

跟踪评级公告

联合[2016] 1381 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“12 宁发电MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年七月十四日



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中期票据跟踪评级报告

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
12 宁发电 MTN1	4 亿元	2012/4/16-2017/4/16	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 14 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.43	12.43	12.06	9.91
资产总额(亿元)	281.08	279.72	285.86	281.27
所有者权益(亿元)	61.24	52.65	54.03	54.89
短期债务(亿元)	36.45	40.62	37.97	37.88
全部债务(亿元)	186.72	193.97	199.84	198.70
营业收入(亿元)	49.23	46.76	39.29	9.84
利润总额(亿元)	5.25	-11.10	2.01	0.85
EBITDA(亿元)	27.31	12.31	23.80	--
经营性净现金流(亿元)	24.59	20.04	22.82	4.54
营业利润率(%)	31.56	30.45	30.35	28.66
净资产收益率(%)	7.61	-23.19	3.51	--
资产负债率(%)	78.21	81.18	81.10	80.48
全部债务资本化比率(%)	75.30	78.65	78.72	78.10
流动比率(%)	68.49	60.02	53.43	51.05
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	15.76	8.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	0.83	1.77	--
经营现金流动负债比(%)	38.88	29.68	35.93	--

注：1. 现金类资产已剔除受限部分，已将短期融资券调至短期债务、融资租赁款调至长期债务；2. 2013 年财务数据采用 2014 年审计报告年初数；3. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 柳丝丝

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（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。跟踪期内，公司收入规模小幅下滑，综合毛利率有所提升，煤炭价格下滑为火力发电提供利润上升空间。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到，公司债务负担仍过重，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信用状况带来负面影响。

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，综合竞争实力有望进一步提升。

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“12 宁发电 MTN1” AA 的信用等级。

优势

1. 公司已形成电力、煤炭等多元化业务布局，综合竞争实力较强。
2. 公司现金类资产、经营性现金流对存续期内中期票据保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司收入规模下降，营业利润率持续下滑，区域限电导致风力发电毛利率下降。
2. 财务费用对公司利润侵蚀较大，公司债务负担仍过重。
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、本跟踪评级结果自发布之日起至“12 宁发电 MTN1”到期日有效；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主体长期信用及存续期内“12宁发电MTN1”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(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2016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、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、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11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2015年底,公司合并资产总额为285.86亿元,所有者权益合计为54.03亿元(其中少数股东权益6.97亿元)。2015年,公司实现营业收入39.29亿元,利润总额2.01亿元。

截至2016年3月底,公司合并资产总额为281.27亿元,所有者权益合计为54.89亿元(其中少数股东权益6.53亿元)。2016年1~3月,公司实现营业收入9.84亿元,利润总额0.85亿元。

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

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看,2015年,中国第一产业增加值6.1万亿元,同比实际增长3.9%,增速较2014年下降0.4个百分点;第二产业增加值27.4万亿元,同比实际增长6.0%,增速较2014年下降1.3个百分点;第三产业增加值34.2万亿元,同比实际增长8.3%,增速较2014年上升0.5个百分点。整体看,2015年,中国固定资产投资(不含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%(扣除价格因素实际增长12.0%,以下除特殊说明外均为名义增幅),增速呈现逐月放缓的态势,较2014年回落5.7个百分点。其中,基础设施建设投资增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,导致固定资产投资增速回落较大,成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明中国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支

持。

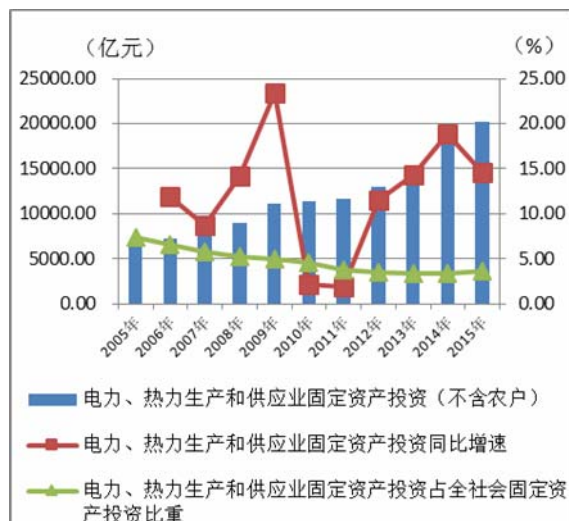
2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济分析

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。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

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）”

（一）电力行业

2005年~2015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。2015年全年固定资产投资（不含农户）551590亿元，比上年名义增长10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资20171亿元，同比增长15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为3.59%。

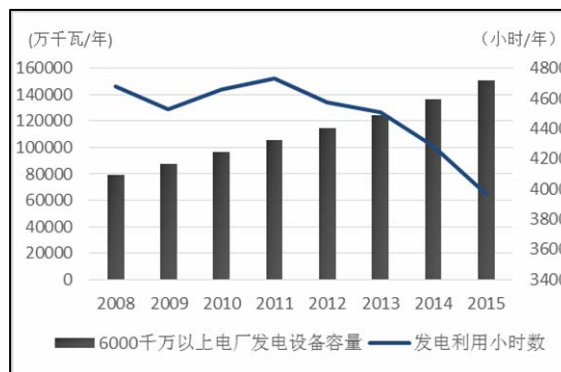
1. 行业概况

2015年，全国主要电力企业合计完成投资8694亿元、同比增长11.4%。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4603亿元、同比增长11.7%；完成电源投资4091亿元、同比增长11.0%。全国净增发电装机容量1.4亿千瓦，创年度投产规模历史新高。其中风电新增投产超预期、达到历史最大规模。

