

信用等级公告

联合[2015]1841 号

联合资信评估有限公司通过对中铝宁夏能源集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

中铝宁夏能源集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。



中铝宁夏能源集团有限公司

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：2015 年 8 月 18 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	269.58	281.08	279.72	288.64
所有者权益(亿元)	36.27	61.24	52.65	56.34
长期债务(亿元)	162.34	150.27	153.35	159.81
全部债务(亿元)	200.69	186.72	193.97	203.66
营业收入(亿元)	41.50	49.23	46.76	20.98
利润总额 (亿元)	-0.56	5.25	-11.10	3.05
EBITDA(亿元)	17.88	25.49	10.46	--
营业利润率(%)	28.45	31.56	30.45	36.42
净资产收益率(%)	-2.19	7.61	-23.19	--
资产负债率(%)	86.55	78.21	81.18	80.48
全部债务资本化比率(%)	84.69	75.30	78.65	78.33
流动比率(%)	87.37	68.49	60.02	70.10
全部债务/EBITDA(倍)	11.23	7.32	18.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.10	0.80	--

注：1. 2012 年、2013 年财务数据分别采用 2013 年和 2014 年审计报告年初数；2. 2015 年上半年财务数据未经审计；3. 现金类资产已扣除受限部分。

分析师

马栋 缪弘帅

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

Http: //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”）主要从事电力生产、煤炭开采和新能源设备制造销售业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司评级反映了其在行业前景、业务多元化、股东支持等方面具备的优势。同时联合资信也关注到，公司债务负担较重，资产减值对公司利润影响大、新能源设备需求低迷等因素给公司信用状况带来负面影响。

未来，公司将继续推进电力生产及煤炭产业建设，将重点服务于母公司中国铝业股份有限公司（以下简称“中国铝业”）主业发展。随着公司在建项目陆续完工投产，公司综合实力有望进一步提升。综上考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 宁夏回族自治区煤炭及风能资源丰富，为公司发展提供了良好外部环境。
2. 目前，公司已形成电力、煤炭等多元化业务板块，其中新能源发电业务发展较快，且保持较高毛利率。

关注

1. 2014 年公司收入规模下滑，同时光伏资产大量计提减值，导致利润总额大幅下降。
2. 财务费用对公司利润侵蚀较大。
3. 公司债务负担仍然较重。
4. 公司未来投资规模较大，对外融资压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中铝宁夏能源集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中铝宁夏能源集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中铝宁夏能源集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中铝宁夏能源集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中铝宁夏能源集团有限公司主体长期信用等级自 2015 年 8 月 18 日至 2016 年 8 月 17 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。

一、主体概况

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357314万元变更为502580万元，新增注册资本全部由中国铝业缴纳，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2015年6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办电主体，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、光伏硅材料、自动化仪表、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、光伏发电、煤炭生产、装备制造五大产业板块和煤炭-火力发电、风机设备制造-风力发电、硅材料-光伏设备制造-光伏发电三条特色产业链。

公司内设办公室、计划经营部、生产技术部、工程建设部、安全环保部、人力资源部、财务管理部等职能部门。公司拥有全资子公司9家、控股子公司9家、参股公司5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（简称“银星能源”，股票代码：000862）。

截至2014年底，公司合并资产总额为279.72亿元，所有者权益合计为52.65亿元（其中少数股东权益7.48亿元）。2014年，公司实现营业收入46.76亿元，利润总额-11.10亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为288.64亿元，所有者权益合计为56.34亿元（其中少数股东权益8.15亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入20.98亿元，利润总额3.05亿元。

公司注册地址：宁夏银川市黄河东路663号；法定代表人：朱润洲。

二、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%

(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增加 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增加 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元,比上年增加 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增加 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增加 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增加 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右,居民消费价格涨幅 3% 左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5% 以内,进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略

的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

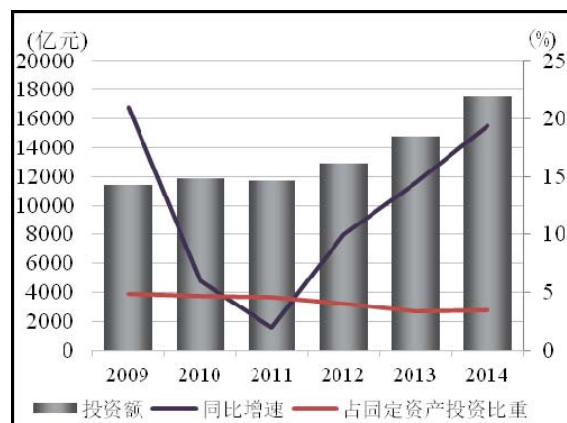
三、行业及区域经济概况

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

图 1 近年电力、热力生产和供应业投资情况



资料来源:wind资讯、中电联电力工业统计快报

注:从2011年开始,固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元,因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比,但比上年增速是按可比口径计算的。同时,月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织,并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

2009~2014 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,在全社会固定资产投资中的占比呈下降态势。2013 年,全国固定资产投资(不含农户)为 436528 亿元,增速延续回落态势,名义增长 19.6% (扣除价格因素实际增长 19.2%)。其中,电力、热力生产和供应业完成投资 14823 亿元,同比增长 14.5%,增速增加 4.1 个百分点;在固定资产投资总额中占比为 3.40%,同比有所下降。2014 年,全国固定资产投资(不含农户)502005 亿元,同比名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。其中,电力、热力生产和供应

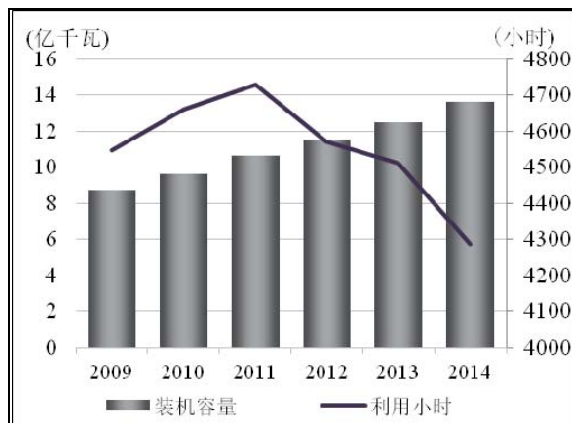
业完成投资 17583 亿元，同比增长 19.4%，增速增加 4.9 个百分点；在固定资产总投资额中占比为 3.49%，同比变化不大。

行业运行

2014 年，全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元，同比增长 0.5%。其中，电源投资 3646 亿元，同比下降 5.8%；2014 年，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量为 13.6 亿千瓦，同比增长 8.7%，其中非化石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦，占总装机容量比重为 33.3%。2014 年，全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 19.6%；非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%，达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径，下同），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。

图 2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

火力发电方面，2014 年，全国火电投资完成 952 亿元，同比下降 6.3%；全年基建新增火电装机容量 4729 万千瓦，同比增加 554 万千瓦，其中新增煤电 3555 万千瓦；气电 886 万千瓦。截至 2014 年底，全国全口径火电装机容量 9.2 亿千瓦，同比增长 5.9%，其中煤电 8.3 亿千瓦，同比增长 5.0%；气电 5567 万千瓦，同比增长

29.2%。2014 年，全国全口径火电发电量 4.17 万亿千瓦时、同比下降 0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自 1974 年以来首次出现负增长。总体上，主要受经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，利用水平创新低。

