

信用评级公告

联合〔2021〕8560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长期信用状况进行综合分析和评估，确定晋能控股山西电力股份有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月三日

晋能控股山西电力股份有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 9 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	AA ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		5
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
在建项目规模大，投产后将带动经营业绩的提升				+1
股东支持力度大				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）下属上市电力平台，在行业地位、生产规模、股东支持等方面具备的综合优势。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、债务负担重且财务费用对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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，在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面或将得到股东的支持，公司市场竞争实力有望进一步增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，安全性很高。

优势

- 1. 股东支持力度大。**未来随着山西省国有能源企业专业化资产重组事项的进一步推进，公司在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面将得到股东的有力支持。
- 2. 公司装机容量规模较大，区域竞争力强；公司燃煤机组平均装机规模大，火电机组利用小时数高。**公司是山西省属大型发电上市公司。截至 2021 年 6 月底，公司可控装机容量 910.10 万千瓦；公司已投产燃煤机组具备较强的供热能力，经济性良好；2018—2020 年，公司火电机组利用小时数分别为 4106 小时、5010 小时和 5102 小时。
- 3. 公司在建项目规模大，投产后将带动经营业绩的提升。**公司辖下漳泽 2×100 万千瓦机组具备机组技术水平高、电量上网条件佳等优势，未来随着该套机组投入商业运营，将有利于公司整体经营业绩的提升。
- 4. 公司经营业绩持续提升。**2018—2020 年，公司利润总额分别为 0.25 亿元、0.99 亿元和 4.13 亿元；经营活动现金净额分别为 20.18 亿元、22.17 亿元和 28.44 亿元。

分析师：余瑞娟 黄露

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，燃料价格波动对公司盈利能力影响大。**截至2021年6月底，公司火电装机容量占79.33%，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年上半年煤炭价格高位运行，公司盈利承压下行。此外，公司火电机组供电标准煤耗较高，公司成本控制压力较大。
2. **公司债务规模大，债务负担重。**截至2021年6月底，公司全部债务429.64亿元；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84.92%、82.84%和70.77%。
3. **山西省国有能源企业专业化资产重组事项持续推进，联合资信将持续关注上述事项的进展情况。**

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	43.02	44.02	49.08	56.01
资产总额（亿元）	503.89	509.36	568.54	590.46
所有者权益（亿元）	80.64	79.89	86.22	89.02
短期债务（亿元）	169.24	194.05	213.72	214.09
长期债务（亿元）	172.03	175.98	196.70	215.56
全部债务（亿元）	341.26	370.03	410.42	429.64
营业收入（亿元）	112.30	120.25	116.88	58.99
利润总额（亿元）	0.25	0.99	4.13	0.32
EBITDA（亿元）	32.28	37.01	41.00	--
经营性净现金流（亿元）	20.18	22.17	28.44	4.17
营业利润率（%）	4.41	15.77	19.21	14.37
净资产收益率（%）	0.61	0.20	2.76	--
资产负债率（%）	84.00	84.32	84.84	84.92
全部债务资本化比率（%）	80.89	82.24	82.64	82.84
流动比率（%）	56.40	45.03	48.19	54.82
经营现金流动负债比（%）	8.17	8.88	10.10	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.23	0.23	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.08	2.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.57	10.00	10.01	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	270.10	269.69	292.90	302.85
所有者权益（亿元）	82.21	81.20	84.41	85.81
全部债务（亿元）	146.75	164.52	182.58	186.47
营业收入（亿元）	31.33	35.62	36.47	18.74
利润总额（亿元）	6.36	-1.04	-0.76	-1.58
资产负债率（%）	69.56	69.89	71.18	71.67
全部债务资本化比率（%）	64.09	66.95	68.38	68.48
流动比率（%）	74.87	73.53	77.15	76.08
经营现金流动负债比（%）	-1.11	-1.48	7.55	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 公司 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未经年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

评级历史：

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	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
AA ⁺	稳定	2019/06/10	黄露、王宁	电力行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 9 月 3 日至 2022 年 9 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

晋能控股山西电力股份有限公司

2021 年主体长期信用评级报告

一、主体概况

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”）前身为山西省电力公司漳泽发电厂，建厂于 1985 年 3 月，是经山西省经济体制改革委员会晋经改字(1992)44 号文批准，在原山西漳泽发电厂股份制改造的基础上经定向发行内部职工股而成立股份有限公司，并于 1993 年 2 月 8 日在山西省工商行政管理局登记注册。1997 年 6 月 9 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市，成为公众上市公司，股票代码：000767.SZ，股票简称：漳泽电力。

截至 1997 年底，山西省电力公司持有公司 41.21% 股权，山西省地方电力公司持有公司 31.14% 股权，分别为公司第一、第二大股东。2020 年 12 月 21 日，公司更名为“晋能控股山西电力股份有限公司”，股票简称由“漳泽电力”变更为“晋控电力”。截至 2021 年 6 月底，公司注册资本 30.77 亿元，晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）持有其 29.43% 的股份。山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）直接持有公司 9.72% 的股份，并持有晋控煤业集团 65.17% 股权。山西省国资委直接和间接持有公司 39.15% 股权，系公司实际控制人。

公司主营业务包括：煤炭开采；煤炭加工；煤炭的运输和销售；煤炭批发经营；电力供应；售电业务、电力业务、发电业务、输电业务；发电、输变电工程的技术咨询；建筑材料、金属材料（除贵稀金属）、电力设备及相关产品的采购和销售等。

截至 2021 年 6 月底，公司本部内设行政事业部、发展策划部、生产管理部、经营管理部、市场营销部、环保部、财务与产权管理部等职能部门；纳入合并范围的子公司合计 68 家。

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

截至 2021 年 6 月底，公司合并资产总额 590.46 亿元，所有者权益 89.02 亿元（含少数股东权益 3.52 亿元）；2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 58.99 亿元，利润总额 0.32 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、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

