信用等级公告

联合[2018] 1885 号

联合资信评估有限公司通过对太仓港协鑫发电有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持太仓港协鑫发电有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 协鑫发电 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

太仓港协鑫发电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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 协鑫发电 MTN001	7 亿元	2019/03/10	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.96	24.52	18.20	26.11
资产总额(亿元)	118.40	181.38	177.31	190.33
所有者权益(亿元)	35.57	54.50	53.35	54.39
短期债务（亿元）	48.12	62.30	56.26	54.77
长期债务（亿元）	28.59	54.06	59.17	69.45
全部债务(亿元)	76.70	116.36	115.43	124.21
营业收入 (亿元)	35.31	52.43	61.91	16.80
利润总额 (亿元)	10.07	5.82	2.08	1.32
EBITDA(亿元)	15.36	12.99	9.89	--
经营性净现金流（亿元）	14.64	5.62	7.76	2.23
营业利润率(%)	32.95	18.46	10.64	10.92
净资产收益率(%)	22.58	8.25	2.97	--
资产负债率(%)	69.95	69.95	69.91	71.43
全部债务资本化比率(%)	68.32	68.10	68.39	69.55
流动比率(%)	57.60	69.11	59.26	73.22
经营现金流动负债比(%)	26.98	7.72	11.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.00	8.96	11.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.43	2.03	1.30	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务。

分析师

黄 露　李博恒

邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对太仓港协鑫发电有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了跟踪期内，公司在电力资产运营及供热能力等方面保持的综合优势。公司发电机组实际利用小时数稳定在较高水平，整体运行效率保持良好。2018 年，新疆国信煤电有限公司（以下简称“新疆国信”）132 万千瓦煤电机组投产运营，公司装机规模大幅提升，将带动发电量及收入、利润水平的提升。同时，联合资信也关注到公司收入增长主要以来贸易业务规模、煤炭价格快速回升影响火电利润水平、低毛利率的燃煤贸易板块占比提升以及公司债务负担较重、在建拟建项目投资较大存在融资需求等因素可能对公司经营及信用水平带来的不利影响。

新疆国信新增机组是西北调度中心下唯一的全新疆备用电源，未来，随其全时段运营，公司电力板块经营实力将有所提升，此外，伴随太仓港经济开发区战略布局的整体推进，公司供热板块有望成为主业板块的有力补充。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 协鑫发电 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，公司大力扩张太仓市区供热管网建设，公司热力板块发展潜力大。
2. 公司发电机组实际利用小时数稳定在较高水平，整体运行效率保持良好，电力业务经营稳定。
3. 2018年1月，公司下属子公司新疆国信新增132万千瓦煤电机组投入运营，公司电力业务经营实力有所提升；同时，该电厂作为西北调度中心下唯一的全新疆备用电源，未来发电量较有保障。
4. 公司经营活动现金流量对“16协鑫发电

MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，受煤炭价格回升影响，公司电力业务利润有所下降；同期，毛利率较低的燃煤贸易收入占比大幅提高，公司整体盈利能力有所下降。
2. 公司债务负担较重，债务结构有待优化；且公司未来投资规模较大，有一定筹资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由太仓港协鑫发电有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

太仓港协鑫发电有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于太仓港协鑫发电有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

太仓港协鑫发电有限公司（以下简称“公司”）原名太仓港环保发电有限公司，经江苏省人民政府批准，于 2002 年 5 月 15 日成立，并于 2007 年 5 月更名为太仓港协鑫发电有限公司。后经多次增资和股权变更，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 15 亿元，其中保利协鑫（太仓港）有限公司（以下简称“保利协鑫”）持股 72%，华润煤业（集团）有限公司持股 19%，倡力有限公司持股 6%，苏州天能投资有限公司持股 3%。保利协鑫是公司控股股东，公司实际控制人为自然人朱共山。

公司的经营范围为：煤洁净燃烧火力发电、生产和销售电力热力及其附属产品并提供相应的技术服务，在港区内提供货物装卸服务，生产设备租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围包括 13 家全资及控股子公司，下设经营策划部、热网管理部、发电部、燃料供应部和财务部等 13 个职能部门。

截至 2017 年底，公司资产总额（合并）177.31 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 12.35 亿元）53.35 亿元；2017 年公司实现营业收入 61.91 亿元，利润总额 2.08 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 190.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益 12.35 亿元）54.39 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.80 亿元，利润总额 1.32 亿元。

公司注册地址：太仓港港口开发区协鑫东路 2 号；法定代表人：朱共山。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 3 月发行 7 亿元“16 协鑫发电 MTN001”，用于置换银行贷款，截至目前，募集资金已全部按募集资金用途使用完毕，并于 2017 年 3 月 10 日和 2018 年 3 月 10 日以 5.95%的债券利率支付利息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 协鑫发电 MTN001	7.00	7.00	2016/03/10	2019/03/10

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，

财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义

风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

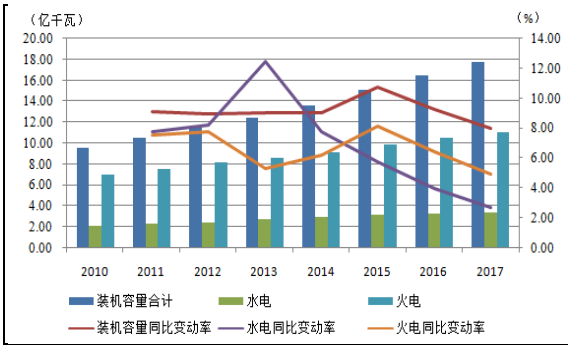
公司主营收入来自电力板块，电力行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图 1　近年中国发电装机容量变动情况

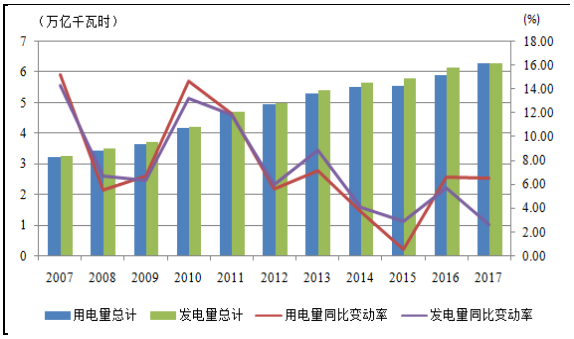


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比

降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图 2　中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2.　行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受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年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，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，明确电力发展的主要目标和重点任务。