水力发电方面，2014 年，水电投资完成 960 亿元，同比下降 21.5%。基建新增水电装机容量 2185 万千瓦，同比减少 911 万千瓦，其中云南和四川合计新增 1684 万千瓦，占全国水电新增装机容量的 77.1%。截至 2014 年底，全国全口径水电装机容量 3.0 亿千瓦（其中抽水蓄能 2183 万千瓦），同比增长 7.9%。2014 年，全国水电设备利用小时 3653 小时，为 1996 年以来的年度次高值（最高值为 2005 年的 3664 小时），同比提高 293 小时。2014 年，主要受水电生产地区汛期来水情况较好而 2013 年汛期来水偏枯导致基数低影响，全国水电发电量 1.07 万亿千瓦时，首次超过 1 万亿千瓦时、同比增长 19.7%。总体上，随着水利资源的不断开发，水电投资规模有所缩减，水电开发地域集中，2014 年水电利用水平受来水量的影响处于良好水平。

风力发电方面，受 2014 年风电上网电价政策调整预期影响，风电投资完成 993 亿元，首次超过水电、火电、核电投资，成为电源建设中完成投资最多的一类，同比大幅增长 52.8%。基建新增并网风电装机容量 2072 万千瓦，年度新增规模首次超过 2000 万千瓦，同比增加 585 万千瓦。截至 2014 年底，全国并网风电装机容量 9581 万千瓦，同比增长 25.6%，增速保持较快水平。2014 年，全国并网风电发电量 1563 亿千瓦时，同比增长 12.2%；2014 年全国风况同比有所劣化，来风少、风速低，风电设备利用小时 1905 小时，同比降低 120 小时。同时，往年弃风较多的地区在 2014 年弃风率有所下降。总体上，主要受政策预期影响，风电投资快速增长，新增并网保持较快水平，受风况条件影响 2014 年利用小时有所下降，但处于正常水

平，弃风现象有所改善。

光伏发电方面，截至2014年底，全国并网光伏发电装机容量2652万千瓦（绝大部分为光伏发电），同比增长67.0%，其中甘肃、青海和新疆分别达到517、411和376万千瓦，内蒙古和江苏超过200万千瓦，宁夏和河北超过100万千瓦。2014年，全国并网光伏发电量231亿千瓦时、同比增长170.8%。总体上，2014年光伏发电并网装机容量以及发电量规模大幅扩张。

核电方面，2014年核电投资完成569亿元，同比下降13.8%；全年新增核电机组5台、新增装机容量547万千瓦，是投产核电机组最多的一年，分别是3月投产的广东阳江核电站1号机组、5月投产的福建宁德核电站一期2号机组和辽宁红沿河核电站一期2号机组、11月投产的福建福清核电站1号机组和12月投产的浙江秦山核电站一期扩建工程1号机组。截至2014年底，全国核电装机容量1988万千瓦，同比增长36.1%，核电在建规模2590万千瓦。2014年，全国核电发电量1262亿千瓦时，同比增长13.2%，核电设备利用小时7489小时、同比降低385小时。总体上，核电投资有所放缓，随着项目建设完毕核电装机规模快速扩张，利用小时有所下降。

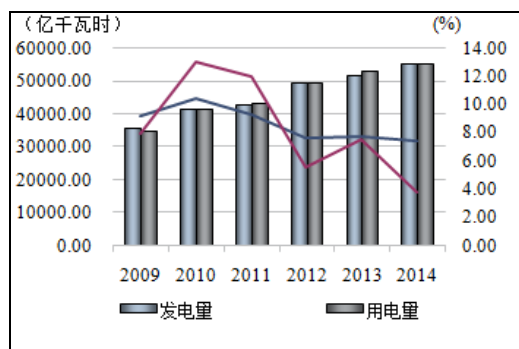
总体看，2014年以来电力工业持续健康发展，装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

电力供需

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从2002年开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电；但2008年国际金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了大幅下降的趋势，同时电力供需矛盾得以缓解。2010年以来，中国国内发电量与全社会用电量恢复增长态势，电力供需总体仍然偏紧。主要受制于环境持续性低迷，以及中国经济转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响，2011~2013年中国全社会用电量增速持续放缓。2014年，受气温及经济稳中趋缓等因素影响，全国电力

供需形势总体宽松，运行安全稳定。

图3 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

2014年，全国全社会用电量5.52万亿千瓦时，同比增长3.8%，增速同比回落3.8个百分点，为1998年（2.8%）以来的年度最低水平。从结构看，第一产业用电量994亿千瓦时，占全社会用电量比重为1.80%；第二产业用电量4.07万亿千瓦时，占比为73.60%；第三产业用电量6660亿千瓦时，占比为12.06%；城乡居民生活用电量6928亿千瓦时，占比为12.54%。第三产业用电量比重同比提高0.30个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低0.07个百分点、0.04个百分点和0.19个百分点。

总体看，2014年以来全国电力供需环境宽松，用电需求增速放缓，第三产业用电量增速明显领先于其他产业。

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终

占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

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，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。2014年煤价与2013年同趋变化，呈前三季度下降、第四季度回升的态势，截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，较年初平均下降80元/吨。进入2015年以来，煤炭市场低迷，价格弱势运行，截至2015年3月18日，环渤海动力煤平均价格为482元/吨。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2014年以来，随着煤炭市场化进程继续深入，大型煤企与电力集团的中长协合同逐步实现了季度与月度定价相结合的模式，市场现货交易价格参照环渤海动力煤价格指数作为结算价格。总体上，近年来随着煤

价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，于2013年9月25日起执行，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网电价。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导2014年9月1日开始施行。上述措施的推行将导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，相关细则陆续出台，联动机制的推行力度以及其对火电企业的影响尚待观察；近年来环保问题日渐突出，火电行业或将受到一定影响。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的

发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

（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。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国

的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012 年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量 14.62 亿吨，占当年全国煤炭总产量的 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014 年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

表 2 2010-2012 年中国煤炭企业原煤产量前十名（单位：万吨）

排名	2010 年		2011 年		2012 年	
	排名对象	产量	排名对象	产量	排名对象	产量
1	神华集团有限责任公司	35696	神华集团有限责任公司	40789	神华集团有限责任公司	45665
2	中国中煤能源集团有限公司	15370	中国中煤能源集团有限公司	16357	中国中煤能源集团有限公司	17552
3	山西焦煤集团有限责任公司	10214	大同煤矿集团有限责任公司	11537	大同煤矿集团有限责任公司	13267
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	10118	山西焦煤集团有限责任公司	11006	山东能源集团有限公司	12292
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	10039	山东能源集团有限公司	10821	冀中能源集团有限责任公司	11564
6	河南煤业化工集团有限责任公司	7401	冀中能源集团有限责任公司	10215	陕西煤业化工集团有限责任公司	11368
7	冀中能源集团有限责任公司	7332	陕西煤业化工集团有限责任公司	10186	山西焦煤集团有限责任公司	10540
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7098	河南煤业化工集团有限责任公司	8483	开滦（集团）有限责任公司	8354
9	淮南矿业（集团）有限责任公司	6619	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	7718	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	8008
10	开滦（集团）有限责任公司	6087	兖矿集团有限公司	7079	兖矿集团有限公司	7617
合计		115974		134191		146227
占全国原煤总产量比例（%）		35.79		38.12		40.06

资料来源：中国煤炭工业协会，国家统计局，联合资信整理

供需格局

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，2013 年度煤炭总供给过剩量达 3.32 亿吨。

表 3 中国 2002 年以来煤炭行业供需变化（单位：百万吨、%）

时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口		库存净减少	总供给 - 总需求
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比		
2002 年	1380	18.97	1366	8.24	11	266.67	84	-6.67	-11	-70
2003 年	1722	24.78	1692	23.87	11	0.00	94	11.90	-5	-58
2004 年	1992	15.68	1936	14.42	19	72.73	87	-7.45	-2	-13
2005 年	2350	17.97	2319	19.78	26	36.84	72	-17.24	-35	-49
2006 年	2529	7.62	2551	10.00	38	46.15	63	-12.50	10	-37
2007 年	2692	6.45	2727	6.90	51	34.21	53	-15.87	-34	-72
2008 年	2802	4.09	2811	3.08	40	-21.57	45	-15.09	-46	-60
2009 年	2973	6.10	2958	5.23	126	215.00	22	-51.11	-64	55
2010 年	3235	8.81	3122	5.54	163	29.37	19	-13.64	-81	175
2011 年	3516	8.69	3430	9.87	182	11.66	15	-21.05	-78	176
2012 年	3645	3.67	3526	2.80	288	58.24	9	-40.00	-124	274
2013 年	3680	0.96	3610	2.38	327	13.54	8	-11.11	-57	332

