.64%,主要系应付材料款、服务费和修理费增加所致。

截至2022年底,公司非流动负债较上年底增长14.55%。其中,长期借款较上年底增长40.55%,构成主要为保证借款和信用借款;受公司偿还融资租赁款和租赁负债影响,长期应付款和租赁负债分别较上年底下降34.32%和78.22%。

截至2022年底,公司全部债务424.98亿元,较上年底下降4.30%。其中,短期债务188.07亿元(占44.25%),较上年底下降20.88%;长期债务236.91亿元(占55.75%),较上年底增长14.80%。从债务指标来看,截至2022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82.95%、79.82%和68.80%,较上年底分别

下降2.13个百分点、2.90个百分点和0.19个百分点。

如将永续债调入长期债务,截至2022年底,公司全部债务增至463.63亿元。债务结构方面,短期债务188.07亿元(占40.57%),长期债务275.55亿元(占59.43%)。从债务指标看,截至2022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89.08%、87.08%和80.03%,较调整前分别上升6.14个百分点、7.26个百分点和11.22个百分点。公司整体债务负担很重。

截至2023年3月底,公司负债总额528.75亿元,较上年底变化不大。其中,随着短期债务、票据及应付款项的陆续到期,短期借款、应付票据、应付账款以及一年内到期的非流动负债均较上年底有所下降;公司长期借款较上年底增长20.04%。受此影响,截至2023年3月底,公司短期债务163.56亿元,较上年底下降13.03%;长期债务274.06亿元,较上年底增长15.69%;全部债

¹ 永续债计入长期债务

务437.63亿元，较上年底增长2.98%。从债务指标来看，截至2023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83.49%、80.72%和72.38%，较上年底分别提高0.54个百分点、0.89个百分点和3.58个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于发电及供热业务规模扩大以及平均上网电价上调，公司收入同比增长。但煤价高企以及运输成本增加使得公司成本控制压力增加，盈利水平明显下降，财务费用对利润侵蚀较为严重。

2022年，受发电及供热业务规模扩大以及煤价传导带动的平均上网电价上调影响，公司营业总收入同比增长；燃料成本增长导致营业成本同比增长。综上影响，公司利润空间受到挤压，营业利润率同比下降。

2022年，公司费用总额为21.75亿元，同比增长6.91%。其中，财务费用占比为90.89%。当期，公司调整债务结构，使用利率较高的长期借款替换到期短期债务，使得财务费用进一步增长。2022年，公司期间费用率为10.76%，同比下降2.56个百分点。公司财务费用对整体利润侵蚀较为严重。

2022年，公司投资收益由负转正；其他收益同比下降23.71%至0.30亿元，对营业利润影响不大；营业外收入同比增长，主要系违约赔偿及各种罚款收入和双细则²考核收入同比增长所致。公司投资收益和营业外收入对当期利润亏损有所弥补。2022年，公司经营亏损，利润总额亏损6.31亿元。

表13 公司盈利能力变化情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	同比变化
营业总收入	152.75	202.20	32.37%
营业成本	128.60	187.73	45.98%
费用总额	20.34	21.75	6.91%
其中：财务费用	18.17	19.77	8.81%
投资收益	-2.97	1.36	--

² 《发电厂并网运行管理实施细则》《并网发电厂辅助服务管理实施细则》

营业外收入	1.67	2.03	21.60%
利润总额	0.27	-6.31	--
营业利润率（%）	14.71%	6.19%	-8.52个百分点
总资产收益率（%）	2.75%	2.08%	-0.67个百分点
净资产收益率（%）	-2.84%	-7.44%	-4.60个百分点

注：1.尾差系四舍五入所致；2.“--”表示数据不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022年公司各项盈利能力指标表现同比均有所下降。