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。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。2017年8月28日，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革[2017]146号），同意国电集团与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）合并重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能投集团”），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登记（备案），国电集团和国家能投集团于2018年2月5日签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。本次合并的实施尚需履行必要的程序及获得其他有权机构必要的批准、核准及同意。但其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

4. 区域经济环境

太仓市位于江苏省最南部，毗邻上海，是中国经济最为发达的县市之一。太仓拥有 3 个开发区：太仓港经济开发区-新区、科教新城区（市郊区）和太仓港港口开发区-港区。港区规划了太阳能光伏产业园、新材料产业园、新设备产业园、现代物流园、太仓市中小企业创业园等特色园区，初步形成了“一区多园”的产业布局。

2017 年，太仓市全年实现地区生产总值 1240.96 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 36.04 亿元，下降 1.0%；第二产业增加值 627.88 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 577.04 亿元，增长 8.2%。同期，太仓市全年规模以上工业总产值比上年增长 9.5%，截至 2017 年底太仓市规模以上工业企业 1024 家，其中超亿元企业 361 家、超五十亿元企业 3 家、超百亿企业 2 家；新兴产业产值增长 10.9%，占规模以上工业产值的比重为 54.5%。2017 年，太仓市全年完成全社会固定资产投资 466.93 亿元，比上年增长 0.4%。其中，工业投资 249.33 亿元，下降 4.0%；服务业投资 217.60 亿元，增长 6.1%。完成新兴产业投资 106.85 亿元，占全社会固定资产投资的比重为 22.9%；完成高新技术产业投资 69.94 亿元，占工业投资的比重为 28.1%。

总体上看，太仓市经济保持稳定增长；未来随着大量企业进驻，公司电力与热力业务的持续发展具备较为良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本15亿元，保利协鑫为公司控股股东，公司实际控制人为朱共山。

2. 企业规模

截至 2018 年 3 月底，公司太仓港已投运煤电装机容量合计为 130 万千瓦，分别为二期 2 台 33 万千瓦热电联产项目和三期 2 台 32 万千瓦冷凝式发电机组，分别于 2003 年 3 月和 5 月开工建设，并分别于 2004 年相继并网发电。2017 年实现发电量 78.37 亿千瓦时。

新疆国信煤电有限公司（以下简称“新疆国信”于 2010 年 9 月成立，经营范围为电力投资、热力以及附属产品；发电设备的运营、检修、维护并提供相关的技术服务；发电业务咨询。新疆国信 2 台 66 万千瓦超临界间接空冷燃煤机组于 2018 年开始投入运行。截至 2018 年 3 月底，公司持有新疆国信 80.50%股权，即公司新疆地区煤电装机容量合计 132 万千瓦。2018 年一季度实现发电量 8.90 亿千瓦时。

大唐永州新能源有限公司（以下简称“大唐永州”）于 2014 年 12 月成立，经营范围为生产和销售电力；风力发电设备的运营、检修、维护并提供相关的技术服务；发电业务咨询。大唐永州 4.95 万千瓦风电机组于 2016 年 1 月投入运营。截至 2018 年 3 月底，公司持有大唐永州 93.75%股权，即公司合计风电装机容量 4.95 万千瓦。2017 年实现发电量 3726 万千瓦时。

此外，公司还参股国华太仓发电有限公司（以下简称“国华太电”）2 台 60 万千瓦机组工程项目和开滦项目的 2 台 30 万千瓦机组，截至 2018 年 3 月底公司分别持有两个运营项目的 50%股权。

总体看，跟踪期内公司太仓港4台发电机组运营稳定，且具备供热能力，竞争能力强；同时，公司新疆地区煤电机组于2018年投产，增强了公司电力业务实力，有望带动公司未来收入、利润增长。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司为保利协鑫最大的发电主体。公司主营业务主要包括电力、热力及燃煤贸易板块。公司其他业务主要包括客运修缮服务、物业餐饮服务和灰渣、石膏等材料销售等。公司其他业务实现收入较少，对公司经营状况影响很小。

2017 年，公司实现主营业务收入 60.92 亿元，同比增长 17.67%，主要由于燃煤贸易板

块收入增长。从收入构成看，2017 年，随着煤炭价格的快速回升，公司燃煤贸易板块收入同比增长 31.40%至 32.77 亿元，占主营业务收入的 53.80%；同期，公司电力板块经营较为稳定，实现收入 24.66 亿元，同比增长 2.88%，占主营业务收入的 40.48%；伴随热力用户的增加以及平均售汽单价的提升，公司热力板块收入同比增长 23.44%至 3.37 亿元。

毛利率方面，由于跟踪期内煤炭价格的快速回升，电力板块毛利率同比下降 14.35 个百分点至 17.64%；热力板块毛利率同比下降 8.66 个百分点至 27.38%；同期，燃煤贸易板块毛利率仍维持较低水平，为 2.00%。受低毛利率的燃煤贸易板块收入占比提高以及煤价提高导致电力、热力板块毛利率大幅下降影响，2017 年，公司综合毛利率同比下降 8.29 个百分点至 9.68%。

表 2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	25.05	72.57	40.14	23.97	46.31	31.99	24.66	40.48	17.64	6.85	41.16	16.38
热力	2.25	6.52	42.28	2.73	5.27	36.04	3.37	5.53	27.38	0.96	5.75	25.08
燃煤贸易	7.09	20.55	2.62	24.94	48.18	2.68	32.77	53.80	2.00	8.82	52.99	3.57
其他	0.12	0.35	-9.96	0.13	0.24	-16.89	0.11	0.19	-26.21	0.02	0.09	-114.65
合计	**34.52**	**100.00**	**32.39**	**51.77**	**100.00**	**17.97**	**60.92**	**100.00**	**9.68**	**16.65**	**100.00**	**9.97**