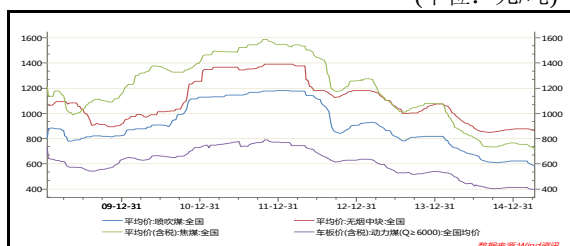
资料来源：《国民经济和社会发展统计公报》，Wind 资讯，联合资信整理

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。

图4 近年国内主要煤炭品种含税均价

(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

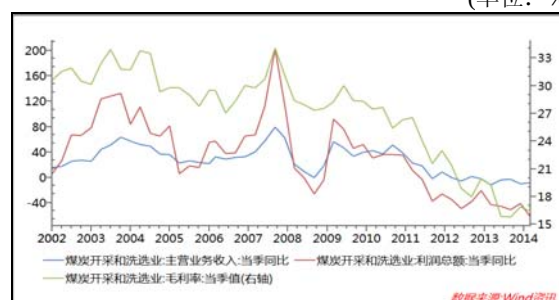
历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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2014年和2015年3月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图5 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况 (单位：%)



资料来源：wind 资讯

2. 行业政策

总体规划

2012年3月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要内容包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%，新开工规模分别占3.3%、25.0%

和71.7%，到2015年形成产能41亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%，东、中、西部产量分别占12%、35%和53%），产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨，规划铁路煤炭运力30亿吨，省际间煤炭调运量16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨，规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

总体看，“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

3. 行业关注

总量控制失效

根据《BP世界能源统计年鉴》（2013年6月），中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为32亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思路，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求

与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。

产业结构失衡

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康

发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

4. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”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，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，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。

2011年四季度以来，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，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产

保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

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，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

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，部分生产成本低、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。

（三）区域经济概况

公司业务范围分布于宁夏回族自治区，其发展水平对公司经营环境有一定影响。

根据《2014年宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2014年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值2752.10亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值216.84亿元，增长5.4%；第二产业增加值1343.13亿元，增长9.2%；第三产业增加值1192.13亿元，增长6.9%。按常住人口计算，全区人均生产总值41834元，增长6.8%。三次产业增加值构成由2013年的8.2:48.9:42.9调整为2014年的7.9: 48.8: 43.3。三次产业对经济增长的贡献率分别由2013年的3.4%、66.5%和30.1%转变为2014年的5.1%、61.6%和33.3%。

宁夏矿产资源丰富。以煤和非金属为主，金属矿产较贫乏。其中，煤炭探明储量300多亿吨，预测储量2020多亿吨，储量位居全国第六位，人均占有量是全国平均水平的10.6倍，且煤种齐全，煤质优良，分布广泛，含煤地层分布面积约占宁夏面积的1/3，形成贺兰山、宁东、香山和固原四个含煤区。

宁夏风能资源丰富，开发潜力较大。宁夏风能资源总储量为2253万千瓦，适宜开发的风能资源储量为1214万千瓦。风能资源季节变化明显，大部分地区春季风能较为丰富，冬季次之，冬、春季节为主要开发利用季节。宁夏风

能资源一般划分为4个区域：在贺兰山、六盘山的山顶和山峰为风能资源丰富区；贺兰山南端东侧开阔区域、贺兰山与桌子山之间的狭窄地带、青龙山与罗山之间的狭窄地带以及罗山、香山附近为风能资源较丰富区；盐池县麻黄山附近、惠农、海原、兴仁及泾源等地为风能资源可利用区；除上述三个区域外，大部地区为风能资源贫乏区，风能利用价值不高。

总体看，近年来宁夏区域经济持续提升，且矿产资源和风能资源丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权关系

截至2015年6月底，公司注册资本50.26亿元，其中中国铝业持股70.82%，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%，公司控股股东为中国铝业。

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2015年6月底，公司拥有两台330MW纯凝湿冷燃煤发电机组和两台330MW空冷供热机组，装机容量132万千瓦。2014年发电量83.69亿千瓦时，2015年上半年发电量35.76亿千瓦时。

风力发电板块，截至2015年6月底，公司已建成和在建风电装机规模达到1338MW，其中已建成1188MW，在建150MW。2014年上网电量19.04亿千瓦时，2015年上半年上网电量10.51亿千瓦时。

光伏发电板块，截至2015年6月底，公司光伏发电装机容量为173.33MW。

2014年，公司作为宁夏回族自治区装机规模最大的发电企业，火电、风电和光伏发电装机规模均有不同程度增长，其区域地位得到进

一步巩固。

煤炭板块，公司现已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2015年6月底，公司煤炭产能合计1050万吨/年，产能较2014年底增长240万吨/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2015年6月底，公司风力发电机组产能500个/年，塔筒产能450套/年；2014年生产风力发电机组21个，塔筒168套；2015年上半年生产风力发电机组38个，塔筒105套。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员12人，其中总经理1人，副总经理5人，财务总监1人。管理层发生一定调整，2014年9月公司总工程师变更为冯奇峰先生；同期两名副总经理、一位董事亦有所变更；2015年4月公司财务总监、董事变更为吴寿生先生。

公司董事长许波先生，1964年9月出生，汉族，中共党员，研究生毕业工程硕士，经济学博士，高级工程师，中国国籍，无境外永久居留权。历任电力部电力机械局局长助理兼办公室主任，中国华电工程（集团）公司总经理、党组书记，中国华电集团公司陕西分公司党组书记、总经理，华电陕西能源有限公司执行董事、总经理、党组副书记。现任中国铝业总裁助理，中铝能源公司执行董事、总经理，甘肃华阳矿业开发有限责任公司董事长，中铝新疆旅店有限公司董事长、总经理。

公司总经理朱润洲先生，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6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月至今，任公司总经理、党委副书记、法定代表人。

吴寿生先生，1969年5月出生，汉族，中共党员，硕士毕业，高级会计师，中国国籍，无境外永久居留权。历任平果铝业公司基建财务处科员、成本科副科长、科长、副处长、证券部副主任、广西分公司财务部副经理、中国铝业重庆分公司财务部经理、中色第十二冶金建设公司总会计师、财务总监，现任中铝宁夏能源集团有限公司财务总监。2015年4月起任中铝宁夏能源集团有限公司董事、财务总监。

截至2015年6月底，公司现有职工6403人。从学历构成看，公司大学本科以上学历占24.43%、大专学历占26.66%、中专及以下学历占48.91%；从技术类别构成看，公司工程技术人员占12.26%、操作技能人员占67.74%、其他人员占20.00%；从职工类别构成看，公司在岗职工占96.33%，不在岗职工占3.65%，其他从业人员占0.02%。

总体看，公司高管人员行业及管理经验丰富，人员构成较为合理。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司设股东会，由全体股东组成，是公司权力机构；公司设董事会，由7名董事组成，其中中国铝业推荐5人、惠民投融资推荐2人。董事会成员任期三年，可连选连任，董事会设董事长1人，由董事会在中国铝业推荐的董事中选举产生；公司设经营管理机构，除非董事会另有规定，经营管理机构包括总经理1名、副总经理若干名、财务总监1名，公司总经理由董事长提名，董事会聘任或者解聘；公司设监事会，由5名监事组成，其中股东推荐监事4名（中国铝业推荐1名、惠民投融资推荐1

