

信用等级公告

联合〔2020〕3247号

联合资信评估有限公司通过对山西漳泽电力股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定山西漳泽电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，山西漳泽电力股份有限公司 2020 年度第三期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月二十日



山西漳泽电力股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10 亿元

本期中期票据期限：3+N 年，公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

募集资金用途：用于偿还公司到期债务

评级时间：2020 年 8 月 20 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	a	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	2
		自身竞争 力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			现金流量	4
			资本结构	5
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
控股股东支持力度大				+2
政府支持力度大				+2

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为华北地区主要的电力供应商，在行业地位、生产规模、装备水平、股东支持、政府支持等方面均具优势。同时，联合资信也关注到公司以火电为主的电源结构相对单一、煤炭成本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、在建项目投资压力较大等因素对公司信用基本面可能产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强，经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力较强。

公司不断加强与控股股东大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）的合作，煤炭成本控制能力不断增强；随着在建项目陆续投入运营，公司电力资产结构有望进一步优化，收入和资产规模有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司装机容量规模较大，区域竞争力强。公司为华北电网和山西电网的主力发电企业，是山西省属大型发电企业。截至 2020 年 3 月底，公司可控装机容量 861.63 万千瓦（火电装机容量占 83.79%）。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%，单台机组发电效率较高，具备较好的经济性和设备可靠性。

分析师：黄露 刘莉婕

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

2. **公司具备一定成本优势和市场优势。**近年来，伴随电力市场需求好转，公司机组利用效率不断提高，发电量快速增长。同期，公司不断加强与同煤集团的合作，并通过增加现金结算占比提高同煤集团外市场煤议价能力，成本控制能力不断提高。
3. **政府和股东对公司支持力度大。**公司为山西省属大型发电企业，是控股股东同煤集团下属唯一电力平台企业。政府和控股股东大力支持其不良资产出售，并通过部分股权转让对公司提供资金支持，以帮助公司实现扭亏。

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2020年3月底，公司火电装机容量占比83.79%，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，前期煤炭价格较高直接导致公司电力业务出现经营性亏损。
2. **公司债务规模大，债务负担重。**截至2020年3月底，公司全部债务389.33亿元；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84.65%、82.82%和69.34%。
3. **公司电力项目仍处于扩张期，电源建设项目未来面临较大投资压力。**公司在稳步发展火电的同时，加速清洁能源项目建设。截至2020年3月底，公司主要在建项目包括漳泽百万2*1000MW煤电项目、吴马营100MW风电项目和织女泉99.5MW风电项目等，预计总投资120.54亿元，已完成投资86.27亿元，2020年投资压力较大。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	45.60	43.02	44.02	48.13
资产总额 (亿元)	484.08	503.89	509.36	525.99
所有者权益 (亿元)	80.15	80.64	79.89	80.74
短期债务 (亿元)	135.36	169.24	200.11	206.77
长期债务 (亿元)	194.90	172.03	169.92	182.56
全部债务 (亿元)	330.26	341.26	370.03	389.33
营业收入 (亿元)	95.20	112.30	120.25	27.95
利润总额 (亿元)	-19.85	0.25	0.99	1.04
EBITDA (亿元)	8.52	32.28	37.01	--
经营性净现金流 (亿元)	11.58	20.18	22.17	3.98
营业利润率 (%)	-8.90	4.41	15.77	17.06
净资产收益率 (%)	-25.44	0.61	0.20	--
资产负债率 (%)	83.44	84.00	84.32	84.65
全部债务资本化比率 (%)	80.47	80.89	82.24	82.82
流动比率 (%)	58.16	56.40	45.03	49.15
经营现金流流动负债比 (%)	5.67	8.17	8.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	38.78	10.57	10.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.59	1.88	2.11	--
公司本部 (母公司) 口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	244.10	270.10	269.69	282.72
所有者权益 (亿元)	76.44	82.21	81.20	81.18
全部债务 (亿元)	109.66	122.70	164.52	180.24
营业收入 (亿元)	32.23	31.33	35.62	8.84
利润总额 (亿元)	-6.79	6.36	-1.04	-0.03
资产负债率 (%)	68.68	69.56	69.89	71.29
全部债务资本化比率 (%)	58.93	59.88	66.95	68.95
流动比率 (%)	60.05	74.87	73.53	78.35
经营现金流流动负债比 (%)	4.95	-1.11	-1.48	--

注: 1. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计; 2. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务核算

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020.08.10	黄露、刘莉婕	电力企业信用评级方法 电力企业主体信用评级模型	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019.6.10	黄露、王宁	电力行业企业信用评级方法 --	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山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

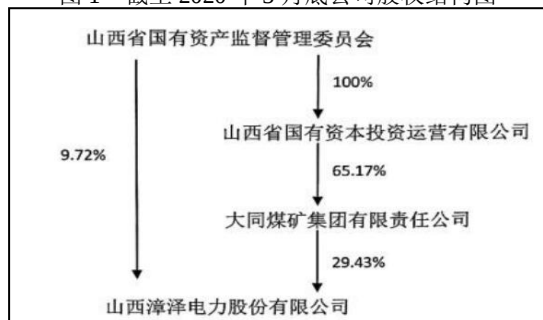
山西漳泽电力股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

山西漳泽电力股份有限公司（以下简称“漳泽电力”或“公司”）前身为山西省电力公司漳泽发电厂，建厂于 1985 年 3 月，是经山西省经济体制改革委员会晋经改字（1992）44 号文批准，在原山西漳泽发电厂股份制改造的基础上经定向发行内部职工股而成立股份有限公司，并于 1993 年 2 月 8 日在山西省工商行政管理局登记注册。1997 年 6 月 9 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市，成为公众上市公司，股票代码：000767.SZ。截至 1997 年底，山西省电力公司持有公司 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。后经多次省属国有企业间股权无偿划转、增发股份及转增资本等，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 30.77 亿元，大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）持有其 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，并持有同煤集团 65.17% 股权。同煤集团为公司第一大股东，与山西省国资委为一致行动人，山西省国资委直接间接持有公司 39.15% 股权。山西省国资委为山西省人民政府的直属特设机构，公司实际控制人为山西省人民政府。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：Wind

公司主营业务为电力供应，并辅以热力供应和煤炭贸易。公司为山西省属大型发电企业，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，且多数发电机组为热电联产机组，具有一定成本优势和市场优势。

截至 2020 年 3 月底，公司内设行政事业部、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 71 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 509.36 亿元，所有者权益 79.89 亿元（含少数股东权益 3.75 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 120.25 亿元，利润总额 0.99 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 525.99 亿元，所有者权益 80.74 亿元（含少数股东权益 3.78 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 27.95 亿元，利润总额 1.04 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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册 15 亿元中期票据额度，本期计划发行山西漳泽电力股份有限公司 2020 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度不超过 10 亿元，募集资金计划用于偿还公司到期债务。本期中期票据无担保。本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

期限方面，本期中期票据于公司依照发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款约定赎回时到期，期限为 3+N 年。

公司在满足以下两种情况之一时，有权赎回本期中期票据：

(1) 公司于付息日进行赎回：公司有权选择在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司如果决定行使赎回权时，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。公司如果决定不行使赎回权，则于相应票面利率重置日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露本期中期票据票面利率以及调整幅度的公告。

(2) 公司因会计政策变更进行赎回：若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期中期票据计入权益时，公司有权对本期中期票据进行赎回。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向普通股股东分红或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