资料来源：公司提供

注：加总数据差异由四舍五入导致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 16.65 亿元，同比增长 10.78%，主要由于新疆国信 2 台机组投产运营带动电力板块收入的增长，2018 年一季度主营业务收入为 2017 年全年的 27.33%。其中，电力板块实现收入 6.85 亿元，同比增长 15.51%；热力和燃煤贸易板块收入同比较为稳定，分别为 0.96 亿元和 8.82 亿元。毛利率方面，由于煤炭价格持续高位，公司电力和热力板块毛利率较 2017 年进一步下降至 16.38%和 25.08%；同期，燃煤贸易板块毛利率回升至 3.57%。受上述因素影响，公司 2018 年一季度综合毛利率较 2017 年小幅回升至 9.97%。

整体看，跟踪期内公司电力板块经营较为稳定，但随着煤炭价格的快速上升，该板块盈利能力有所下降；同期，由于利润较低的燃煤贸易板块规模逐步扩大，公司整体毛利率水平下降较快。未来，随着新疆国信所在地区煤炭成本优势显现，公司电力业务综合盈利能力有望提升。

2. 电力板块

电力生产和销售

太仓港地区，公司原控股 6 台发电机组，分别为 2 台 13.5 万千瓦机组、2 台 33 万千瓦机组以及 2 台 32 万千瓦冷凝式发电机组。为响应国家节能减排政策，及提高企业经营效率，公司 2 台 13.5 万千瓦小机组分别于 2014 年 5 月和 6 月关停，并将该“上大压小”指标用于公司和中国电力投资集团公司合作的滨海项目。上述 2 台关停的小机组于停产后 3 年[1]过渡期内仍有一定的发电量计划，且有部分强制被替代发电量。截至 2018 年 3 月底，公司煤电装机容量为 130 万千瓦。

表 3　公司太仓港煤电经营情况

（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、元/千瓦时、%）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
发电量	75.18	78.66	78.37	17.34
其中：基本发电量	71.50	72.92	74.03	17.34

[1] 一期过渡期已于 2017 年 5 月结束。

替代上网电量	0.54	4.42	4.34	--
被替代上网电量	3.14	1.32	--	--
上网电量	71.02	74.04	73.84	16.36
其中：基本上网电量	68.03	68.61	69.76	16.36
替代上网电量	0.00	4.17	4.08	--
被替代上网电量	3.00	1.26	--	--
平均利用小时	5782.77	5949.47	6028.00	1334.00
供电标准煤耗	314.00	313.50	309.50	304.70
平均上网电价（含税）	0.413	0.373	0.382	0.380
替代电量平均电价	--	0.247	0.262	--
综合厂用电率	5.57	5.91	5.78	5.70

资料来源：公司提供
注：发电量/上网电量总和统计中包含了替代发电量/上网电量和被替代发电量/上网电量，其中替代发电量/上网电量根据生产口径，因公司实际生产电力而计入；同期，被替代发电量/上网电量根据财务口径，因其包含于公司与电网公司结算电量中而计入。

跟踪期内，公司太仓港地区煤电发电业务较为稳定，2017 年实现发电量 78.37 亿千瓦时，上网电量 73.84 亿千瓦时。2018 年 1~3 月，分别实现发电量和上网电量 17.34 亿千瓦时和 16.36 亿千瓦时，分别为 2017 年全年的 22.13%和 22.16%。

发电效率方面，由于江苏省用电需求较高，公司机组平均利用小时始终保持在较高水平，2017 年为 6028.00 小时，同比增长 78.53 小时。此外，公司机组均具备供热能力，热电联产提高了公司的综合效率。同期，公司供电标准煤耗和综合厂用电率保持在行业较好水平，2017 年分别为 309.50 克/千瓦时和 5.78%。2018 年 1~3 月，公司供电标准煤耗和综合厂用电率进一步下降至 304.70 克/千瓦时和 5.70%。

电价方面，公司平均电价主要由平均上网电价（综合基础电量和市场电量）以及替代电量平均电价构成。上网电价方面，公司所发电量并入江苏电网，经由华东电网售往各电力公司。受煤电联动影响，上网电量随煤炭价格波动而有所波动，2017 年 7 月 1 日，公司太仓港煤电机组上网电价上调 1.30 分/千瓦时，即 2017 年下半年起，公司太仓港煤电机组上网电价（含超低排放补贴）为 0.401 元/千瓦时。由于替代发电量上网电价偏低，2017 年，公司综合平均上网电价 0.382 元/千瓦时。2018 年 1~3 月，公司上网电价无变化，但由于尚未结算超低排放电价，平均上网电价略低于 2017 年全年水平，为 0.380 元/千瓦时。

新疆地区方面，新疆国信 2 台 66 万千瓦煤电机组分别于 2018 年 1 月初和 1 月底完成 168 试运行并正式投入运营，受益于新疆地区多晶硅企业的陆续投产，预计机组直供电电量将有所增长，2018 年全年利用小时数约为 3300 小时。

表 4　公司新疆煤电经营情况

（单位：MW、万千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2018 年 1~3 月
装机容量	1320
发电量	88998
上网电量	84549
平均利用小时	674.23
供电标准煤耗	311.00
平均上网电价（含税）	0.250
综合厂用电率	5.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司新疆地区煤电发电装机容量 132 万千瓦，一季度机组平均利用小时 674.23 小时，分别实现发电量和上网电量为 8.90 亿千瓦时和 8.45 亿千瓦时；供电标准煤耗为 311.00 克/千瓦时；综合厂用电率处于较好水平，为 5.00%；但新疆地区煤电上网电价偏低，为 0.25 元/千瓦时。整体看，新疆国信机组投产，增强了公司电力业务实力。且该电厂是西北调度中心下唯一的全新疆备用电源，发电量较有保障，考虑到新疆地区煤炭成本优势，公司电力板块收入、利润有望提升。

表 5　公司风电经营情况

（单位：MW、万千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2017 年	2018 年 1~3 月
装机容量	49.50	49.50
发电量	3726	2591
上网电量	3642	2536

