跟踪评级公告

联合[2018] 182 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中铝宁夏能源集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17中铝宁夏CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年四月三十日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中铝宁夏能源集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 中铝宁夏 CP001	5 亿元	2018/8/4	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 1 月 30 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	12.82	12.51	21.95	17.37
资产总额(亿元)	279.72	285.86	299.32	295.64
所有者权益(亿元)	52.65	54.03	68.47	70.75
调整后短期债务(亿元)	40.62	31.97	42.97	43.73
调整后长期债务(亿元)	153.35	158.87	157.56	154.53
调整后全部债务(亿元)	193.97	190.84	200.54	198.26
营业收入(亿元)	46.76	39.29	41.71	40.06
利润总额 (亿元)	-11.10	2.01	3.19	3.31
EBITDA(亿元)	12.31	23.80	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	20.04	22.82	18.05	20.67
营业利润率(%)	30.45	30.35	26.73	31.81
净资产收益率(%)	-23.19	3.51	4.47	--
资产负债率(%)	81.18	81.10	77.13	76.07
调整后全部债务资本化比率(%)	78.65	77.94	74.55	73.35
流动比率(%)	60.02	53.43	65.80	70.57
经营现金流动负债比(%)	29.68	35.93	26.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.76	8.02	7.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	1.74	2.25	--

注：1、其他流动负债中的短期融资券已计入调整后短期债务；2、长期应付款中的有息部分已计入调整后长期债务；3、2017 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

柳丝丝　张 超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：中国人保财险大厦 17 层 （100022）
北京市朝阳区建国门外大街 2 号

网址：www.lhratings.com

评级观点

中铝宁夏能源集团有限公司（以下简称“公司”）是中国铝业股份有限公司（以下简称“中国铝业”）旗下专门从事电力生产、煤炭开采和新能源设备制造销售的企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了公司在业务多元化布局、区域资源、股东支持等方面具备的综合优势。同时，联合资信也关注到，公司债务负担较重、区域风电限电、新能源设备需求低迷等因素给公司经营状况带来的负面影响。

跟踪期内，公司收入规模同比增长，整体毛利率水平波动增长，公司整体经营状况正常。2017 年前三季度，公司营业利润相较 2016 年实现扭亏，但受煤炭行业景气度回升影响，公司火电发电成本上行，该板块毛利率持续下降。

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 中铝宁夏 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 公司地处宁夏回族自治区，当地煤炭资源丰富，为公司发展提供了良好外部环境。
2. 公司控股股东为中国铝业股份有限公司，其余 3 家股东也为国有大型企业，股东实力强。
3. 跟踪期内，公司新能源发电限电情况有所缓解，2017 年前三季度光伏发电板块毛利率增幅明显。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流对“17中铝宁夏CP001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，受煤炭成本增长影响，公司火力发电板块毛利率水平降幅明显。
2. 跟踪期内，公司债务水平有所下降，但整体仍维持较高水平，债务负担仍较重。

3. 公司利润水平受投资收益和营业外收入影响较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中铝宁夏能源集团有限公司（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。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中铝宁夏能源集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中铝宁夏能源集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中铝宁夏能源集团有限公司（以下简称“公司”）成立于2003年6月，注册资本为9亿元人民币。期间经历多次股权变更和增资，截至2011年底，公司注册资本为35.73亿元人民币。2013年1月，公司进行了增资扩股并变更了名称，注册资本由35.73亿元变更为50.26亿元，新增注册资本全部由中国铝业股份有限公司（简称“中国铝业”）缴纳，公司名称由“宁夏发电集团有限责任公司”变更为“中铝宁夏能源集团有限公司”，实际控制人变更为中国铝业；2015年2月，公司第二大股东宁夏国有投资运营有限公司转让其持有的17.96%股权给宁夏惠民投融资有限公司（以下简称“惠民投融资”），惠民投融资为宁夏财政厅全资公司。截至2017年9月底，公司股权结构如下：

表1 公司股权结构情况（单位：万元、%）

股东名称	注册资本金额	持股比例
中国铝业股份有限公司	355938.00	70.82
宁夏惠民投融资有限公司	90258.00	17.96
北京能源投资(集团）有限公司	28442.00	5.66
宁夏电力投资集团有限公司	27942.00	5.56
合计	**502580.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司是主导以区内用电和引导以区外送电为主的电源项目建设的地方发电主体，主营火力发电、风力发电及其设备制造、光伏发电及其设备制造、煤炭、铁路运营、新能源开发利用等业务。目前，公司已形成火力发电、风力发电、太阳能发电、煤炭生产、装备制造五大产业板块。

公司内设办公室、计划发展部、生产技术部、市场营销部、安全环保部、人力资源部、财务管理部等职能部门。截至2017年9月底，公司共有子公司23个，其中全资子公司5家、控股子公司9家、参股公司9家。其中实际控制子公司宁夏银星能源股份有限公司为A股上市公司（以下简称“银星能源”，股票代码：000862.SZ）。

截至2016年底，公司合并资产总额为299.32亿元，所有者权益合计为68.47亿元（其中少数股东权益16.32亿元）。2016年，公司实现营业收入41.71亿元，利润总额3.19亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为295.64亿元，所有者权益合计为70.75亿元（其中少数股东权益17.20亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入40.06亿元，利润总额3.31亿元。

公司注册地址：宁夏银川市西夏区黄河西路520号；法定代表人：朱润洲。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2017年8月发行了短期融资券“17中铝宁夏CP001”，募集金额5亿元，期限365天，用于归还银行借款。截至报告日，募集资金均已按照规定用途使用完毕。

表2 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17中铝宁夏CP001	5.00	5.00	2017/8/4	2018/8/4

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。

在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，

外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业及区域经济概况

公司主营收入主要来自电力和煤炭板块，电力和煤炭行业发展情况直接影响到公司的经营状况。

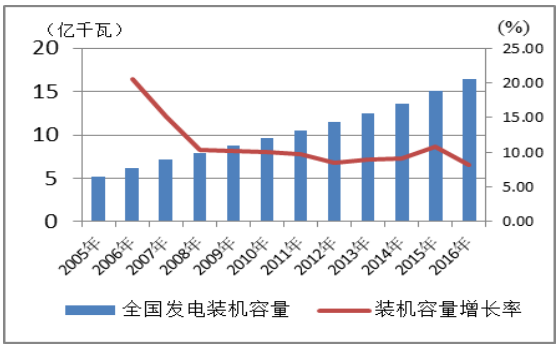
（一）电力行业

1. 行业概况

2006~2016 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2016 年，全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资 8855 亿元、同比增长 3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015~2020 年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资 5426 亿元、同比增长 16.9%；电源工程建设完成投资 3429 亿元，同比下降 12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，火电完成投资 1174 亿元，水电完成投资 612 亿元，核电完成投资 506 亿元，风电完成投资 896 亿元。

2006 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8.0%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2016 年底，全国全口径发电装机容量达到 16.5 亿千瓦，同比增长 8.2%。其中，火电装机容量 10.5 亿千瓦（含气电），占全部装机容量的 63.6%，同比增长 6.1%；水电装机容量 3.3 亿千瓦（含抽水蓄能 2669 万千瓦），占全部装机容量的 20.2%，同比增长 3.9%；核电装机容量 0.34 亿千瓦，同比增长 30.77%；并网风电装机容量 1.5 亿千瓦，同比增长 16.28%；并网太阳能发电装机容量 0.77 亿千瓦，同比增长 79.07%。清洁能源装机占比达到了 36.0%，且增幅较快。

图1　近年中国发电装机容量变动情况



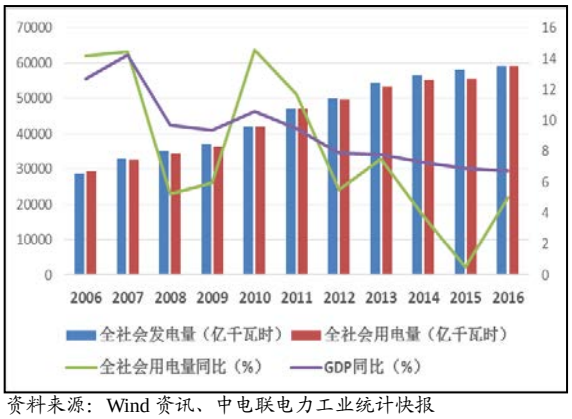
资料来源：中电联电力工业统计快报

2016 年，全国全口径发电量 59897 亿千瓦时，比上年增长 5.2%。分类型看，火电发电量 42886 亿千瓦时，同比上升 2.4%，占全国发电量的 71.6%，比上年降低 1.9 个百分点；水电发

