

跟踪评级公告

联合[2014] 1333 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“11宁发电MTN1”和“12宁发电MTN1”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十三日



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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 宁发电 MTN1	6 亿元	2011/12/14-2014/12/14	AA	AA
12 宁发电 MTN1	4 亿元	2012/4/16-2017/4/16	AA	AA

跟踪评级时间：2014 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.83	21.00	12.81	13.09
资产总额(亿元)	249.14	269.58	281.08	287.21
所有者权益(亿元)	51.13	36.27	61.24	63.03
长期债务(亿元)	146.23	162.34	150.27	154.12
全部债务(亿元)	169.46	200.69	186.72	188.58
营业收入(亿元)	54.32	41.50	49.23	12.31
利润总额(亿元)	3.40	-0.56	5.25	1.13
EBITDA(亿元)	16.99	17.88	25.49	--
经营性净现金流(亿元)	11.49	2.84	24.59	3.97
营业利润率(%)	23.70	28.45	31.56	29.36
净资产收益率(%)	5.60	-2.19	7.61	--
资产负债率(%)	79.48	86.55	78.21	78.05
全部债务资本化比率(%)	76.82	84.69	75.30	74.95
流动比率(%)	108.53	87.37	68.49	72.63
全部债务/EBITDA(倍)	9.97	11.23	7.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	1.43	2.10	--
经营现金流动负债比(%)	24.40	4.34	38.88	--

注：1. 2012 年财务数据采用 2013 年审计报告年初数；
 2. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

马栋 胡鑫

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中铝宁夏能源集团有限公司（原“宁夏发电集团有限责任公司”）（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。跟踪期内，公司收入规模有所增长，主要产品毛利率上升，盈利能力有所增强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务负担仍然较重，财务费用对公司利润侵蚀较大；新能源设备需求低迷，毛利率低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，在建拟建项目陆续完工投产后，公司综合实力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持中铝宁夏能源集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 宁发电 MTN1”和“12 宁发电 MTN1” AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司太阳能发电和煤炭板块业务收入增幅较大，多元化经营优势得到巩固，抗风险能力有所增强。
2. 公司大股东增资，实际控制人变更为中国铝业股份有限公司，公司所有者权益大幅增长，资产负债率有所下降。
3. 跟踪期内，公司收入和利润规模均有所增长，主要产品毛利率上升，盈利能力增强。
4. 跟踪期内，公司经营现金流明显改善。
5. 公司现金类资产、EBITDA 以及经营性现金流对存续期债务保障程度较高。

关注

1. 财务费用对公司利润侵蚀较大。
2. 跟踪期内，公司债务负担仍然较重。
3. 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（原“宁夏发电集团有限责任公司”）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（原“宁夏发电集团有限责任公司”）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（原“宁夏发电集团有限责任公司”）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（原“宁夏发电集团有限责任公司”）提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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（原“宁夏发电集团有限责任公司”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中铝宁夏能源集团有限公司（原“宁夏发电集团有限责任公司”）（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股份有限公司缴纳，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股份有限公司。截至2014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
宁夏国有投资运营有限公司	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、太阳能发电及其设备制造、煤炭、太阳能硅材料、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、太阳能发电、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、安全生产部、计划经营部、财务管理部、人力资源部、政策法规股权管理部、科技和信息化管理部、企业运营部、审计部、监察部、党群工作部、工会办公室等12个职能部门和火电事业部、煤炭事业部、新能源发电事业部、新能源装备制造事业部4个事业部。公司拥有全资子公司13家、控股子公司9家、参股公司7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2013年底，公司合并资产总额为281.08亿元，所有者权益合计为61.24亿元（其中少数股东权益4.65亿元）。2013年，公司实现营业收入49.23亿元，利润总额5.25亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为287.21亿元，所有者权益合计为63.03亿元（其中少数股东权益5.20亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入12.31亿元，利润总额1.13亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，

同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3

万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成

违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

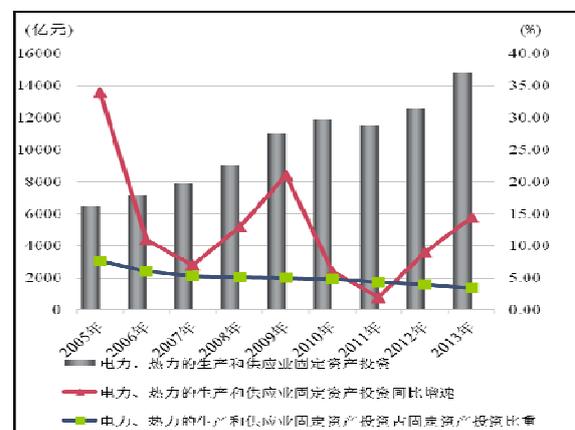
公司主营收入主要来自电力和煤炭板块，电力和煤炭行业发展情况直接影响到公司的经营状况。

1. 电力行业分析

行业概况

2004~2013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逐年下降。根据国家统计局数据，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稳中有降，为3.40%。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



