

信用等级公告

联合[2017] 1619 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。



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

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: 2017 年 7 月 21 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.82	12.51	21.95	16.96
资产总额(亿元)	279.72	285.86	299.32	290.93
所有者权益(亿元)	52.65	54.03	68.47	69.03
短期债务(亿元)	40.62	31.97	38.97	36.64
长期债务(亿元)	153.35	158.87	151.68	151.43
全部债务(亿元)	193.97	190.84	190.65	188.07
营业收入(亿元)	46.76	39.29	41.71	12.73
利润总额(亿元)	-11.10	2.01	3.19	1.01
EBITDA(亿元)	12.31	23.80	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	20.04	22.82	18.05	7.11
营业利润率(%)	30.45	30.35	26.73	28.50
净资产收益率(%)	-23.19	3.51	4.47	--
资产负债率(%)	81.18	81.10	77.13	76.27
全部债务资本化比率(%)	78.65	77.94	73.58	73.15
流动比率(%)	60.02	53.43	65.80	69.47
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	7.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	1.74	2.25	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

柳丝丝 张钰

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,公司债务负担始终较重、上网电价下调、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。

未来,公司将持续推进电力生产及煤炭产业联动,重点服务于母公司中国铝业的主业发展。随着公司相关在建项目陆续投产,业务协同效应逐步发挥,公司综合竞争实力有望进一步提升。综合考虑,联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 目前,公司已形成电力、煤炭等多元化业务布局,其中新能源发电业务发展较快,并具有较高毛利水平。
3. 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。

关注

1. 公司近几年营业收入呈波动下降趋势,主营业务盈利水平低。
2. 公司债务水平始终较高,债务负担较重。
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、该公司信用等级自 2017 年 7 月 21 日至 2018 年 7 月 20 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。

中铝宁夏能源集团有限公司

主体长期信用评级报告

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3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。截至2017年3月底,公司共有子公司15个,其中全资子公司8家、控股子公司7家、参股公司8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3月底,公司合并资产总额为290.93亿元,所有者权益合计为69.03亿元(其中少数股东权益16.53亿元)。2017年1~3月,公司实现营业收入12.73亿元,利润总额1.01亿元。

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

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,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,中国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资缓中趋稳,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)保持温和上涨,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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对

经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保

健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基

本稳定。

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。

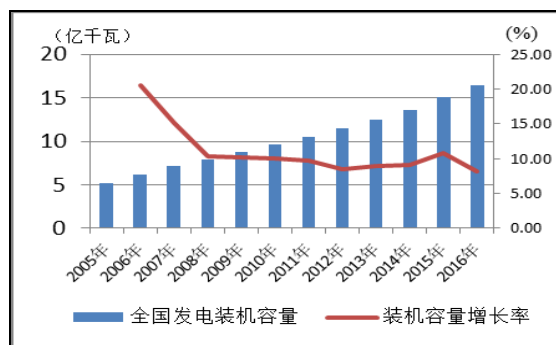
（一）电力行业

1. 行业概况

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

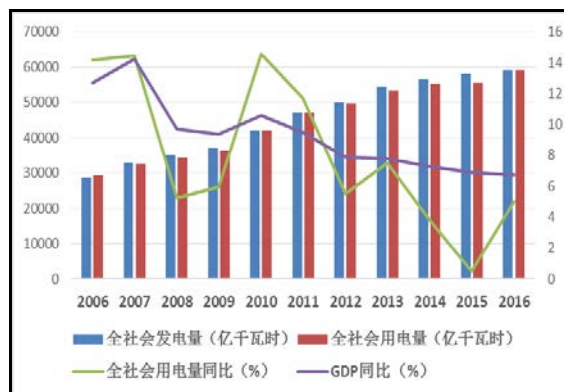


资料来源：中电联电力工业统计快报

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年一季度，煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格高位波动，截至2017年3月29日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为609元/吨。近期电煤价格的回升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、风电等清洁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

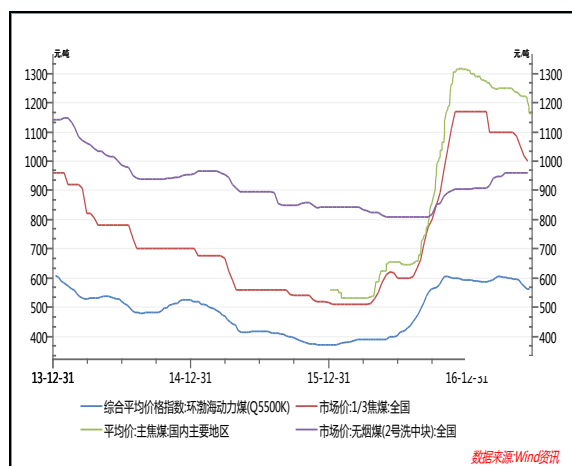
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60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。

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。

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

公司位于宁夏回族自治区银川市，宁夏回族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，宁夏回族自治区经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后。