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同

年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半

年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国

工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做

好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

三、行业分析

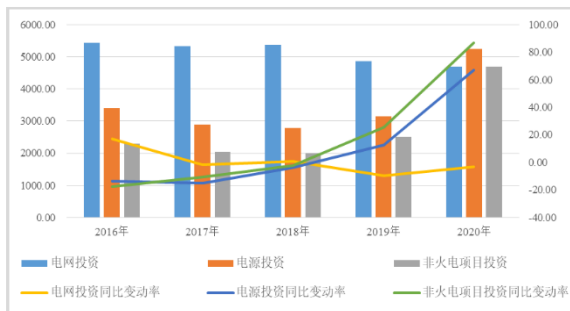
1. 行业概况

2016 年以来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长。2020 年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020 年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳达峰等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据²，2016年以来，全国电力投资额波动增长，其中电源投资增速较快，而电网投资规模有所下滑。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图1 近年中国电源及电网投资情况

(单位: 亿元、%)



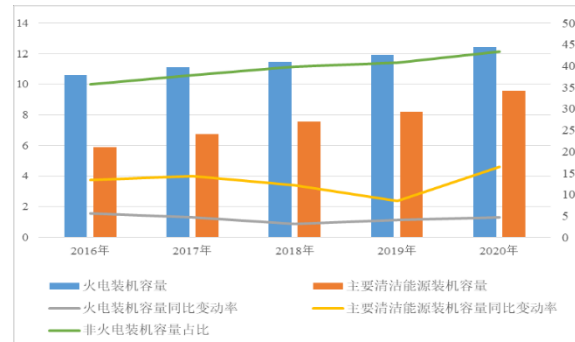
资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016—2019年装机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为44.8%，较上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量占总装机容量的比重为

49.1%，首次降至50%以下。

图2 近年中国发电装机容量变动情况

(单位: 亿千瓦、%)

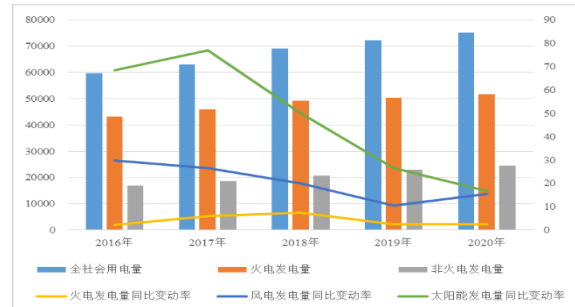


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

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

整上年度期末数据

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

2. 行业关注及政策调整

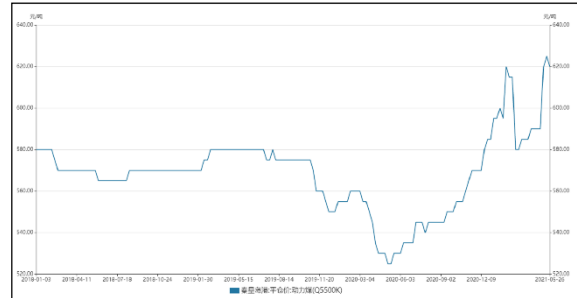
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格的提高一定程度上侵蚀了火电企业的盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

(1) 煤炭价格及供需波动

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年底，秦皇岛港动力煤(Q5500k)平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021

年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自2月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图4 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 煤电上网电价调整

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（以下简称“国家发改委”）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) 碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一。在做好“碳达峰”“碳中和”工作方面，中央经济工作会议从根本和源头上作出部署，明确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。能源企业方面，国家能源投资集团有限责任公司、中国华能集团有限公司、中国华电集团有限公司、国家电力投资集团有限公司和中国大唐集团有限公司等五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019—2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

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

低碳结构转型发展。

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

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

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

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

4. 区域环境分析

山西省作为中国重要的煤炭能源生产及输出大省，经济实力稳步增强，公司发展的外部环境保持良好。

山西省区域经济属于典型的资源依赖型，作为中国重要的能源大省，山西省拥有丰富的煤炭、铝土、铁等自然资源。同时，山西省地处中西部能源经济圈的中心，是蒙西、陕北、宁夏煤炭的主要运输通道，拥有四条穿越省境的西气东输主干管道，也是煤炭能源输出大省，其交通网络承担着全国 60%以上的煤炭外运任务，并以铁路运输和公路运输为主。货物运输以煤炭为主，铁路运输的煤炭与其他货物比例为 8:2，全省铁路货运总量和煤炭运量均居全国第一位。

2020 年，山西省在坚持推动以传统煤炭为主的资源型经济转型的同时，继续大力培育文化旅游、装备制造、新材料、新能源、节能环保、食品医药、现代服务业等七大产业。根据《山西省 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，山西省实现地区生产总值（GDP）17651.93 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 946.68 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 7675.44 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 9029.81 亿元，增长 2.1%。三产结构占比为 5.4：43.4：51.2。

具体来看，山西省工业增加值 6733.92 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.3%，其中规模以上工业增加值增长 5.7%；固定资产投资（不含跨省、农户）比上年增长 10.6%。能源方面，规模以上原煤产量 106306.8 万吨，同比增长 8.2%；焦炭产量 10493.7 万吨，同比增长 5.6%；发电量 3366.9 亿千瓦小时，同比增长 2.1%。

2020 年，山西省一般公共预算收入 2296.5 亿元，比上年下降 2.2%。其中税收收入 1625.9 亿元，比上年下降 8.8%，税收收入占比 70.80%，一般公共预算收入质量尚可。全省一般公共预算支出 5110.9 亿元，同比增长 8.4%。财政自给率 44.93%，财政自给程度较低。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 6 月底，公司控股股东为晋控煤业集团，实际控制人系山西省国资委。

2. 企业规模

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

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

截至 2021 年 6 月底，公司可控装机容量 910.10 万千瓦，其中火电装机占 79.33%。2020 年，公司实现发电量 372.35 亿千瓦时，同比增长 2.88%。其中，火电发电量占 93.17%。

3. 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 2021 年 7 月底，公司共有董事及高级管理人员共 14 人。

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

理、晋能集团总经理助理、晋能环保工程有限公司董事长、总经理；晋能集团总经理助理、晋能电力集团董事、总经理、党委委员；晋能集团总经理助理、晋能控股电力集团有限公司党委书记、董事长。

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

截至2020年底，公司在职员工共8048人。从专业构成看，生产人员占67.54%，技术人员占24.49%，财务人员占3.31%，行政人员占3.55%，销售人员占1.11%；从教育程度看，大学本科及以上的人员占35.90%，大学专科人员占33.16%，中专及以下人员占30.94%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：1401000001210946），截至2021年7月13日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷记录；已结清的信贷记录中有25笔关注类贷款、165笔关注类银行承兑汇票。其中，欠息主要由于银行自动划分系统存在问题导致；由于2008年公司出现亏损，工商银行要求亏损类单位的所有贷款及票据均调整为关注类，因此公司关注类贷款和票据较多。公司无实质逾期、违约情况。