本期中期票据采用固定利率计息，初始利率根据集中簿记建档/招标方式确定，为初

始基准利率¹加初始利差，并在前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点确认。

此外，在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近，且清偿顺序无劣后性；但存在递延利息支付的可能性。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

表 1 2017-2020 年一季度中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
GDP	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	7.7	8.7	8.1	-5.7

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、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, GDP 为不变价规模; 4. 城镇失业率统计中, 2016-2017 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

数据来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态, 对外贸易总额同比减少, 2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年, 社会消费品零售总额同比增长 8.0%, 较上年下滑 1.0%, 其中网上零售额 10.6 万亿元, 同比增长 16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长 5.4%, 比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看, 制造业投资增速为 3.1%, 比上年低 6.4 个百分点; 基础设施投资增速为 3.8%, 与上年持平; 房地产投资增速为 9.9%, 比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%, 比上年低 4.0 个百分点; 国有投资增速为 6.8%, 比上年高 4.9 个百分点。2019 年, 货物进出口总额 31.54 万亿元, 同比增长 3.4%, 增速比上年回落 6.3 个百分点。其中, 出口增长 5.0%, 进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元, 同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、

-10.7%和 0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元, 增长 10.8%。2020 年一季度, 社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%, 三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落, 服务业较快发展, 2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%, 占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%, 增速较上年同期回落 0.5 个百分点; 2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%, 工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%, 服务业增长势头较好。2020 年一季度, 国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%, 全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%, 工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%(1-2 月数据), 工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升, 生产价格同比下降。2019 年, 居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.9%, 涨幅比上年扩大 0.8 个百分点, 其中食品价格全年上涨 9.2%, 涨幅比上年提高 7.4 个百分点; 非食品价格上涨 1.4%, 涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%, 涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年, 工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 0.3%, 比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下降 0.7%, 涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度, CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%, 居民消费价格较年初有所回落, 生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金

率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中

小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用

效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 行业概况

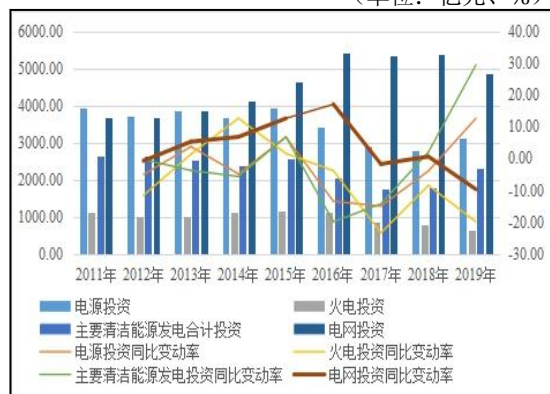
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据²，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，

² 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。

同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

图2 近年中国电源及电网投资情况
(单位：亿元、%)

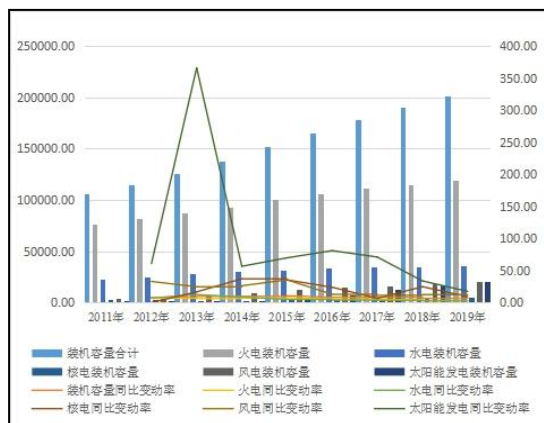


资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国

发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

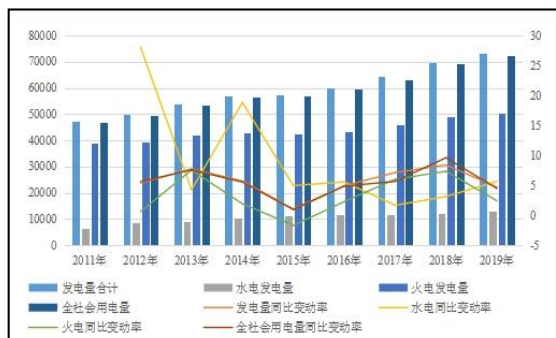
图3 近年中国发电装机容量变动情况
(单位：万千瓦、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量增长以及用电需求的提高，中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。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

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；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并

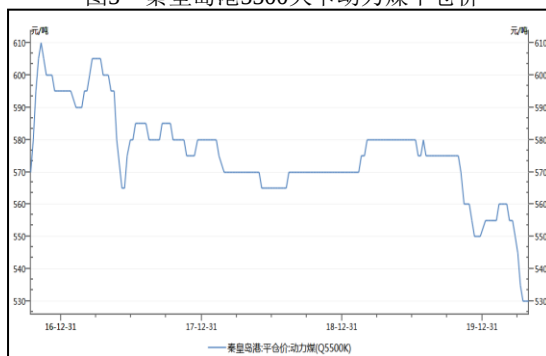
网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

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。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），

表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，

2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019年10月21日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日，国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为15亿元。其中，5亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。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。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）提升电力高质量可持续保供能力。

包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）提高电力资源配置效率。包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）促进电力高效利用。包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

（4）全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。包括做好关键设备替代国、替代厂商以

及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 30.77 亿元，同煤集团持有公司 29.43% 的股份，山西省国资委持有公司 9.72% 的股份。同煤集团为公司第一大股东，山西省人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为同煤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，是同煤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。2017—2019 年，公司风电和光伏装机容量合计由 70.95 万千瓦增长至 139.74 万千瓦；发电量占比由 2.78% 提升至 5.85%。

截至 2019 年底，公司可控装机容量 861.74 万千瓦。其中，火电装机占 83.78%，占比较上年下降 2.64 个百分点。2019 年，公司实现发电量 361.87 亿千瓦时，同比增长

11.85%。其中，火电发电量占 94.15%，占比同比下降 1.24 个百分点。

3. 人员素质

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

截至报告出具日，公司拥有董事 9 人（其中独立董事 3 人）、监事 5 人（其中职工监事 2 人）、总经理 1 人（兼任副董事长）、副总经理（含兼任董事）、总工程师、总经济师（兼任董事会秘书）和总会计师等高级管理人员 7 人。

公司董事长刘文彦先生，55 岁，中共党员，研究生学历，高级工程师。刘先生曾任煤峪口矿工程区西三大队机电科技术员、机电科副科长，四台矿机电科副科长、科长、副总工程师，马脊梁矿副矿长，同煤集团副总工程师、电力筹备处处长，同煤大唐塔山发电有限责任公司董事长、总经理等；现任同煤集团党委常委，副总经理，公司董事长、党委书记。

公司总经理李军先生，49 岁，高级工程师。李先生曾任漳泽电力河津发电公司副总经理，同煤集团电力产业部部长等；现任公司副董事长、总经理，同时兼任大同煤矿集团电力能源有限公司和大同煤矿集团同曦新能源有限公司监事。

截至 2019 年底，公司共有在职人员 8157 人。从专业构成来看，生产人员占 69.35%、销售人员占 1.01%、技术人员占 22.96%、财务人员占 2.92%、行政人员占 3.76%。从学历构成来看，公司大学本科及以上学历占 33.64%、大学专科学历占 38.08%、中专及以下学历占 28.28%。