电量 11807 亿千瓦时，同比增长 6.2%，占全国发电量的 19.7%，比上年提高 0.2 个百分点。

2016 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降，为 3785 小时，同比降低 203 小时，是 1964 年以来最低水平。其中，火电设备平均利用小时 4165 小时，同比降低 199 小时；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比增加 31 小时；核电设备平均利用小时 7042 小时，同比降低 361 小时；风电设备平均利用小时 1742 小时，同比增加 14 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求增长趋缓，同时火电设备平均利用小时数减少，而主要清洁能源发电设备平均利用小时数小幅增长，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图2　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：Wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2016 年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量 59198 亿千瓦时，同比增长 5.0%，大幅超过 2015 年全社会用电量仅 0.5%的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量 1075 亿千瓦时，同比增长 5.3%；第二产业用电量 42108 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第三产业用电量 7961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8054 亿千瓦时，同比增长 10.8%。工业用电量 41383 亿千瓦时，同比增长 2.9%；其中，轻工业用电量 7016 亿千瓦时，同比增长 4.4%，重工业用电量 34367 亿千瓦时，同比增长 2.6%。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，随着电煤价格的低位盘整，火电上网电价呈现逐步下降趋势。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力。

但进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。2017年前三季度，动力煤价格波动下降，但整体仍维持在较高水平，截至2017年9月27日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为586元/吨。近期电煤价格维持高位进一步加剧了电力企业的经营压力。

2016年是“十三五”开局之年，国家一方面在电力体制各个层面的政策频出，另一方面各地电改试点也全面推进。截至2016年底，中国电力体制改革试点已覆盖29个省（区、市）（含新疆生产建设兵团）。2016年3月1日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，标志着中国电力市场建设迈出关键一步，此后，各地电力交易中心纷纷组建。2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。输配电价方面，有安徽、湖北、北京、冀

北等11家省级电网输配电价标准已获得国家发改委批复执行；有15家省级电网正处于输配电价测算阶段。此外，南方电网公司也在五省区开展了改革，这意味着2017年中国将实现输配电价改革试点在省级电网全覆盖。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。同时，国家也在陆续颁布相关政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业展望

2016年11月，国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确主要目标和重点任务，是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标，供应能力方面：预计 2020 年全社会用电量 6.8~7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6%~4.8%，全国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%，人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到 27%。电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到 15%的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机增加 5000 万千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%；电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安；节能减排方面：力争淘汰火电落后产能 2000 万千瓦以上。

（二）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。2015年底，全国煤矿产能总规模为57亿吨，其中有超过8亿吨为未

经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为39亿吨，同期新建及扩产的产能为14.96亿吨，全国原煤产量而根据国家统计局预测的2015年煤炭消费量39.52亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩17.48亿吨，产能过剩明显，供求矛盾进一步扩大。2016年随着国家去产能政策的逐步推进，全年共退出煤炭产能约为2.9亿吨，总体上对煤炭供求矛盾有一定程度的缓解。

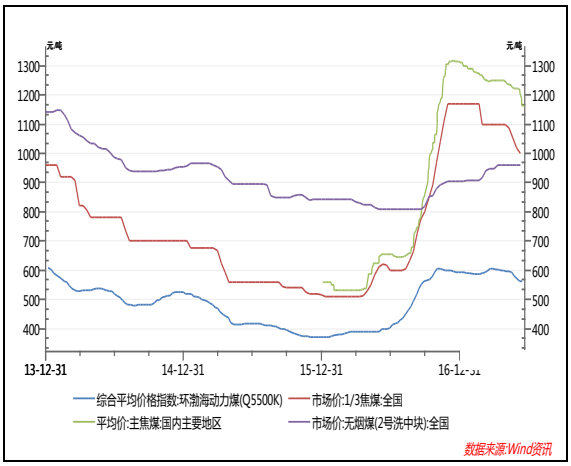
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图3　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

自 2013 年以来，煤炭市场持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至最低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 372 元/吨、515 元/吨、559 元/吨和 844.20 元/吨。进入 2016 年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年 12 月 31 日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3 焦煤、主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）煤炭价格分别是 593 元/吨、1170 元/吨、1312 元/吨和 903 元/吨，分别较 2015 年底大幅增长 59.41%、127.18%、134.70%和 6.99%。进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至 2017 年 9 月 13 日，山西产主焦煤平均价格为 1260.00 元/吨；截至 2017 年 9 月 13 日，晋城产无烟中块坑口含税价为 990.00 元/吨。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。

2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2017 年 4 月，《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，要求在建煤矿项目应

严格执行减量置换政策或化解过剩产能的任务。

2017 年 6 月，《煤矿安全生产“十三五”规划》，强调加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。

去产能政策的推行无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但去产能目前仍处于初级阶段，未来仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

随着煤炭去产能的逐步推进，煤炭行业的低迷有望改善

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调

控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力已有所恢复。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合及去产能政策的持续完善，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（三）区域经济发展概况

公司位于宁夏自治区银川市，宁夏自治区国民经济的发展为公司提供了良好的发展机遇。根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2016年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值 3150.06 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.1%。其中，第一产业增加值 239.96 亿元，同比增长 4.5%；第二产业增加值 1475.51 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 1434.59 亿元，增长 9.1%。按常住人口计算，2016 年全区人均生产总值 46919 元，名义增速 7.0%。

2016 年宁夏全社会完成固定资产投资 3835.46 亿元，比上年增长 8.6%。其中，房地产开发投资 728.16 亿元，同比增长 14.9%。

2016年，宁夏完成全区一般公共预算总收入642.78亿元，比上年增长5.3%，完成地方一般公共预算收入387.65亿元，同口径增长8.0%。其中，完成税收收入246.55亿元，下降3.8%；完成非税收收入141.10亿元，增长20.5%。全区一般公共预算支出1257.69亿元，同口径增长10.2%。同期，城镇和农村常驻居民人均可支配收入分别达27153元和9851.6元，分别较2015年名义增长7.8%和8.0%。

总体看，宁夏自治区经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至2017年9月底，公司注册资本50.26亿元，公司直接控制人为中国铝业，其控制公司股权比例70.82%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。此外，宁夏惠民投融资有限公司持股17.96%，北京能源投资（集团）有限公司持股5.66%，宁夏电力投资集团有限公司持股5.56%。

公司的控股股东中国铝业成立于 2001 年 9 月 10 日，注册资本 135.24 亿元，经营范围为：铝、镁矿产品、冶炼产品、加工产品的生产、销售等。中国铝业控股股东为中铝公司，隶属于国务院国有资产监督管理委员会。国务院国有资产监督管理委员会作为国家授权投资机构，对中国铝业行使国有股权管理职能。中铝公司主要从事矿产资源开发、有色金属冶炼加工、相关贸易及工程相关技术服务等，是目前全球第二大氧化铝、第三大电解铝生产商和第五大铝加工材供应商，同业综合实力位居全国第一。截至 2016 年底，中国铝业资产总额 1900.77 亿元，负债总额 1344.89 亿元，所有者权益 555.87 亿元；2016 年实现营业收入 1440.66 亿元，实现净利润 12.55 亿元，2016 年，中国铝业进一步控制成本费用支出，使氧化铝产品成本较去年同期大幅下降，净利润较 2015 年进

一步提升。

中国铝业对公司的定位是：中国铝业的煤炭开发基地、电力管理基地、绿色能源基地、煤电铝一体化基地、电力和煤炭人才培训基地。中国铝业凭借自身的的综合实力，能够为公司的发展提供必要的资源支持。

2．企业规模

公司是一家涉足煤炭、发电、新能源设备制造等领域的能源企业，其中公司发电业务涵盖火力发电、风力发电和光伏发电。

火力发电板块，截至 2017 年 9 月底，公司火电总权益装机容量 453.4 万千瓦，其中宁东马莲台电厂和宁夏六盘山热电厂为公司全资控股装机，总装机容量 132 万千瓦；宁夏银星发电有限责任公司（以下简称“银星电厂”）机组为公司 51.00%控股的装机容量，总装机容量 132 万千瓦，其余参股权益装机容量 255.40 万千瓦。2016 年，公司上网电量共计 60.24 亿千瓦时，2017 年 1~9 月上网电量 44.39 亿千瓦时。

风力发电板块，公司从 2003 年 6 月开始经营风力发电行业，建成宁夏第一座风力发电厂。截至 2017 年 9 月底，公司风电总装机容量 134 万千瓦，总权益装机容量 71 万千瓦。2016 年，公司风电上网电量 18.49 亿千瓦时，2017 年 1~9 月上网电量 13.68 亿千瓦时。

光伏发电板块，截至 2017 年 9 月底，公司光伏发电权益装机容量 20.33 万千瓦。2016 年上网电量为 2.61 亿千瓦时，2017 年 1~9 月上网电量为 2.55 亿千瓦时。

煤炭板块，公司现拥有王洼和银星两个矿区的开发权，两矿区煤炭资源量丰富、煤层赋存条件较好、开采技术条件较优越。截至2017年9月底，公司煤炭产能合计1150万吨/年。

新能源设备制造板块，该板块主要以风力发电设备和光伏发电设备制造为主。截至 2017 年 9 月底，公司风力发电机组产能 500 个/年，塔筒产能 450 套/年；2016 年生产风力发电机组 4 个，塔筒 69 套。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会、股东会审议通过了《关于修改公司章程的议案》，董事会增加 1 名职工代表董事。修改后，公司董事会由 8 名董事组成，其中中国铝业推荐 5 人、惠民投融资推荐 2 人，职工代表董事 1 名，经公司职工民主选举产生。