与所选公司比较，公司净资产收益率有待提升。

表14 2022年电力行业公司盈利能力指标对比

项目	营业利润率	净资产收益率
格盟国际能源有限公司	4.81%	0.36%
山西国际电力集团有限公司	12.07%	5.39%
公司	6.19%	-7.44%

资料来源：Wind，联合资信整理

2023年1—3月，公司实现营业总收入54.83亿元，同比增长19.44%；营业成本50.93亿元，同比增长26.86%；营业利润率为6.14%，同比下降5.49个百分点。

5. 现金流

2022年，燃料成本增长导致公司经营活动现金净流入量同比下降；收入实现质量有所提升；对外融资需求增强，筹资活动现金净流入量增加。2023年一季度，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，筹资活动现金持续净流入。

表15 公司现金流及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	同比变化
经营活动现金流入量	152.42	227.32	49.14%
经营活动现金流出量	131.96	215.82	63.55%
经营活动现金流量净额	20.46	11.49	-43.81%
现金收入比	96.77%	107.98%	11.21个百分点
投资活动现金流量净额	-18.47	-19.88	7.61%
筹资活动前现金流量净额	1.99	-8.38	--
筹资活动现金流量净额	13.02	44.96	245.23%

注：1.“--”表示数据不适用
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, 2022 年, 伴随电力及热力业务规模的扩大以及上网电价提高, 公司经营活动现金流入量同比增长; 由于燃料成本上涨, 公司经营活动现金流出量同比大幅增长。受上述因素影响, 公司经营活动现金净流入量同比下降 43.81%。同期, 公司现金收入比同比增长 11.21 个百分点, 收入实现质量佳。

从投资活动来看, 2022 年, 随着公司在建项目的推进, 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 34.76%, 公司筹资活动现金保持净流出。2022 年, 公司筹资活动前现金流由净流入转为净流出, 对外融资需求增加。

从筹资活动来看, 2022 年, 公司筹资活动仍主要体现为取得借款和偿还债务的现金收支, 公司筹资活动现金净流入规模同比大幅增长。

2023 年 1—3 月, 公司实现经营活动现金净流出 4.45 亿元; 投资活动现金净流出 5.57 亿元; 筹资活动现金净流入 15.46 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内, 公司经营活动现金流量净额同比下降, 导致部分偿债能力指标表现有所下降。公司整体偿债能力指标表现一般。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率	58.15%	72.77%
	速动比率	52.09%	67.90%
	经营现金流动负债比	6.42%	4.07%
	经营现金/短期债务 (倍)	0.09	0.06
	现金短期债务比 (倍)	0.31	0.54
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	38.36	36.62
	全部债务/EBITDA (倍)	11.58	11.61
	经营现金/全部债务 (倍)	0.05	0.03
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.96	1.92
	经营现金/利息支出 (倍)	1.04	0.60

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

从短期偿债能力指标看, 截至 2022 年底, 公司流动比率和速动比率均较上年底有所增长。截至 2023 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 85.37% 和 79.84%。2022 年, 受经营活动

现金净流入额同比下降影响, 其对流动负债和短期债务的覆盖程度同比下降。截至 2022 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, 2022 年, 由于利润下降, 公司 EBITDA 同比小幅下降, 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 2022 年底, 公司对外担保余额为 15.69 亿元, 担保比率为 14.61%。公司对外担保对象为关联方漳泽租赁。目前, 该公司经营正常, 公司对外担保风险可控。

截至 2022 年底, 公司存在重大未决诉讼 3 起, 涉案金额 1.81 亿元, 案由包括合同纠纷和建设工程合同纠纷。

截至 2022 年底, 公司获得银行授信额度合计 482.11 亿元, 可使用授信额度为 165.94 亿元, 公司间接融资渠道一般。公司为 A 股上市公司, 具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部业务规模较小, 资产构成较为均衡, 债务负担很重。

截至 2022 年底, 公司本部资产总额 329.73 亿元, 较上年底增长 5.76%。其中, 流动资产 170.06 亿元 (占 51.57%), 非流动资产 159.67 亿元 (占 48.43%)。截至 2022 年底, 公司本部货币资金为 44.62 亿元。