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单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据中电联统计数据，2013年，全国电源基本建设完成投资3717亿元，同比下降0.4%；电源投资中的非化石能源发电投资比重达到75.1%，同比提高1.7个百分点。2013年，全国电源投资主要投向水利发电（占33.52%）和火力发电（占24.97%），但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大，为21.72%，在电源总投资中占比16.38%。2013年，全国风电投资增长相对迅速，2013年完成投资638亿元，同比增长3.74%，在电源总投资中占17.16%。

2013年，全国电力装机容量持续提升，清

清洁能源装机占比延续增长态势。根据中电联统计数据，全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一，达到12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中，水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%，占22.45%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增加5.7%，占69.13%。

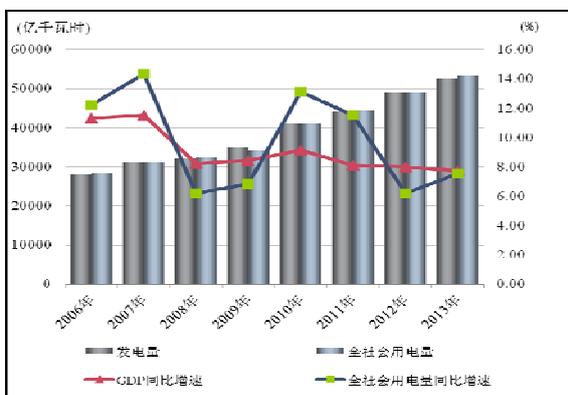
图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

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

电煤价格

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%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有显著作用。

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、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，于9月25日起执行。此次电价下调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，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。未来随着煤电联动细则的陆续出台，该机制对火电企业的影响有待观察。

未来发展

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，电力行业由原先“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。

2. 煤炭行业分析

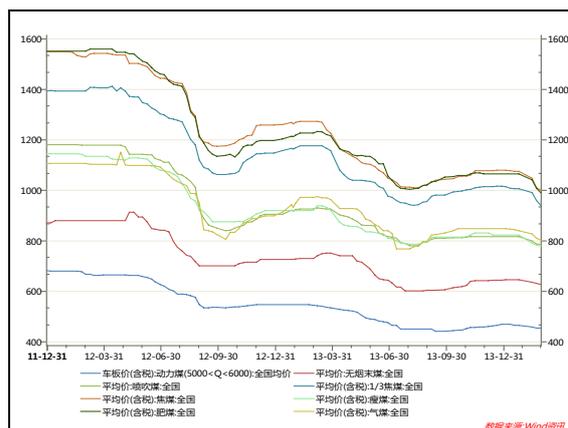
煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

煤炭供需方面，煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的69%，比世界平均水平高42个百分点。目前，国内电力燃料的76%、钢铁冶炼与铸造能源的70%、民用燃料的80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占51.5%，建材约占16.5%，钢铁约占14.5%，化工约占6%。从供需形势看，2002~2008年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009年，在国家4万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

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4 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费

等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流通环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

五、基础素质分析

发电板块，随着在建机组的投产，公司发电板块权益装机容量有所增长，截至2014年3月底，公司已建成权益装机容量4860.42MW，较上年同期小幅增长2.62%，其中火电权益容量3874MW，风电投产权益装机容量846.55MW，太阳能发电装机容量139.87MW。

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。2014年3

月底，公司煤炭板块产能合计为810万吨。此外，银星一井取得探矿权证，2012年3月首采工作面开始试生产，目前处于试生产阶段，基本形成300万吨试生产能力。

跟踪期内，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。

六、管理分析

2014年1月，公司法定代表人、总理由何怀兴先生变更为朱润洲先生，公司董事会成员相应变更。

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。

除法定代表人、总经理变更外，跟踪期内公司管理方面未有其他重大变化。

七、重大事项

2014年2月，公司子公司银星能源发布公告，银星能源拟向公司非公开发行股份购买风电业务相关资产及负债；同时，银星能源拟向包括公司在内不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，配套融资总额不超过4.27亿元。

本次交易包括非公开发行股份购买资产及配套融资两部分。其中，公司为发行股份购买

资产的交易对方；配套融资的交易对方为包括公司在内不超过 10 名符合条件的特定对象，包括证券投资基金、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、证券公司、合格境外机构投资者、自然人及其他符合法定条件的合格投资者，其中公司认购配套融资发行股份总数的 20%。

2014年6月，银星能源发布《关于调整本次重大资产重组募集配套资金用途的公告》，对募集资金用途进行调整，调整后公司募集资金将用于太阳山五期项目、太阳山一期技改项目以及偿还银行贷款。

表 2 公司募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	募集资金投入占比
太阳山五期项目	37993	24100	56.44%
太阳山一期技改项目	4981	4900	11.48%
偿还银行贷款	12000	12000	28.10%
本次交易整合费用	1700	1700	3.98%
合计	56674	42700	100%

资料来源：公司提供

太阳山风电厂五期项目预计装机容量为 49.5MW；项目选址于太阳山移民开发区银西 211 国道西侧、盐中高速公路南侧，项目规划用地总规模 2.2235 公顷；项目投资总额为 37993 万元，拟投入本次募集配套资金额为 24100 万元，占项目总投资额的 63.43%，剩余资金公司拟采用银行贷款方式解决。太阳山五期项目建设工期为 1 年。