平均利用小时	1226	518
平均上网电价（含税）	0.61	0.61

资料来源：公司提供

风电方面，截至 2018 年 3 月底，公司控股风电 4.95 万千瓦。跟踪期内，风机利用效率偏低，2017 年平均利用小时为 1226 小时，实现发电量 3726 万千瓦时，上网电量 3642 万千瓦时；2018 年一季度，公司实现风电发电量 2591 万千瓦时，上网电量 2536 万千瓦时。跟踪期内，公司上网电价保持 0.61 元/千瓦时。

参股电厂方面，截至 2018 年 3 月底，公司参股国华太电 2×60 万千瓦机组工程项目，持股比例为 50%。公司与开滦（集团）有限责任公司合作投资共同开发建设（公司持股 50%）的开滦项目两台单机容量为 30 万千瓦的国产亚临界燃煤空冷发电机组已分别于 2015 年 3 月和 5 月并网发电。此外，公司参股国家电投集团滨海发电有限公司 2 台 100 万千瓦机组工程项目，持股比例为 49%。2017 年，公司分别获得投资收益 0.75 亿元、-0.28 亿元和 0.29 亿元。

总体上看，跟踪期内，公司发电机组环保改造效果较好、运行效率较高；且公司电费回收情况好。

煤炭采购

公司成立燃料小组专门进行煤炭采购工作。通过对煤炭市场的预判，燃料小组制定一系列后期煤炭采购策略，遵循生产与经营一体化管理思路，结合生产成本与采购成本制定采购计划，对煤炭成本进行有效的控制。

目前公司所需电煤以自行采购为主，公司用煤主要分为优质煤与低卡煤两种；其中优质煤主要由神华公司和伊泰公司等大型煤炭供应商供应，低卡煤主要来自市场采购，跟踪期内，受益于煤耗水平下降，公司煤炭采购量有所回落，且由于煤炭价格大幅提升，公司市场煤采购占比下降。总体看，公司与神华、伊泰合作基础稳定、关系良好，煤炭采购来源稳定。

表 6　公司煤炭总采购情况（单位：万吨、元/吨）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
总量	**348.00**	**408.00**	**382.00**	**88.70**
长协煤	**191.00**	**149.00**	**173.00**	**46.50**
其中：神华	175.00	121.00	127.00	37.60
伊泰	16.00	28.00	46.00	8.90
市场煤	**157.00**	**259.00**	**209.00**	**42.20**
长协煤采购均价	462.12	545.46	690.82	730.39
市场煤采购均价	447.63	498.40	697.36	758.45
标煤采购均价	456.30	517.83	694.03	743.73

资料来源：公司提供
注：1. 上表采购均为总部电力原料需求；2. 煤炭采购均价均为不含税价格；2015~2016 年长协煤采购均价高于市场煤采购均价，主要由于前期煤炭价格持续下跌导致价格倒挂，且市场煤采购中低价格的低卡煤占比高。

跟踪期内，公司发电量较为稳定，受益于机组运行效率提高，度电煤耗下降，煤炭总采购量有所下降，2017 年为 382 万吨，同比下降 6.37%。其中，市场煤采购量占比由 63.48%下降至 54.71%。采购价格方面，2016 年下半年煤炭价格逐步回升，公司采购成本整体有所增长，2017 年长协煤和市场煤采购均价分别为 690.82 元/吨和 697.36 元/吨，分别同比增长 26.65%和 39.92%。2018 年 1~3 月，公司采购煤炭 88.70 万吨，其中长协煤采购 46.50 万吨，采购均价上涨至 730.39 元/吨；市场煤采购 42.20 万吨，采购均价上涨至 758.45 元/吨。

公司煤炭运输全部采用海运，较铁路公路运输价格低廉，运输成本低于内陆电厂。海运主要由中海发展股份有限公司承担煤炭运输业务，运力不足部分通过市场运力来调配。海运价格方面，2017 年为 35.04 元/吨（不含税）；2018 年一季度，运费有所增长，为 44.22 元/吨（不含税）。

总体看，公司煤炭来源稳定，跟踪期内，受煤炭价格大幅回升影响，公司电力经营成本增长较快；但公司在煤炭运输上具备一定优势。

3. 热力板块

公司处于太仓港港口开发区（以下简称“港区”）热负荷中心。供汽资产方面，公司

太仓港已投产的 4 台机组全部拥有供汽能力，供汽能力达 900 吨/小时。目前，公司年平均日售汽总量约 6450 吨左右，冬季日售汽总量可达 8870 吨以上。

截至 2018 年 3 月底，公司供热区域为石头塘以东、荡茜河以南、长江以西、太仓上海交界线以北的港区以及太仓城区，供热面积约 400 平方公里，占太仓总供热面积的三分之二。

热网方面，公司 2017 年动工新建 4 条供热主管线，分别为浏河线、陆渡线、岳王线和西北线浮桥支线。陆渡支线、岳王支线主管网和西北线浮桥支线主管网已投运，长度分别为 11 公里、5 公里和 8 公里，热负荷分别为 16.5 吨/小时、13.5 吨/小时和 8.0 吨/小时，分别覆盖陆渡工业区域、沙溪岳王台资工业园及周边用热企业和 S338 省道以西用热企业，且分别已有 7 家、6 家和 6 家企业用汽。目前在建的供热主管线为浏河线主管网，长度为 11.5 公里，热负荷 25.3 吨/小时，覆盖浏河闸北工业区及周边用热企业，并已有 9 家企业用汽，浏河供热主管网建成后将有望进一步提升公司供热能力，扩大供热面积。

表 7　公司热力板块主要指标（单位：万吨、元/吨）

	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
对外售汽量	133.75	164.93	189.82	53.33
平均售汽单价（含税）	188.90	184.07	197.04	199.32

资料来源：公司提供

公司售汽业务主要面向工业用户，目前公司主要客户包括太仓中化环保化工有限公司、可耐福石膏板（太仓）有限公司、苏州华苏塑料有限公司等，受益于良好的区域环境及热网管线的延伸，跟踪期内，公司对外售汽量快速增长，2017 年为 189.82 万吨，同比增长 15.09%。售汽价格方面，由于煤炭价格波动较大，且售汽价格随煤炭价格变化联动，2017 年公司平均售热价格为 197.04 元/吨，同比增长 7.04%，2018 年一季度为 199.32 元/吨，较 2017 年进一步提高。