名、宁夏电力投资集团有限公司推荐1名、北京能源投资（集团）有限公司推荐1名），职工代表监事1名，监事会设主席1人。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理制度

子公司管理方面：公司根据管理需要设置专门部门，具体负责对全资、控股、参股公司的股权管理工作，负责公司作为出资人和上述公司股东的日常股权管理工作；公司制定分公司、子公司、参股公司管理制度和集团经营业绩考核管理制度，明确集团公司对分子公司管控的基本原则、思路、模式、母子公司之间的职责权限边界。

采购管理方面：公司制定采购业务管理制度，明确对各分子公司采购业务的管控要求，包括采购计划制定、采购申请审批、采购定价、采购过程实施、采购验收及采购结算等；各分子公司大宗物资采购金额超过一定权限，并符合招标采购的，应向集团公司提出招标申请，并经审批后由集团公司组织实施招标业务，各分子公司依据招标结果与供应商签订合同。

生产管理方面：公司通过制定综合计划管理制度，对各分子公司编制生产计划的依据、程序及要求作出明确规定；各分子公司应设置生产技术部门负责生产工艺技术的管理，并配备专职生产技术人员负责生产工艺技术日常事务。

销售管理方面：公司根据发展战略制定年度生产经营指标，各分子公司根据集团公司下达的生产经营指标制定本单位的年度销售计划，分子公司的年度销售计划纳入公司的综合计划；各分子公司应设置销售管理部门负责本单位产品的市场销售工作，并配备专职销售人员处理。具体的日常销售业务；各分公司的外部销售款项应由集团公司财务管理部门统一管理、统一回收，集团公司与各分公司通过内部往来交易形式完成销售资金结算。

财务管理方面：公司实行垂直统一的财务

集中管理体制，推行全面预算管理，实行资金集中管理和统一调度，建立统一的资本性支出财务管理体系。公司实行资金预算管理，所有资金收入和支出全部纳入资金预算管理，实行收支两条线管理，下属公司必须严格按照财务授权制度和风险控制制度进行相关业务的操作，在所有重大问题的决策与处理上，如对外筹融资、提供担保、重大资产购置或处置等事项必须按规定报经集团公司审批后方可执行。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

六、重大事项

中铝宁夏能源集团有限公司 2014 年合并口径资产减值共计 14.44 亿元。主要原因系近年来光伏设备制造行业持续不景气，且公司生产线落后明显，2014 年公司对光伏制造板块现有企业进行大幅清理，其中宁夏宁电硅业有限公司、宁夏银星多晶硅有限责任公司、宁夏宁电硅材料有限公司、宁夏宁电光伏材料有限公司正在进行破产清算，因此计提大量减值准备。同时公司计提部分光伏电站光伏设备的资产减值。

表 4 公司 2014 年计提资产减值明细
(单位: 亿元)

单位	资产减值
中铝宁夏能源集团有限公司本部	18.44
中铝宁夏能源集团有限公司太阳山光伏电厂	0.37
中铝宁夏能源集团有限公司红寺堡光伏发电厂	1.31
宁夏宁电光伏材料有限公司	5.29
宁夏宁电太阳能发电有限公司	0.08
宁夏银星多晶硅有限责任公司	2.71
宁夏宁电硅材料有限公司	4.43
宁夏宁电硅业有限公司	0.09
中卫宁电新能源有限公司	0.24
北京意科能源技术有限公司	0.65

宁夏银星能源股份有限公司	0.21
宁夏王洼煤业有限公司	-0.01
宁电物流有限公司	0.03
宁夏意科太阳能发电公司	0.58
中铝宁夏能源集团有限公司抵消数	-19.98
中铝宁夏能源集团有限公司合并数	14.44

资料来源：公司提供

七、经营分析

1. 经营概况

目前，从细分业务看，公司已形成以三大发电为主，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的开采和销售；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。

2014年，公司实现营业收入46.76亿元，较上年小幅下滑5.02%。分业务板块看，2014年火力发电板块收入小幅下降2.01%，主要由于2014年9月份火电上网价格下调所致；风力发电收入大幅增长12.15%，主要由于设备利用小时增加以及新建项目投产所致，光伏发电大幅增长55.32%，主要由于设备利用小时增加以及新建项目投产所致；公司煤炭产品50~60%的产量供给下属电厂。

2014年，公司整体毛利率为31.70%，较上年小幅下降0.89个百分点。分业务板块看，2014年火力发电板块毛利率下降1.48个百分点，主要由于电价下调；风力发电板块毛利率提高4.24个百分点，光伏发电板块毛利率提高2.96个百分点，主要由于一方面相关资产计提减值，折旧费用下降，另一方面设备利用小时增加；煤炭产品毛利率下降3.07个百分点，主要由于煤炭价格下降所致；新能源设备板块毛利率较低，主要由于市场需求低迷。

2015年1~6月，公司实现营业收入20.98亿元，较上年同期下降10.10%，占到2014年全年收入的44.86%。2015年1~6月，公司整体毛利率39.19%，较上年提高7.49个百分点，其中火

力发电毛利率提高8.96个百分点，主要由于一方面检修发生在下半年，相应检修费尚未计入成本，另一方面标准煤耗降低以及煤炭价格下降；光伏发电毛利率提高15.09个百分点，主要由于设备改造，设备利用小时数提高。

总体看，受火力电价下调和煤炭、新能源设备市场低迷影响，公司收入规模有所下滑，公司经营压力上升。但另一方面，由于火力发电成本下降、光伏发电折旧费用下降等因素，公司利润水平稳中有升。

表 5 公司营业收入及盈利情况（单位：万元）

主营业务	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 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	181744.26	9.67	34.73	199663.32	16.21	34.39	195642.10	14.73	35.70	82552.86	23.69	34.71
风力发电	76435.00	33.75	14.60	84832.22	46.88	14.61	95136.21	51.12	17.36	52179.41	50.30	21.94
光伏发电	14532.00	33.32	2.78	15051.16	44.67	2.59	23376.78	47.63	4.27	11936.38	62.72	5.02
煤炭产品	101995.50	27.23	19.49	158824.34	38.51	27.35	155100.70	35.44	28.30	61681.01	42.16	25.93
新能源设备	92368.07	0.00	17.65	75686.04	-49.58	13.03	51554.77	-9.55	9.41	11617.59	1.01	4.88
其他	56242.95	22.47	10.75	46614.01	46.28	8.03	27244.70	37.49	4.97	17878.34	13.79	7.52
抵消前合计	523317.78	16.94	100.00	580671.09	28.26	100.00	548055.30	27.16	100.00	237845.6	34.42	100.00
减：内部抵消	108367.12	--	--	88325.64	--	--	80408.13	--	--	28063.99	--	--
合计	414950.66	29.38	--	492345.45	32.59	--	467647.1	31.70	--	209781.6	39.19	--

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、新能源研究院等单位服务收入；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，目前公司全资火电企业包括宁夏马莲台发电厂（简称“马莲台发电厂”）、宁夏六盘山热电厂（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

表 6 马莲台发电厂外购电煤情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
重点合同签订量（万吨）	202	233	273	257
重点合同兑现率（%）	150	94	77	--
市场采购量（万吨）	48	219	211	82

资料来源：公司提供

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 $2 \times 330\text{MW} + 2 \times 600\text{MW} + 2 \times 1000\text{MW}$ ，截至2015年6月底，装机容量为 $2 \times 330\text{MW}$ 。