截至 2022 年底, 公司本部所有者权益为 108.43 亿元, 较上年底增长 20.99%, 主要系当期发行多期永续债券所致。

截至 2022 年底, 公司本部负债总额 221.31 亿元, 较上年底变化不大。其中, 流动负债 148.62 亿元 (占 67.16%), 非流动负债 72.68 亿元 (占 32.84%)。如将永续债调入长期债务, 截至 2022 年底, 公司本部全部债务增至 243.23 亿元, 资产负债率为 78.84%, 全部债务资本化比率为 77.71%, 公司本部债务负担很重。

公司本部管理 3 家火电分公司, 2022 年, 公司本部营业总收入为 46.05 亿元, 利润总额为

-3.85 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.37 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为-5.50 亿元，投资活动现金流净额-29.27 亿元，筹资活动现金流净额 36.78 亿元。

十、外部支持

晋控集团作为山西省整合原五大煤炭集团的平台，其整体实力极强。公司作为晋控集团旗下发电业务的开展主体，跟踪期内，在燃料供应及担保等方面获得的股东支持力度很大。

1. 支持能力

2020 年，山西省委决定联合重组原同煤集团、原晋煤集团、原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、华阳新材料科技集团有限公司相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋控集团。晋控集团组建后，主要发展煤炭、电力、装备制造三大板块，整体实力极强。

2. 支持可能性

公司作为晋控集团旗下电力业务开展主体，经其协调，晋控煤业集团在煤炭供应保障、担保等方面持续对公司提供支持。2022 年及 2023 年一季度，公司采购自晋控煤业集团的煤炭量占比分别为 31.77%和 92.38%。

截至 2022 年底，公司作为被担保方，接受晋控煤业集团的担保金额合计为 37.78 亿元。

十一、债券偿还能力分析

公司现金流经营活动现金流入量对长期债务（计入永续债券）的保障能力尚可，经营活动现金净流量和 EBITDA 对长期债务（计入永续债券）的保障能力较弱，对本次跟踪评级涉及债券余额的保障能力很强。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，公司长期债务增至 275.55 亿元。公司 2022 年经营活动现金流入量对长期债务的覆盖程度尚可；经营活动现金净流量和 EBITDA 对公司期末

长期债务保障能力较弱。

表 17 公司长期债务及债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务*（亿元）	275.55
经营现金流入/长期债务（倍）	0.82
经营现金/长期债务（倍）	0.04
长期债务/EBITDA（倍）	7.53
本报告所跟踪债券余额（亿元）	14.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	16.24
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	0.82
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.38

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2022 年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