跟踪期内，公司原董事长许波先生不再担任相应职务，由公司原总经理朱润洲先生担任公司新任董事长，同时不再担任公司总经理职务；由李建国先生担任公司新任总经理。

公司董事长、党委书记朱润洲先生，1964 年生，1996 年 10 月~2000 年 8 月，任甘肃靖远发电厂副总工程师，兼任检修部主任、维修一部主任、甘肃光明监理工程公司华明分公司总经理；2001 年 6 月~2003 年 8 月，任甘肃靖远第一发电有限责任公司副总经理、白银华电供水有限公司董事长；2005 年 10 月~2007 年 8 月，任国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”）贵州分公司副总经理；2007 年 8 月~2008 年 11 月，任国电电力云南分公司副总经理、国电电力宣威发电有限责任公司总经理；2009 年 4 月~2012 年 3 月，任国电电力广西分公司总经理；2014 年 1 月~2017 年 11 月，任公司总经理、党委副书记。

公司总经理、党委副书记李建国先生，1962 年生，1988 年 7 月~1990 年 11 月任宁夏煤田地质局技术员、地质股副股长、项目负责人；1990 年 12 月~1992 年 2 月任宁夏煤田地质局第一勘探队副队长；1992 年 2 月~1994 年 12 月任宁夏煤田地质局局长助理兼科技开发科科长、劳动人事科科长；1994 年 12 月~1998 年 6 月任宁夏煤田地质局副局长；1998 年 6 月~2008 年 9 月任宁夏煤田地质局党委书记（正处级）、副局长；2008 年 9 月~2014 年 10 月任宁夏自治区地质矿产勘查开发局副局长、党委委员；2014 年 10 月~2017 年 11 月任中铝宁夏能源集团工会主席；2017 年 3 月~2017 年 11 月任中铝宁夏能源

集团副总经理。

总体看，公司新任高管人员在相关行业具有丰富经验，高管人员变动对公司正常生产经营未产生负面影响。跟踪期内，公司在其他高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

目前，从细分业务看，公司已形成以发电为主，煤炭、新能源设备制造为辅的业务板块。其中，发电业务包括火力发电、风力发电和光伏发电三部分；煤炭业务主要为煤炭开采和销售；新能源设备制造业务主要生产用于风力发电及光伏发电的机器设备。

2016年，公司实现营业收入41.71亿元，同比增长6.16%，主要系风力发电和煤炭板块收入回升所致。收入构成方面，公司主营业务以火力发电、风力发电和煤炭业务为主。各板块收入趋势方面，近年来，公司火电业务收入规模逐年下降，2016年同比下降10.64%，主要系发电量逐年下降且上网电价下调所致；同期，风力发电收入同比增长28.51%，主要系2015年下半年，宁夏地区对新能源实行全面限电，使得公司风电负荷下降较多，当年收入处于低位所致；2016年，煤炭产品收入同比增长20.30%，主要系煤炭行情景气度回升所致；光伏发电收入规模近年来保持相对稳定，2016年为2.29亿元；新能源设备制造业务因受市场环境影响，公司近年来减少对板块业务投入。

2016年，公司整体毛利率为30.01%，同比下降3.13个百分点，但整体盈利能力仍较强。分业务板块看，2016年，火力发电板块毛利率呈下降趋势，为11.77%，同比下降7.66个百分点，系煤炭市场回暖，发电成本升高所致；风力发电板块毛利率保持较高水平，2016年为49.81%。2015年，风力发电板块毛利率处于历史低位，主要系区域限电所致；2016年，煤炭业务毛利率为36.83%，保持相对稳定；光伏发电板块、新能源设备板块毛利率相较2015年变化不大，分别为51.02%和4.68%。

2017年1～9月，公司实现营业收入40.06亿元，比上年同期增长49.25%。其中，火电业务实现收入11.04亿元，较上年同期增长40.82%，主要系机组利用小时数同比增加，上网电量增加，且银星电厂于2017年9月纳入合并范围所致；煤炭产品实现收入18.90亿元，较上年同期增长165.08%，主要系受市场影响，煤炭售价同比大幅增长，且煤炭销量同比增加所致。同期，公司整体毛利率36.25%，较上年增长6.24个百分点，其中火力发电毛利率较上年下降2.98个百分点，主要系煤炭价格上涨，发电成本上升所致；风力发电毛利率较上年下降17.02个百分点，主要系四季度一般为大风季节，风电机组利用小时增加，因此前三季度比去年全年有所下降；光伏发电板块毛利率较上年增加9.23个百分点，主要系机组利用小时同比增加416小时所致；煤炭板块毛利率较2016年增长15.68个百分点，主要受煤炭价格上涨影响。

总体看，跟踪期内，公司收入规模呈增长趋势，受煤炭行情景气度回升影响，公司煤炭板块业务收入增幅较大。受煤炭价格上行影响，公司火力发电毛利率持续下降，但公司整体毛利率仍较高。

表3　公司营业收入及盈利情况（单位：万元、%）

主营业务	2014年			2015年			2016年			2017年1~9月		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
火力发电	195642.10	14.73	35.70	154526.27	19.43	32.00	138086.20	11.77	27.24	110417.62	8.79	24.11
风力发电	95136.21	51.12	17.36	89214.32	41.38	18.48	114651.92	49.81	22.62	64390.42	32.79	14.06

光伏发电	23376.78	47.63	4.27	23121.80	51.54	4.79	22882.48	51.02	4.51	22166.80	60.25	4.84
煤炭产品	155100.70	35.44	28.30	118238.33	38.06	24.49	142238.32	36.83	28.06	188974.88	52.51	41.27
新能源设备	51554.77	-9.55	9.41	66165.27	4.74	13.70	49907.47	4.68	9.84	2839.28	9.04	0.62
其他	27244.70	37.49	4.97	31583.69	8.10	6.54	39178.80	5.11	7.73	69100.82	7.43	15.09
抵消前合计	548055.30	27.16	100.00	482849.68	26.83	100.00	506945.19	27.96	100.00	457889.82	32.50	100.00
减：内部抵消	80408.13	--	--	89909.03	--	--	89859.29	--	--	57338.79	--	--
合计	**467647.13**	**31.70**	**100.00**	**392940.65**	**33.14**	**100.00**	**417085.90**	**30.01**	**100.00**	**400551.03**	**36.25**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：1.其他收入主要为煤田勘探转让收入、下属检修公司及新能源研究院等单位服务收入；2.内部抵消主要是公司下属煤炭生产企业与火电厂，下属风电设备制造企业与风电厂之间的内部交易的抵消。

火电板块

火力发电是公司主营业务之一，目前公司下辖全资火电企业包括宁夏马莲台发电厂（以下简称“马莲台发电厂”）、宁夏六盘山热电厂（以下简称“六盘山热电厂”）；参股火电企业包括宁夏中宁发电有限责任公司（简称“中宁发电公司”）、华电宁夏灵武发电有限公司、宁夏京能宁东发电有限公司、大唐国际大坝发电有限责任公司、华能宁夏能源有限公司。

马莲台发电厂

马莲台发电厂地处宁夏宁东能源化工基地，是宁夏发电集团独资建设的第一个火力发电厂，也是宁东能源化工基地第一个开工建设、第一个建成投产的重点工程。该厂规划容量2×330MW＋2×600MW＋2×1000MW，截至2017年9月底，装机容量为2×330MW。

表 4　马莲台发电厂外购电煤情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
重点合同签订量（万吨）	200	200	120	50
重点合同兑现率（%）	77	68	68	85
市场采购量(万吨)	57	39	81	79

资料来源：公司提供

马莲台发电厂电煤采购以合同采购为主，当地中小煤矿采购为辅。马莲台发电厂与神华宁夏煤业集团签订年度订货合同，以此降低发电成本。从近几年合同执行情况来看，重点合同兑现率较好。马莲台发电厂距离电煤供应地宁东煤田约 20 公里，全部采用汽车运输。2017年，考虑煤炭价格波动较大，马莲台发电厂与神华宁夏煤业集团签订长协合同量低于同期水平。

截至2016年底，马莲台发电厂资产总额19.54亿元；2016年实现营业收入6.52亿元，净利润1.41亿元，净利润较上年上涨22.61%。截至2017年9月底，马莲台发电厂资产总额18.35亿元；2017年1~9月，马莲台发电厂实现营业收入5.31亿元，净利润-0.17亿元。

表 5　马莲台发电厂经济技术指标表

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
发电量（亿千瓦时）	40.93	34.59	33.10	24.78
上网电量（亿千瓦时）	38	31.71	30.20	22.56
设备平均利用小时（时）	6202	5241	5016	3754
平均上网电价（元/千千瓦时）	239.38	229.66	202.90	220.21
综合厂用电率（%）	7.06	8.13	8.76	8.94
供电标准煤耗（克/千瓦时）	323.38	320.12	319.49	320.28
综合标准煤量（万吨）	124	104	98.97	73.78