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

五、重大事项

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

源整合对公司产生的影响。

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

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

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

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。

股东大会是公司的权利机构，由全体股东构成，依法行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等权利。

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

1. 经营概况

电力业务为公司最主要收入和利润来源。随着煤炭采购价格的下降及电价的回升，公司电力及热力业务毛利率明显提升，并带动整体盈利水平的提升，但公司热力业务仍政策性亏损。2021年以来，由于煤炭价格高位运行，公司成本控制压力加大。

2018—2020年，公司分别实现主营业务收入101.80亿元、108.95亿元和105.95亿元，有所波动，主要系电力业务收入波动所致；利润总

额分别为0.25亿元、0.99亿元和4.13亿元。其中2020年，公司利润总额同比增加3.14亿元，主要系煤炭采购成本下降及对联营企业确认的投资收益同比增加所致。

从收入构成看，公司主要从事电力业务的生产和销售，电力业务收入占比保持在75%以上，除晋控电力同华山西发电有限公司（以下简称“同华发电”）和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力。2018—2020年，公司电力及热力业务整体均呈增长态势。其中，2019年上述业务板块分别同比增长15.37%和16.11%，主要系机组运营效率提升带动发电量及供热量增加所致。2020年上述板块收入同比均变化不大。2018—2020年，公司燃煤业务收入有所波动，主要系代采代销煤炭业务规模波动所致。公司其他业务包括检修服务、节能技术服务、技术研究服务等业务，对收入和利润贡献较小；公司聚焦主业，逐步剥离了非主业，2020年起，公司不再有节能技术服务收入。

从毛利率看，2018—2020年，随着燃料采购价格的下降及上网电价的提高，公司电力业务毛利率逐年上升，分别为7.54%、18.70%和22.37%，热力业务毛利率亏损幅度持续收窄，分别为-45.63%、-28.38%和-21.32%。由于2020年公司燃煤业务运营主体发生变更，内部尚未理顺，导致2020年燃煤业务毛利率为负。综上，公司主营业务综合毛利率逐年上升，分别为4.98%、16.52%和19.69%。

2021年1—6月，公司实现主营业务收入52.96亿元，同比增长9.05%，主要系下游电力需求旺盛，公司发电量同比增长所致；公司热力业务毛利率较上年大幅下降，主要系上半年燃煤价格大幅上升所致。由于公司聚焦主业，2021年起公司剥离技术研究服务业务和其他业务。

表2 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	85.94	75.29	7.54	99.15	81.59	18.70	96.36	78.07	22.37	47.61	76.15	19.70
热力	6.58	5.76	-45.63	7.64	6.29	-28.38	7.77	6.29	-21.32	4.31	6.89	-39.83
燃煤	14.80	12.97	2.74	8.02	6.60	0.81	13.16	10.67	-0.26	8.57	13.71	0.38

检修服务	3.31	2.90	10.91	3.07	2.53	9.02	3.35	2.71	7.99	2.02	3.23	4.80
节能技术服务	0.60	0.53	53.28	0.06	0.05	94.13	--	--	--	--	--	--
技术研究服务	0.29	0.25	48.79	0.16	0.13	47.68	0.02	0.01	-25.99	--	--	--
其他	2.63	2.30	24.33	3.42	2.82	26.29	2.77	2.24	21.49	--	--	--
小计	114.15	100.00	4.69	121.53	100.00	14.61	123.42	100.00	16.91	62.52	100.00	14.71
减：内部抵消数	12.35	--	--	12.58	--	--	17.47	--	--	9.57	--	--
合计	101.80	--	4.98	108.95	--	16.52	105.95	--	19.69	52.96	--	15.28

注：1. 公司燃煤业务主要为内部子公司采购，因此内部抵消数主要为燃煤业务的抵消；2. 由于统计原因，子公司晋控电力山西王坪热力有限公司的热力贸易业务放在“其他”项下，2021年起，公司将该项业务收入做直接冲减内部抵消数处理
资料来源：公司提供

2. 电力及热力业务

(1) 电力生产及销售

2018-2020年，公司火电机组整体运行效率有所提升，但供电煤耗较高；火电上网电价有所回升，燃煤采购价格下降明显，有利于公司成本控制及盈利能力的提升；公司新能源装机规模及发电量均同比增长。2021年以来，燃煤价格高位运行，公司成本控制压力加大。

发电业务是公司的核心业务。公司在保持火电发展的基础上，积极布局风电、光伏等可再生新能源产业。截至目前，公司装机以火电为主，是山西省电力市场规模较大、市场占有率较高的业务主体之一，电厂分布在大同、原平、长治、河津、永济、临汾和怀仁等地。截至2021

年6月底，公司可控装机容量910.10万千瓦。其中，火电装机容量722.00万千瓦，占总装机的79.33%，电源结构相对单一，燃煤价格波动对公司盈利能力影响大。公司已投产燃煤机组中单机容量在30万千瓦及以上机组容量占比超过50%。除同华发电和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力，公司机组发电热效率较高，具备较好的经济性和设备可靠性。

公司光伏和风电业务主要由子公司晋控电力山西新能源有限公司（以下简称“新能源公司”）运营。近年来，公司积极拓展清洁能源发电项目，通过推动环保清洁能源领域投资，改善原有单一的电源结构。截至2021年6月底，公司可控风电和光伏装机容量合计188.10万千瓦。

表3 公司电厂主要经营指标

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
期末可控装机规模（万千瓦）	904.84	861.74	900.10	910.10
其中：火电	782.00	722.00	722.00	722.00
新能源	122.84	139.74	178.10	188.10
发电量（亿千瓦时）	323.53	361.91	372.35	174.56
其中：火电	308.63	340.69	346.90	156.72
新能源	14.90	21.22	25.45	17.84
上网电量（亿千瓦时）	292.76	328.25	338.90	161.88
其中：火电	278.07	307.37	313.91	144.08
新能源	14.70	20.88	24.99	17.80
发电设备利用小时数（小时）	3706	4386	4353	1898
其中：火电	4106	5010	5102	2156
新能源	1503	1528	1513	940
火电单位发电成本（元/千瓦时）	266.17	238.88	214.89	238.38
综合供电煤耗（克/千瓦时）	326.10	324.22	321.00	315.21
综合厂用电率（%）	8.64	6.99	6.65	7.96
平均上网电价（元/兆瓦时）	293.56	341.33	321.29	334.29