截至2015年底，全国全口径发电装机容量

15.1亿千瓦、同比增长10.5%，供应能力充足；全口径发电量5.60万亿千瓦时、同比增长0.6%；全国发电设备利用小时3969小时、同比降低349小时，已连续三年下降。截至2015年底，非化石能源发电装机容量和发电量占比分别比2010年提高8.1和8.3个百分点，非化石能源发电装机容量比重提高到35.0%，电力供应结构逐年优化。

图2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：Wind资讯

2015年，全国全口径发电量56045亿千瓦时，同比增长0.6%，增速较上年回落3.5个百分点，为有统计数据以来最低增速。2015年，全国全口径水电发电量11143亿千瓦时，占全部发电量的19.9%，较上年增长0.9个百分点；2015年，火电发电量40972亿千瓦时，占全国发电量的73.1%，比上年降低2.2个百分点，其中燃煤发电量占火电发电量比重91.9%，燃气发电量占火电发电量比重4.0%；2015年，核电、并网风电和太阳能发电量分别为1695亿千瓦时、1851亿千瓦时和383亿千瓦时，占全国发电量的比重分别为3.02%、3.3%和0.68%，比上年分别提高0.6、0.4和0.3个百分点。具体看，近年来电力供应主要特点有：

一是水电投资连续两年下降，水电发电量较快增长，设备利用小时保持较高水平。“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有3200万千瓦，全年水电投资同口径同比下降17.0%，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至2015年年底全口径水电装机容量3.2亿千瓦，

发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3664 和 3669 小时）。

二是并网风电、太阳能装机及发电量快速增长。主要受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；2015 年全年发电量 1851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1728 小时、同比降低 172 小时。近几年国家密集出台了一系列扶持政策，极大促进了太阳能发电规模化发展，东部地区分布式光伏在加快增长，西北地区光伏大基地呈规模化增加，这是“十二五”期间新能源建设发展的亮点。受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响，西北、东北部分风电和太阳能比重较高省份“弃风”、“弃光”问题比较突出。

三是核电投产规模创年度新高，发电量高速增长。2015 年全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2608 万千瓦、同比增长 29.9%。“十二五”时期，核电装机容量净增 1526 万千瓦、年均增长 19.2%。全年核电发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7350 小时、同比降低 437 小时。

四是火电装机大规模投产，发电量连续两年负增长，利用小时创新低。2015 年全年净增火电装机 7202 万千瓦（其中煤电 5186 万千瓦），为 2009 年以来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4329 小时，同比降低 410 小时。火电设备利用小时持续下降，主要是电力消费增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐

年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

2015 年，受国内经济增长放缓、产业结构调整 and 工业转型升级等因素影响，我国全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.2 个百分点。

2015 年一、三产业和城乡居民生活用电增速均回升。2015 年，我国用电结构继续优化。第三产业用电比重连续 5 年提高，比上年上升 0.83 个百分点；第一产业和城乡居民生活用电量比重均有所增加，分别比上年增加 0.04 和 0.56 个百分点。第二产业用电占全社会用电比重 72.15%，比上年降低 1.43 个百分点，连续 4 年下降，但仍是拉动全社会用电增长的决定因素。具体来看：2015 年，第一产业用电量 1020 亿千瓦时，同比增长 2.5%，增速比上年上升 2.6 个百分点；2015 年，第二产业用电量 40046 亿千瓦时，同比下降 1.43%，增速较上年回落 5.1 个百分点。受工业增加值增速回落，主要耗电产品产量下降影响，第二产业用电出现负增长；2015 年，第三产业用电量 7158 亿千瓦时，同比增长 7.47%，增速较上年上升 1.07 个百分点；2015 年，城乡居民生活用电量 7276 亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年提高 2.74 个百分点。受居民用电水平提高以及气温影响，城乡居民生活用电量增速回升。

随着我国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征。电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换挡、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现由高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。

2015 年，全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余，省级电网中，山东、江西、河南、安徽个别时

段存在错峰，海南 8 月前电力供应偏紧。

2. 行业关注

2015 年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748 号）规定，自 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。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，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入 2015 年，中国将实施新的电力改革方案。2015 年 3 月 15 日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015 年 11 月 30 日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布 6 大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理

的指导意见》。

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。另一方面，近期煤炭市场低迷，电煤价格持续走低，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，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

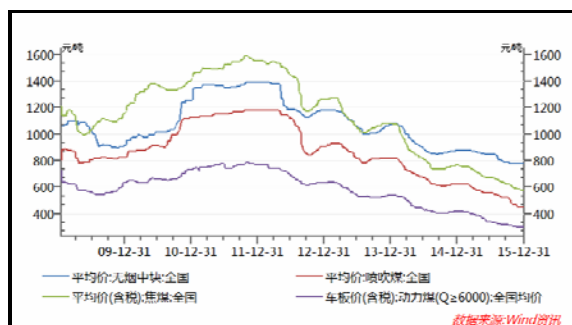
未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