4. 外部环境及股东支持

政府及控股股东同煤集团对公司支持力度大。

山西省已经确定为“国家资源型经济转型综合配套改革实验区”，山西省正在采取一系列措施推动资源型企业的转型发展。

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。燃煤供应方面，公司为同煤集团下属唯一的电力平台企业，可借助控股股东同煤集团煤炭储量优势、煤种优势和产量优势；同时，公司下属电厂毗邻陕西、河南等国内煤炭主产区，周边市场煤采购资源较为丰富。公司外部燃煤供应保障程度较好，在燃料成本及运输上具有一定的优势。

公司为华北电网和山西电网的主力发电企业，是山西省属大型发电企业。政府和控股股东大力支持其不良资产出售，并通过部分股权转让对公司提供资金支持，以帮助公司实现扭亏。

根据《山西省财政厅国家税务总局山西省税务局关于调整城镇土地使用税税额标准的通知》（晋财税〔2019〕1 号）、《财政部国家税务总局关于延续供热企业增值税、房产税、城镇土地使用税优惠政策的通知》（财税〔2019〕38 号）等政策文件，2019 年，公司部分电站免征土地使用税，并对居民采暖收入免征增值税；此外，公司部分风电、光伏项目享受企业所得税减免优惠。政府对公司电力和热力业务发展提供较大税收优惠支持。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：B201809180292758026），截至 2020 年 5 月 22 日，公司无未结清的不良信贷记录；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。

六、管理分析

公司法人治理结构健全，整体决策监督机制有效运行，内控制度完善，管理水平高。

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》及其他法律法规和中国证监会下发的关于上市公司治理的规范性文件的要求，不断完善法人治理结构，按照现代企业制度要求规范运作，真正形成权力机构、决策机构、监督机构和执行机构的有效制衡关系。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，董事任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人，副董事长 2 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。

公司设监事会，由 5 名监事组成。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生，负责召集和主持监事会会议。监事会中职工代表比例不低于 1/3，由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事每届任期 3 年，负责检查公司财务、监督董事及高级管理人员职务执行情况等，监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。公司设副总经理 3~7 名，由总经理提名，董事会任免。公司总经理、副总经理、财务负责人（总会计师）、总经济师、董事会秘书和总工程师为公司高级管理人员，协助总经理工作。

2. 管理体制

采购供应管理方面，公司主要为燃料采购业务制定了《燃料管理制度》《燃料采购

计划及合同管理办法》《燃料库存管理制度》《燃料管理重大事项报告制度》《燃料验收管理制度》等规章制度，严格规范燃料采购各环节的控制措施，加强燃料成本的控制管理。

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

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

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

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

理工作会批准。

关联交易管理方面，公司根据深圳证券交易所《股票上市规则》和《公司章程》有关规定界定关联方和关联关系，并且履行相应的决策程序和信息披露义务。公司制定了《关联交易管理办法》，对关联交易基本原则、关联交易涉及事项、关联交易定价原则、关联交易审议执行、关联方回避措施等作了详尽的规定。公司经营管理层每年根据生产经营的需要，向董事会提交《关于上年度日常关联交易执行情况及当年度日常关联交易预计情况的议案》，经股东大会审议通过后实行。公司每年发生的关联交易严格按照《关联交易管理办法》的规定执行。

对分、子公司管理方面，公司经营管理层与各分、子公司签订了三项责任制考核任务书，并每月举行一次经济活动分析会；对于分公司，公司采取了资金集中管理、人事任免、工资总额控制、经营者薪酬考核、重大经营情况信息沟通等措施；对于子公司的管控手段主要包括根据股权比例派出董事，在董事会、监事会中占优的方式保证重大事项的决策权。公司制定了《财务部门负责人委派管理制度》，对全部所属核算单位及控股子公司企业的财务部门负责人实施委派，并责其定期述职、报告。公司还建立了有效的监督、信息沟通及反馈体系，能及时发现并解决分子公司经营中存在的问题并解决，不存在失控风险。公司经营管理层能够及时采纳外部、内部审计人员所提出的审计建议，及时采取措施改善公司的管理环境。

七、经营分析

电力业务为公司最主要收入和利润来源，由于前期煤炭价格较高，公司 2017 年电力业务出现亏损。受益于煤炭成本控制能力的提升、机组效率的好转、清洁能源发电占比提高以及公司剥离前期亏损较为严重的电

站资产，2018 年以来，电力业务实现扭亏且盈利能力持续回升。公司多数火电机组具备供热能力，受益于机组利用效率的提升以及供热面积的增长，公司热力收入快速增长，盈利能力有所提升，但仍政策性亏损。

1. 经营概况

公司主要从事电力业务的生产和销售，2017—2019 年，电力业务收入占内部抵消前主营业务收入的比重保持在 75%以上，是公司营业收入和利润的主要来源。伴随机组效率的提高，公司发电量持续增长；同时，在可再生能源发电量占比提高以及煤电市场竞争随整体煤炭行业价格高位震荡而有所提高的影响下，公司平均上网电价逐年提高；带动电力业务收入年均复合增长 17.45%。除山西漳电同华发电有限公司（以下简称“同华发电”）和山西漳电大唐塔山发电有限公司（以下简称“塔山发电”）外，公司其他火电机组均具备供热能力，2017—2019 年，公司热力业务量价齐升，带动该板块收入年均复合增长 26.68%。伴随公司火电发电量和燃煤贸易规模的增长，公司燃煤业务规模扩张，2018 年实现收入 14.80 亿元，同比增长 75.15%；2019 年，公司燃煤业务经营主体转变，新设立公司处于成长期业务量有限，燃煤收入同比下降 45.81%。公司其他业务包括检修服务、节能技术服务、技术研究服务和融资租赁等，对收入和利润贡献较小。

2020 年一季度，公司实现主营业务收入 25.63 亿元，同比小幅增长，为 2019 年全年主营业务收入的 23.53%。受新冠肺炎疫情影响，电力市场需求不足，公司争取市场电量导致平均上网电价较 2019 年有所下降，受此影响，公司电力板块收入同比下降 7.32%。同期，煤炭业务量稳步提升，收入同比增长 409.46%。2020 年一季度，公司拟注销节能技术公司，且研究中心开展业务量很小，节能技术服务和技术研究服务收入低。

表2 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	71.87	76.26	-11.07	85.94	75.29	7.54	99.15	81.59	18.70	21.35	71.82	24.29
热力	4.76	5.05	-53.64	6.58	5.76	-45.63	7.64	6.29	-28.38	3.97	13.37	-22.42
燃煤	8.45	8.97	1.56	14.80	12.97	2.74	8.02	6.60	0.81	2.90	9.77	0.56
检修服务	4.10	4.35	8.70	3.31	2.90	10.91	3.07	2.53	9.02	0.63	2.13	7.88
节能技术服务	0.56	0.60	65.77	0.60	0.53	53.28	0.06	0.05	94.13	*	*	100.00
技术研究服务	0.22	0.23	54.64	0.29	0.25	48.79	0.16	0.13	47.68	0.00	0.00	--
融资租赁及其他	4.29	4.55	30.61	2.63	2.30	24.33	3.42	2.82	26.29	0.87	2.92	11.31
小计	94.25	100.00	-8.72	114.15	100.00	4.69	121.53	100.00	14.61	29.73	100.00	15.00
减：内部抵消数	8.17	--	4.39	12.35	--	2.26	12.58	--	-1.93	4.10	--	0.64
合计	86.08	--	-9.97	101.8	--	4.98	108.95	--	16.52	25.63	--	17.30