资料来源：公司提供
注：平均上网电价为不含税价。

火电标杆上网电价由宁夏回族自治区物价局批复，并根据后续脱硫、脱硝、除尘等工程的完成情况，按照国家火电有关政策进行调整。2015年以来马莲台发电厂上网电价经历了两次降价调整，具体情况如下：2015年1月1日上网电价279.10元/千千瓦时（含税）；2015年4月19日起上网电价下调8元/千千瓦时（含税）；2016年1月1日起上网电价下调11.6元/千千瓦时（含

税）。2017年以来火电标杆上网电价未发生调整。

六盘山热电厂

六盘山热电厂位于宁夏回族自治区固原市境内。由宁夏发电集团独资建设和运营，规划容量4×330MW机组。一期建设规模为2×330MW空冷热电联产燃煤机组。该项目一期工程2009年3月23日开工建设，#1机组于2010年11月12日投产，#2机组于2010年11月30日投产，各项生产技术指标运行正常，项目已完成工程竣工验收并投产。目前二期工程尚未开始建设。

表6　六盘山热电厂经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
发电量（亿千瓦时）	42.76	34.84	33.18	24.14
上网电量（亿千瓦时）	39.19	31.86	30.04	21.83
设备平均利用小时（时）	6478	5279	5022	3658
平均上网电价（元/千瓦时）	0.24	0.23	0.21	0.21
综合厂用电率（%）	8.35	8.57	9.44	9.59
供电标准煤耗（克/千瓦时）	333.99	327.93	318.03	326.85
综合标准煤量（万吨）	148.14	105.95	97.22	85.78
平均入炉标煤单价（元/吨）（含税）	403.07	358.58	285.34	399.56

资料来源：公司提供
注：平均上网电价为不含税价。

六盘山热电厂电煤采购采用合同采购方式，主要从王洼煤矿采购，距离电煤供应地约32公里，运输方式为火车运输。与王洼煤业的定价方式是采用约定价格，但会随着市场价格波动有所调整，2016年1~8月的约定价格为142.5元/吨（含税），2016年9~12月的约定价格为222.5元/吨（含税），2017年的约定价格为222.5元/吨（含税）。

表7　六盘山热电厂外购电煤情况

项　目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
计划煤合同采购量（万吨）	246	180	180	137.3
已完成计划煤采购量（万吨）	238.6	156.0	179.3	137.3
市场煤采购量（万吨）	50.5	25.7	0.0	0.0

资料来源：公司提供

六盘山热电厂之前执行的上网电价为2014年12月5日宁价商发[2014]71号文批复的289.10元/千千瓦时（含脱硫、脱硝、除尘电价）；自2015年4月25日执行281.10元/千千瓦时（含脱硫、脱硝、除尘电价）；目前，按照宁价商发【2016】3号文件，自2016年1月1日起执行269.50元/千千瓦时(含脱硫、脱硝、除尘电价）最新电价。2017年以来火电标杆上网电价未发生调整。

截至2016年底，六盘山热电厂资产总额29.41亿元；2016年实现营业收入7.52亿元，净利润1.23亿元。截至2017年9月底，六盘山热电厂资产总额28.93亿元；2017年1~9月，六盘山电厂实现营业收入5.55亿元，净利润0.01亿元。

风电板块

截至2017年9月底，公司已建成装机规模达到134万千瓦，已建成项目包括贺兰山风电场（22万千瓦）、太阳山风电场（29万千瓦）、麻黄山风电场（10万千瓦）、阿左旗贺兰山风电场（10万千瓦）、红寺堡风电场（10万千瓦）、长山头风电场一二期（15万千瓦）、牛首山风电场（10万千瓦）、大水坑风电场（10万千瓦）、大战场风电场（10万千瓦）、陕西定边冯地坑风电场（5万千瓦）及贺兰山天净神州风电场（3万千瓦）。

表8　公司风电板块经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
发电量（亿千瓦时）	19.87	18.64	19.40	14.36
上网电量（亿千瓦时）	19.03	17.75	18.49	13.68
设备平均利用小时（时）	1775	1427	1565	1099
平均上网电价（元/千瓦时）	0.57	0.59	0.59	0.57
综合厂用电率（%）	4.20	4.76	4.69	4.64

资料来源：公司提供
注：因上网电量部分未结算，部分收入未纳入当年风电收入，故风电销售收入略低于上网电价乘以上网电量。

公司风力发电所属风场属于三类风场，近年来风电发电设备利用小时数低于全国平均水平，主要是由于宁夏大部分风场风况一般，已有风电机组塔筒高度、叶轮扫风直径小于现有市场风电机组。公司通过加强设备巡视检查及

监控，从而提高设备运行的可靠性。公司现有风机已全部具备了低电压穿越能力，有效的避免了因低电压引发的脱网风险。2016年，公司风力发电平均利用小时数为1565小时，同比增加138小时，弃风现象有所缓解，但当年风电发电设备利用小时数仍低于全国平均水平。

公司风电发电的上网电价由宁夏回族自治区或项目建设所在地省级物价局根据国家新能源电价有关政策批复，并对其中的火电标杆上网电价和可再生能源电价附加补助资金的比例进行调整。根据2009年7月20日国家发改委下发的《国家发展改革委关于完善风力发电上网电价政策的通知》，宁夏为三类资源地区，电价由0.56元/千瓦时上调为0.58元/千瓦时。根据国家发改委2015年12月22日下发的《国家发改委关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》（发改价格[2015]3044号），2016年、2018年等年份1月1日以后核准的陆上风电项目分别执行2016年和2018年上网标杆电价，三类资源区2016年上网标杆电价为0.54元/千瓦时，2018年为0.51元/千瓦时。

公司风电电力销售方式是依据每月上网电量（包括上网基础电量和外送交易电量）与国网宁夏电力公司交易中心进行结算，由国网宁夏电力公司电力交易中心出具电力市场电费结算单，公司将发票交国网宁夏电力公司财务部，每月15日、28日左右分两次结算电费。

煤炭板块

公司现有煤炭企业包括宁夏王洼煤业有限公司（简称“王洼煤业”）、宁夏银星煤业有限公司（简称“银星煤业”）。截至2017年9月底，公司煤炭产能合计1150万吨/年，权益规模950万吨/年。

表 9　截至 2017 年 9 月底公司煤炭产能情况

（单位：万吨、%）

项 目	规模	持股比例	权益规模	投产时间
王洼一矿	150.00	100	150.00	2012 年
王洼二矿	300.00	100	300.00	2012 年
王洼银洞沟煤矿	300.00	100	300.00	2015 年
银星一井	400.00	50	200.00	2013 年
合计	**1150.00**	--	**950.00**	--

资料来源：公司提供

王洼煤矿采矿许可证到期日为2018年2月15日，目前公司正在办理新的采矿许可证，预计到期前新的采矿许可证能够办理完毕，且目前煤矿开采正常，未影响正常生产。

产能方面，王洼煤矿一矿原生产能力120万吨/年，于2012年7月经宁夏区经信委核定生产能力为150万吨/年，目前正在进行王洼煤矿600万吨技改项目建设。王洼煤矿二矿原生产能力150万吨/年，于2012年7月经宁夏区经信委核定生产能力为300万吨/年。王洼煤矿600万吨技改项目计划投资19.58亿元，截至2017年9月底，累计完成投资13.33亿元，预计2018年末全部建成投产；配套洗煤厂项目计划投资5.92亿元，目前该项目已投产。

截至 2016 年底，王洼煤业资产总额 58.60 亿元，所有者权益 14.68 亿元；2016 年实现营业收入 9.13 亿元，净利润 0.04 亿元。截至 2017 年 9 月底，王洼煤业资产总额 58.38 亿元，所有者权益 17.21 亿元；2017 年 1~9 月实现营业收入 14.81 亿元，净利润 2.49 万元。

表10　王洼煤业产销情况（单位：万吨、元/吨）

原煤	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产量	450.34	515.93	571.78	526.62
销量	443.47	470.31	565.59	542.55
开采成本	172.60	147.44	159.28	179.75
平均售价	207.48	159.22	161.29	231.35

资料来源：公司提供

2017年1~9月，王洼煤业开采成本增长的主要原因是：部分在建项目（选煤厂等）转固，成本费用增加；同时随掘进深度增加，支护、井下工程费用增加；受市场影响，原材料价格上涨。

王洼煤业2016年销售给六盘山热电厂的煤量为163万吨，占当期销售总量的28.82%，平均

销售价格168.56元/吨(含税)，销售给六盘山热电厂实现的销售收入为27476万元(含税)。王洼煤业2017年1~9月销售给六盘山热电厂的煤量为118.23万吨，平均销售价格212.80元/吨，销售给六盘山热电厂实现的销售收入为25160.48万元(含税)。

宁夏银星煤业有限公司位于宁夏灵武市马家滩镇，所辖银星一号井400万吨/年工程，2008年2月开工建设，于2013年8月取得探矿权证，完成煤炭资源储量核实报告评审。截至2017年9月底，该工程计划投资26.54亿元，累计完成投资25.61亿元，目前处于试生产阶段。