太阳山一期工程总装机容量为 45MW，2007 年 12 月建成投产。项目总投资 3.4 亿元，共安装国产金风 750KW 风力发电机组 60 台，经 35kV 线路汇流接入场内升压站升压后以 110KV 送入宁夏电网 330KV 变电站。本次太阳山一期技改项目拟拆除风电场原有的海拔较低、发电效率较差的 20 台金风 750KW 风机，更换为 10 台金风 1.5MW 风机，并将拆除后的风机变卖处置。

2014年7月17日，银星能源司发行股份购买

资产并募集配套资金暨关联交易的重大资产重组事项通过证监会审核，获得有条件通过。

整体看，公司非公开发行股票有利于降低公司债务负担，用于在建项目有利于提高公司盈利能力。

八、经营分析

1. 经营概况

目前，从细分业务看，公司已形成发电、煤炭、新能源设备制造三大业务板块。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。

2013年，公司实现营业收入49.23亿元，较上年增长18.65%。分业务板块看，2013年火力发电板块收入增长9.85%，主要由于设备利用小时数增加所致；风力发电收入增长9.24%，太阳能发电大幅增长52.10%，主要由于公司装机容量增长以及设备利用小时数增加所致；公司煤炭产品50~60%的产量供给下属电厂，内部抵消前公司煤炭产品收入增长12.23%，主要由于王洼煤业一矿技改项目完成，产量增加所致；新能源设备收入下滑44.00%，主要由于市场需求下降，销量大幅下滑所致。

2013年，公司整体毛利率达到32.59%，较上年提高3.21个百分点。分业务板块看，2013年火力发电板块毛利率大幅提高19.64个百分点，主要由于电煤价格下降以及标准煤耗降低所致；风力发电板块毛利率提高12.34个百分点，太阳能发电板块毛利率提高29.24个百分点，主要由于设备利用小时下降；煤炭产品毛利率下降1.97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。

2014年1~3月，公司实现营业收入12.31亿元，较上年同期小幅下降3.15%，占到2013年全年收入的25.01%。2014年1~3月，公司整体毛利率22.37%，较上年有所下降，其中火力发

电毛利率下降11.09个百分点，主要由于公司马莲台发电厂和六盘山热电厂检修，延误生产所致；太阳能发电毛利率下降11.14个百分点，风力发电毛利率提高3.21个百分点，主要由于设

备利用小时数下降。

总体看，跟踪期内公司收入有所增长，毛利率上升，盈利能力有所增强。

表3 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
火力发电	181744.26	9.67	34.73	199642.44	29.31	38.38	58278.54	18.22	41.31
风力发电	76435.00	33.75	14.60	83493.80	46.09	16.05	24300.97	49.30	17.22
太阳能发电	14532.00	33.32	2.78	22102.52	62.56	4.25	5360.77	51.42	3.80
煤炭产品	101995.50	27.23	19.49	114470.45	25.26	22.01	34882.65	36.26	24.73
新能源设备	92368.07	0.00	17.65	51729.78	1.10	9.94	10652.36	8.07	7.55
其他	56242.95	22.47	10.75	48750.53	37.58	9.37	7598.93	3.41	5.39
抵消前合计	523317.78	16.94	100.00	520189.52	30.50	100.00	141074.21	27.74	100
减：内部抵消	108367.12	--	--	27844.06	--	--	17951.19	--	--
合计	414950.66	29.38	--	492345.46	32.59	--	123123.02	22.37	--

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；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和中电投枣泉电厂。

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2014年3月底，装机容量为2×330MW。一期工程#1、#2机组分别于2006年1月20日和2006年6月23日正式投产。

表4 马莲台发电厂外购电煤情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
重点合同签订量（万吨）	200	202	233	45
重点合同兑现	61	150	94	93

率（%）				
市场采购量（万吨）	118	48	219	42

资料来源：公司提供

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2014年3月底，马莲台电厂资产总额16.66亿元；2013年实现营业收入9.72亿元，净利润1.16亿元。2014年1~3月，马莲台电厂实现营业收入2.67亿元，净利润0.42亿元。

表5 马莲台发电厂经济技术指标表

指标	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
发电量（亿千瓦时）	45.25	37.47	41.49	11.67
上网电量（亿千瓦时）	41.99	34.66	38.61	10.93
设备平均利用小时（时）	6856.08	5678	6285.98	1756.77
平均上网电价（元/千瓦时）	234.37	247.29	249.6	242.97
综合厂用电率（%）	7.21	7.50	7.14	6.37
供电标准煤耗（克/千瓦时）	334.32	332.8	326.08	322.08
综合标准煤量（万吨）	140.38	115.00	126.00	35.00