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，受益于原山西漳泽电力售电有限公司代理电力较高以及争取外送电量较高，2019 年公司发电设备平均利用小时数为 4386 小时，同比增加 680 小时。2020 年，公司机组发电设备利用小时数较上年下降 33 小时，其中火电设备利用小时数同比上升 92 小时。随着发电量的增加，公司供电标准煤耗及厂用电率均有所下降，但仍相对较高。2018—2020 年，随着公司燃煤采购价格的下降，使得火电度电成本逐年下降。

新能源电站方面，2018—2020 年，公司新能源装机规模持续增长，年均复合增长 20.41%，带动发电量持续增长，年均复合增长 30.69%。

公司积极开展区域市场化电量交易，2018—2020 年，公司市场化电量占比分别为 55.20%、81.91%和 93.75%。

电价方面，受益于市场化竞争趋于理性以及价格偏高的清洁能源发电占比提高影响，2019 年公司电价同比上升 16.27%至 341.33 元/兆瓦时；2020 年，公司继续积极开展电量的市场化交易，受此影响，平均上网电价下降明显。

2021 年 1—6 月，公司发电设备利用小时数为 1898 小时，较上年同期的 1905 小时变化不大，其中火电机组利用小时数为 2156 小时，较上年同期的 2128 小时变化不大。2021 年 1—6 月，公司综合供电煤耗为 315.21 克/千瓦时，较上年全年的 321.00 有所下降，主要系供热期对供电煤耗的影响所致。2021 年 1—6 月，公司平均上网电价 334.29 元/兆瓦时，较上年全年的 321.29 元/兆瓦时大幅上涨，主要系 2021 年以来电力需求旺盛，电力现货交易价格大幅上升所致。

（2）燃料采购

公司燃煤采购中从晋控煤业集团采购占比较高，有利于公司燃料供应的稳定性。2018—2020 年，公司燃煤采购均价逐年下降，有利于公司成本控制，但 2021 年上半年公司燃煤采购价格大幅上涨，公司成本控制压力加大。

公司控股的 10 家燃煤电厂全部位于山西境内，毗邻控股股东晋控煤业集团或陕西、河南等

煤矿产区，电厂周边煤炭资源丰富，燃煤采购具备一定成本优势和运输优势，公司燃煤供应保障程度较好。2018—2020 年，随着发电量的增长，公司燃煤采购量逐年增长，年均复合增长 8.47%。价格方面，随着煤炭市场价格的下降，公司燃煤采购均价逐年下降。2021 年以来，由于煤炭市场价格大幅上涨，2021 年 1—6 月，公司入厂标煤单价较上年全年大幅上涨 44.63%至 606.00 元/吨，公司成本控制压力加大。

表 4 公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—6月
燃煤总采购量	2068.65	2284.94	2434.00	1096.00
其中：晋控煤业集团采购量	985.68	1040.86	1259.00	536.00
入厂标煤单价（不含税）	489.00	449.51	419.00	606.00

注：表中采购总量包括代内部子公司采购及外销部分
资料来源：公司提供

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。2020 年起，公司燃料配售业务由配售公司负责。公司主要煤炭供应商较为稳定，前五大供应商采购集中度较高，2020 年为 63.61%，其中，晋控煤业集团采购金额占 55.65%，公司对控股股东依赖性较强，但也保证了公司燃料供应的稳定性。

表 5 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
晋能控股煤业集团有限公司	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
晋能控股煤业集团有限公司	193409.21	37.34
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	53725.13	10.37
天津市浩晟煤业有限公司	11862.87	2.29
朔州市易元洗煤有限公司	8571.65	1.66
五寨县远航煤炭运销有限公司	7920.73	1.53
合计	275489.59	53.19
2020 年供应商名称	采购额	占采购总额比例
晋能控股煤业集团有限公司	273650.47	55.65
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	14469.15	2.94
天津市浩晟煤业有限公司	10190.79	2.07
山西硕基物贸有限公司	8162.10	1.66
郑州嘉瑞供应链管理有限公司	6324.46	1.29
合计	312796.98	63.61

资料来源：公司提供

(3) 热力业务

公司供热量及供热业务收入规模持续扩大，公司热力业务运行稳定，但仍处于政策性亏损。

热力业务是公司主营业务的重要组成部分，除同华发电和塔山发电外，公司其他火电机组均具备供热能力。2018—2020 年，公司供热量快速增长，年均复合增长 8.61%；供热价格整体波动不大；公司热力业务毛利率分别为-45.63%、-28.38%和-21.32%，处于持续亏损状态，但亏损幅度持续收窄。

表 6 公司供热情况（单位：万吉焦、元/吉焦）

时间	总供热量	平均供热价格
2018 年	2922.78	23.19
2019 年	3203.64	24.24
2020 年	3447.97	23.46

资料来源：公司提供

3. 经营效率

公司经营效率略有下降，整体经营效率有待提升。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数分别为 3.81 次、3.32 次和 2.57 次；存货周转次数分别为 12.13 次、12.28 次和 10.14 次；总资产周转次数分别为 0.23 次、0.24 次和 0.22 次，整

体有所下降。与同行业公司相比，公司经营效率处较低水平。

表 7 2020 年同业经营效率对比情况（单位：次）

主体名称	晋控电力	格盟国际能源有限公司	山西国际电力集团有限公司
销售债权周转次数	2.57	4.06	5.58
存货周转次数	10.14	15.57	24.14
总资产周转次数	0.22	0.23	0.35

资料来源：联合资信根据公开数据整理

4. 在建工程及未来发展

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

截至 2021 年 6 月底，公司主要在建工程为漳泽发电厂 2×100 万千瓦“上大压小”改扩建工程（以下简称“漳泽百万项目”），项目于 2017 年 6 月开始建设，计划于 2021 年完工。项目计划总投资 87.55 亿元，尚需投资 13.09 亿元，后续投资压力尚可。

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

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

表 8 截至 2021 年 6 月底主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	机组类型	计划总投资	截至 2021 年 6 月底已完成投资	计划完工时间
漳泽百万 2×100 万千瓦	火电	87.55	74.46	2021 年