马莲台电厂电煤采购以合同采购为主，当地中小煤矿采购为辅。马莲台电厂与神华宁夏煤业集团签订年度订货合同，从近几年合同执行情况来看，重点合同兑现率较好。马莲台电厂电煤采购全部采用汽车运输。

截至2015年6月底，马莲台电厂资产总额15.53亿元；2014年实现营业收入9.23亿元，净利润0.9亿元，净利润较上年下滑22.41%。2015年1~6月，马莲台电厂实现营业收入3.95亿元，净利润0.7亿元。

表 7 马莲台发电厂经济技术指标表

指标	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
发电量(亿千瓦时)	37.47	41.49	40.93	18.21
上网电量(亿千瓦时)	34.66	38.61	38	16.73
设备平均利用小时(时)	5678	6285.98	6202	2760
平均上网电价(元/千瓦时)	247.29	244.44	239.38	226.05
综合厂用电率(%)	7.5	7.14	7.06	8.01
供电标准煤耗(克/千瓦时)	332.8	326.08	323.38	321.39
综合标准煤量(万吨)	115	126	124	55

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

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。

表 8 六盘山热电厂经济技术指标表

指标	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
发电量(亿千瓦时)	38.18	42.20	42.76	17.55
上网电量(亿千瓦时)	34.51	38.38	39.19	16.08
设备平均利用小时(时)	5785.10	6393.53	6478.08	2659.47
平均上网电价(元/千瓦时)	253.85	253.08	247.8	242.71
综合厂用电率(%)	9.61	8.59	8.35	8.39
供电标准煤耗(克/千瓦时)	345.97	345.97	333.99	327.45
综合标准煤量(万吨)	121	132	148.14	63.42
平均入炉标煤单价(元/吨)(含税)	527.49	433.98	403.07	328.51

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方式,主要从王洼煤矿采购,运输方式为汽车运输。

表 9 六盘山热电厂外购电煤情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
计划煤合同采购量(万吨)	245	218	246	80

已完成计划煤采购量(万吨)	184	186	238.61	73.77
市场煤采购量(万吨)	43.68	50	50.51	13.75

资料来源:公司提供

截至2015年6月底,六盘山热电厂资产总额27.66亿元;2014年实现营业收入10.33亿元,净利润-0.06亿元。2015年1~6月,六盘山电厂实现营业收入4.31亿元,净利润0.43亿元,主要由于2014年供热补贴于2015年入账。

风电板块

截至2015年6月底,公司已建成和在建风电装机规模达到1338MW,其中已建成1188MW,在建150MW,已建成项目包括贺兰山风电场(222.3MW)、太阳山风电场(243MW)、麻黄山风电场(99MW)、阿左旗贺兰山风电场(99MW)、红寺堡风电场(99MW)、长山头风电场(49.5MW)、牛首山风电场(99MW)、大水坑风电场(99MW)、大战场风电场(99MW)、陕西冯地坑(49.5MW);在建项目包括太阳山风电五期(50MW)、长山头风电场扩建项目(100MW)。

表 10 公司风电板块经济技术指标表

指标	风电场名称	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
上网电量 (亿千瓦时)	贺兰山风电场	2.64	3.10	3.12	1.96
	太阳山风电场	4.11	4.00	4.00	1.84
	阿左旗贺兰山风电	1.04	1.16	2.01	1.12
	银仪风电公司	1.89	3.20	3.82	1.97
	银星能源风电	3.90	4.69	4.36	2.25
	牛首山风电	0.99	1.52	1.37	0.78
	陕西冯地坑一期	--	--	0.36	0.59
设备平均 利用小时 (小时)	贺兰山风电场	1571	1678	1441	911
	太阳山风电场	1774	1717	1729	809
	阿左旗贺兰山风电	2233	2405	2148	1206
	银仪风电公司	1579	1688	2025	1053
	银星能源风电	2240	1990	1846	955
	牛首山风电	1029	1583	1426	816
	陕西冯地坑一期	--	--	806	1237
平均上网 电价(元 /千瓦时)	贺兰山风电场	0.55	0.55	0.55	0.55
	太阳山风电场	0.57	0.57	0.57	0.57
	阿左旗贺兰山风电	0.56	0.56	0.56	0.56
	银仪风电公司	0.57	0.57	0.57	0.57
	银星能源风电	0.58	0.58	0.58	0.58
	牛首山风电	0.56	0.56	0.56	0.56

	陕西冯地坑一期	--	--	0.61	0.61
--	---------	----	----	------	------

资料来源：公司提供

注：1. 银仪风电公司所属风电场包括麻黄山风电场和红寺堡风电场；

2. 银星能源风电公司所属风电场包括红寺堡二期、麻黄山风电场和大战场风电场

目前公司各风场上网电价均按照“关于完善风力发电上网电价政策的通知（发改价格[2009]1906号）”一文执行，2009年8月1日之前核准的风电项目，上网电价仍按原有规定执行。之后核准的项目均按III类资源区0.58元/KWh执行。

煤炭板块

宁夏发电集团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2015年6月底，公司煤炭产能合计1050万吨/年，产能较2014年底增长240万吨/年，主要由于银洞沟煤矿转产带动总产能增加。

未来产能扩张方面，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。银洞沟煤矿原产能60万吨/年，300万吨/年技改工程于2009年初开工建设，项目计划总投资23.34亿元，截至2015年6月末，已经基本完工，目前产能已经达到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2015年6月底，累计完成投资4.86亿元，预计2017年末全部建成投产；配套洗煤厂项目计划投资5.92亿元，目前正在建设中，预计2016年建成。

截至2014年底，王洼煤业资产总额41.30亿元，所有者权益13.17亿元；2014年实现营业收入9.22亿元，净利润1.33亿元。截至2015年6月底，王洼煤业资产总额50.66亿元，所有者权益14.07亿元；2015年1~6实现营业收入3.62亿元，净利润0.64亿元。

表11 王洼煤业产销情况（单位：万吨；元/吨）

原煤	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
产量	410.00	457.42	450.34	235.06
销量	405.00	457.79	443.47	207.27
开采成本	200.00	173.48	172.6	149.4
平均售价	252.00	214.48	207.48	194.82

资料来源：公司提供

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2012年8月3日取得探矿权证，完成煤炭资源储量核实报告评审。截至2015年3月底，该工程累计完成投资18.28亿元，目前处于试生产阶段，基本形成300万吨生产能力。

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2015年6月底，公司光伏发电装机容量为173.33MW，较2014年3月底增长6.12%。其中，太阳山光伏发电厂装机容量为50MW、红寺堡光伏发电厂装机容量为50MW、固原头营光伏发电厂装机容量为10MW、中卫寺口子光伏发电厂装机容量为20MW、中卫屋顶光伏电站装机容量为3MW、高沙窝光伏电站装机容量为20MW、孙家滩光伏发电厂装机容量为20MW、银川光伏实验电站装机容量为0.33MW。

电价变动方面，2012年10月以后投入运营的电厂上网电价为1.00元/千瓦之外，以前投运的电厂上网地面光伏电站电价均为1.15元/千瓦，公司上网电价无变动。

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。近些年，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。这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；2015年公司开始生产2.5MW风机和2.5MW塔筒，但目前产销量均较低。

表 12 风电设备制造板块产销情况（单位：个、套）

产品		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
风机	产能	500	500	500	500
	产量	38	12	21	38
	销量	121	15	40	2
塔筒	产能	450	112	450	450
	产量	193	101	168	105
	销量	207	57	190	15

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。近年来，公司塔筒产能持续下降，主要由于市场需求低迷，公司削减产能所致。2014年，公司塔筒产能450套/年，产量168套，产销率113.10%。