注：2020 年一季度，节能技术服务业务实现收入 11.05 万元
资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019 年，一方面受益于煤炭价格下降以及综合供电煤耗下降，公司主营电力、热力业务成本降幅明显；另一方面，公司剥离前期亏损较为严重的山西漳泽电力股份有限公司蒲洲发电分公司（以下简称“蒲洲发电”），带动电力、热力板块盈利能力提升，电力业务实现扭亏为盈，但热力业务仍政策性亏损。公司燃煤贸易业务盈利能力较弱，其他业务毛利率较高，但规模较小，对主营业务毛利率影响不大。2017—2019 年，公司主营业务综合毛利率快速增长，分别为-9.97%、4.98%和 16.52%。

2020 年一季度，受益于煤炭成本下降，公司电力、热力业务毛利率进一步提升，带动主营业务综合盈利能力的提高。

2. 电力及热力业务

（1）电力生产

发电业务是公司的核心业务。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、市场占有率较高的投资主体之一，电厂分布在大同、原平、长治、河津、永济、临汾和怀仁等地。截至 2020 年 3 月底，公司可控装机容量 861.63 万千瓦。其中，火电装机容量 722.00 万千瓦，占总装机的 83.79%，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%，单台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山西同煤新能源有限公司（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 2020 年 3 月底，公司风电和光伏装机容量合计 139.63 万千瓦。

表3 公司电厂主要经营指标

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
期末可控装机规模(万千瓦)	853.65	904.84	861.74	861.63
其中：火电	782.00	782.00	722.00	722.00
新能源	70.95	122.84	139.74	139.63
发电量（亿千瓦时）	289.44	323.53	361.87	81.93

其中：火电	281.39	308.63	340.69	76.95
新能源	8.04	14.90	21.18	4.98
上网电量（亿千瓦时）	261.12	292.76	332.98	74.97
其中：火电	253.19	278.07	311.91	70.03
新能源	7.94	14.70	21.07	4.94
发电设备利用小时数（小时）	3381	3706	4386	976
其中：火电	3598	4106	5010	1132
新能源	1395	1503	1528	329
火电单位发电成本（元/千千瓦时）	302.84	266.17	238.88	211.34
入厂标煤单价（元/吨，不含税）	491.00	489.00	449.51	445.15
综合供电煤耗（克/千瓦时）	333.29	326.10	324.22	296.20
综合厂用电率（%）	9.11	8.64	8.46	8.94
平均上网电价（元/兆瓦时）	275.03	293.56	302.06	288.89
标杆电价（元/兆瓦时）	332.00	332.00	332.00	332.00

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，受益于原售电公司代理电力较高以及争取外送电量较高，公司发电设备平均利用小时数不断提高，2019 年为 4386 小时，同比增长 680 小时。同期，公司实现发电量 361.87 亿千瓦时，同比增长 11.85%。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司发电量同比下降 1.89% 至 81.93 亿千瓦时，为 2019 年全年发电量的 22.64%。其中，火电发电量同比下降 2.78%，同期，风电和光伏合计发电量同比增长 14.48%。

2017—2019 年，公司不断推进火电机组设备技改，提升燃煤效率，公司综合供电煤耗持续下降，2019 年为 324.22 克/千瓦时，同比下降 1.88 克/千瓦时。近三年，受益于设备技术提升以及相对低耗能的清洁能源发电占比提高影响，公司厂用电率不断下降；但由于部分机组依赖空冷设备，耗电量仍偏高。2020 年一季度，公司供电煤耗大幅下降至 296.20 克/千瓦时，主要由于热力销售摊销煤炭耗量占比较高；同期，受供热业务影响，公司综合厂用电率较 2019 年小幅增长至 8.94%。

新能源电站方面，公司光伏和风电电站规模快速增长，带动清洁能源发电量的增长，2017—2019 年分别为 8.04 亿千瓦时、14.90

亿千瓦时和 21.18 亿千瓦时，公司新能源发电量占比不断提高。同期，公司限电问题有所好转，光伏和风电限电率逐年下降，2019 年分别同比下降 6.84 个和 1.62 个百分点至 7.16% 和 2.72%。

（2）上游采购

截至目前，公司控股的 10 家燃煤电厂全部位于山西境内，毗邻控股股东同煤集团或陕西、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。2017—2019 年，伴随发电量的提高，公司煤炭采购量不断增长。前期煤炭价格高位震荡加剧了公司成本控制压力，因此，公司通过增加现金结算占比以提高同煤集团外市场煤采购议价能力。2019 年，公司入厂标煤单价 449.51 元/吨，同比下降 8.08%。

采购模式方面，公司在加强内部生产管理、降低煤耗的同时，探索燃煤集中采购模式，子公司山西漳泽电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）主营发电用煤销售及汽车货运，前期作为公司燃料采购平台，通过集中采购提高议价能力，降低燃煤成本。2019 年第三季度，公司成立山西漳泽电力煤炭配售有限公司（以下简称“配售公司”），

并逐步将燃料采购业务全部转移至配售公司，未来将在燃料公司理清全部债权债务后注销燃料公司。

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，2019 年为 53.19%，其中，同煤集团采购金额占比 37.34%，公司对控股股东依赖性较强。

表 4 公司前五大煤炭供应商情况（单位：万元、%）

2018 年供应商名称	采购额	占采购总额比例
大同煤矿集团有限责任公司	206620.89	40.15
陕西省煤炭运销（集团）有限责任公司韩城分公司	39224.74	7.62
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	37943.05	7.37
杭州中海华弘煤炭有限公司	28278.67	5.50
五寨县远航煤炭运销有限公司	14219.11	2.76
合计	326286.46	63.40
2019 年供应商名称	采购额	占采购总额比例
大同煤矿集团有限责任公司	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

资料来源：公司提供

（3）电力销售

公司电站主要集中在山西省内，部分光伏电站布局于新疆、西藏、山东和陕西地区。

销售模式方面，公司电力销售方式主要为通过电网上网售电和大客户直供两种。电价方面，2017—2019 年，受公司上网售电和大客户直供销售价格趋于理性竞价有所提高以及价格偏高的清洁能源发电占比提高影响，上网电价呈逐年提高趋势。公司电力主要销售给国网山西省电力公司，近三年对其销售金额占比均超过 70%，集中度很高。

结算方面，公司售电客户主要为国网省级电力公司，电价按照各省标杆电价执行，结算周期一般为一个月，当月电量次月结算。

（4）热力

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。伴随机组利用效率的提高以及供热面积的增长，2017—2019 年，公司供热量快速增长，2019 年为 3203.64 万吉焦，同比增长 9.61%；同期，平均供热价格不断增长，分别为 22.87 元/吉焦、23.19 元/吉焦和 24.24 元/吉焦，主要系当地供热结构调整所致。公司热力业务盈利能力有所提高，但受政府核定供热价格较低、煤炭成本较高影响，该业务仍持续政策性亏损。

表 5 公司供热情况（单位：吉焦、元/吉焦）

时间	总供热量	平均供热价格
2017 年	21291417.14	22.87
2018 年	29227760.49	23.19
2019 年	32036373.63	24.24

资料来源：公司提供

3. 燃煤业务

公司自 2014 年开始涉足燃煤业务，目前公司燃煤业务主要为商品贸易。公司燃煤业务主要经营模式分为两种：①从同煤集团下属企业购买煤炭，通过铁路运输销售给公司旗下电厂等。由于公司为同煤集团子公司，购煤无需预付款，从下游电厂收到回款后，再向同煤集团支付货款，公司从中赚取代理费约 1~10 元/吨；②以销定采，确定下游煤炭采购客户，待下游客户支付一定量的保证金后，公司为其采购煤炭，并负责煤炭的发运，运费一般由公司代垫，由下游客户负担。