四、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 50.26 亿元，公司直接控制人为中国铝业股份有限公司（简称“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 3 月底，公司火电总权益装机容量 454.72 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 1~3 月上网电量 16.62 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 3 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 1~3 月上网电量 4.22 亿千瓦时。

光伏发电板块，截至 2017 年 3 月底，公司光伏发电权益装机容量 17.16 万千瓦。2016 年上网电量为 2.61 亿千瓦时，2017 年 1~3 月上网电量为 0.72 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 3 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3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。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员7人，其中总经理1人，副总经理4人，总工程师1人，财务总监1人。2014年，公司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，中铝新疆铝电有限公司董事长、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。2015年4月起任公司董事、财务总监。

截至2017年3月底，公司共有职工5794人（不含6名外派干部）。从学历构成看，公司大学本科以上学历占28.34%、大专学历占23.68%、中专及以下学历占47.98%；从技术类别构成看，公司工程技术人员占10.99%、操作技能人员占68.47%、其他人员占20.54%；从职工类别构成看，公司在岗职工占96.77%，不在岗职工占3.23%。

总体看，公司高管层行业及管理经验丰富，员工结构较为合理，符合地区及行业特点。

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、惠民投融资和宁夏电力投资集团有限公司推荐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，负责公司的日常经营管理，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，公司已建立起符合自身特点的管理模式，内部管理制度建设相对完善，有利于公司可持续经营发展。

六、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。

2014~2016年，公司分别实现营业收入46.76亿元、39.29亿元和41.71亿元，呈波动下降趋势，主要系火电、煤炭板块景气度波动所致。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，近三年，公司火电业务收入规模逐年下降，年均复合下降15.88%，主要系发电量逐年下降且上网电价下调所致；同期，风力发电收入波动增长，年均复合增长率为9.78%。2015年，风电业务收入同比下降，主要系2015年下半年以来，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所致；煤炭产品收入波动下降，年均复合下降4.24%，其中2015年降幅较大，主要系煤炭行情景气度下行，当年煤炭价格持续走低所致；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。

2014~2016年，公司整体毛利率分别为31.70%、33.14%和30.01%，呈波动下降趋势，但整体盈利能力仍较强。分业务板块看，2014~2016年，火力发电板块毛利率波动下降，分别为14.73%、19.43%和11.77%。2015年同比提高4.70个百分点，主要由于燃煤价格进一步下降，公司煤折标煤单价下降较多，营业成本相应减少所致。2016年，因煤炭市场回暖，发电成本升高，火电业务毛利率水平降幅较大；

风力发电板块毛利率近年来保持较高水平，2016年为49.81%。2015年，风力发电板块毛利率同比下降9.74个百分点，主要系区域限电所致；2014~2016年，煤炭业务毛利率分别为35.44%、38.06%和36.83%，保持相对稳定；光伏发电板块毛利率近三年分别为47.63%、51.54%和51.02%，2015年同比提高3.91个百分点，主要系2014年末计提资产减值，导致2015年及以后年度固定资产折旧减少所致；新能源设备板块毛利率2015年起由负转正，主要由于公司2015年对四家下属的新能源设备公司不再并表，剔除了其造成的影响所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入12.73亿元，比上年同期增长29.37%；同期，公司整体

毛利率32.82%，较上年增长2.81个百分点，其中火力发电毛利率较上年下降3.50个百分点；风力发电毛利率较上年下降14.58个百分点，但较上年同期增长25.27个百分点，主要系一季度弃风现象有所改善所致；煤炭板块毛利率较2016年增长14.02个百分点，主要受煤炭价格上涨影响。

总体看，近年来，受用电需求下行、火电电价下调、煤炭景气度波动及新能源设备市场低迷影响，公司收入规模波动下行，公司经营压力有所上升。受煤炭价格波动影响，公司火力发电毛利率波动下降；受区域限电拖累，风力发电板块毛利率近年来有所波动，但公司整体毛利率仍较高。

表2 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1~3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	42391.06	8.27	30.14
风力发电	95136.21	51.12	17.36	89214.32	41.38	18.48	114651.92	49.81	22.62	22076.64	35.23	15.70
光伏发电	23376.78	47.63	4.27	23121.80	51.54	4.79	22882.48	51.02	4.51	6281.14	57.07	4.47
煤炭产品	155100.70	35.44	28.30	118238.33	38.06	24.49	142238.32	36.83	28.06	57990.19	50.85	41.24
新能源设备	51554.77	-9.55	9.41	66165.27	4.74	13.70	49907.47	4.68	9.84	1340.87	4.86	0.95
其他	27244.70	37.49	4.97	31583.69	8.10	6.54	39178.80	5.11	7.73	10549.44	8.10	7.50
抵消前合计	548055.30	27.16	100.00	482849.68	26.83	100.00	506945.19	27.96	100.00	140629.34	32.20	100.00
减：内部抵消	80408.13	--	--	89909.03	--	--	89859.29	--	--	13330.75	--	--
合计	467647.13	31.70	100.00	392940.65	33.14	100.00	417085.90	30.01	100.00	127298.59	32.82	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；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3月底，装机容量为2×330MW。