银星一井除采矿权许可证、安全生产许可证以及土地使用证尚未取得外，其余建设程序所需各项手续基本完成。于2017年获得建设项目选址意见书、水资源论证、取水许可、项目核准（国能煤炭【2017】99号）以及联合试生产（宁发改审发【2017】120号）的批复文件。为了尽快办理采矿证，达到设计产能要求，项目执行机构积极与区内外联系煤炭指标，按国家有关规定进行产能置换，最终于2017年10月31日获得国家能源局综合司批复（国能综函煤炭〔2017〕367号），2017年11月8日自治区发改委对银星一井产能置换方案进行了公告（2017年第1号）。目前已完成产能置换，正在办理采矿权证。试生产到期后，办理延期。

截至2016年底，银星煤业资产总额22.40亿元，所有者权益7.24亿元；2016年实现营业收入5.09亿元，净利润0.30亿元。截至2017年9月底，银星煤业资产总额22.03亿元，所有者权益9.40亿元；2017年1~9月实现营业收入6.37元，净利润1.74亿元。

表11　银星煤业产销情况（单位：万吨、元/吨）

原煤	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
产量	301.27	351.20	243.20	222.37
销量	291.45	321.08	274.17	224.29
开采成本	146.81	133.68	134.81	179.09
平均售价	208.05	157.47	185.35	282.92

资料来源：公司提供

2017年1~9月银星煤业正常生产，井下掘进达到4200米，井下工程费及支护材料相关费用增加，同时受煤炭市场影响，原材料价格上涨，导致开采成本增加

公司煤炭业务以外销为主，因王洼至固原铁路于2017年建成，目前运输方式由之前的公路运输变为铁路运输，有效降低运输成本。外省煤炭进入宁夏地区运输成本高，王洼煤矿是宁夏固原地区唯一一座电煤煤矿，固原周边大型火电厂较多，运输路程较近，降低了运输成本，因此在当地具有较高的竞争优势，银洞沟煤矿及银星一井煤矿周围遍布多座大型火电厂，由于运输路程较近，降低了煤炭的运输成本，同时各家火电厂为保证持续稳定的煤炭供应来源，均与上述煤矿签订了较高的采购协议。公司煤矿均为新建大型煤矿，采用了较为先进的开采技术，因此降低了煤矿的人力成本。

光伏发电板块

近些年，公司光伏发电装机容量有所增长。截至2017年9月底，公司光伏发电权益装机容量为20.33万千瓦。其中，太阳山光伏发电厂装机容量为5万千瓦、红寺堡光伏发电厂装机容量为5万千瓦、固原头营光伏发电厂装机容量为1万千瓦、中卫寺口子光伏发电厂装机容量为2万千瓦、中卫屋顶光伏电站装机容量为0.3万千瓦、意科高沙窝光伏电站装机容量为2万千瓦、孙家滩光伏发电厂装机容量为2万千瓦、银星一井矿产压覆区光伏电站装机容量为3万千瓦、银川光伏实验电站装机容量为0.03万千瓦。

表12　公司光伏发电板块经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
发电量（亿千瓦时）	2.57	2.51	2.65	2.60
上网电量（亿千瓦时）	2.54	2.48	2.61	2.55
设备平均利用小时（时）	1388	1449	1501	1017
平均上网电价（元/千瓦时）	1.06	1.09	1.09	1.09
综合厂用电率（%）	1.46	2.56	2.21	2.35

资料来源：公司提供

公司光伏发电的上网电价由宁夏回族自治

区或项目建设所在地省级物价局根据国家新能源电价有关政策批复，并对其中的火电标杆上网电价和可再生能源电价附加补助资金的比例进行调整。根据 2011 年 6 月国家发展改革委下发的《国家发展改革委关于太阳能光伏发电上网电价政策的通知》（发改价格[2011]1594 号），批复 2011 年 7 月 1 日以前核准建设且 2011 年 12 月 31 日以前建成投产的光伏发电项目，上网电价为 1.15 元/千瓦时，2011 年 12 月 31 日以后建成投产的光伏发电项目上网电价为 1 元/千瓦时。根据国家发展改革委下发的《国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格[2013]1638 号）的规定，2013 年 9 月 1 日后备案（核准），以及 2013 年 9 月 1 日前备案（核准）但于 2014 年 1 月 1 日及以后投运Ⅰ类资源区的光伏电站项目，标杆上网电价按照 0.9 元/千瓦时执行。根据国家发改委 2015 年 12 月 22 日下发的《国家发改委关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》（发改价格[2015]3044 号），2016 年 1 月 1 日以后备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目，执行 2016 年光伏发电上网标杆电价，2016 年以前备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目但于 2016 年 6 月 30 日以前仍未全部投运的，执行 2016 年上网标杆电价，宁夏为一类资源区，2016 年上网标杆电价为 0.8 元/千瓦时。

光伏发电生产成本以折旧费用为主，约占生产成本的 60%以上。因此，光伏电池价格和土地使用费征收价格对公司生产成本影响较大。近年，光伏领域经历了由量变到质变的发展历程，光伏电池生产规模的扩大及转换效率的提高使得光伏电池组件价格持续降低，近两年电池组件价格在 4~6 元/瓦之间，成为支撑公司光伏发电业务较高毛利率的主要因素之一。

新能源设备制造板块

（1）风力发电设备

2007年，银星能源引进日本三菱重工业株式会社1MW风机制造技术。受目前风电产能过剩影响，公司风机对外销售较困难，主要用于自有风电厂。2016年，随着风机市场低迷以及公司内部风电投资的缩减，公司风机产销量降幅明显，2016年风机产量为4台，销量为4台；2017年前三季度，风机产量为0台，销量为0台。

表 13　风电设备制造板块产销情况（单位：个、套）

产品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
风机	产能	500	500	500	500
	产量	24	42	4	0
	销量	40	37	4	0
塔筒	产能	450	450	450	450
	产量	168	190	69	29
	销量	190	207	54	11

资料来源：公司提供

公司自 2006 年 4 月进入塔筒业务，目前已成为西北地区最大的风机塔筒生产基地，具备 750KW 到 2000KW 风机塔筒的生产技术和能力。2016 年，塔筒产销量整体也呈下降趋势，但情况好于风机，2016 年产量为 69 台，销量为 54 台；2017 年前三季度，塔筒产量为 29 台，销量为 11 台。

（2）光伏设备及相关产品制造板块

公司光伏设备制造业务产品主要包括太阳能电池片、电池组件、跟踪器,以及其他有关辅助设备等。光伏制造业整体行业出现产能过剩情况，公司于2014年开始不再从事光伏设备制造太阳能电池片业务。公司电池组件生产原料主要为单晶硅锭，经过切割生产成单晶硅片，再经过组装成电池组件，主要是销售给公司内部光伏发电厂（太阳山光伏发电厂、红寺堡光伏发电厂、固原头营发电厂、孙家滩发电厂）

表 14　公司光伏设备制造业务产销情况

（单位：MW、元/瓦）

产品		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
电池片	产量	--	--	--	--
	销量	--	--	--	--
	平均售价	--	--	--	--
电池	产量	69.14	48.28	113.04	10.29

组件	销量	68.35	59.70	113.06	11.94
	平均售价	4.25	3.78	3.88	3.38

资料来源：公司提供

2017 年，风电设备与光伏设备产销量下降的主要原因：银星能源下属风电、光电设备制造公司主要为内部风电场、光伏电厂供应设备，目前风电、光电项目已完工，新建项目较少，两家制造型企业目前已逐步转型为检修、服务类企业，负责银星能源下属风电、光电公司设备检修等。

因公司太阳能相关产品制造业务的产品售价大幅下跌，公司产量少，固定成本较大，造成企业亏损严重，至 2014 年逐步停产后，未再生产。公司太阳能相关产品主要有：工业硅、高纯硅、多晶硅、单晶硅、单晶硅片等。截至 2017 年 9 月底，公司所属硅材料企业停产并已向当地人民法院提出破产申请，目前全部处于停产阶段，公司目前已退出太阳能制造相关产业，以增强企业整体盈利能力。

2．经营效率

2016年公司总资产周转次数为0.14次，与2015年持平。公司存货周转次数呈上升趋势、销售债权周转次数呈下降趋势，2016年分别为9.25次和3.62次，较上年分别同比增长3.45次和下降0.24次。

总体来看，公司各项经营效率指标较好，公司运营效率尚可。

3．未来发展

“十三五”期间，公司将以中铝公司发展战略为引领，坚持能源发展服务中铝公司主业和稳中求进、转型升级的原则，将公司建设成为中铝公司最大的能源基地、煤炭电力管理基地和人才培训基地、煤电铝一体化项目基地，建成单位资产盈利能力强、产业互补性和市场竞争力强的能源企业集团。

公司计划投资总额23.02亿元，截至2017年9月底，公司已累计投资14.93亿元，公司未来投资规模不大。

总体看，公司未来发展将重点服务于母公司中国铝业的发展，围绕电力及煤炭主业进行，未来在建项目规模逐年减少。

表 15　截至 2017 年 9 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

项　目	计划投资额	截至 2017 年 9 月底已投资	投资计划		
			2017 年 10~12 月	2018 年	2019 年
王洼煤矿 600 万吨改扩建	19.58	13.33	3.91	2.34	--
宁东供热项目	3.44	1.60	0.15	0.21	0.49
合计	**23.02**	**14.93**	**4.06**	**2.55**	**0.49**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了2014~2016年合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2017年前三季度财务报表未经审计。