公司燃煤业务主要为火电的配套业务，伴随公司火电发电量和燃煤贸易规模的增加，公司燃煤业务规模扩张。燃煤业务原经营主体为燃料公司，2019 年下半年以来，该业务逐步由配售公司承接。根据同煤集团发展规划，配售公司主要职能是发展公司内部下属电厂煤炭配售业务，并计划在大同落里湾集运站建立 100 亩、年产 500 万吨的配煤

站。一方面，通过整合北部煤源、精准掺配等方式降低下属各电厂煤耗、提高环保水平，以获得更多双细则等政府环保奖励，提高利润率；另一方面，通过集中采购可提高公司煤炭采购整体议价能力。2019 年，配售公司仍处于成长期，业务量尚未释放，导致燃煤板块收入同比下降 45.81%。

4. 经营效率

公司具有一定规模优势，机组效率有所提高，整体经营效率尚可。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数有所下降，三年加权均值为 3.61 次，2019 年为 3.32 次。2017—2019 年，公司存货周转次数和总资产周转次数较为稳定，三年加权均值分别为 12.22 次和 0.23 次，2019 年分别为 12.28 次和 0.24 次。

同业对比看，公司行业内具有一定规模优势，但整体债务负担重，盈利能力较弱。

表 6 2019 年同业对比情况

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
企业性质	国企	国企	国企
装机容量（万千瓦）	861.74	774.25	760.92
发电量（亿千瓦时）	361.87	305.36	/
资产总额（亿元）	509.36	461.02	984.20
所有者权益（亿元）	79.89	163.75	270.33
营业收入（亿元）	120.25	113.63	382.99
利润总额（亿元）	0.99	8.97	20.28
经营活动现金净流量（亿元）	22.17	31.33	46.78
营业利润率（%）	15.77	13.53	13.59
资产负债率（%）	84.32	64.48	72.53
销售债权周转次数（次）	3.32	4.97	6.17
存货周转次数（次）	12.28	16.09	23.13
总资产周转次数（次）	0.24	0.25	0.39

资料来源：联合资信整理

5. 在建工程

公司在建项目以电厂建设为主，投资金额较大，存在较大投资压力。

电力行业存在一定产能过剩问题，山西省内煤电项目投资受到一定限制。在政策支持清洁能源发电引导作用下，近年来，公司不断加大对风电的建设投资，如吴马营 100MW 风电项目（按投资进度已完成 86.92%）、织女泉 99.5MW 风电项目（按投资进度已完成 86.40%）、闻喜 99MW 风电项目和芮城 99MW 风电项目等。2019 年，受益于电力市场供需矛盾的缓和，部分前期停滞的火电项目重新投建，公司漳泽百万 2*1000MW 煤电项目移出缓建名单，工程建设有序推进。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程包括漳泽百万 2*1000MW 煤电项目、吴马营 100MW 风电项目和织女泉 99.5MW 风电项目等，预计总投资 120.54 亿元，已完成投资 86.27 亿元，预计 2020 年完成剩余投资 31.27 亿元。其中，漳泽百万 2*1000MW 煤电项目预计总投资 87.55 亿元，已完成投资 55.46 亿元，该项目预计 2020 年底并网投产。大型机组的投产，将有利于公司进行成本控制，巩固公司在发电市场上的地位，有望对公司收入和利润形成一定补充，但 2020 年存在较大投资压力。

表 7 截至 2020 年 3 月底主要在建工程情况

（单位：亿元）

项目名称	机组类型	总投资	2020 年 3 月底已完成投资	2020 年剩余投资
漳泽百万 2*1000MW	2*1000MW	87.55	55.46	29.09
吴马营 100MW 风电	18*2.5MW 25*2.2MW	8.41	7.31	1.10
织女泉 99.5MW 风电	32*3MW 2*2MW	7.94	6.86	1.08
闻喜 99MW 风电	45*2.2MW	8.32	8.32	--
芮城 99MW 风电	45*2.2MW	8.32	8.32	--
合计	--	120.54	86.27	31.27

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报表，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，2017年和2019年均出具了标准无保留意见审计结论，2018年出具了带强调事项段、无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

鉴于发电市场运营环境发生较大变化，机组运行方式随之发生变化，公司认为目前发电资产采用的年限平均法计提固定资产折旧不能公允反映其磨损折耗状况。自2017年2月1日起，将火电分、子公司固定资产折旧方法由原适用的年限平均法计提折旧变更为与发电直接相关的资产采用工作量法计提折旧，与火力发电无直接关系的资产仍采用年限平均法计提折旧。此次会计变更减少公司2017年固定资产折旧3.84亿元，增加所有者权益及净利润2.88亿元。其他科目变动根据会计政策变化调整。

从合并范围看，2018年，公司合并范围新增二级子公司17家，减少0家；2019年，合并范围新增二级子公司2家，减少6家；2020年一季度，公司合并范围无变化。整体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司合并资产总额509.36亿元，所有者权益79.89亿元（含少数股东权益3.75亿元）；2019年，公司实现营业收入120.25亿元，利润总额0.99亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额525.99亿元，所有者权益80.74亿元（含少数股东权益3.78亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入27.95亿元，利润总额1.04亿元。

2. 资产质量

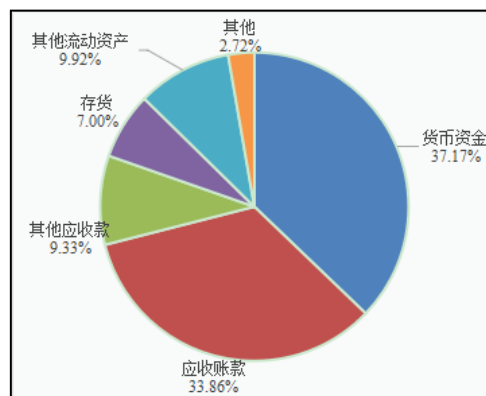
公司资产规模保持相对稳定，资产构成以非流动资产为主，流动资产中货币资金、应收账款和其他应收款占比大，非流动资产以固定资产和在建工程为主，资产构成符合电力行业特点。

2017—2019年，公司资产总额保持相对稳定，截至2019年底为509.36亿元。公司资产以非流动资产为主，截至2019年底占77.94%，符合电力行业企业特征。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产有所波动，其中2018年底流动资产规模出现峰值，主要由于公司出售蒲洲发电和大同煤矿集团财务有限责任公司（以下简称“同煤财务公司”）的股权，相关款项暂未收回，计入其他应收款科目。截至2019年底，公司流动资产112.39亿元，较上年底下降19.36%，主要由货币资金（占37.17%）、应收账款（占33.86%）、其他应收款（占9.33%）、存货（占7.00%）和其他流动资产（占9.92%）构成。

图6 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司货币资金年均复合下降2.79%，截至2019年底为41.77亿元，较上年底变化不大。截至2019年底，公司货币资金中有24.00亿元使用权受限，受限比例较上年底增长29.10个百分点至57.46%，主要为承兑汇票保证金、用于质押贷款和项目保证借款的定期存单，公司货币资金受限比例较高。