表3 马莲台发电厂外购电煤情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
重点合同签订量(万吨)	200	200	120	90
重点合同兑现率(%)	77	68	68	29
市场采购量(万吨)	57	39	81	17

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。

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%。2017年1~3月，马莲台发电厂实现营业收入1.80亿元，净利润0.01亿元。

表4 马莲台发电厂经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
发电量(亿千瓦时)	40.93	34.59	33.10	8.63
上网电量(亿千瓦时)	38	31.71	30.20	7.88
设备平均利用小时(时)	6202	5241	5016	1306
平均上网电价(元/千瓦时)	239.38	229.66	202.90	213.35
综合厂用电率(%)	7.06	8.13	8.76	8.11
供电标准煤耗(克/千瓦时)	323.38	320.12	319.49	316.58
综合标准煤量(万吨)	124	104	98.97	25.03

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/千瓦时（含税）；2015年4月19日起上网电价下调8元/千瓦时（含税）；2016年1月1日起上网电价下调11.6元/千瓦时（含税）。

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工建设。

表5 六盘山热电厂经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
发电量(亿千瓦时)	42.76	34.84	33.18	9.69
上网电量(亿千瓦时)	39.19	31.86	30.04	8.74
设备平均利用小时(时)	6478.08	5279.12	5022	1463
平均上网电价(元/千瓦时)	247.8	236.43	211.02	206.55
综合厂用电率(%)	8.35	8.57	9.44	9.74
供电标准煤耗(克/千瓦时)	333.99	327.93	318.03	292.54
综合标准煤量(万吨)	148.14	105.95	97.22	26.38
平均入炉标煤单价(元/吨)(含税)	403.07	358.58	285.34	352.13

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70公里，运输方式为汽车运输。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6 六盘山热电厂外购电煤情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
计划煤合同采购量(万吨)	246	180	180	180
已完成计划煤采购量(万吨)	238.6	156.0	179.3	51.6
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。

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3月底,六盘山热电厂资产总额29.59亿元;2017年1~3月,六盘山热电厂实现营业收入2.42亿元,净利润0.01亿元。

风电板块

截至2017年3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)、大滩风电场(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7 公司风电板块经济技术指标表

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
发电量(亿千瓦时)	19.87	18.64	19.40	4.43
上网电量(亿千瓦时)	19.03	17.75	18.49	4.22
设备平均利用小时(时)	1775	1427	1565	367
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	4.74

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,近三年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。但受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响,西北、东北部分风电比重较高省份“弃风”问题影响,公司近三年风电发电设备利用小时数仍低于全国平均水平。

公司风力发电生产成本以折旧费用为主,约占生产成本的50%以上,故风机采购价格对公司生产成本影响较大。公司近三年风机采购价格保持稳定,一是随着近年来风机产能和风电规模不断扩大,市场整体处于供求稳定状态;二是随着技术逐渐趋于成熟,国产风机的成本不断下降,未来价格会逐步降低。

表8 公司近年来风机采购价格情况

(单位:万元/台)

指标	2014年		2015年		2016年	
	1MW	2.5M	1MW	2.5M	1MW	2.5M
平均采购价格	335	1000	380	1163	370	1153

资料来源:公司提供

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《国家发展改革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3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3月底公司煤炭产能情况

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2017年8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；王洼煤矿二矿的采矿许可证到期日为2017年7月26日，到期后公司及时办理新的采矿权证；公司已新办王洼银洞沟煤矿采矿许可证，到期日2036年7月20日。

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3月底，累计完成投资11.61亿元，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，截止到2017年3月末累积完成投资5.92亿元，目前该项目处于试生产阶段。

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3月底，王洼煤业资产总额55.17亿元，所有者权益15.36亿元；2017年1~3月实现营业收入3.96亿元，净利润0.75万元。

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 1~3 月
产量	450.34	515.93	571.78	162.56
销量	443.47	470.31	565.59	160.32
开采成本	172.60	147.44	159.28	169.93
平均售价	207.48	159.22	161.29	247.15

资料来源：公司提供

2015年王洼煤业开采成本下降的主要原因是：1、材料采购成本下降；2、修旧利废、节能降耗材料成本下降；3、控制人员出勤，提高劳动生产效率，控制人工成本；4、采煤转由企业自采，减少外包费。

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）。

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3月底，该工程计划投资26.54亿元，累计完成投资18.57亿元，目前处于试生产阶段。

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3月底，银星煤业资产总额22.80亿元，所有者权益7.90亿元；2017年1~3月实现营业收入2.25亿元，净利润0.50亿元。

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 1~3 月
产量	301.27	351.20	243.20	75.83
销量	291.45	321.08	274.17	77.46
开采成本	146.81	133.68	134.81	137.87
平均售价	208.05	157.47	185.35	290.16