(2) 光伏设备制造板块

公司光伏设备制造板块主要经营实体包括宁夏宁电硅业有限公司、宁夏银星多晶硅有限责任公司、宁夏宁电硅材料有限公司、宁夏宁电光伏材料有限公司。由于近年来光伏设备制造行业持续不景气，且公司生产线落后明显，2014年公司对光伏制造板块现有企业进行大幅清理，上述四家企业正在进行破产清算，因此计提大量减值准备，其中宁夏宁电硅业有限公司计提减值940.16万元，宁夏宁电光伏材料有

限公司计提减值5.29亿元，宁夏宁电硅材料有限公司计提减值4.43亿元，宁夏银星多晶硅有限责任公司计提减值2.71亿元。本次清理工作预计2015年完成，之后公司将不再从事光伏设备制造业务。

2. 经营效率

资产增速方面，受公司在建工程停建，资产减值损失大幅增加等影响，2012~2014年公司总资产周转次数波动上升，三年加权均值为0.17次，2014年为0.17次。公司存货周转次数和销售债权周转次数均呈上升趋势，三年加权平均值分别为4.19次和3.59次，2014年为4.57次和4.04次。

总体来看，公司各项经营效率指标较好，公司运营效率良好。

3. 未来发展

未来，公司将以母公司中国铝业发展战略为引领，坚持能源发展服务中国铝业主业和稳中求进、转型升级的原则，按照“优化煤电、发展铝业、改制改革、滚动发展”战略方针，将公司建设成为中国铝业最大的能源基地、煤电铝一体化项目基地、煤炭电力管理基地和人才培训基地。

公司未来计划投资项目主要涉及火电、风电、光伏发电以及煤炭等领域。公司未来计划投资148.66亿元，截至2015年6月底，公司已累计投资44.63亿元，公司存在较大外部融资需求。

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，在建项目多处于建设期，未来公司项目支出规模较大。

表 13 截至 2015 年 6 月底公司主要在建项目（单位：亿元）

项 目	计划投资额	截至 2015 年 6 月底已投资	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
王洼煤矿银洞沟 300 万吨改扩建	23.34	18.65	0.09	2.60	2.00	--
王洼煤矿 600 万吨改扩建	19.58	4.40	0.22	6.00	7.00	1.96
王洼至原州区铁路建设项目	20.58	12.02	2.62	3.94	2.00	--

王洼煤矿洗煤厂	5.92	1.05	0.95	3.30	0.60	--
太阳山风电场五期 49.5MW 风电	3.80	2.87	--	0.55	0.38	--
银星能源中宁长山头 99MW 风力发电项目	6.70	2.64	2.00	1.39	0.67	--
太阳山风电场六期 49.5MW 风电	3.80	--	--	--	3.42	0.38
贺兰山百万千瓦风电首期项目 200MW	15.00	--	--	--	4.00	4.00
中铝宁夏银星电厂 2*660MW 工程	44.75	2.13	11.87	15.00	12.75	3.00
宁东供热项目	3.44	0.87	0.09	0.50	1.00	0.98
六盘山热电厂厂外燃煤输送系统	1.75	--	0.55	1.20	--	--
合计	148.66	44.63	18.39	34.48	33.82	10.32

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014年财务报告由安永华明会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。因2014年3月13日财政部公布了修订后

的《企业会计准则第2号—长期股权投资》，公司2014年财务报告对2013年度发生的长期股权投资进行调整（具体更正事项见表12），并对年初数据进行了重述。公司提供的2015年上半年财务报表未经审计。

表 14 会计政策变更（单位：元）

本集团		会计政策变更前	会计政策变更后
2013 年 1 月 1 日	可供出售金融资产	0	33211149.63
	长期股权投资	1213733437.30	1180522287.67
2013 年 12 月 31 日	可供出售金融资产	0	22350000.00
	长期股权投资	1990032129.42	1967682129.42

资料来源：公司提供

2014年，因原子公司宁夏积家井煤业有限公司注销不再纳入合并范围。新设一家子公司。合并范围变动较小，数据可比性大。

截至2014年底，公司合并资产总额为279.72亿元，所有者权益合计为52.65亿元（其中少数股东权益7.48亿元）。2014年，公司实现营业收入46.76亿元，利润总额-11.10亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为288.64亿元，所有者权益合计为56.34亿元（其中少数股东权益8.15亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入20.98亿元，利润总额3.05亿元。

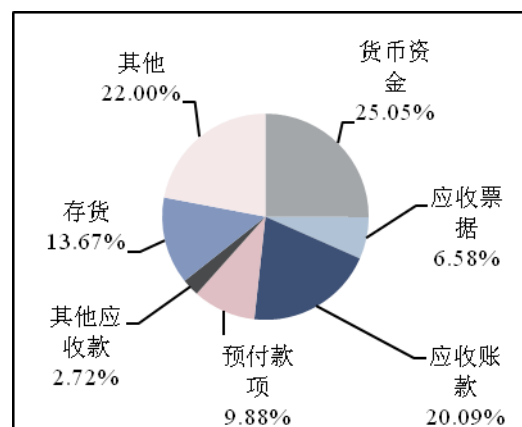
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额有所波动，年均复合增长1.86%。截至2014年底，公司资产总额279.72亿元，较上年底减少0.48%。其中，流动资产占14.49%，非流动资产占85.51%，公

司资产以非流动资产为主。

流动资产

图 6 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司流动资产快速下降，年均下降15.71%，主要受存货和其他流动资产减少的影响。截至2014年底，公司流动资产合计

40.52亿元，较2013年底同比下降6.46%。主要由货币资金(占25.05%)、应收账款(占20.09%)、存货(占13.67%)和其他流动资产(占21.83%)构成。

2012~2014年，公司货币资金波动下降，年均复合下降25.64%。截至2014年底，公司货币资金10.15亿元，其中受限制货币资金0.39亿元，货币资金主要由银行存款(占96.92%)构成。

2012~2014年，公司应收账款快速下降，年均复合下降21.65%。截至2014年底，公司应收账款8.14亿元。从账龄看，一年以内的占73.86%，1~2年的占2.78%，2~3年的占6.14%，3年以上的占17.21%，公司共计提坏账准备0.86亿元，计提比例9.58%，计提比例偏低。

2012~2014年，公司预付款项波动增长，年均复合增长27.87%，截至2014年底，公司预付款项4.01亿元，从账龄看，一年以内的占83.29%，1~2年的占6.73%，2~3年的占3.49%，3年以上的占5.49%。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长15.02%。截至2014年底，公司其他应收款1.10亿元，主要由新规划的建设项目正式开工建设前发生的费用支出构成。公司一般将项目正式开工建设前发生的费用支出先计入其他应收款，待正式获批后公司将成立项目公司，再将其他应收款转为对项目公司的长期股权投资。

2012~2014年，公司存货波动下降，年均复合下降18.00%。截至2014年底，公司存货5.54亿元，主要由原材料(占51.80%)、在产品(占17.95%)和库存商品(占28.89%)构成，公司计提存货跌价准备2.94亿元(为原材料和产成品跌价产生)，计提比例34.68%。

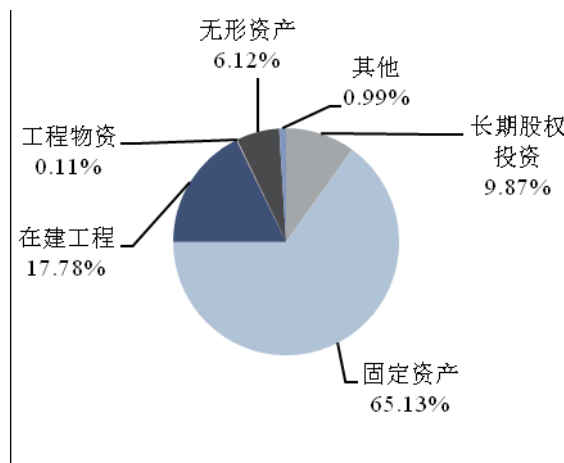
2012~2014年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降11.09%。截至2014年底，公司其他流动资产8.85亿元，全部为增值税留抵税额。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产有所增长，