（二）煤炭行业

1. 行业概况

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3 近年国内主要煤炭品种含税均价



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。

据Wind资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。

2. 行业关注

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2014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。

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。

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。

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，2015年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值 2911.77 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业增加值 238.47 亿元，同比增长 4.6%；第二产业增加值 1379.04 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 1294.26 亿元，增长

7.9%。按常住人口计算,2015年全区人均生产总值44015.03元,名义增速5.8%。

2015年宁夏全社会完成固定资产投资3532.93亿元,比上年增长10.4%。其中,房地产开发投资633.64亿元,同比下降3.2%,宁夏固定资产投资增速有所回落。

2015年全年,宁夏全区一般公共预算总收入完成610.5亿元,比2014年增长12.0%。其中:中央级一般公共预算收入236.7亿元,增长15.3%;地方一般公共预算收入373.7亿元,为预算的103.8%,增长10.0%,超收13.5亿元。全区一般公共预算支出完成1138.2亿元,增长13.8%。同期,城镇和农村常驻居民人均可支配收入分别达25186元和9119元,分别较2014年增长8.2%和8.4%。

五、基础素质分析

截至2016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,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%。

中国铝业对公司的定位是:“中铝公司的煤炭开发基地、电力管理基地、绿色能源基地、煤电一体化基地、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。

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2016年3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。2015年发电量69.43亿千瓦时,2016年1~3月发电量20.86亿千瓦时。

风力发电板块,截至2016年3月底,公司已建成风电装机规模达到1305.8MW,无在建

项目。2015年上网电量17.75亿千瓦时,2016年1~3月上网电量3.35亿千瓦时。

光伏发电板块,截至2016年3月底,公司光伏发电装机容量为173.33MW。2015年发电量为2.51亿千瓦时,2016年1~3月发电量为0.54亿千瓦时。

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2016年3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2016年3月底,公司风力发电机组产能500个/年,塔筒产能450套/年;2015年生产风力发电机组42个,塔筒190套;2016年1~3月生产风力发电机组18个,塔筒23套。

六、管理分析

跟踪期内,公司管理方面无重大变化。

七、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设备。

2015年,公司实现营业收入39.29亿元,较上年下滑15.97%。分业务板块看,2015年火力发电板块收入下降19.20%,主要由于国家实行煤电联动,调低火电上网标杆电价所致;风力发电收入小幅下降6.22%,主要由于2015年下半年以来,宁夏对新能源实行全面限电,使得公司风电负荷下降较多所致;光伏发电收入小幅下降1.09%,同样是受区域限电影响所致;煤炭产品收入下降23.75%,主要由于煤炭价格

在跟踪期内持续走低所致。

2015年，公司整体毛利率为33.14%，较上年小幅上升1.44个百分点。分业务板块看，2015年火力发电板块毛利率提高6.51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；风力发电板块毛利率下降9.74个百分点，主要是受区域限电影响；光伏发电板块毛利率提高3.91个百分点，主要是由于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；煤炭产品毛利率提高2.62个百分点；新能源设备板块毛利率由负转正，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。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.84亿元，占到2015年全年收入的25.04%。2016年1~3月，公司整体毛利率31.04%，较上年小幅下降2.10个百分点，其中火力发电毛利率下降0.43个百分点；风力发电大幅下降30.41个百分点，主要由于一季度宁夏对新能源继续限电所致；光伏发电毛利率下降6.68个百分点，同样是受区域限电影响。

总体看，跟踪期内公司收入有所下滑，毛利率有所上升。

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	195642.1	14.73	35.70	158077.22	21.24	34.77	43672.99	20.81	38.92
风力发电	95136.21	51.12	17.36	89214.32	41.38	19.63	16121.35	10.97	14.37
太阳能发电	23376.78	47.63	4.27	23121.80	51.54	5.09	4602.14	44.86	4.10
煤炭产品	155100.7	35.44	28.30	118265.99	38.06	26.02	24203.25	36.12	21.57
新能源设备	51554.77	-9.55	9.41	34610.12	7.24	7.61	9406.54	8.10	8.38
其他	27244.7	37.49	4.97	31301.13	8.10	6.89	14212.12	56.63	12.66
抵消前合计	548055.3	27.16	100.00	454590.58	--	--	112218.40	--	--
减：内部抵消	80408.13	--	--	61649.93	--	--	13830.46	--	--
合计	467647.1	31.70	100.00	392940.65	33.14	100.00	98387.94	31.04	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、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

马莲台发电厂地处宁夏宁东能源化工基地，是公司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2016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	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
重点合同签订量（万吨）	233	273	257	0
重点合同兑现率（%）	94	77	68	--
市场采购量（万吨）	219	211	176	2.5

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，重点合同兑现率逐年下降。马莲台电厂电煤采购全部采用汽车运输。2016年马莲台电厂外购电煤合同预计于5月份签署。

截至2016年3月底，马莲台电厂资产总额17.63亿元；2015年实现营业收入7.42亿元，净利润1.15亿元，净利润较上年上涨27.95%。2016年1~3月，马莲台电厂实现营业收入1.82亿元，净利润0.18亿元。