资料来源：公司提供

公司煤炭业务以外销为主，由于宁夏地区交通条件较差，煤炭产品的主要运输方式是公路运输，因王洼至固原铁路尚未建成，因此目前运输方式主要为公路运输，铁路建成后公司运输方式主要变更为铁路运输，能有效降低运输成本。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3月底，公司光伏发电权益装机容量为17.16万千瓦。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 1~3 月
发电量（亿千瓦时）	2.57	2.51	2.65	0.74
上网电量（亿千瓦时）	2.54	2.48	2.61	0.72
设备平均利用小时（时）	1388	1449	1501	265
平均上网电价（元/千瓦时）	1.06	1.09	1.09	1.08
综合厂用电率（%）	1.46	2.56	2.21	1.99

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；2015年公司开始生产2.5MW风机

和2.5MW塔筒，当年全部供应给公司的太阳山发电厂五期和银星能源风电所属的长山头风电厂扩建项目。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年一季度，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 1~3 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	0
	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 年一季度，塔筒产量为 0 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。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 1~3 月
电池片	产量	--	--	--	--
	销量	--	--	--	--

	平均售价	--	--	--	--
电池组件	产量	69.14	48.28	113.04	5.06
	销量	68.35	59.70	113.06	5.34
	平均售价	4.25	3.78	3.88	3.92

资料来源：公司提供

公司光伏设备制造业务产品以外销为主，而且集中在主要几个大客户，以电池组件为例，2017年一季度公司外部市场前二大客户营业收入占公司电池组件总营业收入的98.17%。

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，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 3 月底，公司所属硅材料企业停产并已向法院提出破产申请，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

2014~2016年公司总资产周转次数呈下降趋势，三年均值为0.14次，2016年为0.14次。公司存货周转次数呈上升趋势、销售债权周转次数呈波动下降趋势，三年均值分别为6.34次和3.66次，2016年分别为9.25次和3.62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。

公司未来计划投资项目主要涉及火电、风电、光伏发电以及煤炭、铁路建设等领域。公司计划投资总额49.52亿元，截至2017年3月底，公司已累计投资37.99亿元，公司未来投资规模

较小。公司在建的王洼至固原铁路建设项目计划投资20.58亿元，该铁路项目是宁夏六盘山铁路有限公司建设的一条地方铁路。该铁路工程地处固原市境内，线路起自宝中铁路的固原车站，终点为固原市彭阳县境内的王洼煤矿，线路全长为36.962km，其中隧道总长14892m，桥梁总长3303.68m，路基全长18.766km。全线共设车站3处，其中固原站为宝中线既有中间站，固原北站为交接站，王洼站为终点站，预留张洪堡中间站。设计货物近期发运量900万吨，远期1100万吨。工程初设概算总投资20.58亿元，

全线于2010年10月开工建设，初设计划2013年底具备通车条件。由于受程儿山隧道复杂地质条件影响，建设进度推迟。截止2017年3月底，该项目已完成18.72亿元投资建设，已完成路基、桥梁及隧道建设，路面尚未全部建设完毕，2017年6月底完成验收工作，待通车运营后，可以有效降低企业运煤成本，提高企业竞争力。

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 3 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 3 月底已投资	投资计划		
			2017 年	2018 年	2019 年
王洼煤矿 600 万吨改扩建	19.58	11.61	6.31	5.29	--
王洼至固原铁路建设项目	20.58	18.72	1.86	--	--
王洼 600 万吨洗煤厂	5.92	5.92	0.38	--	--
宁东供热项目	3.44	1.74	0.20	0.20	0.20
合计	49.52	37.99	8.75	5.49	0.20

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年一季度财务报表未经审计。

2015年，公司下属四家子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、宁夏银星多晶硅有限责任公司、宁夏宁电硅业有限公司分别向法院提出破产清算申请，不再纳入公司合并范围；2015年公司新设两家子公司。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3月底，公司纳入合并报表范围较2016年底未发生变化。综合来看，合并范围变动对数据可比性有一定影响。

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3月底，公司合并资产总额为290.93亿元，所有者权益合计为69.03亿元（其中少数股东权益16.53亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入12.73亿元，利润总额1.01亿元。

2. 资产质量

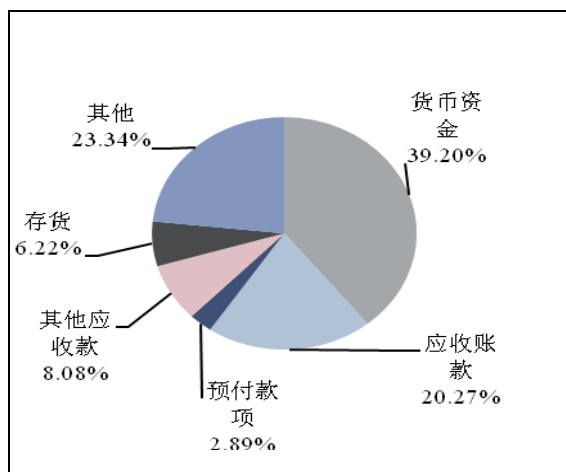
2014~2016年，公司资产总额稳步增长，年均复合增长3.44%。截至2016年底，公司资产总额299.32亿元，同比增长4.71%。其中，流动资产占14.97%，非流动资产占85.03%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长5.17%。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