总体看，跟踪期内，公司热力业务不断扩张，热力收入稳定增长；未来随着大规模热用户进驻太仓港区，公司售汽业务发展空间将稳步扩大，并有望成为公司发电业务收入的重要补充。

4. 燃煤贸易板块

公司燃煤贸易业务主要由全资子公司苏州共能能源有限公司（原名苏州盛利特商贸有限公司，以下简称“苏州共能公司”）和苏州协鑫能源负责经营。

苏州共能公司的煤炭供应商主要为神华销售集团华东能源有限公司、阜新市灏瀚选煤有限公司和伊泰能源（上海）有限公司等，2017 年苏州共能公司合计采购煤炭 11.14 万吨，同比下降 18.09%。同期，苏州共能公司主要客户为苏州协鑫能源科技有限公司、苏州东吴热电有限公司和太仓北新建材有限公司等，2017 年合计销售煤炭 11.09 万吨，实现贸易收入 0.62 亿元。2018 年一季度，苏州共能实现煤炭销售 2.48 万吨，实现贸易收入 0.13 亿元。

苏州协鑫能源于 2015 年 9 月成立，供应商主要为神华销售集团华东能源有限公司和伊泰能源（上海）有限公司等，2017 年实现煤炭采购量 624.12 万吨。同期，苏州协鑫能源主要客户为开滦协鑫发电有限公司、江苏中能硅业科技发展有限公司和徐州金山桥热电有限公司等，2017 年实现煤炭销售 620.16 万吨，实现贸易收入 32.24 亿元。2018 年一季度，苏州协鑫能源实现煤炭销售 154.24 万吨，实现贸易收入 8.62 亿元。

表 8　煤炭贸易情况（单位：万吨、亿元、%）

	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
采购量	270.09	701.39	635.26	148.18
采购成本	8.36	24.15	32.51	8.04
销售量	262.39	674.50	631.25	156.72
销售收入	8.35	24.94	32.86	8.75

资料来源：公司提供
注：煤炭采购及销售收入为苏州共能公司和苏州协鑫能源实际贸易成本及收入加总，未进行关联交易抵消，故 2015 和 2017 年板块销售收入高于表 2 数据；2018 年合计销售收入低于该板块营业收入主要由于营业收入中含非贸易的初装费收入。

跟踪期内，公司煤炭贸易模式为整船销售模式加零散地销模式，受益于煤炭价格的大幅上升，燃煤贸易收入规模快速增长，成为公司收入的主要来源，但由于整体盈利能力偏低，对公司利润贡献较小。

5. 经营效率

从经营效率指标看，主要由于公司成本的快速增长，公司存货周转次数同比有所下降，2017 年为 17.57 次；同期，公司销售债权周转次数随收入上升和应收账款下降而增长至 9.58 次；总资产周转次数保持 0.35 次。

总体来看，跟踪期内公司经营效率较好。

6. 未来发展

未来公司在巩固和发展现有电力业务的基础上，将进一步大力拓展可再生能源发电项目，优化电力业务结构。热力方面，公司计划替代太仓港区周边小锅炉，巩固公司在港区内的供热地位。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目总投资 19.24 亿元，已完成投资 5.25 亿元，2018 年预计投资 13.78 亿元，投资额度较大，存在一定的投资压力。

表 9 截至 2018 年 3 月底公司主要投资项目（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	建设规模	项目总投资	截至 2018 年 3 月投资	2018 年投资计划
吕梁北方电力云顶山新能源有限公司电力项目	17.81	14.88	2.52	12.26
大唐全州新能源有限公司黄花岭风电项目	5.00	4.36	2.73	1.52
合计	**22.81**	**19.24**	**5.25**	**13.78**

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2018 年 3 月底，公司拟建工程为浙江建德协鑫抽水蓄能有限公司 6*40 万千瓦可逆式水轮发电机组项目。预计静态投资 96.00 亿元，动态总投资 108.00 亿元，首台机组投运约 48 个月，全部机组投运约 58 个月，目前处于前期科研勘查设计阶段。

此外，公司重要股权投资项目包括新疆潞安项目和印尼项目。其中，公司持股新疆潞安项目 46%股权（第二大股东），该项目位于新疆准东经济技术开发区将军庙矿业，临近大井矿区四号矿井，为煤电一体化项目，拟建设 2 台 66 万千瓦超临界参数间接空冷燃煤机组，计划总投资 48.80 亿元，已于 2015 年 1 月取得自治区人民政府核准，并作为“疆电外送”准东-华东正负 1100 千伏特高压直流输电工程配套电源点，截至 2018 年 3 月底已累计完成投资 7.61 亿元。公司持股印尼项目 65%股权（公司为第一大股东，但根据项目公司章程，两个股东在重大事项决议时必须双方一致同意才能通过，故公司未实际控制该项目公司），该项目设计 2*12.5 万千瓦燃煤机组，于 2017 年 8 月正式动工，预计 2020 年年中投产，截至 2018 年 3 月底，公司已投资 4485 万美元，约 3 亿元人民币。项目签订 PPA（电力购买协议），采用 BOOT 模式，项目建成 25 年后，资产移交购电方（印尼国家电力局）。25 年电站运营期间，购电方保障平均有效利用小时 7008 小时，电价 7.11 美分/kwh，照付不议，长期原煤价格 42.25 美元/吨，预计年收入 1.1 亿美元，年净利润 2400 万美元。

总体看，公司目前主要在建项目有利于提高公司综合实力，项目投产后投资收益较为稳定，但投资规模较大，存在一定筹资压力。

九、财务分析

公司提供了 2015 年~2017 年财务报告，天衡会计师事务所有限公司苏州安信分所对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度

财务数据未经审计。

截至 2017 年底，共 16 家企业纳入公司合并范围，较 2016 年底无变化。截至 2018 年 3 月底，共 13 家企业纳入公司合并范围，较 2017 年底减少三家，分别为已注销公司内蒙古富强风力发电有限公司、贵州协鑫盘江电力有限公司和江苏协鑫输配售电有限公司。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据连续性和可比性影响较小。