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，项目已完成竣工验收。

表6 六盘山热电厂经济技术指标表

指标	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
发电量(亿千瓦时)	42.65	38.18	42.20	11.69
上网电量(亿千瓦时)	38.58	34.51	38.38	10.65
设备平均利用小时(时)	6462	5785.10	6393.53	1765.74
平均上网电价(元/千瓦时)	227.26	253.85	255.95	252.57
综合厂用电率(%)	9.53	9.61	8.59	8.89
供电标准煤耗(克/千瓦时)	354.38	345.97	345.97	323.42
综合标准煤量(万吨)	144	121	132	36
平均入炉标煤单价(元/吨)(含税)	495.13	527.49	433.98	418.06

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7 六盘山热电厂外购电煤情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
计划煤合同采购量(万吨)	220	245	218	73
已完成计划煤采购量(万吨)	220	184	186	53
市场煤采购量(万吨)	29.87	43.68	50	20

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，六盘山热电厂资产总额27.39亿元；2013年实现营业收入10.42亿元，净利润0.02亿元。2014年1~3月，六盘山电厂实现营业收入2.96亿元，净利润0.12亿元。

风电板块

截至2014年3月底，风电投产权益装机容量847MW，较2012年底增长12.00%。公司已建成和在建风电装机规模达到1138MW，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)。

表8 公司风电板块经济技术指标表

指标	风电场名称	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
上网电量(亿千瓦时)	贺兰山风电场	2.75	2.64	3.10	0.75
	银仪风电公司	1.44	1.89	3.20	0.98
	太阳山风电场	2.55	4.11	4.00	1.05
	阿左旗贺兰山	1.17	1.04	1.16	0.49
	银星能源风电	3.20	3.90	4.69	1.05
	牛首山风电	--	0.99	1.52	0.34
设备平均利用小时(小时)	贺兰山风电场	1637	1571	1678	347
	银仪风电公司	1498	1579	1688	515
	太阳山风电场	1827	1774	1717	453
	阿左旗贺兰山	2499	2233	2405	530
	银星能源风电	2249	2240	1990	445
	牛首山风电	--	1029	1583	359
平均上网电价(元/千瓦时)	贺兰山风电场	0.55	0.55	0.55	0.55
	银仪风电公司	0.57	0.57	0.57	0.57
	太阳山风电场	0.57	0.57	0.57	0.57
	阿左旗贺兰山	0.56	0.56	0.56	0.56
	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

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。

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，因此，风机采购价格对公司生产成本影响较大。随着风机国产化率的提升，设备制造成本的降低，2005年至今降幅超过30%，这也是公司风电板块毛利率高的原因之一。

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2014年3月底，公司煤炭产能合计810万吨/年，产能较2013年底没有变化。

未来产能扩张方面，王洼一矿原生产能力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；王洼二矿原生产能力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。银洞沟煤矿目前产能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14.97亿元，截至2014年3月底，累计完成投资12.56亿元，预计2014年末全部建成投产。

截至2013年底，王洼煤业资产总额34.28亿元，所有者权益11.83亿元；2013年实现营业收入9.84亿元，净利润1.56亿元。截至2014年3月底，王洼煤业资产总额34.44亿元，所有者权益12.39亿元；2014年1~3实现营业收入2.05亿元，净利润0.35万元。

表9 王洼煤业产销情况（单位：万吨；元/吨）

原煤	2011年	2012年	2013年	2014年 1-3月
产量	336.00	410.00	457.42	96.77
销量	335.00	405.00	457.79	95.86
开采成本	169.00	200.00	173.48	170.56
平均售价	262.00	252.00	214.48	213.85

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2014年3月底，该工程累计完成投资14.38亿元，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

跟踪期内，公司光伏发电装机容量大幅增长。截至2014年3月底，公司光伏发电装机容量为163.33MWp。其中，太阳山光伏发电厂装机容量为50MWp、红寺堡光伏发电厂装机容量为50MWp、固原头营光伏发电厂装机容量为

10MWp、中卫寺口子光伏发电厂装机容量为10MWp、中卫屋顶光伏电站装机容量为3MWp、高沙窝光伏电站装机容量为20MWp、孙家滩光伏发电厂装机容量为20MWp、银川太阳能实验电站装机容量为0.33MWp。

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。

与风力发电类似，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。2007年上半年，光伏组件的价格一直维持在40-42元/Wp，主要是由于上游原材料价格短缺所引起。2008年由于金融危机导致电池组件价格大幅下降，光伏组件的价格降至10-20元/Wp，2008年以后单晶硅制造成本的相应下降和世界需求减少，上游原材料市场规模与生产规模的扩大，成本下降。2013年以来电池组件价格维持在5~7元/Wp之间。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。

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，截至2014年3月末，产能达到500台/年。跟踪期内，受风电产能过剩影响，公司风机销量显著下滑，为消化库存，2014年一季度公司风机产品已经暂停生产。

表10 风电设备制造板块产销情况（单位：个）

产品		2011年	2012年	2013年	2014年 1-3月
风机	产能	500	500	500	500
	产量	200	38	12	0
	销量	157	121	15	5
塔筒	产能	500	450	112	112
	产量	187	193	101	4
	销量	203	207	57	38