资料来源：公司提供

5. 关联交易

公司关联采购规模较大,但交易价格公允。

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

表9 公司主要关联交易情况(单位:万元、%)

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

资料来源:公司年报

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年度财务报告,中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,其中2018年出具了带强调事项段(提醒财务报表使用者关注,公司2018年度归属于母公司股东的净利润为31938.81万元,其利润主要来源于非经常性损益,扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为-64857.73万元)、无保留意见审计结论,2019年及2020年均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年半年度财务报表未经审计。

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,公司协议转让山西漳电科学技术研究院(有限公司),并注销山东漳泽电力售电有限公司。2021年1—6月,公司合并范围较上年底减少1家子公司,截至2021年6月底,公司合并范围子公司共68家。考虑到公司合并范围变化不大,且主营未发生变化,公司财务数据可比性强。

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

截至2021年6月底,公司合并资产总额590.46亿元,所有者权益89.02亿元(含少数股

东权益3.52亿元);2021年1—6月,公司实现营业收入58.99亿元,利润总额0.32亿元。

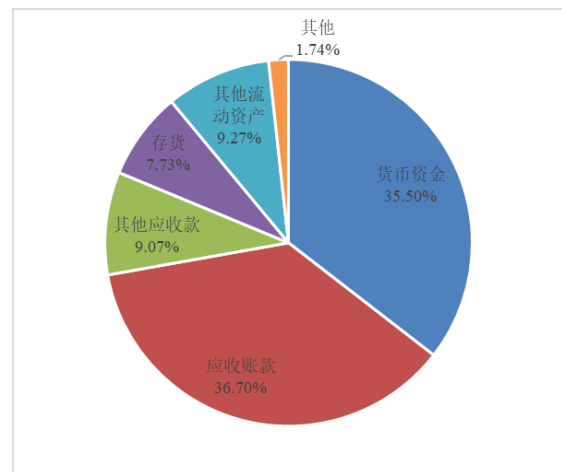
2. 资产质量

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

2018—2020年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长6.22%。截至2020年底,公司合并资产总额568.54亿元,较年初增长11.62%,主要系非流动资产增加所致。其中,流动资产占23.88%,非流动资产占76.12%。公司资产以非流动资产为主,资产结构较年初变化不大。

2018—2020年末,公司流动资产规模波动下降,年均复合下降1.31%。截至2020年底,公司流动资产135.75亿元,较年初增长20.79%,主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产构成见下图。

图5 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末,公司货币资金持续增长,年均复合增长8.30%。截至2020年底,公司货币资金48.19亿元,较年初增长15.36%,主要系银行承兑汇票保证金增加所致。货币资金中有31.75亿元受限资金,受限比例为65.89%,主要为办理银行承兑汇票保证金。

2018—2020年末,公司应收账款持续增长,年均复合增长28.66%。截至2020年底,公司应

收账款账面价值为49.82亿元，较年初增长30.91%，主要系应收新能源电费补贴款增加所致，对公司运营资金形成一定占用。应收账款账龄在1年以内的占56.77%，1-2年的占20.54%，2-3年的占15.68%，3年以上的占7.02%，累计计提坏账1.53亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为38.84亿元，占比为75.64%，集中度较高，但考虑欠款方主要为各省电力公司，回收风险不大。

2018—2020年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降46.77%。截至2019年底，公司其他应收款10.48亿元，较年初下降75.88%，主要由于当期收回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”）债权债务转让款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”）股权转让款。截至2020年底，公司其他应收款12.31亿元，较年初增长17.48%，主要系新增苏晋塔山发电有限公司占用塔山发电的水、燃气等发生的介质占用费所致。公司其他应收款主要为融资租赁保证金（6.60亿元）及其他经营性应收款（5.69亿元）。

2018—2020年末，公司存货波动增长，年均复合增长11.79%。截至2020年底，公司存货10.50亿元，较年初增长33.34%，主要系四季度发电量较多，公司燃料采购量同比增加以及年底燃煤价格大幅上升所致。存货主要由原材料（10.28亿元）构成，累计计提跌价准备0.06亿元。

2018—2020年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长5.32%。截至2020年底，公司其他流动资产12.58亿元，较年初增长12.82%。公司其他流动资产主要为未抵扣增值税进项税。

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长8.96%。截至2020年底，公司非流动资产432.79亿元，较年初增长9.02%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占6.60%）、固定资产（占66.43%）和在建工程（占21.59%）构成。

2018—2020年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长40.58%。截至2020年底，公

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

2018—2020年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长1.25%。截至2020年底，公司固定资产287.51亿元，较年初增长4.67%，主要系部分在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占18.39%）和机器设备（占81.46%）构成，累计计提折旧183.65亿元；固定资产成新率75.38%，成新率较高。

2018—2020年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长35.90%。截至2020年底，公司在建工程93.43亿元，较年初增长27.90%，主要系对漳泽百万项目、芮城99MW风电项目以及织女泉风电项目投入所致。

截至2021年6月底，公司合并资产总额590.46亿元，资产规模及资产结构较上年底变化不大。

截至2021年6月底，公司受限资产合计186.16亿元，占同期资产总额的31.53%，受限比例一般。

表10 截至2021年6月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	35.52	其中 1.14 亿元为定期存单，用于质押贷款和项目保证借款；34.38 亿元为办理银行承兑汇票保证金。
使用权资产	130.69	融资租赁租入固定资产
在建工程	19.95	借款抵押
合计	186.16	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020 年公司发行永续中期票据带动所有者权益有所增长；公司权益稳定性好。

2018—2020年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长3.40%。截至2020年底，公司所有者权益86.22亿元，较年初增长7.92%，主要系新增其他权益工具所致，该其他权益工具系2020年9月发行的“20漳泽电力 MTN003”，当前余额为4.00亿元，期限为（3+N）年。归属于母公司所有者权益占比为95.54%，少数股东权益占比为4.46%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和其他权益工具分别占37.35%、53.52%、2.93%、1.60%和4.82%。所有者权益结构稳定性好。