2014~2016年，公司货币资金波动增长，年均复合增长31.54%。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。

2014~2016年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长5.63%，应收账款的主要构成为售电收入和部分货款。截至2016年底，公司应收账款9.08亿元，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%。

2014~2016年，公司预付款项快速下降，年均复合下降43.11%，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%。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长81.19%。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。

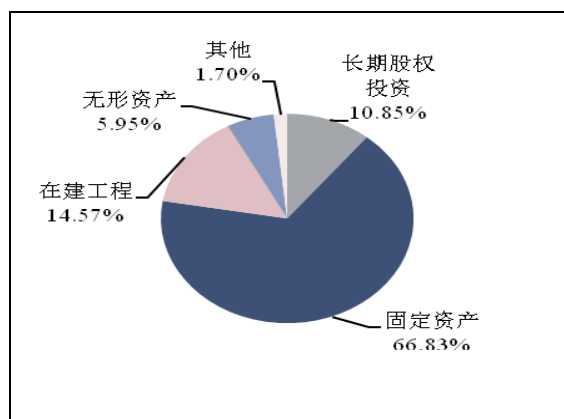
2014~2016年，公司存货快速下降，年均复合下降29.05%，主要由于根据中铝公司降库存的管理要求，公司库存金额纳入考核范围，使得各公司库存较以前年度有所下降。截至2016年底，公司存货2.79亿元，同比下降20.81%，主要由原材料（占81.15%）和库存商品（占13.52%）构成，公司计提存货跌价准备0.16亿元（由原材料和库存商品产生），计提比例5.37%。

2014~2016年，公司其他流动资产快速下降，年均复合下降17.68%。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

2014~2016年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长3.15%。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

2014~2016年,公司长期股权投资波动中有所增长,年均复合增长8.15%。截至2016年底,公司的长期股权投资为27.61亿元,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)。

2014~2016年,公司固定资产波动中有所增长,年均复合增长4.49%。近三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170.09亿元,其中机器设备占71.25%、房屋及建筑物占17.49%。

2014~2016年,公司在建工程有所波动,年均复合下降6.63%。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。

2014~2016年,公司无形资产有所波动,年均复合增长1.70%。截至2016年底,公司无形资产15.15亿元,其中土地使用权占12.67%、采矿权占33.37%、探矿权占53.07%。截至2016年底,公司无形资产较上年底小幅下降1.16%。同时,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3月底,公司资产总额为290.93亿元,较2016年底下降2.80%,其中流动资产占14.45%,非流动资产占85.55%,非流动资产占比稍有上升,基本保持稳定。具体看,截至2017年3月底,公司货币资金为13.97亿元,同比下降20.48%;应收票据2.99亿元,同比下降31.68%,主要是因公司将其收到的部分银行承兑汇票作为对外支付结算的方式,导致其应收票据金额下降;应收账款11.51亿元,同比增长26.73%,主要因政府新能源电价补贴全部暂停付款所致;在建工程32.73亿元,同比下降11.73%,主要原因为王洼煤矿600万吨洗煤厂项目转固定资产。

总体看,近三年公司资产规模稳步增长,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

2014~2016年,公司所有者权益不断增长,年均复合增长14.03%。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3月底,公司所有者权益为69.03亿元,较2016年底增长0.83%;归属于母公司所有者权益52.51亿元,其中实收资本占95.72%、资本公积占21.42%、盈余公积占2.67%、未分配利润占-20.20%。

总体看,近三年公司实收资本占比高,未分配利润持续为负。

负债

2014~2016年,公司负债总额保持相对稳定。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

2014~2016年,公司流动负债有所波动,年均复合增长0.44%。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。

2014~2016年,公司短期借款波动幅度较大,年均复合下降0.73%。截至2015年底,公司

短期借款同比下降26.51%，主要原因为公司2015年发行短期融资券6亿元，全部用于归还流动资金借款。2016年底，公司短期借款同比增长34.09%，主要因新增银行短期贷款用于生产经营周转。截至2016年底，公司短期借款17.55亿元，其中信用借款13.85亿元、保证借款3.70亿元。

2014~2016年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合下降38.31%，均为上下游客户往来欠款。截至2015年底，公司应付账款1.59亿元，较上年减少80.73%，主要系四家进行破产清算的硅行业公司不再纳入合并范围所致。2016年底，公司应付账款同比大幅增长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%。

2014~2016年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长6.64%。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。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降3.18%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债21.38亿元，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

2014~2016年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长率为1.00%。截至2016年底，公司非流动负债合计162.74亿元。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。