2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长22.05%，主要系发电量增长以及应收电价补贴款增加所致，截至2019年底为38.05亿元，较上年底增长26.45%。按账龄划分看，截至2019年底，公司应收账款账面余额38.99亿元，账龄在1年以内的占63.36%，

1~2年的占26.18%，整体账龄较短。同期，公司应收账款前五大欠款方（均为各地区国网电力公司）合计金额为27.84亿元，占比为71.40%，集中度很高，但回款风险小。

2017—2019年，公司其他应收款波动大，截至2018年底为43.45亿元，较上年底增长523.57%，一方面由于公司转让蒲州发电，新增应收债权债务转让款26.72亿元，一方面由于公司转让同煤财务公司股权，新增应收股权转让款7.41亿元。截至2019年底，公司其他应收款10.48亿元，较上年底下降75.88%，主要由于当期收回蒲洲发电债权债务转让款和同煤财务公司股权转让款。目前，公司其他应收款主要为融资租赁保证金以及其他经营性应收。

2017—2019年，公司存货规模不断下降，年均复合下降6.98%。截至2019年底，公司存货7.87亿元，较上年底下降6.28%，主要系煤炭价格下降所致。存货主要由原材料（占99.10%）构成，2019年计提跌价准备560.95万元，全部为对原材料计提的跌价准备。

2017—2019年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降36.28%。截至2017年底，公司其他流动资产出现峰值，主要为委托贷款17.61亿元。委托贷款到期后，公司其他流动资产规模大幅下降，目前公司其他流动资产主要由未抵扣增值税进项税构成。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长4.24%，截至2019年底为396.97亿元，较上年底增长8.91%，主要由长期股权投资（占6.87%）、固定资产（占69.19%）和在建工程（占18.40%）构成。

2017—2019年，公司长期股权投资波动较大，分别为26.24亿元、14.46亿元和27.29亿元。2018年，公司转让同煤财务公司20%股权，减少长期股权投资12.59元；2019年，公司完成华润电力（唐山 曹妃甸）有限公司（以下简称“华润曹妃甸”）39%股权收购，新增

长期股权投资12.61亿元。

2017—2019年，公司固定资产原值受在建工程建成转固影响不断增长，由于计提折旧（2018年为5.94亿元，2019年为18.06亿元）增加，公司固定资产账面价值有所波动，年均复合增长1.05%。截至2019年底为274.68亿元，较上年底下降2.06%，主要由房屋及建筑物（占19.31%）和机器设备（占80.52%）构成；固定资产综合成新率为62.43%，固定资产成新率尚可。

2017—2019年，公司在建工程年均复合增长20.53%，截至2019年底为73.05亿元，较上年底增长44.41%，主要由于当期增加对漳泽发电2*1000MW项目、漳泽山阴吴马营10万千瓦风电场项目和芮城99MW风电项目等项目的投资。

截至2019年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计192.90亿元，主要为融资租赁受限的固定资产。

表8 截至2019年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限资产 占总资产 比重	受限原因
货币资金	24.00	4.71	定期存单 2.11 亿元，用于质押贷款和项目保证借款；办理银行承兑汇票保证金 21.89 亿元
固定资产	154.64	30.36	融资租赁受限固定资产 153.47 亿元，所有权属出租人所有；固定资产抵押借款受限 1.17 亿元
在建工程	14.25	2.80	银行借款抵押及融资租赁形成资产
合计	192.90	37.87	--

资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司资产总额525.99亿元，较2019年底增长3.26%，主要由于货币资金和应收账款的增长，整体资产规模及结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

公司权益较为稳定，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性较好，但由于前期经营性亏损，2017—2019年，公司未分配利润

持续为负。公司债务负担重，短期债务占比较高，债务结构有待优化。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益小幅波动，截至2019年底为79.89亿元。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.31%，少数股东权益占比为4.69%。归属于母公司所有者权益76.14亿元，主要由实收资本（占40.41%）和资本公积（占57.57%）构成。由于前期经营性亏损，2017—2019年公司未分配利润持续为负，但规模有所缩减。

截至2020年3月底，公司所有者权益80.74亿元，结构及规模较去年底变化不大。受益于经营情况持续好转，公司当期未分配利润由负转正。

负债

2017—2019年，公司负债总额年均复合增长3.11%，其中2018年增长较快，主要源自应付票据大幅增长。截至2019年底，公司负债总额429.47亿元，较去年底变化不大。公司负债结构相对均衡，流动负债占58.12%。

2017—2019年，公司流动负债连续增长，年均复合增长10.57%。截至2018年底，公司流动负债247.11亿元，较去年底增长21.03%，主要由于应付票据大幅增长。截至2019年底，公司流动负债249.60亿元，较去年底变化不大，主要由短期借款（占26.98%）、应付票据（占20.95%）、应付账款（占17.40%）和一年内到期的非流动负债（占29.81%）构成。

2017—2019年，公司短期借款波动增长，截至2019年底为67.34亿元，较去年底下降4.47%，主要为信用借款，占86.81%。

2017—2019年，公司应付票据快速增长，分别为6.26亿元、30.75亿元和52.29亿元，主要由于2018年以来部分股份制银行贷款额度紧张，因此给予公司的贷款以票据形式发放。截至2019年底，公司应付票据中银行承兑汇票占94.32%。

2017—2019年，公司应付账款有所波动，

截至2019年底，公司应付账款43.44亿元，较上年底下降8.82%，主要系材料款结算增加所致。截至2019年底，公司账龄超过1年的应付账款合计13.35亿元，占应收账款的30.73%，均处于有计划的安排支付阶段。其中，最大额应付款为对同煤大唐塔山煤矿有限公司应付账款6.57亿元。

2017—2019年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降34.49%。截至2019年底，公司其他应付款8.98亿元，较上年底下降66.05%，主要系公司本部及子公司山西漳电同达热电有限公司归还同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司和同煤集团的往来款所致。

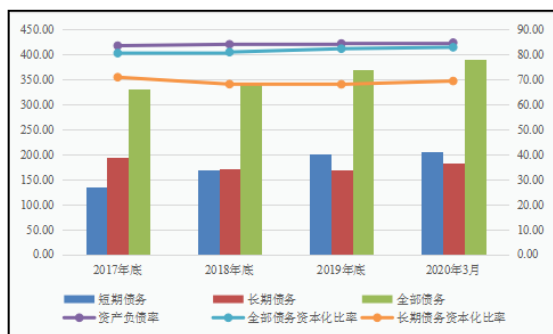
2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长45.35%。截至2019年底为74.42亿元，分别为一年内到期的长期借款31.12亿元、一年内到期的应付债券（含超短期融资券）11.11亿元和一年内到期的长期应付款32.19亿元。

2017—2019年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降5.11%。截至2019年底，公司非流动负债179.87亿元，较去年底变化不大，主要由长期借款（占51.48%）和长期应付款（占43.17%）构成。截至2019年底，公司长期借款92.59亿元，较去年底下降13.56%，信用借款和质押借款（质押标的物主要为电费收费权）较去年底减少48.53亿元，保证借款较去年底增加32.09亿元。同期，长期应付款77.64亿元，较去年底增长30.84%。

有息债务方面，将其他流动负债及长期应付款中的有息部分分别调至短期债务和长期债务，2017—2019年，公司全部债务年均复合增长5.85%，截至2019年底为370.03亿元，长期债务占45.92%，其中，2021年到期债务占长期债务的33.85%、2022年到期债务占长期债务的22.73%、2023年到期债务占长期债务的14.97%；公司短期债务占比较高，2020—2022年存在一定集中兑付压力。2017—