表4 马莲台发电厂经济技术指标表

指标	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
发电量（亿千瓦时）	41.49	40.93	34.59	9.75
上网电量（亿千瓦时）	38.61	38	31.71	8.96
设备平均利用小时（时）	6285.98	6202	5241	1465
平均上网电价（元/千千瓦时）	244.44	239.38	229.66	198.3
综合厂用电率（%）	7.14	7.06	8.13	8.08
供电标准煤耗（克/千瓦时）	326.08	323.38	320.12	313.54
综合标准煤量（万吨）	126	124	104	29

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。由公司独资建设和运营，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	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
发电量（亿千瓦时）	42.20	42.76	34.84	11.11
上网电量（亿千瓦时）	38.38	39.19	31.86	10.07
设备平均利用小时（时）	6393.53	6478.08	5279.12	1674.96
平均上网电价（元/千千瓦时）	253.08	247.8	236.43	210.26
综合厂用电率（%）	8.59	8.35	8.57	9.40
供电标准煤耗（克/千瓦时）	345.97	333.99	327.93	309.13
综合标准煤量（万吨）	132	148.14	105.95	31.81
平均入炉标煤单价（元/吨）（含税）	433.98	403.07	358.58	300.05

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。与王洼煤业的定价方式是50%采用约定价格，50%采用市场价格，2015年的约定价格为180元/吨（含税）。

表6 六盘山热电厂外购电煤情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
计划煤合同采购量（万吨）	218	246	180	65.41
已完成计划煤采购量（万吨）	186	238.61	156	52.97
市场煤采购量（万吨）	50	50.51	25.74	3.26

资料来源：公司提供

2015年以来马莲台发电厂上网电价经历了两次降价调整，具体情况如下：2015年1月1日上网电价279.10元/千千瓦时（含税）；2015年4月19日起上网电价下调8元/千千瓦时（含税）；2016年1月1日起上网电价下调11.6元/千千瓦时（含税）。

截至2016年3月底，六盘山热电厂资产总额27.67亿元；2015年实现营业收入8.39亿元，净利润0.40亿元。2016年1~3月，六盘山电厂实现营业收入2.55亿元，净利润0.30亿元。

风电板块

截至2016年3月底，公司已建成和在建风电装机容量达到1305.8MW，其中已建成1305.8MW，无在建项目，已建成项目包括贺兰山风电场（222.3MW）、太阳山风电场（292.5MW）、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（148.5MW）、牛首山风电场（99MW）、大水坑风电场（99MW）、大滩风电场（98MW）、陕西冯地坑（49.5MW）。

表7 公司风电板块经济技术指标表

指标	风电场名称	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
上网电量（亿千瓦时）	贺兰山风电场	3.10	3.12	3.22	0.66
	太阳山风电场	4.00	4.00	3.59	0.65

	阿左旗贺兰山风电	1.16	2.01	2.01	0.36
	银仪风电公司	3.20	3.82	3.06	0.54
	银星能源风电	4.69	4.36	3.52	0.74
	牛首山风电	1.52	1.37	1.25	0.21
	陕西冯地坑一期	--	0.36	1.11	0.19
设备平均 利用小时 (小时)	贺兰山风电场	1678	1441	1498	309
	太阳山风电场	1717	1729	1337	234
	阿左旗贺兰山风电	2405	2148	2153	385
	银仪风电公司	1688	2025	1632	295
	银星能源风电	1990	1846	1388	227
	牛首山风电	1583	1426	1306	222
	陕西冯地坑一期	--	806	2302	400
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	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

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2016年3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，主要由于隶属于王洼煤业的银洞沟煤矿技改项目完工。

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，目前项目已完工，产能已经达到300万吨/年，处于试生产阶段；王洼煤矿600万吨技改项目计划投资19.58亿元，截至2016年3月底，累计完成投资9.28亿元，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，截至2016年3月，累积完成投资5.38亿元，目前项目处于收尾阶段。

截至2015年底，王洼煤业资产总额55.41亿元，所有者权益14.61亿元；2015年实现营业收入6.77亿元，净利润0.48亿元。截至2016年3月底，王洼煤业资产总额51.18亿元，所有者权益14.96亿元；2016年1~3实现营业收入1.41亿元，净利润0.13万元。

表8 王洼煤业产销情况（单位：万吨；元/吨）

原煤	2013年	2014年	2015年	2016年 1~3月
产量	457.42	450.34	515.93	129.12
销量	457.79	443.47	470.31	108.20
开采成本	173.48	172.6	147.44	96.09
平均售价	214.48	207.48	159.22	129.95

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。

银星煤业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2016年3月底，该工程计划投资26.50亿元，累计完成投资18.20亿元，目前处于试生产阶段，形成350万吨生产能力。

截至2015年底，银星煤业资产总额22.29亿元，所有者权益7.18亿元；2015年实现营业收入5.06亿元，净利润0.37亿元。截至2016年3月底，银星煤业资产总额22.29亿元，所有者权益15.24亿元；2016年1~3月实现营业收入1.01亿

元，净利润0.04亿元。

表9 银星煤业产销情况（单位：万吨；元/吨）

原煤	2013年	2014年	2015年	2016年 1~3月
产量	151.03	301.27	351.20	66.49
销量	150.60	291.45	321.08	75.87
开采成本	120.80	146.81	133.68	134.15
平均售价	206.35	208.05	157.47	133.59