齿轮箱	产能	500	500	500	500
	产量	80	55	0	0
	销量	63	48	0	0

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。2013年，公司塔筒产能112套/年，产量101套，产销率56.44%，较上年大幅下降，主要由于市场需求下降所致。

2010年，银星能源与国际上知名的日本石桥增速机合资合作，注册成立了石桥增速机(银川)公司，培育了一个具有技术竞争优势的风电机组齿轮箱产业，年产500台齿轮箱项目已经建成投产。跟踪期内，受市场需求下滑影响，公司齿轮箱产销量均有所下降，目前正处于去库存状态，2013年以后不再生产。

光伏设备制造板块

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、单轴跟踪器、双轴跟踪器。

公司引进捷克、德国先进技术生产的太阳能单、双轴跟踪器已在太阳山等光伏电站安装使用，目前已具备100兆瓦太阳能跟踪器生产能力。2009年，公司出资组建了宁夏银星能源

光伏发电设备制造有限公司，专业从事太阳能光伏发电电池组件的生产、研发和销售，但由于生产线建成后，引进技术已处于市场落后地位，公司光伏制造业务并未有效发展。目前，公司仅从事光伏设备的组装，收入较少。

2. 未来发展

“十二五”期间，公司将利用宁夏“向西开放”和能源化工“金三角”区域合作规划的战略机遇，到2015年，实现发电权益总容量达到1000万千瓦，风电设备制造总产能达到1000兆瓦/年以上，光伏发电设备制造总产能达到1000兆瓦/年以上，煤炭产量达到1450万吨/年以上。

公司未来计划投资项目主要涉及火电、风电、太阳能发电以及煤炭等领域。公司在建火电项目、风电以及太阳能发电计划总投资209.95亿元，其中火力发电仍是投资重点。截至2014年3月底，公司已累计完成发电项目投资11.85亿元，其中银星电厂2×660MW项目、宁东集中供热项目、王洼至原州区铁路项目正处于建设阶段，其他发电项目尚无进入正式建设期。

总体看，公司“十二五”发展战略仍围绕电力及煤炭主业进行，在建项目多处于建设期，且有部分项目尚未正式开始建设，未来公司项目支出规模较大，外部融资压力上升。

表 11 公司未来三年投资计划（单位：亿元）

项 目	计划投资额	截至 2014 年 3 月底已投资	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
火力发电项目	135.73	10.70	0.30	34.00	31.09	30.30
风力发电项目	57.94	1.15	3.00	9.50	11.25	11.47
太阳能发电项目	16.28	0.00	0.00	3.09	6.05	5.75
煤炭项目	78.56	37.66	14.4	10.40	13.50	0
其他	106.50	0.16	0.50	20.00	40.00	25.00
投资合计	395.01	49.67	18.20	76.99	101.89	72.52

注：其他为公司固原煤电铝一体化项目

九、财务分析

公司提供的2013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。公司2013年财务报告对以前年度发生

的会计差错进行更正（具体更正事项见表12），并对年初数据进行了重述，故财务分析中2012年财务数据采用2013年财务报告中的期初数。公司提供的2014年一季度财务报表未经审计。

表 12 2013 年财务报告前期差错更正事项

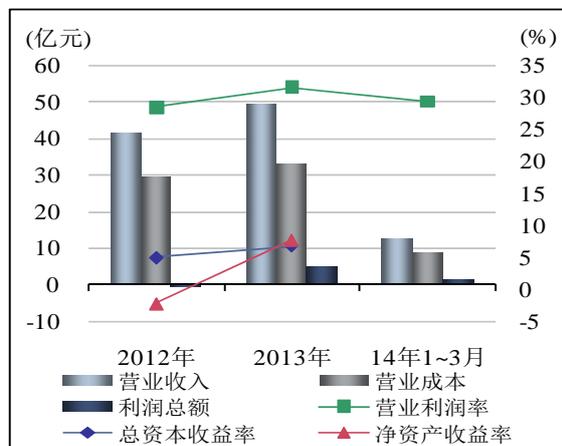
主要更正项目	2012 年及以前年度差错事项	2013 年度差错更正及对报表影响
资产减值准备	公司未按固定资产、无形资产、在建工程及存货的可收回金额考虑相关减值准备。	公司对减值损失予以追溯调整，调减以前年度损益 11.63 亿元，相应调减资产折旧及产品销售成本，由此调增以前年度损益 0.17 亿元。
合并财务报表	(1) 公司将并无实际控制权的宁夏天净神州风力发电有限公司纳入合并范围； (2) 公司未抵消未实现内部销售损益。	(1) 公司对合并范围差错进行追溯调整，调增以前年度损益 0.01 亿元，调减少数股东权益 0.24 亿元； (2) 公司对未抵消未实现内部销售损益予以追溯调整，调减以前年度损益 0.16 亿元，调减少数股东权益 0.81 亿元； (3) 其他与合并财务报表相关的追溯调整导致资本公积和专项储备分别调减 0.03 亿元和 0.02 亿元。
营业收入	公司对新能源发电补贴未按照除税金额计算营业收入，而宁夏电力公司实际按照除税金额向公司结算新能源补贴。	公司按照除税金额对以前年度确认的新能源发电补贴进行追溯调整，调减以前年度损益 0.39 亿元
与资产相关的政府补助	公司将在 2011 年发生的一项与资产相关的政府补助一次性计入 2011 年当期损益，未确认递延收益，未在项目运营后分期摊销计入相应期间损益。	公司予以追溯调整，相应调减以前年度损益 0.21 亿元。
停工损失	宁夏银星多晶硅于 2012 年 10 月~12 月处于停产阶段，公司将此期间发生的固定资产折旧计入存货成本。	公司予以追溯调整，相应调减以前年度损益 0.19 亿元。
其他	公司对包括所得税费用、利息以及其他项目存在差错。	公司予以追溯调整，相应调减以前年度损益 21.51 万元。