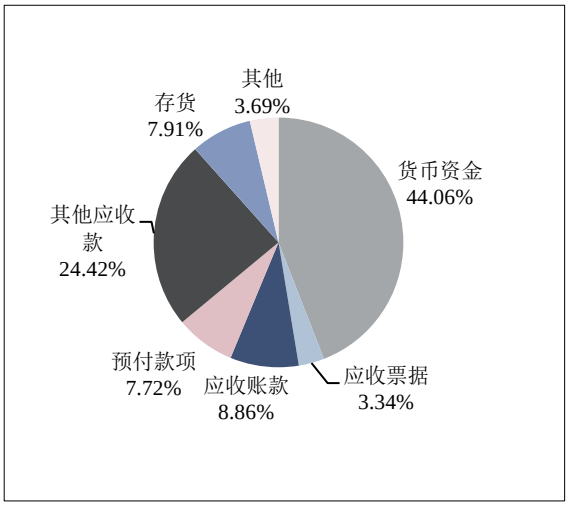
截至 2017 年底，公司资产总额（合并）177.31 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 12.35 亿元）53.35 亿元；2017 年公司实现营业收入 61.91 亿元，利润总额 2.08 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 190.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益 12.35 亿元）54.39 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.80 亿元，利润总额 1.32 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，受货币资金和应收款项规模下降影响，公司资产合计同比下降2.25%至177.31亿元，且以非流动资产为主，占比78.35%，符合电力行业特征。

图3 2017年公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司流动资产合计38.39亿元，同比下降23.71%。其中，货币资金占比44.06%、应收账款占比8.86%、预付款项占比7.72%、其他应收款占比24.42%。

截至2017年底，公司货币资金16.92亿元，同比下降26.78%。其中，其他货币资金占比74.23%，主要为保证金，公司受限资金占比高。

由于电网公司于2017年底提前支付了1亿元本应于次年1月中旬结算的电费款，截至2017年底，公司应收账款同比下降50.13%至3.40亿元。其中一年以内占比86.11%，主要为应收电费、应收煤炭款和融租顾问费。同期，公司其他应收款同比下降19.42%至9.38亿元，主要为资金往来款，其中，与上海国能投资有限公司往来款4.21亿元、与苏州恒能投资有限公司往来款3.13亿元；按账龄划分其他应收款，一年以内的占比32.74%，1~2年的占比58.83%，2年以上占比8.43%，公司其他应收款平均账龄有所增长，但整体风险较小，公司未计提坏账准备。

截至2017年底，公司应收股利为1.40亿元，同比增长418.03%，主要由于新增太仓国华发电有限公司应收股利1.02亿元。此外，公司对苏州国泰鑫能股权投资基金企业（有限合伙）和南京鑫能阳光产业投资基金企业（有限合伙）的应收股利较为稳定，截至2017年底分别为0.23亿元和0.15亿元。

截至2017年底，公司非流动资产合计138.91亿元，同比增长6.00%，主要由于长期股权投资和在建工程的大幅增长。其中可供出售金融资产占比18.65%、长期股权投资占比23.85%、固定资产占比19.65%、在建工程占比32.70%。

截至2017年底，公司可供出售金融资产25.91亿元（主要为苏州国泰鑫能股权投资基金17.23亿元、南京鑫能阳光产业投资基金8.53亿元），同比下降9.74%，主要由于净减少苏州国泰鑫能股权投资基金1.44亿元和南京鑫能阳光产业投资基金1.35亿元。同期，公司长期股权投资33.13亿元，同比增长8.32%，主要由于公司增加对合营公司GCL INDO TENAGA, PT的投资2.67亿元。

截至2017年底，公司在建工程45.42亿元，

同比增长27.96%，主要由于新疆国信电站投资增加带动建筑工程、安装工程、待摊支出和预付工程款的大幅增长。

截至2017年底，公司所有权受到限制的资产合计20.06亿元，其中用于抵押的资产包括固定资产、无形资产和投资性房地产，受限规模为分别为8.07亿元、0.47亿元和0.15亿元；用于质押的资产包括其他货币资金的信用证保证金、银票保证金和定期存单，受限规模分别为8.35亿元、2.40亿元和0.65亿元。

截至2018年3月底，公司资产合计190.33亿元，较2017年底增长7.35%，主要由于货币资金和应收账款的增长，截至2018年3月底分别为23.23亿元和5.64亿元；同期，由于公司在建工程建设完成转入固定资产，公司固定资产较2017年底增长143.89%至66.59亿元，在建工程较2017年底下降至86.27%至6.24亿元。

整体看，公司资产规模较为稳定，资产以非流动资产为主，符合行业特征，整体资产质量较好；但流动资产中其他应收款占比逐步提高，货币资金中受限资金占比高，资产流动性一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计53.35亿元，同比下降2.11%，主要由于少数股东权益同比下降14.89%至12.35亿元，主要由于苏州恒能投资有限公司原持有新疆国信5.12亿元股权，其中2亿元转给江苏协鑫电力有限公司。同期，公司归属于母公司权益合计41.01亿元，同比增长2.52%，主要来自未分配利润的增长。其中实收资本占比36.58%、盈余公积占比14.95%、未分配利润占比48.31%。截至2018年3月底，公司所有者权益合计54.39亿元，规模及结构较2017年底变化不大。

总体看，受少数股东权益下降影响，公司所有者权益有所下降，同期，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