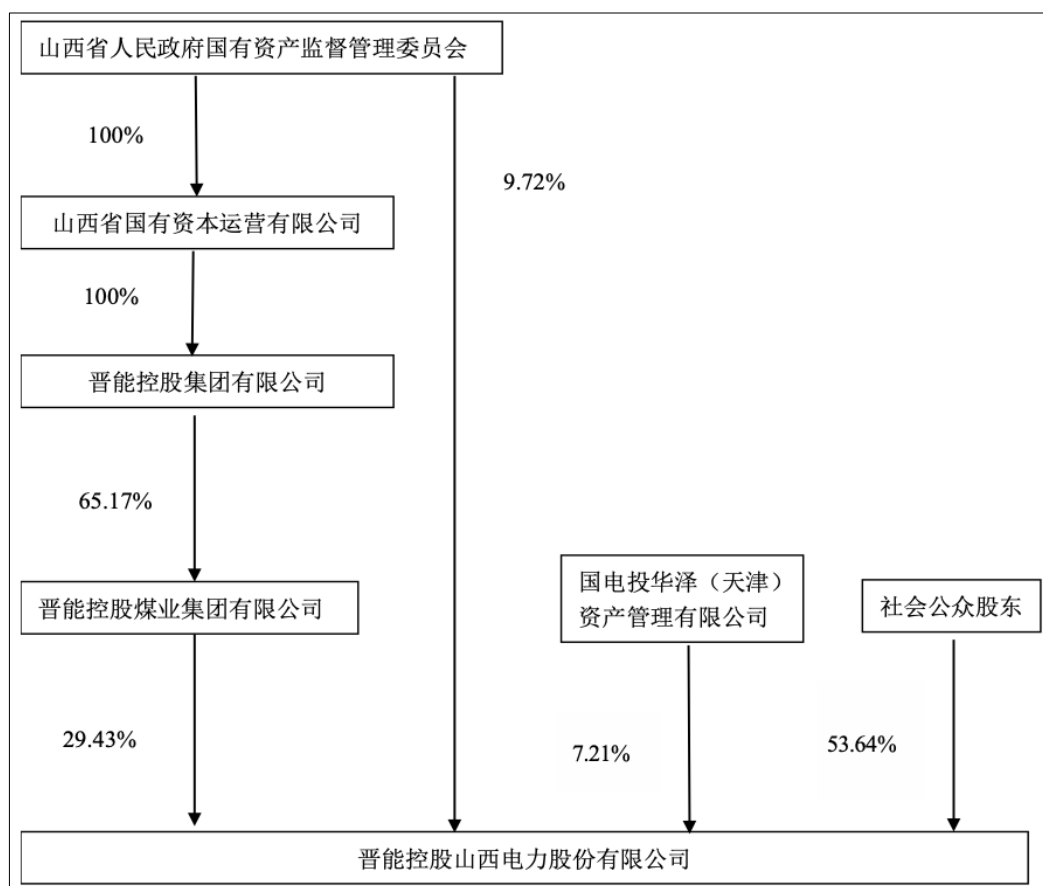
本报告所跟踪债券余额合计 14.00 亿元。

公司 2022 年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对上述债券余额保障能力很强。

十二、结论

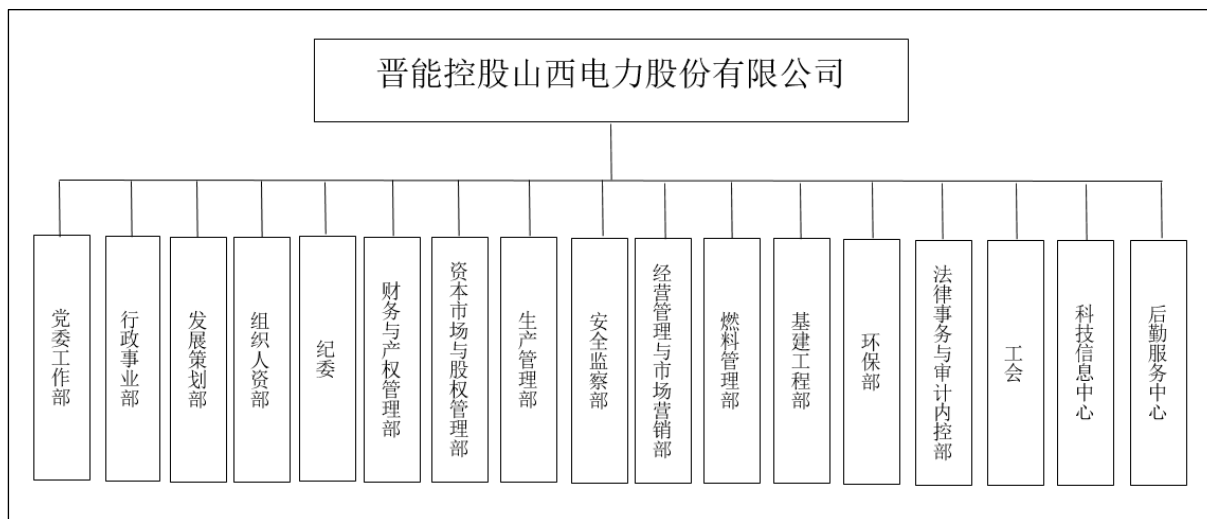
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“22 晋能山西 MTN001”“21 晋能山西 MTN001”和“20 漳泽电力 MTN003”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2022 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
晋控电力河津供水有限责任公司	山西省河津市	供水	67.00	-	投资设立
山西临汾热电有限公司	山西省临汾市	电热生产销售	51.75	-	投资设立
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	-	投资设立
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	-	反向购买
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	-	反向购买
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	-	反向购买
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	-	反向购买
山西漳泽电力燃料有限公司	山西省太原市	燃料贸易	100.00	-	非同一控制企业合并
晋控电力山西工程有限公司	山西省太原市	工程检修	100.00	-	投资设立
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	-	投资设立
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	80.73	-	投资设立
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	-	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	49.08	73.77	101.35	102.98
资产总额（亿元）	568.54	621.41	629.89	633.31
所有者权益（亿元）	86.22	92.76	107.42	104.56
短期债务（亿元）	213.72	237.71	188.07	163.56
长期债务（亿元）	196.70	206.37	236.91	274.06
全部债务（亿元）	410.42	444.07	424.98	437.63
营业总收入（亿元）	116.88	152.75	202.20	54.83
利润总额（亿元）	4.13	0.27	-6.31	-1.31
EBITDA（亿元）	41.00	38.36	36.62	--
经营性净现金流（亿元）	28.44	20.46	11.49	-4.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.57	2.69	3.00	--
存货周转次数（次）	10.14	8.63	11.36	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.26	0.32	--
现金收入比（%）	103.93	96.77	107.98	94.43
营业利润率（%）	19.21	14.71	6.19	6.14
总资本收益率（%）	3.90	2.75	2.08	--