截至2016年底，公司纳入合并报表范围较2015年底未发生变化。截至2017年9月底，公司有2家子公司不再纳入合并报表范围，1家子公司银星电厂新纳入合并范围。综合来看，合并范围变动对数据可比性影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额为299.32亿元，所有者权益合计为68.47亿元（其中少数股东权益16.32亿元）。2016年，公司实现营业收入41.71亿元，利润总额3.19亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为295.64亿元，所有者权益合计为70.75亿元（其中少数股东权益17.20亿元）。2017年1~9月，

公司实现营业收入40.06亿元，利润总额3.31亿元。

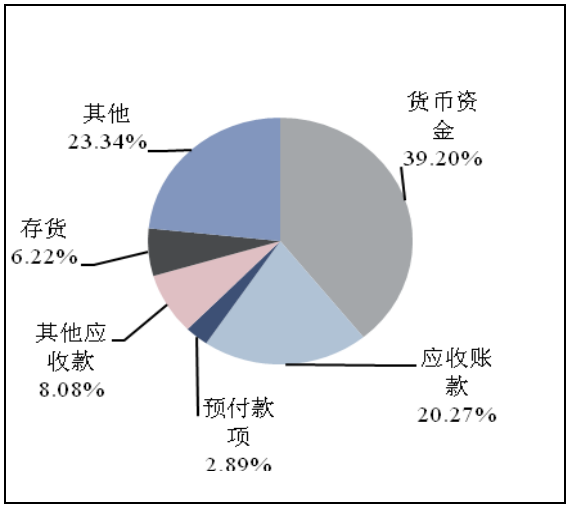
2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额299.32亿元，同比增长4.71%。其中，流动资产占14.97%，非流动资产占85.03%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2016年底，受货币资金、应收账款和应收股利增长影响，公司流动资产较2015年底增长32.10%至44.82亿元，主要由货币资金（占39.20%）、应收账款（占20.27%）和其他流动资产（占13.38%）构成。

图4 2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金17.57亿元，较上年底大幅增长80.90%。其中受限制货币资金0.22亿元，主要为环境治理保证金和票据质押获取银行贷款，受限资金占比较小，货币资金主要由银行存款（占98.71%）构成。

截至2016年底，公司应收账款9.08亿元，主要构成为售电收入和部分货款，同比增长34.05%，主要是一年内到期的应收账款（主要为售电收入）增加2.17亿元所致。从账龄看，一年以内的占88.72，1~2年的占7.30%，2~3年的占1.62%，3年以上的占2.36%，公司共计提坏账准备0.52亿元，计提比例5.38%。

截至2016年底，公司预付款项1.30亿元，同比下降16.93%。主要原因是下属子公司宁夏银星能源股份有限公司根据合同进展陆续收到采购设备，将预付账款结转。从账龄看，一年以内的占81.93%，1~2年的占16.32%，2~3年的占0.20%，3年以上的占1.55%。

截至2016年底，公司其他应收款3.62亿元，同比增长58.84%，主要是其他应收款增加马儿庄探矿权0.76亿元，增加4家硅材料资产减值转回0.85亿元所致。公司对其他应收款计提坏账准备14.02亿元，主要是由于公司预期对四家硅行业公司的借出款项难以全额收回，因对其不能收回的部分计提了坏账准备所致。

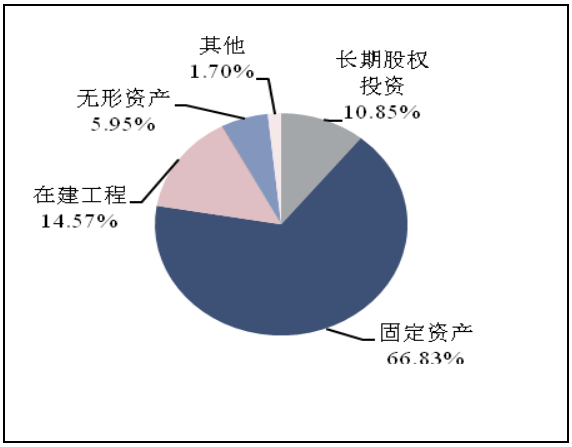
截至2016年底，公司存货2.79亿元，同比下降20.81%，主要系根据中铝公司降库存的管理要求，公司库存金额纳入考核范围，使得各公司库存较以前年度有所下降。公司库存主要由原材料（占81.15%）和库存商品（占13.52%）构成，公司计提存货跌价准备0.16亿元（由原材料和库存商品产生），计提比例5.37%。

截至2016年底，公司其他流动资产6.00亿元，同比下降14.50%，其中增值税留抵税额占99.33%。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计254.50亿元，主要由固定资产（占66.83%）、在建工程（占14.57%）和长期股权投资（占10.85%）构成。

图5 2016年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司的长期股权投资为27.61亿元，同比增长9.31%，为对联营企业以及合营企业的投资（分别占长期股权投资账面余额的67.84%和32.16%）。2016年，公司对合营、联营企业合计确认收益1.22亿元（其中对华电宁夏灵武发电有限公司0.88亿元）。

截至2016年底，公司固定资产17.01亿元，同比增长7.23%，近年来公司固定资产持续增长的原因主要是长山头99MW、王洼煤矿银洞沟300万吨改扩建等项目陆续转入固定资产。截至2016年底，公司固定资产中机器设备占71.25%、房屋及建筑物占17.49%。

截至2016年底，公司在建工程37.08亿元，同比下降22.88%，主要是由于王洼煤矿银洞沟300万吨改扩建项目转入固定资产所致。

截至2016年底，公司无形资产15.15亿元，同比下降1.16%，其中土地使用权占12.67%、采矿权占33.37%、探矿权占53.07%。公司所有权受到限制的无形资产账面价值为11.01亿元。

截至2017年9月底，公司资产总额为295.64亿元，较2016年底下降1.23%，其中流动资产占15.15%，非流动资产占84.85%，其构成较2016年基本保持稳定。具体看，截至2017年9月底，公司货币资金为12.53亿元，较2016年底下降28.69%；应收账款13.19亿元，较2016年底增长45.25%，主要系应收政府新能源电价补贴款增长所致；在建工程17.94亿元，同比下降51.61%，主要原因为王洼煤矿600万吨洗煤厂项目、六盘山铁路项目及红寺堡光伏技改项目转固所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稍有下降，公司资产以非流动资产为主，符合公司所在行业特点。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益68.47亿元（少数股东权益16.32亿元），较上年底增加26.73%，主要由于资本公积和未分配利润增加所致。截至2016年底，公司资本公积11.25亿元，同比增长28.48%。主要为公司下属银星能源股份有限公司非定向增发成功后所致。截至2016年底，公司归属于母公司所有者权益52.14亿元，其中实收资本占96.38%、资本公积占21.57%、盈余公积占2.69%、未分配利润占-20.99%。

截至2017年9月底，公司所有者权益为70.75亿元，较2016年底增长3.33%；归属于母公司所有者权益53.55亿元，其中实收资本占93.86%、资本公积占21.01%、盈余公积占2.61%、未分配利润占-18.30%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中实收资本占比高，未分配利润持续为负。

负债

截至2016年底，公司负债总额230.85亿元，较上年底变动不大，其中流动负债占29.50%，非流动负债占70.50%，公司负债主要以非流动负债为主。

流动负债

截至2016年底，公司流动负债68.11亿元，较2015年底增长7.26%，主要由短期借款（占25.77%）、其他应付款（占22.60%）、一年内到期的非流动负债（占31.39%）和其他流动负债（占5.87%）构成。

截至2016年底，公司短期借款17.55亿元，同比增长34.09%，主要系新增银行短期贷款用于生产经营周转所致。其中信用借款13.85亿元、保证借款3.70亿元。

截至2016年底，公司应付账款3.14亿元，同比大幅增长97.43%，主要为2016年新增应付账款未到结算期。从账龄看，1年以内的占91.40%，1~2年的占3.82%，2~3年的占2.23%，3年以上的2.55%。

截至2016年底，公司其他应付款15.39亿元，同比下降14.56%，主要原因是结算马儿庄矿权等项目的其他应付款项。从其他应付款账龄结构情况来看，截至2016年底，公司1年以内的其他应付款占比为83.39%，1~2年的其他应付款占比为9.78%，2~3年的其他应付款占比为

3.97%，3年以上的其他应付款占比为2.86%，其他应付款以质保金为主。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债21.38亿元，同比增长13.42%，其中包括一年内到期的长期借款15.42亿元、一年内到期的应付债券4.00亿元和一年内到期的长期应付款1.96亿元。