年均复合增长6.09%。截至2014年底，公司非流动资产合计239.19亿元，主要由固定资产(占65.13%)、在建工程(占17.78%)、长期股权投资(占9.87%)和无形资产(占6.12%)构成。增长的主要原因是由于固定资产、长期股权投资增长所致。

图7 2014年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长41.40%。截至2014年底，公司长期股权投资23.60亿元，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79.41%、20.59%)。

2012~2014年，公司固定资产有所增长，年均复合增长6.95%。截至2014年底，公司固定资产155.78亿元，其中机器设备占82.78%、房屋及建筑物占16.51%。增长的主要原因是由于房屋及建筑物增长所致。

2012~2014年，公司在建工程不断下降，年均复合下降10.11%。截至2014年底，公司在建工程42.52亿元。降低的主要原因是工程减值准备的增加，2014年该减值准备为6.50亿元。

2012~2014年，公司无形资产波动增长，年均复合增长38.10%。截至2014年底，公司无形资产14.64亿元，其中土地使用权占19.17%、采矿权占22.55%、探矿权占55.07%。

截至2015年6月底，公司资产总额为288.64亿元，较2014年底增长3.19%，其中流动资产占

16.05%，非流动资产占83.95%，非流动资产占比略微下降，基本保持稳定。

总体看，近三年公司资产逐年稳定增长，公司资产以非流动资产为主，主要系长期股权投资、预付款项和其他非流动资产快速上升带动所致；非流动资产中固定资产和在建工程占比较大，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长20.49%。截至2014年底，公司所有者权益52.65亿元（少数股东权益7.48亿元），较2013年底下降14.02个百分点。

截至2014年底，公司归属于母公司所有者权益45.17亿元。其中实收资本50.26亿元、资本公积8.76亿元、盈余公积1.40亿元和未分配利润-15.57亿元。公司少数股东权益在近三年快速增长，年均复合增长率为22.40%，截至2014年底，公司少数股东权益合计7.48亿元。

截至2015年6月底，公司所有者权益为56.34亿元。较2014年底增长7.00%，主要是未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益48.19亿元，其中实收资本占104.30%、资本公积占18.18%。

总体看，近三年公司实收资本占比高，因未分配利润大幅降低，所有者权益稳定性受到影响。

负债

2012~2014年，公司负债总额有所波动，年均复合下降1.35%。2014年底，公司负债总额227.06亿元，较上年底上升3.29个百分点，其中流动负债占29.74%，非流动负债占70.26%，公司负债主要以非流动负债为主。

流动负债

2012~2014年，公司流动负债有所波动，年均复合增长1.70%。截至2014年底，公司流动负债67.52亿元，主要由短期借款（占比26.38%）、应付账款（占比12.23%）、其他应付款（占比

20.04%）和一年内到期的非流动负债（占比33.78%）构成。

2012~2014年，公司短期借款波动下降，年均复合下降18.04%。截至2014年底，公司短期借款17.81亿元，其中信用借款15.86亿元、保证借款1.40亿元。

2012~2014年，公司应付账款快速下降，年均复合下降39.04%。截至2014年底，公司应付账款8.26亿元，从账龄看，1年以内的占57.99%，1~2年的占22.19%，2~3年的占3.03%，3年以上的占16.79%。

2012~2014年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长40.46%。截至2014年底，公司其他应付款13.53亿元，增长原因主要是应支付的在建工程及设备款项增加所致。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长42.24%。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债22.81亿元，包括一年内到期的长期借款19.21亿元、矿权价款5.86亿元以及一年内到期的递延收益0.63亿元。

非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债有所波动，年均复合下降2.56%。截至2014年底，公司非流动负债合计159.54亿元。主要由长期借款（占93.61%）、应付债券（占2.51%）和其他非流动负债（占3.08%）构成。

2012~2014年，公司长期借款有所波动，年均复合下降0.98%。截至2014年底，公司长期借款合计149.35亿元。主要由质押借款（占比83.33%）、信用借款（占比7.30%）、抵押借款（占比6.60%）和保证借款（占比2.77%）。

2012~2014年，公司应付债券快速下降，年均复合下降36.75%。截至2014年底，公司应付债券合计4亿元，为公司2012年发行的额度为4亿元的“12宁发电MTN1”。

2012~2014年，公司其他非流动负债有所波动，年均复合上升2.21%。截至2014年底，公司其他非流动负债为4.92亿元。公司其他非流动负

债全部为递延收益。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 193.97 亿元，较 2013 年底增长 3.88%。其中短期债务占 20.94%，长期债务占 79.06%。公司有息债务结构基本合理。

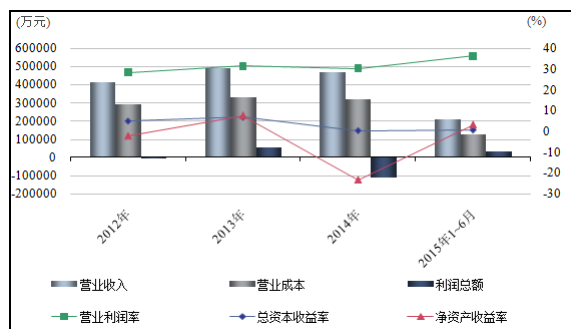
截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 74.44%、78.65%和 81.18%。公司债务负担较重。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额 232.29 亿元，较 2014 年底小幅增长 2.30%，增长主要来自短期借款和长期借款的增长。非流动负债占比小幅上升至 71.55%，负债结构变化较小。截至 2015 年 6 月底，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 73.93%、78.33%和 80.48%，公司债务负担有所减轻，但仍处于高水平。

总体看，近三年公司非流动负债占比下降，资产负债匹配性有所改善，公司债务负担有所加重，但债务结构较为合理。

4. 盈利能力

图 8 2012 年~2015 年 6 月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 6.16%。2014 年，公司实现营业收入 46.76 亿元，同期，公司营业成本波动中有所增长，年均复合增长 4.40%。

期间费用方面，公司的期间费用主要由管理费用和财务费用构成，财务费用占比大。2012~2014 年，公司期间费用费用率波动上升，分别为 32.99%、29.52%和 35.23%，公司期间费

用控制能力有待增强。

2012~2014 年，公司资产减值损失大幅增长，年均增幅 425.23%。2014 年，公司资产减值损失 14.45 亿元，其中固定资产减值损失占 55.78%，在建工程减值损失占 33.82%。2014 年，公司资产减值损失较上年大幅增长，主要由于公司清理光伏制造业务，导致固定资产减值损失（8.06 亿元）以及在建工程减值损失（4.89 亿元）大幅增长所致。

2012~2014 年，公司投资收益大幅增长，年均增幅 218.19%，投资收益增长主要系联营及合营企业盈利水平的上升。2014 年，公司投资收益 4.29 亿元，其中从联营企业华电宁夏灵武发电有限公司、宁夏京能宁东发电有限责任公司分别获得投资收益 2.09 亿元和 1.05 亿元；从合营企业宁夏大唐国际大坝发电有限责任公司、宁夏中宁发电有限责任公司分别获得投资收益 0.90 亿元和 0.18 亿元。

利润总额方面，2012~2014 年，公司利润总额波动很大。2014 年公司利润总额合计 -11.10 亿元，同比大幅下降，下降主要系公司大幅计提光伏设备资产减值导致。

盈利指标方面，近三年公司营业利润率逐年波动中有所上升，三年加权平均值为 30.38%，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，2014 年分别为 0.34%和 -23.19%，下降主要系公司大幅计提光伏设备资产减值导致。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.98 亿元，占 2014 年营业收入的比重为 44.86%，实现利润总额 3.05 亿元。