2019年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体较为稳定，三年加权均值分别为84.05%、81.48%和68.61%；截至2019年底分别为84.32%、82.24%和68.02%，公司债务负担重。

图7 公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司负债总额445.26亿元，较上年底增长3.68%，主要由于长期借款和已发行超短期融资券的增长。将长期应付款中的有息部分调至长期债务后，公司全部债务389.33亿元，较2019年底进一步增长5.22%，短期债务占53.11%；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84.65%、82.82%和69.34%，较2019年底变化不大。

4. 盈利能力

近三年，受益于机组利用效率和上网电价提高，公司营业收入不断增长；同期，公司不断加强成本控制，实现扭亏为盈。但非经常损益对利润贡献大，财务费用对利润侵蚀严重，公司整体盈利能力较弱。

2017—2019年，受益于主营电力业务机组利用效率提高以及上网电价的增长，公司营业收入年均复合增长12.39%；同期，公司不断加强成本控制能力，近三年营业成本年均复合下降1.39%；带动公司营业利润率快速回升，分别为-8.90%、4.41%和15.77%。

公司销售和管理费用控制较好，但由于债务负担重，财务费用对利润侵蚀较为严重。

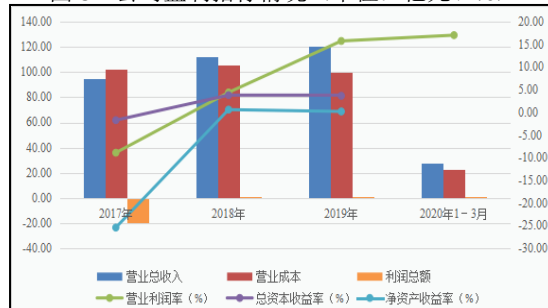
2017—2019年，公司期间费用快速增长，年均复合增长13.58%，2019年为18.89亿元；期间费用率维持在15%~16%，成本费用控制能力有待加强。

非经常性损益方面，2018年，由于电力市场需求不足以及煤炭成本偏高，公司出现经营性亏损，主要通过出售同煤财务公司股权（确认投资收益2.19亿元）和蒲洲发电股权（确认营业外收入8.99亿元）以实现扭亏为盈。2019年，公司利润水平对非经常性损益依赖性大幅降低，实现经营性扭亏为盈。

受上述因素综合影响，2017—2019年，公司分别实现利润总额-19.85亿元、0.25亿元和0.99亿元。

盈利指标方面，2018年公司实现扭亏为盈，带动总资本收益率和净资产收益率由负转正；2019年，公司主业盈利能力进一步增强，但由于非经常性损益规模较小，公司净利润同比有所下降；同期，由于全部债务规模的增长，公司总资本收益率和净资产收益率同比有所下降，分别为3.66%和0.20%。

图8 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比下降5.96%至27.95亿元，但利润总额受益于营业成本和期间费用的下降以及投资收益的提高，同比大幅提升至1.04亿元；营业利润率较2019年增长1.29个百分点。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流表现与其

经营相匹配；2020年，公司经营活动现金流无法满足投资支出，存在一定对外融资压力。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
经营活动现金流入小计	95.25	111.36	112.95	24.95
经营活动现金流出小计	83.68	91.17	90.78	20.97
经营活动产生的现金流量净额	11.58	20.18	22.17	3.98
投资活动现金流入小计	22.62	24.65	38.35	0.00
投资活动现金流出小计	73.42	31.49	44.15	8.55
投资活动产生的现金流量净额	-50.80	-6.84	-5.79	-8.55
筹资活动现金流入小计	184.56	165.48	176.86	47.85
筹资活动现金流出小计	167.39	190.58	204.90	40.10
筹资活动产生的现金流量净额	17.18	-25.10	-28.04	7.74
现金收入比	95.72	98.19	92.18	86.01

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，伴随电力业务经营好转，公司营业收入不断增长，带动经营活动流入量年均复合增长10.28%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2017—2019年，主要受煤价波动影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降；同期，办理履约保函保证金及承兑保证金增加导致支付其他与经营活动有关的现金快速增长。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为11.58亿元、20.18亿元和22.17亿元；现金收入比分别为95.72%、98.19%和92.18%。公司经营活动获现能力较强，但受清洁能源电价补贴应收款快速增长影响，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金净流出分别为50.80亿元、6.84亿元和5.79亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金波动下降，2019年为31.73亿元，同比增长56.24%，主要系加速漳泽百万项目推进及部分风电项目抢装所致；同期，公司不断缩减委托贷款收支规模。2019年，公司收回蒲洲发电款，带动收到其他与投资活动有关的现金同比增长78.66%；同期，公司完成华润曹妃甸股权收购，投资支付的现金大幅增长至12.39亿元。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流分别为-39.22亿元、13.34亿元和16.37亿元，由于公司投资支出的缩减，经营活动现金净流入可以覆盖投资活动现金净流出，公司筹资压力减小。

公司筹资活动现金主要表现为银行借款和融资租赁款的借入和偿还。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为17.18亿元、-25.10亿元和-28.04亿元。

2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，公司整体业务量小幅下降，经营活动现金净流入3.98亿元，同比下降53.99%；同期，公司投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-8.55亿元和7.74亿元。

6. 偿债能力

公司整体债务负担重且短期债务占比较高，但综合考虑公司主营电力业务获现能力较好、政府及股东支持力度大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率持续下降，三年加权均值分别为51.06%和47.58%；截至2019年底分别为45.03%和41.87%。2017—2019年，公司经营活动现金流动负债比不断增长，三年加权均值为8.03%，2019年为8.88%。由于公司短期债务规模的不断扩大，公司现金短期债务比持续下降，三年加权均值为0.25倍，截至2019年底为0.22倍。截至2020年3月底，公司短期偿债能力指标均较2019年小幅回升。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA快速增长，带动EBITDA利息倍数的增长以及全部债务/EBITDA的下降，公司整体偿债能力有所提高。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA三年加权均值分别为1.74倍和15.93倍。

截至2020年3月底，公司对外担保额度合计44.84亿元，其中，实际担保金额17.04亿元，

实际担保比例为21.10%。被担保公司主要为大股东同煤集团和参股公司同煤漳泽（上海）融资租赁有限公司，存在一定的或有负债风险。

截至2020年3月底，公司获得银行综合授信额度共计306.53亿元，其中未使用银行授信额度87.86亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产规模波动增长，货币资金、固定资产和长期股权投资占比高。母公司债务规模快速增长，且短期债务占比高，短期支付压力大。母公司业务规模较小，财务费用对利润侵蚀严重，盈利能力弱。母公司经营活动现金流入无法满足投资活动现金支出需求，对外融资依赖性强。

公司母公司主要负责3个电厂分公司业务及部分煤炭贸易业务。截至2019年底，母公司资产269.69亿元。其中，流动资产111.62亿元，以货币资金和其他流动资产（主要为对子公司的委托贷款）为主；非流动资产158.08亿元，以长期股权投资和固定资产为主。权益方面，母公司实收资本和资本公积较为稳定，受经营亏损影响，未分配利润持续为负，截至2019年底，母公司所有者权益总额81.20亿元。负债方面，截至2019年底，母公司负债188.49亿元。其中流动负债151.81亿元，以短期借款为主，同时由于结算及借款方式调整，母公司应付票据增长，应付账款下降；同期，非流动负债36.68亿元，以长期借款和长期应付款（主要为融资租赁款）为主。截至2019年底，公司母公司全部债务（未调整）164.52亿元，短期债务占比84.82%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.89%、66.95%和23.52%，母公司债务负担较重，且短期债务占比高，短期支付压力大。经营方面，受益于发电量的提高以及煤炭成本的下降，漳泽