截至2021年6月底，公司所有者权益89.02亿元，规模及构成均较上年底变化不大。

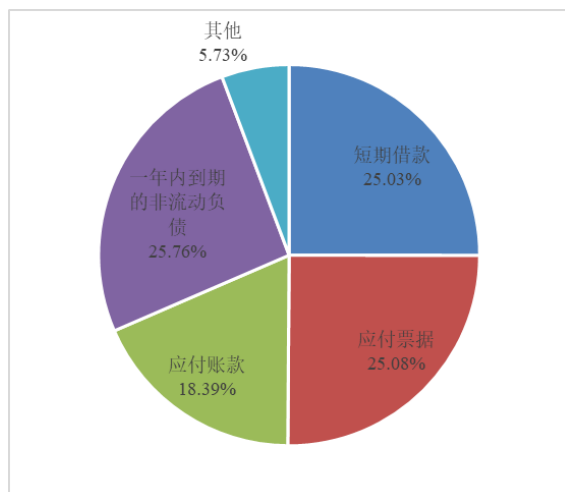
（2）负债

公司债务负担重，且存在短期偿债压力，但公司债务中信用借款占比高，银行对公司的认可程度高。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长6.75%。截至2020年底，公司负债总额482.32亿元，较年初增长12.31%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占58.40%，非流动负债占41.60%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长6.77%。截至2020年底，公司流动负债281.68亿元，较年初增长12.85%，主要系应付票据增加所致。公司流动负债构成见下图。

图6 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长0.01%。截至2020年底，公司短期借款70.51亿元，较年初增长4.70%。公司短期借款以信用借款为主（占84.96%）。

2018—2020年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长51.59%。截至2020年底，公司应付票据70.65亿元，较年初增长35.12%，主要系公司增加票据融资方式所致。

2018—2020年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长4.29%。截至2020年底，公司应付账款51.81亿元，较年初增长19.29%，主要系随着公司在建工程的推进，应付工程款、材料及服务费增加所致。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长3.30%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债72.56亿元，较年初下降2.50%，主要为一年内到期的长期借款（占38.41%）、一年内到期的应付债券（占20.67%）及一年内到期的长期应付款（占40.60%）。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长6.73%。截至2020年底，公司非流动负债200.64亿元，较年初增长11.55%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占54.56%）和长期应付款（占40.74%）构成。

2018—2020年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长1.09%。截至2020年底，公司长期借款109.46亿元，较年初增长18.23%；长期借款主要由质押借款（占23.28%）、保证借款（占66.44%）和信用借款（占33.72%）构成。

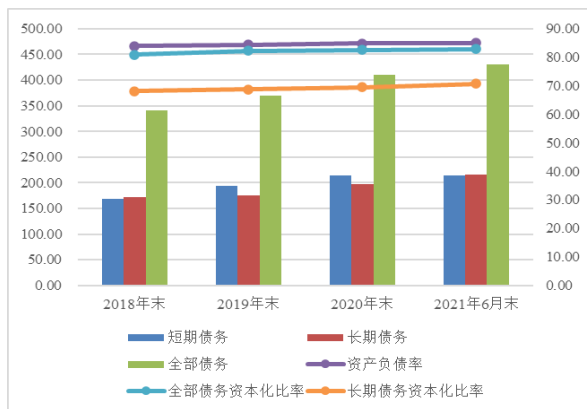
2018—2020年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长17.36%。截至2020年底，公司长期应付款81.74亿元，较年初增长5.28%，主要系融资租赁款增加所致。公司长期应付款主要系融资租赁款，已计入长期债务核算。

有息债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长9.67%。从债务指标看，2018—2020年，公司资产负债率分别为84.00%、84.32%和84.84%，全部债务资本化比

率分别为80.89%、82.24%和82.64%，长期债务资本化比率分别为68.09%、68.78%和69.53%，均持续增长，公司债务负担重。截至2020年底，公司全部债务410.42亿元，较年初增长10.92%。债务结构方面，短期债务占52.07%，长期债务占47.93%，结构相对均衡。

如将永续中期票据调入长期债务，截至2020年底，公司全部债务增至414.39亿元。债务结构方面，短期债务213.72亿元（占51.57%），长期债务200.67亿元（占48.43%）。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为85.53%、83.44%和70.93%，较调整前分别上升0.70个百分点、0.80个百分点和1.40个百分点。

图7 公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从公司长期债务到期分布情况看，公司长期债务分布较为均匀。

表11 公司长期债务到期分布情况（单位：亿元）

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

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

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年6月底，公司负债总额501.45亿元，较上年底增长3.96%，主要系长期借款及长期应付款增加所致。截至2021年6月底，公司全

部债务429.64亿元，较上年底增长4.68%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占49.83%，长期债务占50.17%，结构相对均衡。从债务指标看，截至2021年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.92%、82.84%和70.77%，较上年底分别提高0.09个百分点、0.20个百分点和1.25个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2021年6月底，公司全部债务增至436.60亿元。债务结构方面，短期债务214.09亿元（占49.03%），长期债务222.52亿元（占50.97%）。从债务指标来看，截至2021年6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86.10%、84.18%和73.06%，较调整前分别上升1.18个百分点、1.34个百分点和2.29个百分点。

4. 盈利能力

公司收入基本保持稳定，盈利水平有所上升，非经常性损益对公司利润形成重要补充；公司期间费用规模较大，对利润形成侵蚀。

2018—2020年，公司营业收入波动增长，年均复合增长2.02%；利润总额分别为0.25亿元、0.99亿元和4.13亿元。其中2020年，公司利润总额同比增加3.14亿元，主要系燃煤采购成本下降及对联营企业确认的投资收益同比增加所致。

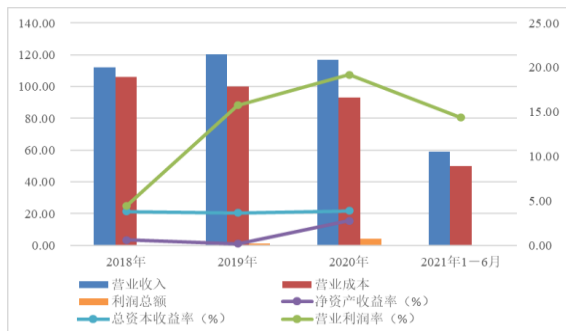
从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长5.30%。2020年，公司费用总额为19.61亿元，同比增长3.80%，以管理费用（占9.96%）和财务费用（90.04%）为主。其中，管理费用为1.95亿元，同比增长9.69%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为17.66亿元，同比增长3.26%，主要系债务规模扩大所致。2018—2020年，公司期间费用率分别为15.75%、15.71%和16.78%，公司费用控制能力有待提升。