总体看，近三年公司收入规模波动中有所增长，但受光伏设备制造业务清理影响，利润总额波动很大。未来，随着公司逐渐剥离光伏设备制造业务，利润水平将有所提高。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年，公司流动、速动比率均呈现下降趋势，2014 年底分别为 60.02%和 51.81%。2012~2014 年，公司

经营现金流动负债比波动增长，三年分别为 4.34%、38.88%和 29.68%，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，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动下降，年均降幅为 23.50%，2014 年为 10.46 亿元；EBITDA 利息倍数波动下降，2014 年为 0.80 倍；全部债务/EBITDA 指标波动下降，2014 年为 18.54 倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2015年6月底，公司对外提供担保余额 0.49亿元，其中向股东宁夏电力投资集团有限公司提供0.14亿元担保，到期日为2022年2月24日；向联营企业宁夏天净神州风力发电有限公司提供担保0.35亿元，到期日为2020年12月24日。目前被担保单位正常经营。

截至2015年6月底，公司授信额度为337.75亿元，未使用额度为135.91亿元，公司间接融资渠道通畅。

6. 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2015年7月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对电力行业运行状况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力良好。

8. 未决诉讼

截至2015年6月底，不存在对公司经营产生重大影响的未决诉讼。

九、结论

电力行业发展前景长期向好，投资规模不断扩大，能源结构进一步优化。而煤炭行业持续低迷，行业景气度与宏观经济保持高度联动。

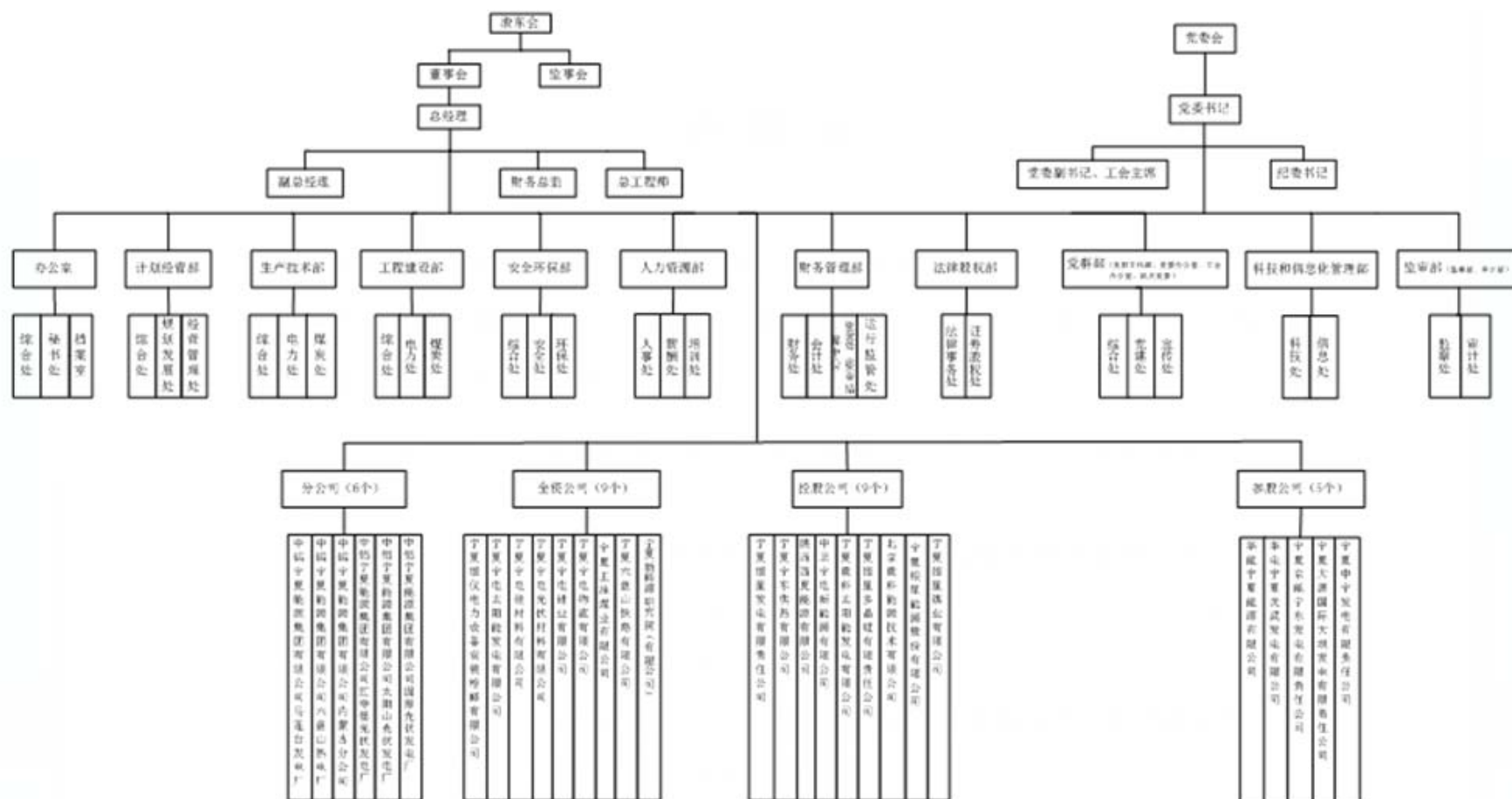
公司作为宁夏地区大型发电企业，在行业

前景、业务多元化等方面具有优势。

公司资产以非流动资产为主，资产质量尚可；负债结构合理，但债务负担较重。未来，公司将继续推进风力发电等新能源产业及煤炭产业建设，随着在建拟建项目的逐步投产，盈利能力有望提升。受公司大幅计提光伏设备资产减值影响，导致 2014 年公司利润水平大幅下降。未来随着公司剥离光伏设备制造业务，利润水平将有所上升。

综合考虑，联合资信认为公司主体长期信用风险低。

附件 1 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.00	12.81	12.82	18.35
资产总额(亿元)	269.58	281.08	279.72	288.64
所有者权益(亿元)	36.27	61.24	52.65	56.34
短期债务(亿元)	38.35	36.45	40.62	43.86
长期债务(亿元)	162.34	150.27	153.35	159.81
全部债务(亿元)	200.69	186.72	193.97	203.66
营业收入(亿元)	41.50	49.23	46.76	20.98
利润总额(亿元)	-0.56	5.25	-11.10	3.05
EBITDA(亿元)	17.88	25.49	10.46	--
经营性净现金流(亿元)	2.84	24.59	20.04	9.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.99	3.49	4.04	--
存货周转次数(次)	2.98	3.98	4.57	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.18	0.17	--
现金收入比(%)	99.22	120.85	123.97	102.59
营业利润率(%)	28.45	31.56	30.45	36.42
总资本收益率(%)	4.94	6.79	0.34	--
净资产收益率(%)	-2.19	7.61	-23.19	--
长期债务资本化比率(%)	81.74	71.05	74.44	73.93
全部债务资本化比率(%)	84.69	75.30	78.65	78.33
资产负债率(%)	86.55	78.21	81.18	80.48
流动比率(%)	87.37	68.49	60.02	70.10
速动比率(%)	74.75	55.16	51.81	61.92
经营现金流流动负债比(%)	4.34	38.88	29.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.10	0.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.23	7.32	18.54	--

注：1. 2012 年、2013 年财务数据分别采用 2013 年和 2014 年审计报告年初数；

2. 公司 2015 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 中铝宁夏能源集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在中铝宁夏能源集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中铝宁夏能源集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中铝宁夏能源集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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中铝宁夏能源集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中铝宁夏能源集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如中铝宁夏能源集团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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如中铝宁夏能源集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中铝宁夏能源集团有限公司、主管部门、交易机构等。