资料来源：公司提供

光伏发电板块

跟踪期内，公司光伏发电装机容量没有新增。截至2016年3月底，公司光伏发电装机容量为173.33MW。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、银川太阳能实验电站装机容量为0.33MW。

公司于2016年4月开工建设银星一井矿产压覆区30MWp光伏发电项目，该项目为一期项目，项目规划总装机容量30MWp，预计于今年完工。

电价方面，目前公司2012年以前投运的电厂上网地面光伏电站电价均为1.15元/千瓦时，2012年以后投运的5家光伏发电企业上网电价为1.00元/千瓦时，根据国家发改委发改价格[2013]1638号文件规定，宁夏2013年9月1日投产经营的光伏上网电价为0.9元/千瓦时，公司中卫寺口子二期电价为0.9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，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。

表10 风电设备制造板块产销情况（单位：个、套）

产品	2013年	2014年	2015年	2016年 1~3月
风机	产能	500	500	500
	产量	12	21	42
	销量	15	40	37
塔筒	产能	112	450	450
	产量	101	168	190
	销量	57	190	207

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。截至2016年3月底，公司风力发电机组产能500个/年，塔筒产能450套/年；2015年生产风力发电机组42个，塔筒190套；2016年1-3月生产风力发电机组18个，塔筒23套。

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（以下简称“宁电硅业”）、宁夏银星多晶硅有限责任公司（以下简称“银星多晶硅”）、宁夏宁电硅材料有限公司（以下简称“宁电硅材料”）、宁夏宁电光伏材料有限公司（以下简称“宁电光伏材料”）。上述四家企业于2014年底全面停产，拟申请破产，今后公司将不再从事光伏设备制造业务。

目前，四家企业的破产申请已分别于2015年9月和2015年11月被法院受理并派驻了破产管理人。

宁电硅业的破产管理人于2015年12月15日、2016年2月28日召开了第一次债权人会议；

2016年5月20日，宁电硅业破产管理人组织召开了第二次债权人会议，会议表决通过了破产管理人向法院提交的《破产财产变价方案》和《破产管理人报酬方案》。2016年6月16日，宁夏嘉德拍卖行发布拍卖公告，定于2016年7月13日对宁电硅业包括土地、厂房、生产设备、产成品及原材料在内的全部破产财产进行公开拍卖，拍卖底价为破产财产的评估价值。

银星多晶硅的破产管理人于2016年2月28日召开了第一次债权人会议。破产评估工作目前正在进展之中，由于银星多晶硅租用当地企业宁夏吴忠金三鼎金属购销公司的仓库后一直欠付租金，目前该公司正在通过诉讼程序向破产管理人追索租金，且拒绝评估机构进场评估，现破产管理人已请求吴忠中级人民法院协调该公司配合评估工作，破产工作进程暂时受阻。

宁电光伏材料、宁电硅材料两家企业的破产审计、评估工作已经完成，审计、评估报告已经通过了包括自治区五部门在内的破产管理人会议审核确认，并向银川市中级人民法院提交。破产管理人按照银川中院的要求，计划于7月18日召开管理人会议，对破产管理人接管破产企业后的工作情况、破产企业债权债务确认

情况、破产企业资产清查情况、破产企业职工安置情况向法院进行专题汇报。之后，再确定召开两破产企业第一次债权人会议的时间和会议议程。

2. 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105.19亿元，截至2016年3月底，公司已累计投资65.22亿元，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 11 截至 2016 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 2016 年 3 月底已投资	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年
王洼煤矿银洞沟 300 万吨改扩建	23.34	23.28	0.06	--	--	--
王洼煤矿 600 万吨改扩建	19.58	9.35	2.15	3.00	5.08	--
王洼至原州区铁路建设项目	22.66	15.54	3.85	3.27	--	--
王洼煤矿洗煤厂	5.92	5.34	0.54	0.04	--	--
太阳山风电场五期 49.5MW 风电	3.80	3.55	0.25	--	--	--
银星能源中宁长山头 99MW 风力发电项目	6.70	6.62	0.08	--	--	--
太阳山风电场六期 49.5MW 风电	3.80	--	3.80	--	--	--
贺兰山百万千瓦风电首期项目 200MW	15.00	--	--	4.00	4.00	4.00
宁东供热项目	3.44	1.54	0.30	0.30	0.30	0.30
六盘山热电厂厂外燃煤输送系统	0.95	--	0.95	--	--	--
合计	105.19	65.22	11.98	10.61	9.38	4.30

资料来源：公司提供

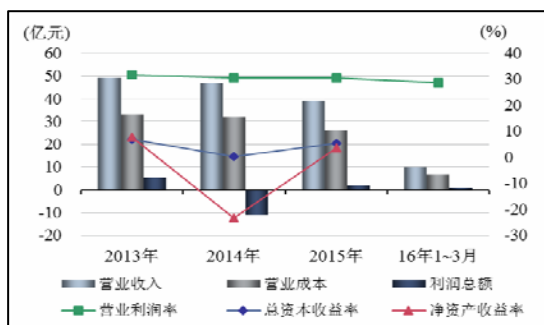
八、财务分析

公司提供的2015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。公司提供的2016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。综合来看，合并范围变动对数据可比性有一定影响。