资料来源：公司提供

2013年，原子公司石桥增速机（银川）有限公司因处置部分股权不再拥有实际控制权，宁夏天净神州风力发电有限公司因前期差错更正不再纳入合并范围；新设两家子公司：陕西西夏能源有限公司、宁夏宁东供热有限公司纳入合并范围。2014年一季度，公司合并范围没有变化。

1. 盈利能力

图 5 2012 年~2014 年 3 月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2013年，公司实现营业收入49.23亿元，较上年增长18.65%。同期，公司实现利润总额5.25亿元，较上年大幅增长，主要受产品毛利率上升影响，公司营业利润率、净资产收益率分别为31.56%和7.61%，分别较上年提高3.11和9.81个百分点。

2013年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为14.53亿元，较上年增长6.15%，主要是财务费用增长所致。2013年，公司利息支出下降2.68%，其中费用化利息支出增长5.34%，财务费用增长主要受费用化利息增长影响。总体看，财务费用增长对公司营业利润侵蚀较为严重。

2013年，公司资产减值损失1.68亿元，其中坏账损失占76.79%，存货跌价损失占23.21%。2013年，公司资产减值损失较上年大幅增长，主要由于坏账损失（2013年，公司应收账款计提减值准备0.71亿元，其他应收款计提坏账准备0.58亿元）以及存货跌价损失大幅增长所致。

2013年，公司投资收益5.30亿元，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2.72亿元和1.16亿元；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0.57亿元和0.53亿元。2013年，公司投资收益较上年大幅增长，主要由于联营及合营火电企业利润增长所致。

2013年，公司营业外收入为1.09亿元，主要是政府补助0.62亿元，临时接入维护费0.13亿元；营业外支出0.47亿元，主要为停工损失0.35亿元。

2014年1~3月，公司实现营业收入12.31亿元，占2013年营业收入的比重为25.01%，实现利润总额1.13亿元，公司经营状况良好。

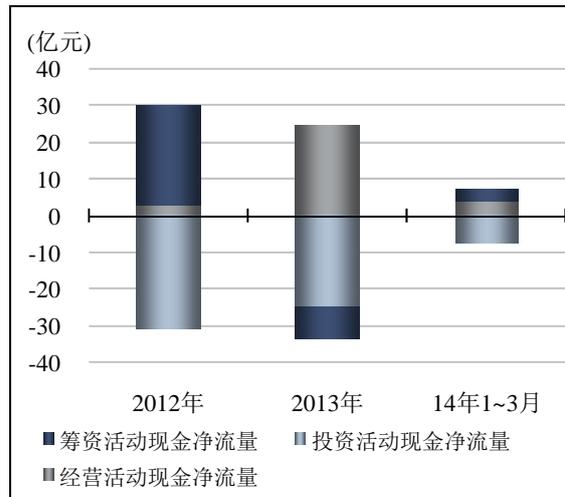
总体看，跟踪期内公司收入和利润总额均有所增长，公司盈利能力上升，但财务费用对公司利润侵蚀较大。

2. 现金流及保障

2013年，公司经营活动现金流入量62.06亿元，较上年增长20.79%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；公司经营活动现金流出量37.47亿元，较2012年下降22.81%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金下降所致；公司经营性现金净流量24.59亿元，较上年明显改善。

2013年，公司投资活动现金流入规模较小，为1.24亿元，较上年增长7.13%，主要由于收回投资收到现金增长所致；投资活动现金流出26.03亿元，较上年下降18.71%，主要受购建固定资产和无形资产支付的现金下降所致；公司投资净流出24.79亿元，较上年下降19.68%，和经营活动现金流量净额规模相当，公司经营活动所获现金基本覆盖投资支出，公司将筹资压力较小。

图6 2012年~2014年3月公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

筹资活动方面，2013年，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款与吸收投资，现金流出主要是偿还债务和利息。公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为9.00亿元。

2014年1~3月，公司经营性现金净流量为3.97亿元，占2013年经营性现金净流量的16.14%；投资性现金净流出为7.44亿元，占2013年全年的30.01%。

总体看，跟踪期内公司经营获现能力有所增强，基本覆盖其投资支出，但考虑到公司未来投资规模较大，公司对外融资压力仍较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额281.08亿元，较上年底增长4.27%。其中，流动资产占15.41%，非流动资产占84.59%，非流动资产占比持续上升。