2014~2016年，公司长期借款有所波动，年

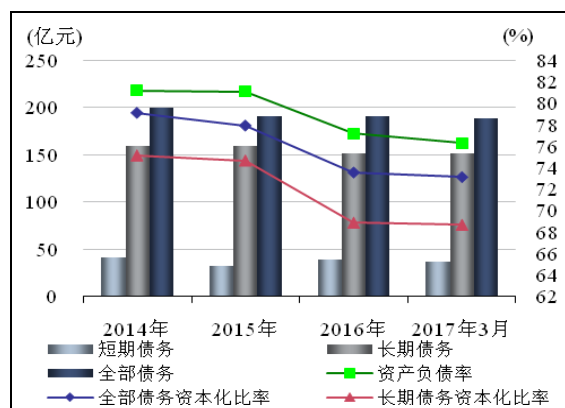
均复合增长0.77%。截至2016年底，公司长期借款合计151.68亿元。主要由质押借款（占39.07%）、信用借款（占25.04%）、抵押借款（占38.06%）和保证借款（占8.00%）¹。

截至2015年底，公司应付债券4亿元，为公司于2012年发行的额度为4亿元的“12宁发电MTN1”。截至2016年底，公司无应付债券，主要是4亿元“12宁发电MTN1”于2017年4月16日到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

2014~2016年，公司长期应付款快速增长，截至2016年底为4.06亿元，同比增长18.60%，

2014~2016年，公司其他非流动负债波动中有所增长，年均复合增长8.47%。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，较去年底基本稳定，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关债务进行调整，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、

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%。

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。

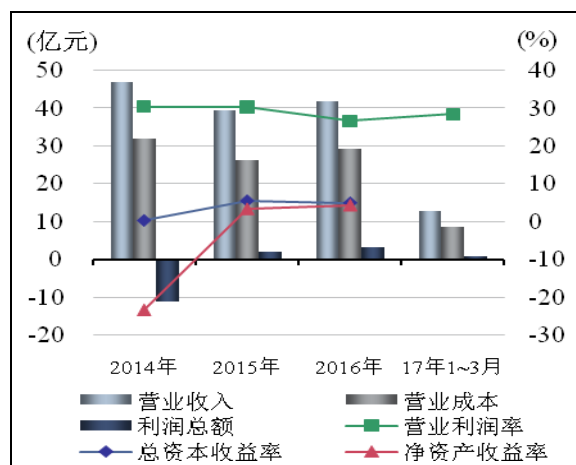
截至2017年3月底，公司全部债务为188.07亿元，较上年底稍有下降，其中短期债务占19.48%，长期债务占80.52%。将公司其他流动负债（全部为短期融资券）及长期应付款中的融资租赁款调入有息债务之后，公司全部债务为197.54亿元，较2016年底下降1.49%，其中短期债务占比20.57%，长期债务占比79.43%，相比2016年底变化不大；对有息债务进行调整之后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为69.45%、74.10%和76.27%，均较2016年底小幅下降，公司债务规模基本保持稳定，但仍处于高水平。

总体看，近三年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

2014~2016年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降5.56%。2015年，公司实现营业收入39.29亿元，较上年减少15.97%，主要系受市场影响，火力发电及煤炭板块收入减少所致。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，2014年~2016年，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降4.40%，略低于营业收入降幅。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，2014年~2016年，公司营业利润率基不断下降，三年分别为30.45%、30.35%和26.73%。

图7 2014年~2017年3月公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

期间费用方面，2014~2016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%。2014年~2016年，公司期间费用占营业收入的比重分别为35.23%、32.98%和31.07%，公司期间费用控制能力有待增强。

2014~2016年，公司资产减值损失波动中有所下降，年均复合下降94.75%，三年分别为14.45亿元、-0.56亿元和0.04亿元。2015年，公司资产减值损失-0.56亿元，其中固定资产减值损失为0.10亿元，坏账损失为-0.12亿元，其他为-0.58亿元。2016年，公司资产减值损失为0.04亿元，主要是固定资产减值损失。

2014~2016年，公司投资收益快速下降，年均复合下降47.65%，公司投资收益的主要来源为确认的参股公司投资收益，投资收益减少主要系近年来联营及合营企业盈利水平下降所致。2016年，公司投资收益1.18亿元，其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。

2014~2016年，公司营业外收入波动中有所增长，年均复合增长65.21%。2015年，公司营业外收入为1.08亿元，同比下降27.25%，主要是政府补助0.80亿元、罚款收入0.04亿元。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。

2014~2016年，公司营业外支出波动幅度较大，三年分别为0.19亿元、1.97亿元和0.19亿元。其中，2015年公司营业外支出1.97亿元，主要为当年发生一笔金额1.73亿元的马儿庄探矿权款。公司之前曾签署马儿庄探矿权转让协议，后根据宁夏区政府召开的第88期专题会议纪要和2015年9月召开的资源委员会1次专题会议纪要精神，公司配合宁东管委会对马儿庄探矿权转让协议进行了解除，计入当年营业外支出。

利润总额方面，2014~2016年，公司利润总额不断增长，三年分别为-11.10亿元、2.01亿元和3.19亿元。2014年公司利润总额合计-11.10亿元，下降主要系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等原因，计提资产减值14.45亿元；计提辞退福利0.50亿元。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，近三年公司营业利润率不断下降，分别为30.45%、30.35%和26.73；近三年来公司总资产收益率波动增长，分别为0.33%、5.49%和5.11%。同期净资产收益率有所增长，分别为-23.19%、3.51%和4.47%。