1. 盈利能力

图4 2013年~2016年3月公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

2015年，公司实现营业收入39.29亿元，较上年减少15.97%。同期，公司实现利润总额2.01亿元，较上年大幅增加，主要原因是公司2014年计提大幅资产减值损失。2015年公司营业利润率为30.35%，与上年基本持平；净资产收益率为3.51%，上年为-23.19%。

2015年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为12.96亿元，较上年减少21.33%，主要是管理费用和财务费用减少所致。2015年，公司财务费用较上年下降17.20%，其中利息支出较上年下降11.55%。

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。

2015年，公司投资收益3.38亿元，其中按

权益法核算的长期股权投资收益为3.35亿元，占投资收益总额的99.22%，其余为处置持有至到期投资取得的投资收益。按权益法核算的长期股权投资收益中，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1.94亿元和0.87亿元；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0.26亿元和0.30亿元。2015年，公司投资收益同比降低21.35%，主要由于合营企业宁夏大唐国际大坝发电有限公司及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营业利润降低所致。

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0.37亿元；营业外支出1.97亿元，同比增加1.78亿元，主要为公司于2015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。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.84亿元，占2015年营业收入的比重为25.04%，实现利润总额0.85亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模下滑，主要原因是受到标杆上网电价下调以及宁夏地区下半年实行新能源发电限电的影响。此外，营业外支出对2015年利润总额影响大。

2. 现金流

2015年，公司经营活动现金流入量49.66亿元，较上年减少18.96%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司经营活动现金流出量26.84亿元，较2014年减少34.90%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付与的现金减少所致；公司经营性现金净流量22.82亿元，同比上涨

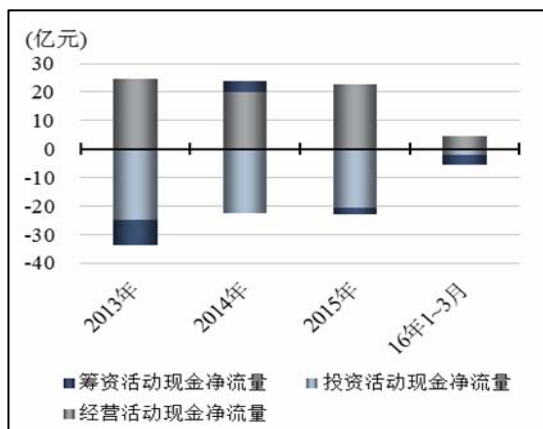
13.83%。

2015年，公司投资活动现金流入规模下降明显，为4.26亿元，较上年减少62.06%，其中收回投资收到的现金为1.12亿元，比上年减少88.87%，2014年公司收回投资收到现金金额较大主要是由于公司于当年收回理财投资所致；公司2015年取得投资收益收到的现金为2.84亿元，较上年增长278.56%，主要为收到联营企业华电宁夏灵武发电有限公司和宁夏京能宁东发电有限责任公司之前应付的投资收益款所致；2015年公司投资活动现金流出额为25.04亿元，较上年减少26.24%，主要受支付其他与投资活动有关的现金减少所致所致；2015年公司投资净流出20.78亿元，较上年下降8.51%，经营活动现金流量净额稍大于投资活动净流出规模，较2014年有所改善，但考虑到公司未来投资仍将保持较大规模，公司仍面临较大的筹资压力。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动产生的现金流入主要为银行借款，现金流出主要是偿还债务和利息支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为2.27亿元。

2016年1~3月，公司经营性现金净流量为4.54亿元，占2015年经营性现金净流量的19.91%；投资性现金净流出为1.88亿元，占2015年全年的9.04%。

图5 2013年~2016年3月公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内公司经营获现能力有所降低，考虑到公司未来投资规模较大，公司对外融资压力较大。

3. 资产及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额285.86亿元，较上年底增加2.20%。其中，流动资产占11.87%，非流动资产占88.13%，非流动资产占比持续上升。

截至2015年底，受应收账款、预付款项、存货及其他流动资产减少的影响，公司流动资产较2014年底下降16.27%至33.93亿元，主要由货币资金（占28.62%）、应收账款（占19.97%）、存货（占10.38%）和其他流动资产（占20.67%）构成。

截至2015年底，公司货币资金9.71亿元，较上年下降4.35%。其中受限制货币资金0.19亿元，货币资金主要由银行存款（占98.02%）构成。

截至2015年底，公司应收账款6.78亿元，较上年下降16.76%。从账龄看，一年以内的占86.97%，1~2年的占4.84%，2~3年的占2.14%，3年以上的占6.05%，公司共计提坏账准备0.52亿元，计提比例7.66%，计提比例偏低。

截至2015年底，公司其他应收款2.28亿元，较上年增长106.70%，出现大幅增长主要由于公司的四家硅行业子公司进入破产清算程序，公司不再拥有对四家公司的控制权，因此将其的借出款项合计14.11亿元由原公司内部抵销转为对公司外部的借出款项核算。同时，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（金额为12.97亿元）。

截至2015年底，公司存货3.52亿元，较上年下降36.42%，主要由原材料（占64.05%）、在产品（占12.56%）和库存商品（占20.32%）构成，公司计提存货跌价准备0.16亿元（由原材料、在产品和产成品跌价产生，其中由于当