2013年底，受货币资金和应收账款减少的影响，公司流动资产较2012年底下降24.05%至43.32亿元，主要由货币资金（占20.95%）、应收账款（占19.91%）、其他应收款（占3.16%）、存货（占19.46%）和其他流动资产（占23.16%）构成。

2013年底，公司货币资金9.08亿元，其中

受限制货币资金0.38亿元，主要由银行存款（占95.82%）构成。2013年底，公司货币资金较上年底大幅下降50.57%，主要由于公司于2013年2~5月之间使用银行存款偿还了16亿元的短期借款。

截至2013年底，公司应收账款8.62亿元，较上年下降34.97%，公司应收账款波动主要受新能源电价补贴到账时间影响，2012年底公司4亿元的电价补贴延迟至2013年到账，2013年公司获得的电价补贴已经于2013年底全部到账，不存在电价补贴延迟到账的情况。从账龄看，一年以内的占74.28%，1~2年的占8.69%，2~3年的占14.72%，3年以上的占2.31%，公司共计提坏账准备1.33亿元，计提比例13.37%，较为充分。

截至2013年底，公司其他应收款1.37亿元，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，再将其他应收账款转为对项目公司的长期股权投资。从账龄看，一年以内的占25.30%，1~2年的占18.84%，2~3年的占8.74%，3年以上的占47.12%，其他应收款账龄较长主要由于公司开展的前期项目尚未获得发改委批准，共计提坏账准备2.30亿元，计提比例62.67%，计提充分。

截至2013年底，公司存货8.43亿元，主要由原材料（占46.83%）、在产品（占27.23%）和库存商品（占22.25%）构成，公司计提存货跌价准备2.07亿元（为原材料和产成品跌价产生），计提比例19.71%。

截至2013年底，公司其他流动资产10.04亿元，全部为增值税留抵税额，较上年下降10.32%。

受固定资产、无形资产和长期股权投资增长影响，2013年底公司非流动资产较上年底增长11.87%至237.76亿元，主要由固定资产（占62.76%）、在建工程（占21.01%）、长期股权投资（占8.37%）和无形资产（占6.67%）构成。

截至2013年底，公司长期股权投资19.90亿元，主要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78.77%、18.90%），共计提减值准备0.26亿元，计提比例1.29%。截至2013年底，公司长期股权投资较上年增长63.96%，主要由于联营企业以及合营企业盈利增加所致

截至2013年底，公司固定资产149.21亿元，其中机器设备占79.00%、房屋及建筑物占14.67%、办公设备占5.68%。截至2013年底，公司固定资产较上年增长9.55%，主要由于办公设备和机器设备增长所致。

截至2013年底，公司无形资产15.86亿元，其中土地使用权占17.93%、专利权占5.45%、采矿权占22.45%、探矿权占51.69%。截至2013年底，公司无形资产较上年增长106.51%，主要由于银星煤业获得银星一号井探矿权。

2014年3月底，公司资产总额为287.21亿元，较2013年底增长2.18%，其中流动资产占16.10%，非流动资产占83.90%，非流动资产占比略微下降，基本保持稳定。

总体看，公司资产以非流动资产为主，且其占比保持稳定，固定资产和在建工程占比较高，资产质量较好。

所有者权益

截至2013年，公司所有者权益61.24亿元（少数股东权益4.65亿元），较2012年底增长68.85%，主要由于2013年1月公司增资导致实收资本及资本公积增长所致。截至2013年，公司归属于母公司所有者权益56.58亿元，其中实收资本占88.82%、资本公积占15.47%、盈余公积占2.38%、未分配利润占-6.82%。

2014年3月底，公司所有者权益为63.03亿元，较2013年底增长2.92%，主要是未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益57.83亿元，其中实收资本占86.91%、资本公积占15.14%。

总体看，公司实收资本占比高，所有者权益稳定性较好。

负债

2013年底，公司负债总额219.84亿元，较上年底减少5.77%，其中流动负债占28.77%，非流动负债占71.23%，公司负债主要以非流动负债为主。

2013年底，公司流动负债63.26亿元，较2012年底下降3.11%，主要由短期借款（占16.56%）、应付账款（占17.58%）、其他应付款（占17.92%）和一年内到期的非流动负债（占40.67%）构成。

截至2013年底，公司短期借款10.47亿元，其中信用借款8.77亿元、保证借款1.70亿元。截至2013年底，公司短期借款较上年减少60.49%，主要由于公司用货币资金偿还短期借款所致。

截至2013年底，公司应付账款11.12亿元，从账龄看，1年以内的占41.66%，1~2年的占32.57%，2~3年的占19.09%，3年以上的占6.68%。截至2013年底，公司应付账款较上年减少27.90%，主要由于项目质保金由应付账款科目调整到其他应付款科目所致。截至2013年底，公司其他应付款11.33亿元，较上年增长65.19%，主要由于会计科目调整所致。