净资产收益率（%）	2.76	-2.84	-7.44	--
长期债务资本化比率（%）	69.53	68.99	68.80	72.38
全部债务资本化比率（%）	82.64	82.72	79.82	80.72
资产负债率（%）	84.84	85.07	82.95	83.49
流动比率（%）	48.19	58.15	72.77	85.37
速动比率（%）	44.47	52.09	67.90	79.84
经营现金流动负债比（%）	10.10	6.42	4.07	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.31	0.54	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.17	1.96	1.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.01	11.58	11.61	--

注：1. 公司 2023 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. 公司合并口径长期应付款中有息债务调整至全部债务测算；4. 公司 2021 年财务数据使用 2022 年审计报告调整后的期初数据

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.72	50.22	45.05	46.72
资产总额（亿元）	292.90	311.78	329.73	326.92
所有者权益（亿元）	84.41	89.61	108.43	105.72
短期债务（亿元）	159.56	170.32	136.90	118.98
长期债务（亿元）	23.02	28.49	67.68	82.48
全部债务（亿元）	182.58	198.81	204.58	201.46
营业总收入（亿元）	36.47	44.16	46.05	12.27
利润总额（亿元）	-0.76	-4.34	-3.85	-1.11
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	13.28	0.54	-5.50	-0.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.85	6.05	5.15	--
存货周转次数（次）	19.11	10.90	10.55	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.15	0.14	--
现金收入比（%）	109.54	99.64	97.60	100.25
营业利润率（%）	19.03	16.74	5.19	6.92
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-0.90	-4.96	-3.55	--
长期债务资本化比率（%）	21.43	24.13	38.43	43.82
全部债务资本化比率（%）	68.38	68.93	65.36	65.58
资产负债率（%）	71.18	71.26	67.12	67.66
流动比率（%）	77.15	82.55	114.42	125.16
速动比率（%）	76.23	79.86	112.32	123.51
经营现金流动负债比（%）	7.55	0.29	-3.70	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.29	0.33	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部 2021 年财务数据使用 2022 年审计报告调整后的期初数据
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	
总资产收益率	(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