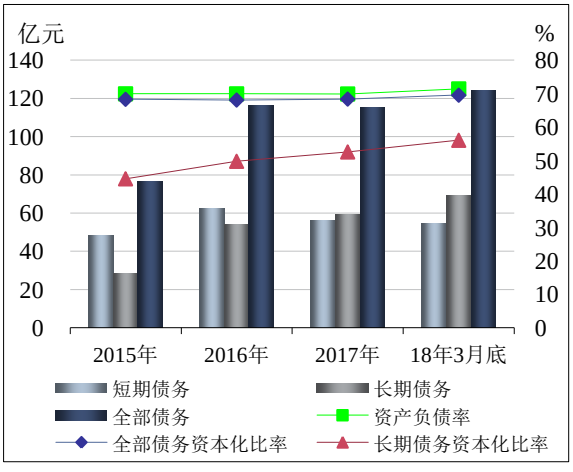
负债

跟踪期内，公司负债规模较为稳定，截至2017年底为123.95亿元，其中，流动负债占比52.26%，非流动负债占比47.74%。

截至2017年底，公司流动负债合计64.78亿元，同比下降11.03%，主要由于其他流动负债的下降。截至2017年底，公司其他流动负债4.50亿元，同比下降60.87%，主要由于6.05亿元“16协鑫发电CP001”和5.00亿元“16协鑫发电SCP001”于当年度到期兑付，同时，公司分别于8月和10月新增发行2.50亿元“17协鑫发电SCP001”和2.00亿元“17协鑫发电SCP002”。

截至2017年底，公司非流动负债合计59.17亿元，同比增长9.46%，由长期借款（占比52.40%）、应付债券（占比11.83%）和长期应付款（占比35.77%）构成。截至2017年底，公司长期借款同比增长105.91%至31.00亿元；同期，由于3.00亿元“15协鑫发电PPN001”和2.00亿元“15协鑫发电MTN001”转入一年内到期的非流动负债科目，公司应付债券同比下降41.67%至7.00亿元；由于优先级资产支持证券协鑫01和协鑫02到期还本，公司长期应付款有所下降，截至2017年底为21.17亿元。

图4 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，公司全部债务规模较为稳定，截至2017年底为115.43亿元。其中受其他流动负债减少影响，公司短期债务56.26亿元，

同比下降9.71%，占比48.74%；长期债务受长期借款增长影响，同比增长9.46%至59.17亿元，占比51.26%；公司长期债务占比有所提升，债务结构较为合理。同期，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52.58%、68.39%和69.91%，整体呈现增长趋势。

截至2018年3月底，公司负债合计135.95亿元，较2017年底增长9.68%。截至2018年3月底，公司流动负债66.50亿元，较2017年底变化不大。其中，预收款项2.49亿元，较2017年底增长317.77%，主要由于新疆国信做了环保项目TOT，收到约1.80亿元，同期，公司一年内到期的非流动负债较2017年底下降13.66%至12.76亿元。截至2018年3月底，公司非流动负债69.45亿元，较2017年底增长17.37%，主要由于新增融资租赁导致公司长期应付款同比较上年底增长37.70%至29.15亿元。有息债务方面，截至2018年3月底，公司全部债务合计124.21亿元，其中长期债务占比55.91%，占比较2017年底进一步提高。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.43%、69.55%和56.08%。

整体看，跟踪期内，公司负债结构与资产结构逐步趋于匹配，但是债务规模有所增长，整体债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受燃煤贸易规模增长影响，公司营业收入规模同比增长 18.08%至 61.91 亿元。同期，由于电力业务成本上升以及燃煤业务扩张，公司经营成本同比增长 29.51%至 55.04 亿元，增幅高于营业收入的增幅，导致公司 2017 年营业利润率同比下降 7.82 个百分点至 10.64%。

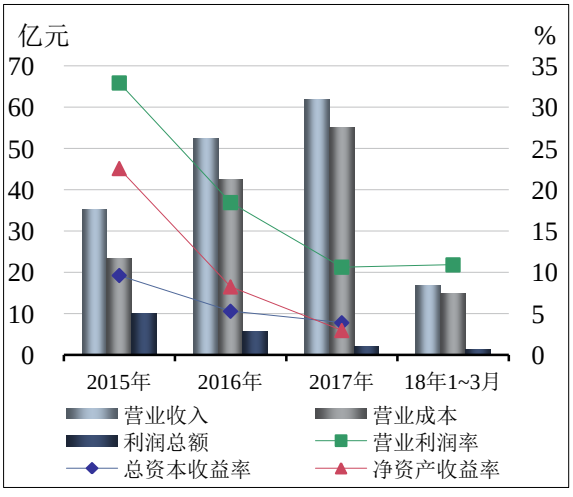
期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 6.95 亿元，同比下降 6.10%亿元；同时，受益于营业收入的增长，期间费用占营业收入比重同比下降 2.90 个百分点至 11.22%，公司成本控制能力有所提升。

2017 年，公司实现投资收益 2.66 亿元，主要为对国华太仓的投资收益 0.75 亿元；公司其他收益 0.06 亿元，主要为与经营相关的政府补贴。2017 年，由于公司不再有小火电容量指标转让收入以及非流动资产处置利得减少，导致营业外收入大幅减少至 95.32 万元；同期，公司非流动资产处置损失 0.20 亿元、罚款支出 0.04 亿元，导致营业外支出 0.26 亿元。

主要由于成本增长较快，2017 年公司实现利润总额 2.08 亿元，同比下降 64.17%。此外，公司非经常性损益波动较大，且对公司利润水平影响较大。

从盈利指标看，跟踪期内公司上网电价有所上调，但由于煤炭价格的高位盘整，电力板块毛利率有所下降；同期，由于低毛利率的燃煤贸易业务规模占比快速提升，公司整体营业利润率快速下降。此外，受非经常性损益波动较大影响，公司利润水平有所下降，同期，由于公司净利润下降较快，公司总资本收益率和净资产收益率均呈现下降趋势，2017 年分别为 3.91%和 2.97%，同比分别下降 1.39 个百分点和 5.28 个百分点。

图 5　公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.80 亿元，为 2017 年全年的 27.13%；公司营业利润率 10.92%；同期，公司实现利润总额为 1.32

亿元，为 2017 年全年的 63.35%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所提升，但受煤炭成本提高以及低毛利率的燃煤贸易业务收入占比提升影响，公司营业利润率有所降低，整体盈利能力有所下降。此外，公司非经常性损益波动较大，对公司利润水平影响较大。