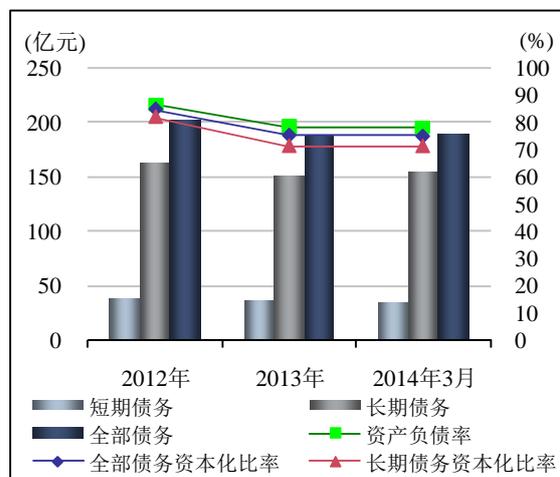
截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债25.73亿元，包括一年内到期的长期借款13.86亿元、一年内到期的中期票据“11宁发电MTN1”6亿元以及矿权价款5.86亿元。截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债较上年增长128.25%，主要由于中期票据“11宁发电MTN1”即将到期以及矿权价款增长所致。

2013年底，公司非流动负债主要由长期借款（占93.41%）和应付债券（占2.55%）构成。2013年底，公司长期借款较上年小幅下降3.98%至146.27亿元；应付债券较上年下降60.00%，主要由于“11宁发电MTN1”将于一年内到期，由应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致；公司其他非流动负债全部为递延收益。

截至2014年3月底，公司负债总额224.18亿

元，较2013年底小幅增长1.97%，非流动负债占比小幅上升至71.61%，负债结构变化较小。

图7 2012年~2014年3月底公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

从负债指标来看，2013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71.05%、75.30%和78.21%，较2012年底分别下降10.69、9.39和8.33个百分点，公司债务负担水平有所下降。

2014年3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70.97%、74.95%和78.05%，均较2013年底小幅下降，公司债务负担有所减轻，但仍处于较重水平。

总体看，跟踪期内公司负债结构合理，权益结构较为稳定，债务负担重有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013年底，公司流动比率和速动比率分别为68.49%和55.16%，较2012年底分别下降18.88个百分点和19.59个百分点。2013年，公司经营现金流动负债比率为38.88%，较2012年大幅上升34.53个百分点。公司短期偿债能力一般。

2013年，公司EBITDA为25.49亿元，较2012年增长42.60%；全部债务/EBITDA的比率为7.32倍，较2012年下降3.91倍；EBITDA利息倍数为2.10倍，较上年提高0.67倍。跟踪期内，公司长期偿债能力一般。

跟踪期内，公司存续期债券为“11宁发电MTN1”和“12宁发电MTN1”，额度合计为10亿元。截至2014年3月底，公司现金类资产13.09亿元，为存续期待偿还债券的1.31倍，对存续期债券覆盖程度较高。2013年，公司EBITDA为25.49亿元，为存续期债券的2.55倍；经营性现金流入量和经营性现金流量净额分别为62.06亿元和24.59亿元，为存续期债券的6.21和2.46倍。公司现金类资产、EBITDA以及经营性现金流对存续期内票据的保障程度较高。

截至2014年3月底，公司为集团外企业提供担保余额0.62亿元，担保比率为0.98%，目前被担保单位经营正常，或有负债风险较低。

截至2014年3月底，公司授信额度为276亿元，未使用额度为71亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司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，公司具备直接融资渠道。

5. 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2014年4月3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。

6. 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较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11宁发电MTN1”和“12宁发电MTN1”AA的信用等级。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.83	21.00	12.81	13.09
资产总额(亿元)	249.14	269.58	281.08	287.21
所有者权益(亿元)	51.13	36.27	61.24	63.03
短期债务(亿元)	23.23	38.35	36.45	34.46
长期债务(亿元)	146.23	162.34	150.27	154.12
全部债务(亿元)	169.46	200.69	186.72	188.58
营业收入(亿元)	54.32	41.50	49.23	12.31
利润总额(亿元)	3.40	-0.56	5.25	1.13
EBITDA(亿元)	16.99	17.88	25.49	--
经营性净现金流(亿元)	11.49	2.84	24.59	3.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.57	2.99	3.49	--
存货周转次数(次)	3.59	2.98	3.98	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.16	0.18	--
现金收入比(%)	100.89	99.22	120.85	112.32
营业利润率(%)	23.70	28.45	31.56	29.36
总资本收益率(%)	6.41	4.94	6.79	--
净资产收益率(%)	5.60	-2.19	7.61	--
长期债务资本化比率(%)	74.09	81.74	71.05	70.97
全部债务资本化比率(%)	76.82	84.69	75.30	74.95
资产负债率(%)	79.48	86.55	78.21	78.05
流动比率(%)	108.53	87.37	68.49	72.63
速动比率(%)	84.22	74.75	55.16	60.68
经营现金流流动负债比(%)	24.40	4.34	38.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	1.43	2.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.97	11.23	7.32	--

注：1. 2012 年财务数据采用 2013 年审计报告年初数；

2. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

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 / 主营业务收入×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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。