2017年1~3月，公司实现营业收入12.73亿元，较上年同期增长29.37%，实现利润总额1.01亿元。同期，公司营业利润率为28.50%，较2016年的26.73%有所提升。2017年1~3月，公司实现投资收益0.17亿元；同期公司营业外收入0.11亿元，主要为政府补助0.07亿元。

总体看，近三年公司收入规模有所波动，利润总额稳步增长，但公司利润水平受投资收益和营业外收入影响较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014年~2016年，公司流动、速动比率均呈现波动增长趋势，2016

年底分别为65.80%和61.71%。截至2017年3月底，公司流动比率、速动比率分别为69.47%、64.46%，较2016年底均有所上升。2014年~2016年，公司经营现金流动负债比波动下降，三年分别为29.68%、35.93%和26.51%，总体保持在较低水平，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2014年~2016年，公司EBITDA快速增长，年均复合增长44.15%，2016年EBITDA为25.57亿元；EBITDA利息倍数不断提升，2016年为2.25倍；同期全部债务/EBITDA倍数为7.46倍。公司长期偿债能力较弱。

截至2017年3月底，公司对外提供担保余额0.29亿元，其中向股东宁夏电力投资集团有限公司提供0.05亿元担保，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0.24亿元，到期日为2020年12月24日。目前被担保单位正常经营。总体看，公司或有负债风险小。

截至2017年3月底，公司授信额度为227.15亿元，未使用额度为42.53亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

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2017年7月18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。