电力母公司经营利润有所增长，但由于财务成本较高，非经常性损益减少，母公司利润总额出现亏损。现金流方面，母公司经营活动现金净流量规模较小，由于委托贷款规模波动及收回前期股权转让价款影响，母公司投资活动现金流量快速增长，2019年净流入25.28亿元；同期，筹资活动现金净流出24.81亿元。整体看，漳泽电力母公司经营活动现金流入无法满足投资活动现金支出，对外融资依赖性强。

8. 抗风险能力

基于对电力行业发展趋势的基本判断，以及公司自身经营状况和财务状况等因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响小。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强；经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力较强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度不超过10亿元，以发行额度上限测算，分别占2020年3月底公司长期债务和全部债务的5.48%和2.57%，预计本期中期票据发行对公司现有债务水平影响小。

以2020年3月底财务数据为基础，以发行额度上限测算，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由84.65%、82.82%和69.34%上升至84.94%、83.18%和70.46%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还到期债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据发行额度上限的保障倍数分别为9.53倍、11.14倍和11.30倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据发行额度上限的保障倍数分别为1.16倍、2.02倍和2.22倍；公司EBITDA对本期中期票据发行额度上限的保障倍数分别为0.85倍、3.23倍和3.70倍。

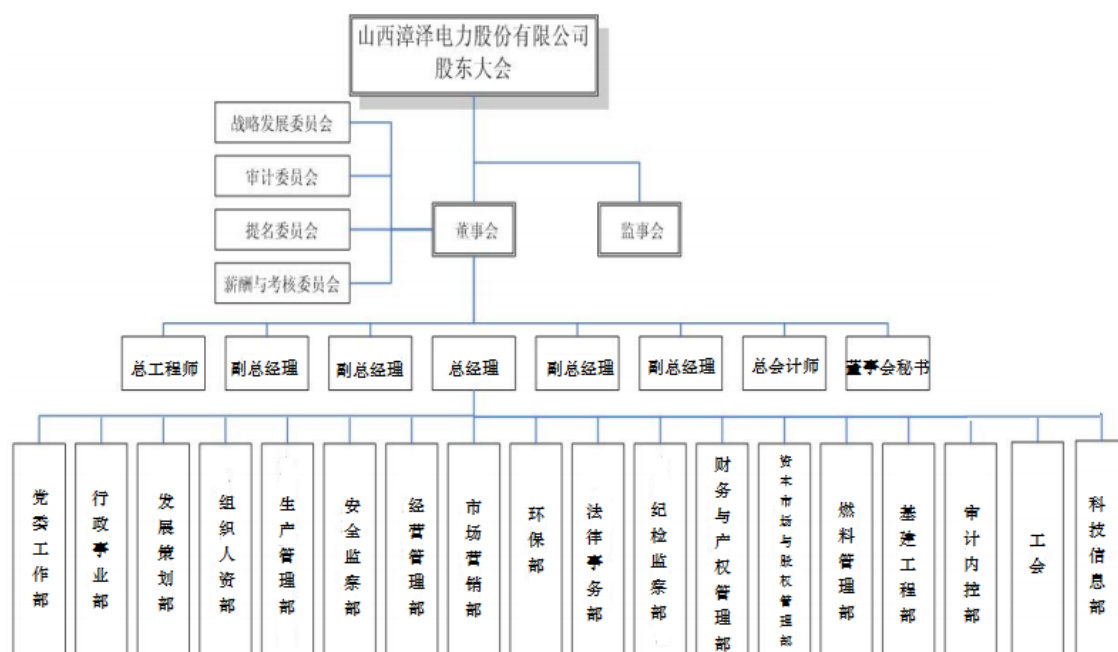
十、结论

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

公司作为华北地区主要的电力供应商，在行业地位、生产规模、装备水平、股东支持、政府支持等方面均具优势。但由于煤炭成本波动，公司电力业务出现经营性亏损，伴随电力经营成本控制能力的提升以及前期经营不善的分公司的出售剥离，公司于2018年扭亏为盈。未来，随着公司在建发电项目陆续投入运营，公司电力资产结构有望逐步优化，收入和资产规模有望保持增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2019 年底公司纳入合并报表范围的主要子公司情况

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

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

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	45.60	43.02	44.02	48.13
资产总额（亿元）	484.08	503.89	509.36	525.99
所有者权益（亿元）	80.15	80.64	79.89	80.74
短期债务（亿元）	135.36	169.24	200.11	206.77
长期债务（亿元）	194.90	172.03	169.92	182.56
全部债务（亿元）	330.26	341.26	370.03	389.33
营业收入（亿元）	95.20	112.30	120.25	27.95
利润总额（亿元）	-19.85	0.25	0.99	1.04
EBITDA（亿元）	8.52	32.28	37.01	--
经营性净现金流（亿元）	11.58	20.18	22.17	3.98
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.00	3.81	3.32	--
存货周转次数（次）	12.22	12.13	12.28	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.23	0.24	--
现金收入比（%）	95.72	98.19	92.18	86.01
营业利润率（%）	-8.90	4.41	15.77	17.06
总资本收益率（%）	-1.72	3.82	3.66	--
净资产收益率（%）	-25.44	0.61	0.20	--
长期债务资本化比率（%）	70.86	68.09	68.02	69.34
全部债务资本化比率（%）	80.47	80.89	82.24	82.82
资产负债率（%）	83.44	84.00	84.32	84.65
流动比率（%）	58.16	56.40	45.03	49.15
速动比率（%）	53.70	53.00	41.87	45.92
经营现金流流动负债比（%）	5.67	8.17	8.88	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	1.88	2.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	38.78	10.57	10.00	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.46	19.82	28.82	31.17
资产总额（亿元）	244.10	270.10	269.69	282.72
所有者权益（亿元）	76.44	82.21	81.20	81.18
短期债务（亿元）	59.23	94.20	139.55	148.10
长期债务（亿元）	50.43	28.50	24.97	32.14
全部债务（亿元）	109.66	122.70	164.52	180.24
营业收入（亿元）	32.23	31.33	35.62	8.84
利润总额（亿元）	-6.79	6.36	-1.04	-0.03
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	5.47	-1.69	-2.25	-1.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.61	5.39	6.50	--
存货周转次数（次）	15.04	15.53	18.32	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	0.13	--
现金收入比（%）	84.35	82.80	73.23	71.96
营业利润率（%）	-11.71	0.49	12.52	14.73
总资本收益率（%）	-0.27	6.40	2.77	--
净资产收益率（%）	-8.58	7.03	-1.25	--
长期债务资本化比率（%）	39.75	25.74	23.52	28.36
全部债务资本化比率（%）	58.93	59.88	66.95	68.95
资产负债率（%）	68.68	69.56	69.89	71.29
流动比率（%）	60.05	74.87	73.53	78.35
速动比率（%）	58.20	73.61	72.58	77.48
经营现金流动负债比（%）	4.95	-1.11	-1.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 山西漳泽电力股份有限公司 2020 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西漳泽电力股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山西漳泽电力股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山西漳泽电力股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，山西漳泽电力股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西漳泽电力股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山西漳泽电力股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山西漳泽电力股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山西漳泽电力股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对山西漳泽电力股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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