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) 和前期亏损较为严重的原山西漳泽电力股份有限公司蒲州发电分公司(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。2018—2020 年, 公司投资收益分别为 3.03 亿元、0.89 亿元和 1.56 亿元; 营业外收入分别为 10.12 亿元、1.13 亿元和 0.66 亿元。

盈利指标方面, 2018—2020 年, 公司总资产收益率分别为 3.82%、3.66%和 3.90%, 波动增长; 净资产收益率分别为 0.61%、0.20%和 2.76%, 波动增长。公司盈利能力有所提升。

图8 公司盈利情况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

与同行业公司相比, 公司盈利能力处于较低水平。

表12 2020年同行业公司盈利能力指标情况

(单位: 亿元、%)

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

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

2021 年 1—6 月, 公司实现营业收入 58.99 亿元, 同比增长 9.91%, 主要系下游电力需求旺盛, 公司发电量同比增长所致; 实现利润总额 0.32 亿元, 同比大幅下降 83.86%, 主要系 2021 年以来燃煤价格高位运行导致成本上升所致。

5. 现金流分析

公司经营活动现金净流入规模持续扩大,

收入实现质量有所上升; 2020 年, 公司经营活动净现金流入已无法覆盖投资活动净现金流出, 公司存在一定外部融资需求。

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入分别为 111.36 亿元、112.95 亿元和 122.89 亿元, 持续增长, 年均复合增长 5.05%; 同期, 公司经营活动现金流出分别为 91.17 亿元、90.78 亿元和 94.45 亿元, 波动增长, 年均复合增长 1.78%。2018—2020 年, 公司经营活动现金净额分别为 20.18 亿元、22.17 亿元和 28.44 亿元。2018—2020 年, 公司现金收入比分别为 98.19%、92.18%和 103.93%, 波动增长, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入分别为 24.65 亿元、38.35 亿元和 5.44 亿元, 波动下降, 年均复合下降 53.02%; 其中 2018 年主要包括收回委托贷款 17.14 亿元, 2019 年主要为收回原蒲洲发电债权债务转让款; 同期, 公司投资活动现金流出分别为 31.49 亿元、44.15 亿元和 38.48 亿元, 波动增长, 年均复合增长 10.54%。2018—2020 年, 公司投资活动现金净额分别为 -6.84 亿元、-5.79 亿元和 -33.04 亿元。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 13.34 亿元、16.37 亿元和 -4.60 亿元, 由净流入转为净流出, 公司存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入分别为 165.48 亿元、176.86 亿元和 194.83 亿元, 年均复合增长 8.50%; 同期, 公司筹资活动现金流出分别为 190.58 亿元、204.90 亿元和 191.55 亿元, 年均复合增长 0.25%。2018—2020 年, 公司筹资活动现金净额分别为 -25.10 亿元、-28.04 亿元和 3.27 亿元, 由净流出转为净流入。

表13 公司现金流情况(单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	111.36	112.95	122.89	54.99
经营活动现金流出小计	91.17	90.78	94.45	50.82
经营活动现金流量净额	20.18	22.17	28.44	4.17

投资活动现金流入小计	24.65	38.35	5.44	0.00
投资活动现金流出小计	31.49	44.15	38.48	8.93
投资活动现金流量净额	-6.84	-5.79	-33.04	-8.93
筹资活动前现金流量净额	13.34	16.37	-4.60	-4.76
筹资活动现金流入小计	165.48	176.86	194.83	92.69
筹资活动现金流出小计	190.58	204.90	191.55	84.70
筹资活动现金流量净额	-25.10	-28.04	3.27	8.00
现金收入比	98.19	92.18	103.93	91.46

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年1—6月，公司经营活动净现金流入4.17亿元，投资活动现金净流出8.93亿元，筹资活动现金净流入8.00亿元。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率分别为56.40%、45.03%和48.19%，速动比率分别为53.00%、41.87%和44.47%，公司经营现金流动负债比率分别为8.17%、8.88%和10.10%，公司现金短期债务比分别为0.25倍、0.23倍和0.23倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA分别为32.28亿元、37.01亿元和41.00亿元，持续增长。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数分别为1.88倍、2.08倍和2.17倍，持续增长，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA分别为10.57倍、10.00倍和10.01倍，波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2021年6月底，公司合并口径无对外担保。

截至2021年6月底，公司已获授信总额359.74亿元，尚未使用额度101.77亿元，公司间接融资渠道通畅，公司系上市公司，具备资本市场融资渠道。

截至2021年6月底，公司不存在重大未决诉讼情况。

7. 母公司财务分析

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

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

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

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

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

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

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

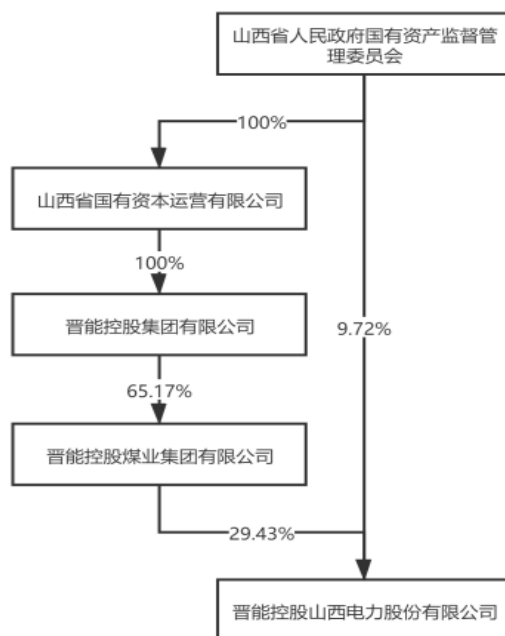
九、结论

公司作为晋控煤业集团下属上市电力平台，在行业地位、生产规模、股东支持等方面具备综合优势。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、债务负担重且财务费用对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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，在发电装机规模、燃料供应以及电力装机结构优化等方面或将得到股东的支持，公司市场竞争实力有望进一步增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