7. 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良好。

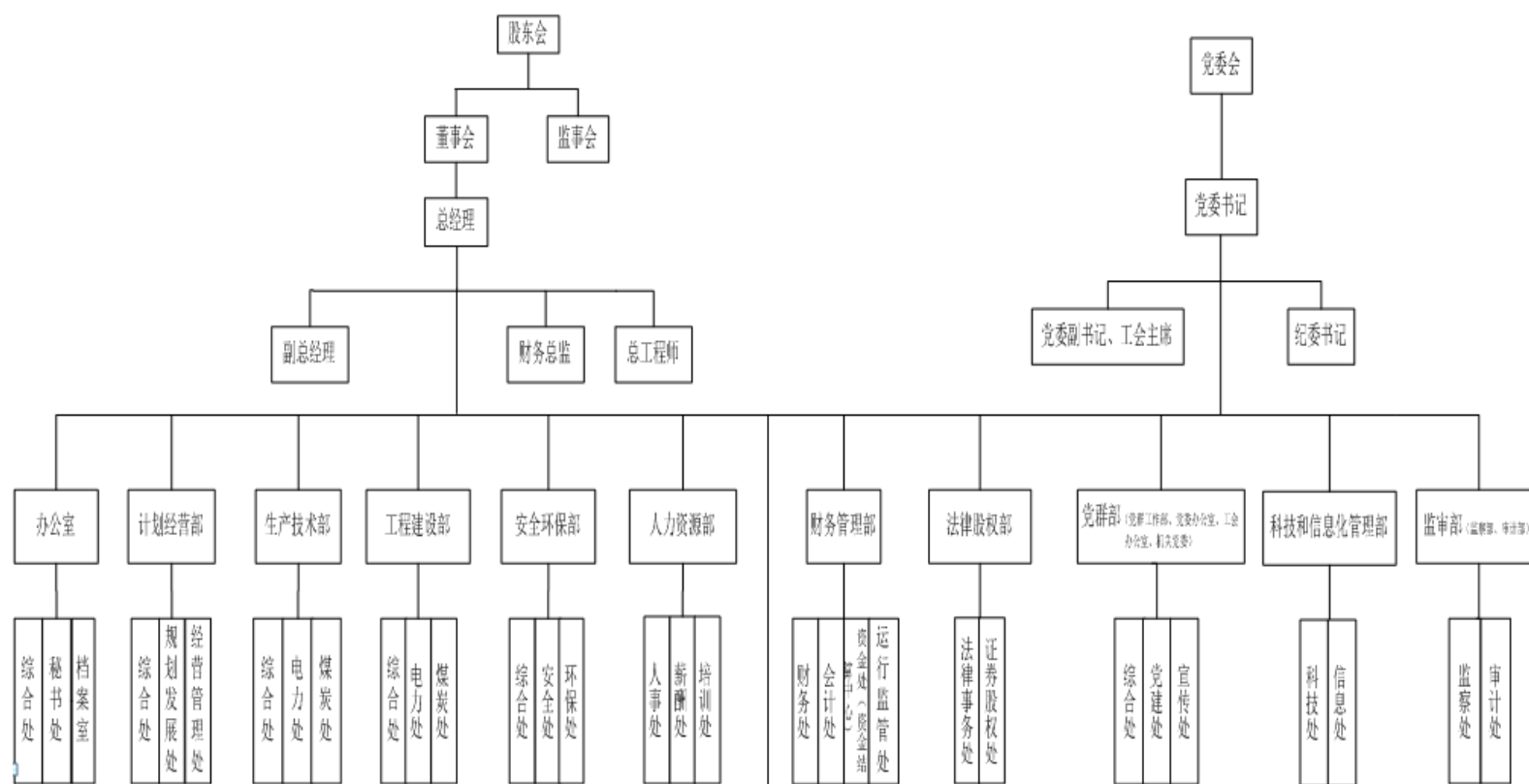
九、结论

公司是中国铝业在西北地区最大的能源平台，是中国铝业的标志性产业示范体、煤炭开发基地、电力管理基地、人才培养基地和煤电铝一体化基地，已形成火电、风电、太阳能、煤炭、装备制造五大产业板块。公司区域优势明显，发电装机规模具有一定规模优势，且产业链协同发展。煤炭方面，公司已有两个煤炭资源丰富、开采技术条件优越的矿区开发权，有较强的煤炭资源保障能力。

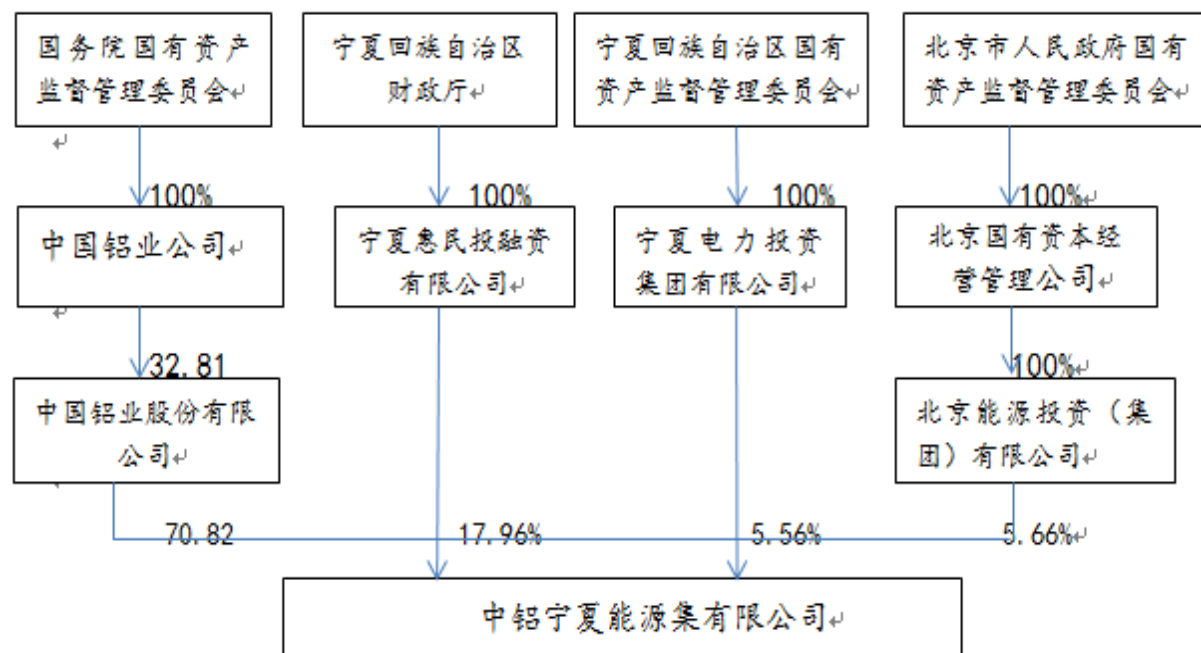
公司资产以非流动资产为主，资产质量尚可；负债结构较为合理，但整体债务负担较重。未来，公司将继续推进风力发电等新能源产业及煤炭产业建设，随着在建拟建项目的逐步投产，盈利能力有望提升。

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 1-2 股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.82	12.51	21.95	16.96
资产总额(亿元)	279.72	285.86	299.32	290.93
所有者权益(亿元)	52.65	54.03	68.47	69.03
短期债务(亿元)	40.62	31.97	38.97	36.64
长期债务(亿元)	153.35	158.87	151.68	151.43
全部债务(亿元)	193.97	190.84	190.65	188.07
营业收入(亿元)	46.76	39.29	41.71	12.73
利润总额(亿元)	-11.10	2.01	3.19	1.01
EBITDA(亿元)	12.31	23.80	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	20.04	22.82	18.05	7.11
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	105.88
营业利润率(%)	30.45	30.35	26.73	28.50
总资本收益率(%)	0.33	5.49	5.11	--
净资产收益率(%)	-23.19	3.51	4.47	--
长期债务资本化比率(%)	74.44	74.62	68.90	68.69
全部债务资本化比率(%)	78.65	77.94	73.58	73.15
资产负债率(%)	81.18	81.10	77.13	76.27
流动比率(%)	60.02	53.43	65.80	69.47
速动比率(%)	51.81	47.89	61.71	64.46
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	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.76	8.02	7.46	--

注：2017 年一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

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

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在中铝宁夏能源集团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。

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，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

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项，中铝宁夏能源集团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中铝宁夏能源集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现中铝宁夏能源集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对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，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中铝宁夏能源集团有限公司联系，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。