年处置四家硅行业公司减少存货跌价准备2.71亿元)，计提比例4.34%。

截至2015年底，公司其他流动资产7.01亿元，较上年下降20.74%，其中增值税留抵税额占98.57%。

受长期股权投资、在建工程增加影响，2015年底公司非流动资产较上年底增长5.33%至251.93亿元，主要由固定资产（占62.96%）、在建工程（占19.08%）、长期股权投资（占10.03%）和无形资产（占6.08%）构成。

截至2015年底，公司长期股权投资25.26亿元，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72.08%和27.92%）。

截至2015年底，公司固定资产158.62亿元，其中机器设备占82.83%、房屋及建筑物占16.06%。截至2015年底，公司固定资产较上年增长1.82%。

截至2015年底，公司在建工程48.07亿元，同比上升13.05%，主要是由于公司的银洞沟煤矿改扩建项目、王洼煤矿改扩建及洗煤厂项目以及铁路建设项目等在建工程根据项目进展增加所致，2015年公司在建工程没有计提减值准备。

截至2015年底，公司无形资产15.32亿元，较上年增长4.64%，其中土地使用权占11.21%、采矿权占33.37%、探矿权占53.07%。截至2015年底，公司无形资产较上年增长4.64%，主要由于公司下属王洼煤业的银洞沟煤矿购置一笔采矿权，因此增加2.02亿元。同时，公司处置子公司导致无形资产于2015年减少2.29亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为281.27亿元，较2015年底减少1.61%，其中流动资产占10.82%，非流动资产占89.18%，非流动资产占比略微上升，基本保持稳定。

总体看，公司资产中非流动资产占比较大，且其占比呈上升趋势，固定资产和在建工程占比较高，资产质量尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益54.03亿元（少数股东权益6.97亿元），较2014年底增加2.61%，主要由于未分配利润增加所致。截至2015年底，公司归属于母公司所有者权益47.06亿元。其中实收资本占106.81%、资本公积占18.61%、盈余公积占2.98%、未分配利润占-28.93%。

截至2016年3月底，公司所有者权益为54.89亿元，较2015年底增长1.60%，主要是未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益48.36亿元，其中实收资本占103.92%、资本公积占18.11%。

总体看，公司实收资本占比高，因前期未分配利润大幅降低，所有者权益稳定性受到较大影响。

负债

2015年底，公司负债总额231.84亿元，较上年底增加2.10%，其中流动负债占27.39%，非流动负债占72.61%，公司负债主要以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债63.50亿元，较2014年底下降5.95%，主要由短期借款（占20.61%）、其他应付款（占28.37%）、一年内到期的非流动负债（占29.68%）和其他流动负债构成（占9.45%）。

截至2015年底，公司短期借款13.09亿元，其中信用借款11.79亿元、保证借款1.00亿元、质押借款0.30亿元。截至2015年底，公司短期借款同比下降26.51%。

截至2015年底，公司应付账款1.59亿元，从账龄看，1年以内的占55.65%，1~2年的占18.52%，2~3年的占4.44%，3年以上的占21.39%。截至2015年底，公司应付账款较上年减少80.73%，主要由于四家进行破产清算的硅行业公司不再纳入合并范围所致。

截至2015年底，公司其他应付款18.01亿元，较上年增长33.11%，主要由于公司对之前签署的马儿庄探矿权转让协议进行了撤销，但

实际费用尚未支付，因此计入其他应付款。

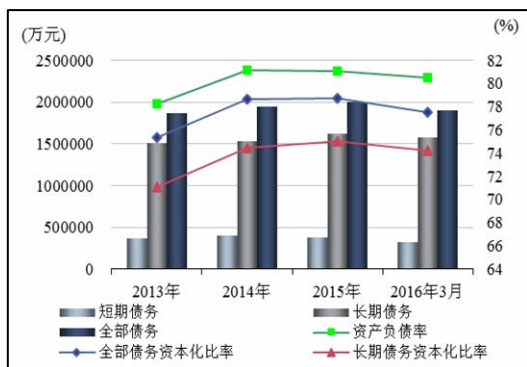
截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债18.85亿元，包括一年内到期的长期借款17.61亿元和一年内到期的长期应付款1.24亿元。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债较上年减少17.36%，主要系公司一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款减少所致。

截至2015年底，公司其他流动负债为6.00亿元，为公司于2015年发行的额度为6亿元的短期融资券“15中铝宁夏CP001”。

截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占92.00%）、应付债券（占2.38%）和其他非流动负债（占2.87%）构成。截至2015年底，公司长期借款较上年小幅上升3.69%至154.87亿元；应付债券维持不变；公司其他非流动负债全部为递延收益。

截至2016年3月底，公司负债总额226.38亿元，较2015年底小幅下降2.36%，非流动负债占比小幅上升至73.68%，负债结构变化较小。

图6 2013年~2016年3月底公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至2015年底公司全部债务为199.84亿元，同比增长3.02%，其中短期债务占比19.00%，长期债务占比81.00%。从负债指标来看，2015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74.98%、78.72%和81.10%，较2014年底分别上升0.54、0.07以及下降0.08个百分点，公司债务负担水平有所上升。

截至2016年3月底，公司全部债务为198.70

亿元，较2015年底下降0.57%，其中短期债务占比19.06%，长期债务占比79.43%，相比2015年底变化不大；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74.55%、78.10%和80.48%，均较2015年底小幅下降，公司债务规模基本保持稳定，但仍处于高水平。