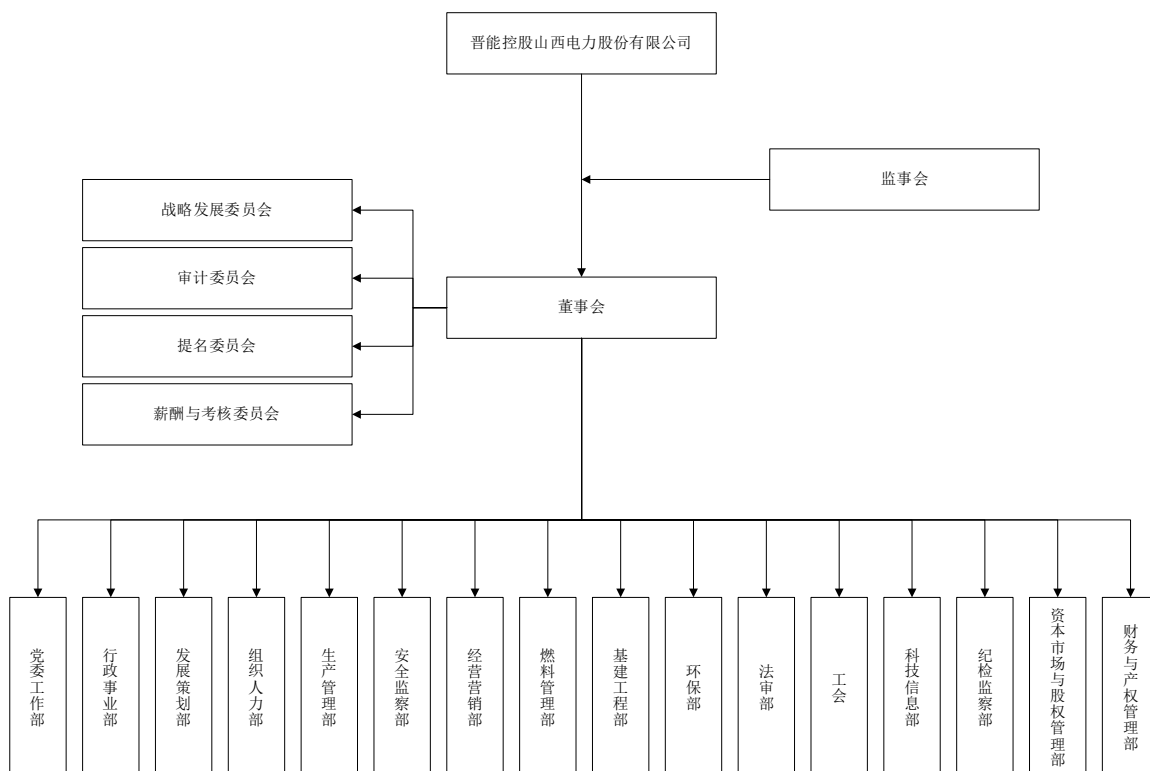
综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底晋能控股山西电力股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底晋能控股山西电力股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 6 月底晋能控股山西电力股份有限公司 主要子公司情况

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

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.02	44.02	49.08	56.01
资产总额（亿元）	503.89	509.36	568.54	590.46
所有者权益（亿元）	80.64	79.89	86.22	89.02
短期债务（亿元）	169.24	194.05	213.72	214.09
长期债务（亿元）	172.03	175.98	196.70	215.56
全部债务（亿元）	341.26	370.03	410.42	429.64
营业收入（亿元）	112.30	120.25	116.88	58.99
利润总额（亿元）	0.25	0.99	4.13	0.32
EBITDA（亿元）	32.28	37.01	41.00	--
经营性净现金流（亿元）	20.18	22.17	28.44	4.17
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.81	3.32	2.57	--
存货周转次数（次）	12.13	12.28	10.14	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.24	0.22	--
现金收入比（%）	98.19	92.18	103.93	91.46
营业利润率（%）	4.41	15.77	19.21	14.37
总资本收益率（%）	3.82	3.66	3.90	--
净资产收益率（%）	0.61	0.20	2.76	--
长期债务资本化比率（%）	68.09	68.78	69.53	70.77
全部债务资本化比率（%）	80.89	82.24	82.64	82.84
资产负债率（%）	84.00	84.32	84.84	84.92
流动比率（%）	56.40	45.03	48.19	54.82
速动比率（%）	53.00	41.87	44.47	50.52
经营现金流动负债比（%）	8.17	8.88	10.10	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.23	0.23	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	2.08	2.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.57	10.00	10.01	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告数据单位除特别说明外均为人民币；3. 合并口径长期应付款中的融资租赁款纳入长期债务核算；4. 公司 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未经年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.82	28.82	33.72	40.13
资产总额（亿元）	270.10	269.69	292.90	302.85
所有者权益（亿元）	82.21	81.20	84.41	85.81
短期债务（亿元）	94.20	139.55	159.56	170.13
长期债务（亿元）	28.50	24.97	23.02	16.34
全部债务（亿元）	122.70	164.52	182.58	186.47
营业收入（亿元）	31.33	35.62	36.47	18.74
利润总额（亿元）	6.36	-1.04	-0.76	-1.58
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-1.69	-2.25	13.28	3.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.39	6.50	5.85	--
存货周转次数（次）	15.53	18.32	19.11	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.13	0.13	--
现金收入比（%）	82.80	73.23	109.54	85.76
营业利润率（%）	0.49	12.52	19.03	9.25
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	7.03	-1.25	-0.90	--
长期债务资本化比率（%）	25.74	23.52	21.43	15.99
全部债务资本化比率（%）	59.88	66.95	68.38	68.48
资产负债率（%）	69.56	69.89	71.18	71.67
流动比率（%）	74.87	73.53	77.15	76.08
速动比率（%）	73.61	72.58	76.23	75.25
经营现金流动负债比（%）	-1.11	-1.48	7.55	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.21	0.21	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 母公司 2021 年半年度财务数据未经审计，相关指标未经年化
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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

联合资信评估股份有限公司关于 晋能控股山西电力股份有限公司 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，联合资信将在晋能控股山西电力股份有限公司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。

晋能控股山西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。晋能控股山西电力股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对晋能控股山西电力股份有限公司信用等级产生较大影响的重大事项，晋能控股山西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晋能控股山西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，如发现晋能控股山西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晋能控股山西电力股份有限公司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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如晋能控股山西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晋能控股山西电力股份有限公司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晋能控股山西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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。