非流动负债

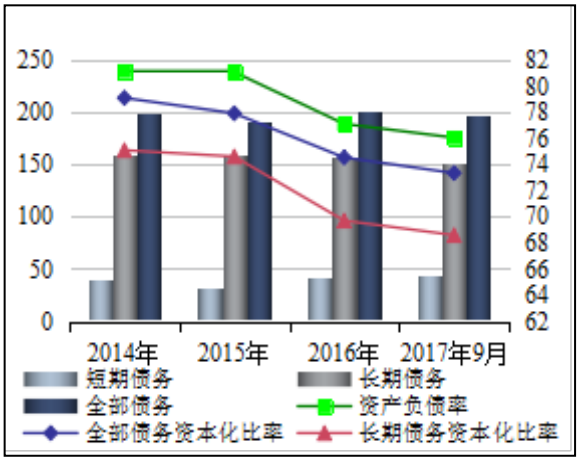
截至2016年底，公司非流动负债合计162.74亿元，同比减少3.33%。主要由长期借款（占93.20%）、长期应付款（占2.49%）和其他非流动负债（占3.55%）构成。

截至2016年底，公司长期借款合计151.68亿元，同比下降2.06%。主要由质押借款（占39.07%）、信用借款（占25.04%）、抵押借款（占38.06%）和保证借款（占8.00%）[1]。

截至2016年底，公司长期应付款为4.06亿元，同比增长18.60%，其构成主要为融资租赁款。

截至2016年底，公司其他非流动负债为5.78亿元，同比增长19.81%，全部为递延收益。

图 6 公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

有息债务方面，截至2016年底，公司全部债务为190.65亿元，较上年底基本稳定，其中短期债务占20.44%，长期债务占79.56%。若按相关债务经济实质对有息债务进行调整，将公司其他流动负债中的短期融资券金额调入短期债务，将长期应付款中融资租赁款调入长期债务，公司全部债务升至200.54亿元，其中短期债务占21.43%，长期债务占78.57%，公司有息债务结构基本合理。

从负债指标来看，截至2016年底，对有息债务未做调整前，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为68.90%、73.58%和77.13%；对有息债务做相应调整之后，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为69.71%和74.55%，公司债务负担较重。

截至2016年底，公司负债总额224.89亿元，较上年底下降2.58，其中流动负债占28.23%，非流动负债占71.77%，公司负债结构变化不大。截至2017年9月底，将公司其他流动负债（全部为短期融资券）及长期应付款中的融资租赁款调入有息债务之后，公司全部债务为198.26亿元，较2016年底下降1.14%，其中短期债务占比22.06%，长期债务占比77.94%，相比2016年底变化不大；对有息债务进行调整之后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为68.60%、73.35%和76.07%，均较2016年底小幅下降，公司债务规模基本保持稳定，但仍处于高水平。

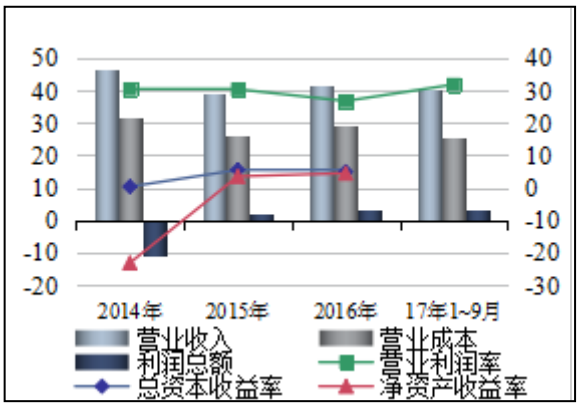
总体看，跟踪期内公司债务规模基本稳定，债务负担较重，但债务结构尚合理。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入41.71亿元，同比增长6.14%，主要原因为煤炭价格有所上涨，公司煤炭行业营业收入有所增加所致。营业成本方面，2016年公司营业成本29.19亿元，同比增长11.11%，主要原因为（1）公司营业收入增加，成本随之增加所致，（2）煤炭价格的上涨导致公司火电行业营业成本增加所致。受上述因素影响，2016年。公司营业利润率为26.73%，同比下降3.62个百分点。

[1] 因包含一年内到期的长期借款，所以四项占比合计值大于100.00%。

图 7　2014 年~2017 年 1~9 月公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

期间费用方面，2016年，公司的期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2016年财务费用占期间费用的比例为69.07%。2016年，公司期间费用占营业收入的比重为31.07%，公司期间费用控制能力有待增强。

2016年，公司资产减值损失0.04亿元，主要是固定资产减值损失。

2016年，公司投资收益1.18亿元，同比下降65.16%，公司投资收益的主要来源为确认的参股公司投资收益。2016年，公司投资收益中按权益法核算的长期股权投资收益为1.17亿元，占投资收益总额的99.15%，其余为处置持有至到期投资取得的投资收益。

2016年，公司营业外收入为4.06亿元，同比大幅增长275.19%，主要是由于公司2016年转让了马莲台电厂和六盘山电厂的环保资产，实现资产转让收益2.4亿元所致。

2016年，公司利润总额为3.19亿元，同比大幅增长58.35%，主要是营业外收入同比大幅增长所致。投资收益和营业外收入对利润贡献很大。

盈利指标方面，2016年，公司营业利润率为26.73%，同比下降3.62个百分点，主要系煤炭成本上升，火电业务盈利情况下降所致；同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.92%和4.47%，分别同比下降0.57个百分点和增长0.96个百分点。

2017年1~9月，公司实现营业收入40.06亿元，较上年同期增长49.25%，主要系火电和煤炭板块收入增加所致；实现投资收益-1.68亿元，主要系公司参股企业主要为火力发电企业，2017年受煤炭价格上涨，用电负荷下降等原因影响，火力发电企业亏损严重，其中宁夏大唐大坝发电公司确认投资亏损1.13亿元，宁夏京能宁东发电公司确认投资亏损0.41亿元，宁夏中宁发电有限公司确认投资亏损0.32亿元。2017年1~9月，公司确认营业外收入1.76亿元，其构成主要为合并银星电厂评估增值1.36亿元，及政府补助0.27亿元；实现利润总额3.31亿元。同期，公司营业利润率为31.81%，较2016年的26.73%有所提升。

总体看，跟踪期内，公司收入和利润规模呈增长趋势，其中煤炭板块收入和毛利率水平增幅均较大，受火电业务原材料成本上升等因素影响，公司整体主营业务盈利水平有所下降，公司利润水平受投资收益和营业外收入影响较大，营业外收入具有不可持续性，公司实际盈利水平较低。

5. 现金流及保障

2016年，公司经营活动现金流入量为41.15亿元，较上年下降17.14%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；同期，公司经营活动现金流出量为23.09亿元，同比减少13.96%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；2016年，公司经营性现金净流量为18.05亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比为93.02%，2016年公司账款回收质量有所下降，收入实现质量一般。

公司投资活动现金流呈现净流出状态，2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.88亿元。2016年，公司的投资活动现金流入量为8.93亿元，较上年大幅增长109.52%，主要是处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增长所致；公司2016年取得投资收益收到的现金为0.40亿元，较上年下降86.02%；2016年，公司投资活动现金流出21.82

亿元，较上年下降12.87%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016年，经营活动现金流量净额稍大于投资活动净流出规模，但考虑到公司未来投资仍将保持较大规模，公司仍面临较大的筹资压力。

从筹资活动看，2016年公司筹资活动产生的现金流入量为41.84亿元，主要系取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为39.19亿元，主要系偿还债务和利息支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为2.65亿元。

2017年1~9月，公司经营活动现金流入量为54.25亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金48.66亿元，收到其他与经营活动有关的现金5.51亿元，主要为收到投标保证金、保险理赔、各类保险资金等资金；同期，公司经营活动现金流出量为33.58亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（17.23亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（4.32亿元）构成。从收入实现质量来看，公司现金收入比为121.48%，较2016年提升明显。公司投资活动现金净流出为10.20亿元，其中，投资活动现金流入0.07亿元，投资活动现金流出10.27亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司筹资活动现金流量净额-9.60亿元，其中，筹资活动现金流入35.42亿元，筹资活动现金流出45.02亿元。

总体看，2017年前三季度，公司经营获现能力增幅明显；跟踪期内，随着在建项目陆续完工，公司未来投资规模呈下降趋势，公司经营活动现金流可以满足投资需要，公司对外融资压力一般。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，2016 年，公司流动、速动比率分别为 65.80%和 61.71%，同比分别增长 12.37 个和 13.82 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别为 70.57%、65.22%，较 2016 年底均有所上升。2016 年，公司经营现金流动负债比为 26.51%，总体保持在较低水平，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2016年，受利润总额增加影响，公司EBITDA为25.57亿元，同比增长7.43%；EBITDA利息倍数由2015年的1.74倍提升为2.25倍；同期调整后全部债务/EBITDA倍数为7.84倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2017年9月底，公司对外提供担保余额0.19亿元，为向联营企业宁夏天净神州风力发电有限公司提供担保0.19亿元，到期日为2020年12月24日。截至2017年9月底，宁夏天净神州风力发电有限公司资产总额1.20亿元，所有者权益0.47亿；2017年1~9月，实现利润总额-303万元。目前被担保单位正常经营。总体看，公司或有负债险小。

截至2017年9月底，公司授信额度为230.13亿元，未使用额度为44.51亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7．过往债务履约情况