总体看，跟踪期内公司负债结构合理，债务负担过重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为53.43%和47.89%，较2014年底分别下降6.59个百分点和3.92个百分点。2016年3月，以上指标分别为51.05%和45.61%。2015年，公司经营现金流动负债比率为35.93%，较2014年上升6.25个百分点。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2015年，公司EBITDA为23.80亿元，同比上升93.44%，EBITDA利息倍数上升至1.77倍；全部债务/EBITDA倍数为8.40倍，较2014年下降7.36倍。跟踪期内，公司长期偿债能力较弱。

跟踪期内，公司存续期债券为“12宁发电MTN1”，额度4亿元。截至2015年底，剔除受限的货币资金后，公司的现金类资产为12.06亿元，为“12宁发电MTN1”发行额度的3.02倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金净流量分别为“12宁发电MTN1”的12.42倍和5.71倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力较强。

截至2016年3月底，公司对外提供担保余额0.41亿元，对外担保比率为0.75%。其中向股东宁夏电力投资集团有限公司提供0.11亿元担保，到期日为2020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0.30亿元，到期日为2020年12月24日。目前被担保单位正常经营。

截至2016年3月底，公司授信额度为237亿

元，未使用额度为53亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

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2016年7月5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。

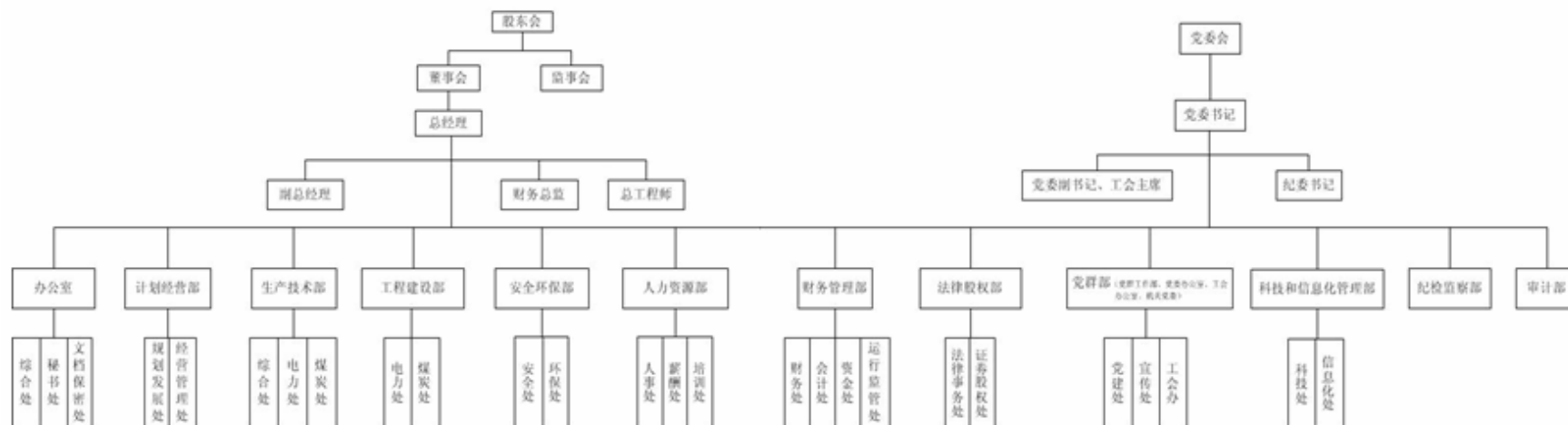
6. 抗风险能力

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良好。

九、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“12宁发电MTN1”AA的信用等级。

附件 1 组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.43	12.43	12.06	9.91
资产总额(亿元)	281.08	279.72	285.86	281.27
所有者权益(亿元)	61.24	52.65	54.03	54.89
短期债务(亿元)	36.45	40.62	37.97	37.88
长期债务(亿元)	150.27	153.35	161.87	160.82
全部债务(亿元)	186.72	193.97	199.84	198.70
营业收入(亿元)	49.23	46.76	39.29	9.84
利润总额(亿元)	5.25	-11.10	2.01	0.85
EBITDA(亿元)	27.31	12.31	23.80	--
经营性净现金流(亿元)	24.59	20.04	22.82	4.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.49	4.04	3.86	--
存货周转次数(次)	3.98	4.57	5.80	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.17	0.14	--
现金收入比(%)	120.85	123.97	122.43	110.00
营业利润率(%)	31.56	30.45	30.35	28.66
总资本收益率(%)	6.79	0.34	5.28	--
净资产收益率(%)	7.61	-23.19	3.51	--
长期债务资本化比率(%)	71.05	74.44	74.98	74.55
全部债务资本化比率(%)	75.30	78.65	78.72	78.10
资产负债率(%)	78.21	81.18	81.10	80.48
流动比率(%)	68.49	60.02	53.43	51.05
速动比率(%)	55.16	51.81	47.89	45.61
经营现金流流动负债比(%)	38.88	29.68	35.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	0.83	1.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	15.76	8.40	--

注：1. 现金类资产已剔除受限部分，已将短期融资券调至短期债务、融资租赁款调至长期债务；

2. 2013 年财务数据采用 2014 年审计报告年初数；

3. 2016 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 / 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

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。