根据《企业信用报告》（机构信用代码：G1064010400074650R），截至2018年1月25日，公司无未结清的不良信贷信息记录。公司已结清信贷信息中有4笔欠息记录，最近一次结清日期为2009年12月23日，经与企业核实，欠息系银行系统原因所致，非企业实际欠息行为。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8．抗风险能力

基于对电力行业运行状况、公司股东背景、区域地位、基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司有“17 中铝宁夏 CP001”尚在存续期内，金额为 5.00 亿元，将于 2018 年 8 月到期。截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产 17.37 亿元，为“17 中铝宁夏 CP001”（5.00 亿元）的 3.47 倍。2016 年，公司经营活动产生

的现金流入量和净额分别为“17 中铝宁夏CP001”额度的8.23倍和3.61倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内债券保障能力较强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

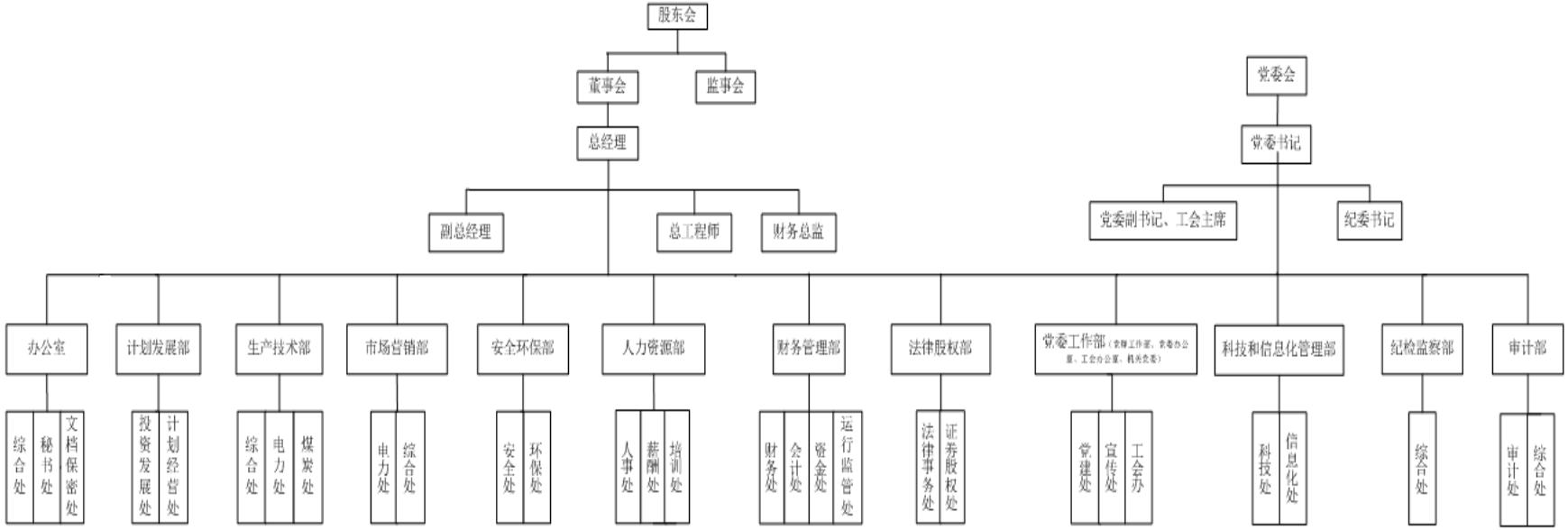
项 目	2015年	2016年
一年内到期债券余额	10.00	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.21-	2.71
经营活动现金流入量/应付债券余额	4.97	5.14
经营活动现金流净额/应付债券余额	2.28	2.26
EBITDA/应付债券余额	2.38	3.20

资料来源：联合资信整理

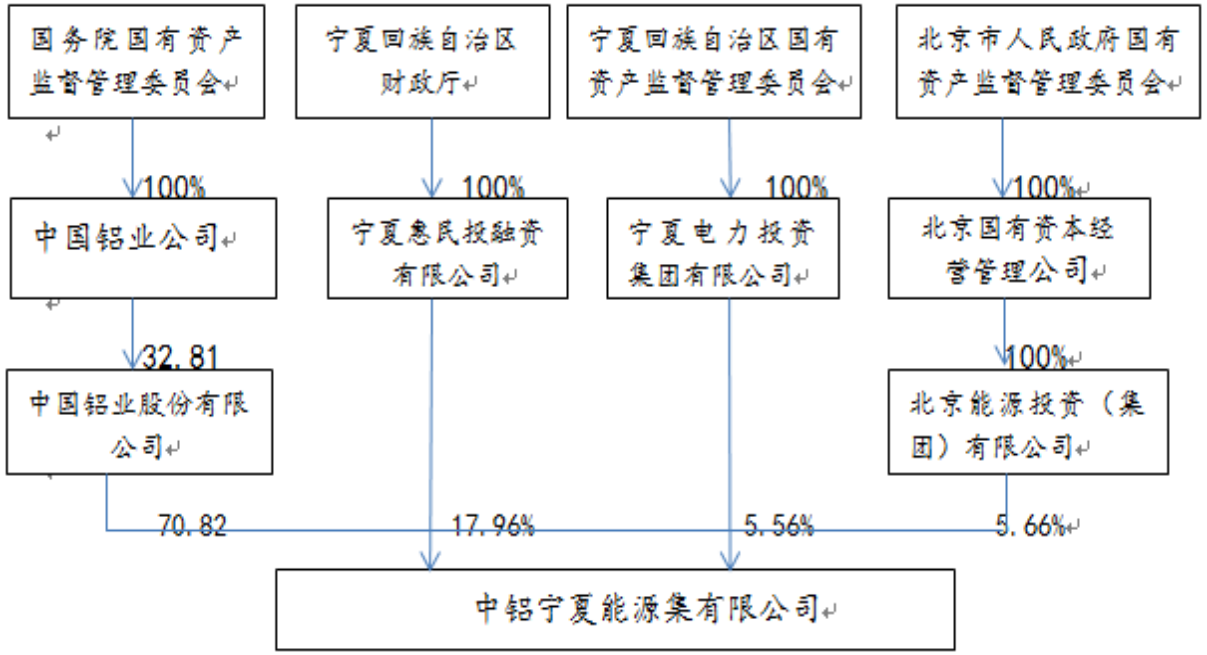
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持中铝宁夏能源集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 中铝宁夏 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1　组织结构图


股东会
董事会
监事会
总经理
副总经理
总工程师
财务总监
党委会
党委书记
党委副书记、工会主席
纪委书记
办公室
综合处
秘书处
文档保密处
计划发展部
投资发展处
计划经营处
生产技术部
综合处
电力处
煤炭处
市场营销部
电力处
综合处
安全环保部
安全处
环保处
人力资源部
人事处
薪酬处
培训处
财务管理部
财务处
会计处
资金处
运行监管处
法律股权部
法律事务处
证券股权处
党委工作部
党建处
宣传处
工会办
科技和信息化管理部
科技处
信息化处
纪检监察部
综合处
审计部
审计处
综合处

附件 1-2　股权结构图


国务院国有资产监督管理委员会
宁夏回族自治区财政厅
宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会
北京市人民政府国有资产监督管理委员会
100%
100%
100%
100%
中国铝业公司
宁夏惠民投融资有限公司
宁夏电力投资集团有限公司
北京国有资本经营管理公司
32.81
100%
中国铝业股份有限公司
北京能源投资（集团）有限公司
70.82
17.96%
5.56%
5.66%
中铝宁夏能源集有限公司

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.82	12.51	21.95	17.37
资产总额(亿元)	279.72	285.86	299.32	295.64
所有者权益(亿元)	52.65	54.03	68.47	70.75
调整后短期债务(亿元)	40.62	31.97	42.97	43.73
调整后长期债务(亿元)	153.35	158.87	157.56	154.53
调整后全部债务(亿元)	193.97	190.84	200.54	198.26
营业收入(亿元)	46.76	39.29	41.71	40.06
利润总额(亿元)	-11.10	2.01	3.19	3.31
EBITDA(亿元)	12.31	23.80	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	20.04	22.82	18.05	20.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.04	3.86	3.62	--
存货周转次数(次)	4.57	5.80	9.25	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.14	0.14	--
现金收入比(%)	123.97	122.43	93.02	121.48
营业利润率(%)	30.45	30.35	26.73	31.81
总资本收益率(%)	0.34	5.49	4.92	--
净资产收益率(%)	-23.19	3.51	4.47	--
调整后长期债务资本化比率(%)	74.44	74.62	69.71	68.60
调整后全部债务资本化比率(%)	78.65	77.94	74.55	73.35
资产负债率(%)	81.18	81.10	77.13	76.07
流动比率(%)	60.02	53.43	65.80	70.57
速动比率(%)	51.81	47.89	61.71	65.22
经营现金流动负债比(%)	29.68	35.93	26.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	1.74	2.25	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.76	8.02	7.84	--

注：1、其他流动负债中的短期融资券已计入调整后短期债务；2、长期应付款中的有息部分已计入调整后长期债务；3、2017 年前三季度财务数据未经审计。

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-营业税金及附加）/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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息