4. 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品提供劳务收到的现金为主，2017 年公司经营活动现金流入量为 74.26 亿元，同比增长 24.40%，主要由于业务扩张带动的销售商品、提供劳务收到的现金快速增长。同期，由于公司缩减集团内部资金占用款，收到其他与经营活动有关的现金 2.05 亿元。2017 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 35.13%至 61.63 亿元，导致经营活动现金流出量同比大幅增长至 69.13 亿元。受上述因素影响，公司经营活动产生的现金净流入 7.76 亿元，同比增长 38.11%。收入实现质量方面，2017 年现金收入比为 119.96%，公司现金收入实现质量保持在较高水平。

从投资活动看，公司收回投资收到的现金大幅增长，导致公司投资活动现金流入量同比增长 59.28%至 29.83 亿元。同期，公司投资活动现金流出量同比下降 31.07%至 33.84 亿元。2017 年，由于收回投资收到的现金快速增长，投资活动产生的现金净流出量为 4.01 亿元，公司投资支出规模有所下降。

2017年，公司筹资活动前现金流表现为净流入3.75亿元，公司经营活动足以覆盖投资活动的现金需求，公司当年对外筹资压力较小。

银行借款和发行债券为公司的主要筹资方式，2017年公司筹资活动现金流入量为99.28亿元，其中取得借款和发行债券收到的现金分别为70.35亿元和4.50亿元。同期，公司筹资活动现金流出合计111.78亿元，相应主要表现为偿还债务支付的现金（占66.42%）。2017年，公司筹资活动产生的现金流净流出12.50亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 14.66 亿元和 2.23 亿元，分别占 2017 年全年的 19.06%和 28.78%。同期，公司投资活动产生的现金净流出为 3.37 亿元；同期，公司筹资活动现金净流入 5.80 亿元，导致公司货币资金规模的回升。

总体看，公司经营性现金流入量逐年增长，收入实现质量保持较好水平；跟踪期内，公司投资支出规模有所下降，投资活动现金净流出规模缩减。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率均呈现下降趋势，截至 2017 年底分别为 59.26%和 54.58%，同比分别下降 9.85 个百分点和 10.09 个百分点。2017 年公司经营现金流动负债比为 11.98%，公司经营活动现金流量对流动负债的覆盖能力有所提高。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别回升至 73.22%和 68.96%。总体看，公司短期偿债能力有所提升，但指标仍偏弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，受煤炭价格持续回升影响，公司成本大幅增长，导致利润总额有所下降，2017年，EBITDA同比下降23.91%至9.89亿元；同期，公司债务规模较为稳定，EBITDA利息倍数下降至1.30倍；全部债务/EBITDA上升至11.68倍。总体看，公司整体偿债能力有所减弱。

截至 2018 年 7 月 3 日，公司对外担保合计 0.67 亿元，为对开滦协鑫发电有限公司提供的担保，被担保方为协鑫集团内部关联企业，目前经营正常，公司或有负债风险小。

截至 2018 年 3 月底，公司以三期的六号机组 9.45 亿元（资产原值）用于交银资产证券化的一项增信措施；以二期的四号机组 6.68 亿元（资产原值）抵押获得中国银行贷款 4.50 亿元（目前融资余额 4.50 亿元）；同期，公司以房产及土地资产合计 5.36 亿元（资产原值）抵押

获得银行贷款 3.73 亿元（目前融资余额 2.37 亿元）。此外，公司以电费收费权为质押募集资产证券化资金合计 37.00 亿元（目前融资余额 19.55 亿元）；以江苏协鑫电力有限公司股权质押募集资金 7.00 亿元（目前融资余额 7.00 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 78.15 亿元，尚未使用的授信额度为 16.60 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032058500000260B），截至2018年7月3日，公司本部无不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

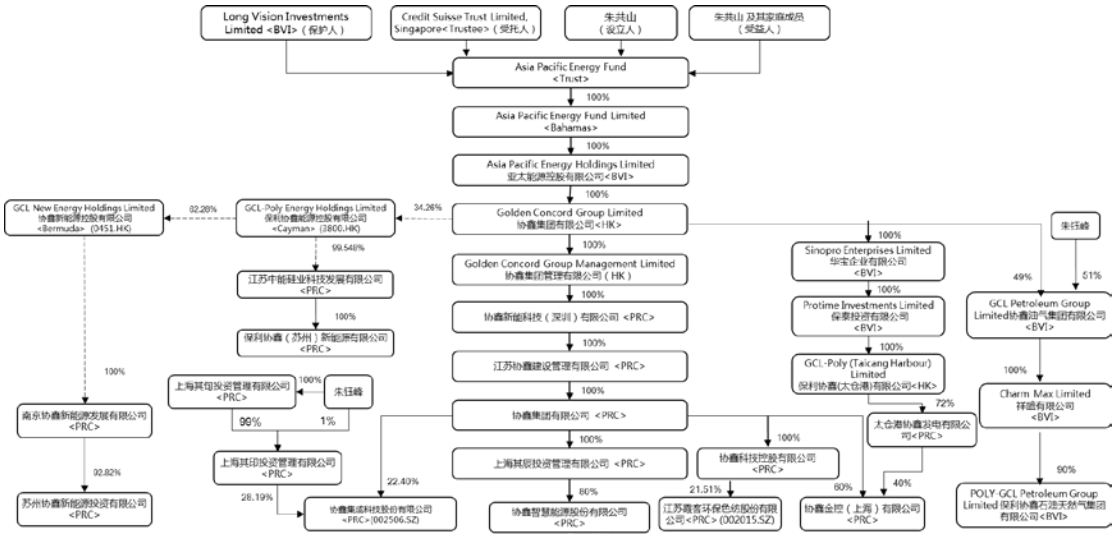
十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司待偿还中期票据为7.00亿元“16协鑫发电MTN001”，为一年内到期的债券。截至2017年底，公司现金类资产18.20亿元，为“16协鑫发电MTN001”的2.60倍；截至2018年3月底，公司现金类资产26.11亿元，为“16协鑫发电MTN001”的3.73倍，由于公司受限资金占比高，现金类资产对“16协鑫发电MTN001”实际保障能力尚可。2017年，公司现金流入量和现金净流量分别为76.89亿元和7.76亿元，分别为“16协鑫发电MTN001”的10.98倍和1.11倍。公司经营活动现金流量对“16协鑫发电MTN001”的保障能力较强。

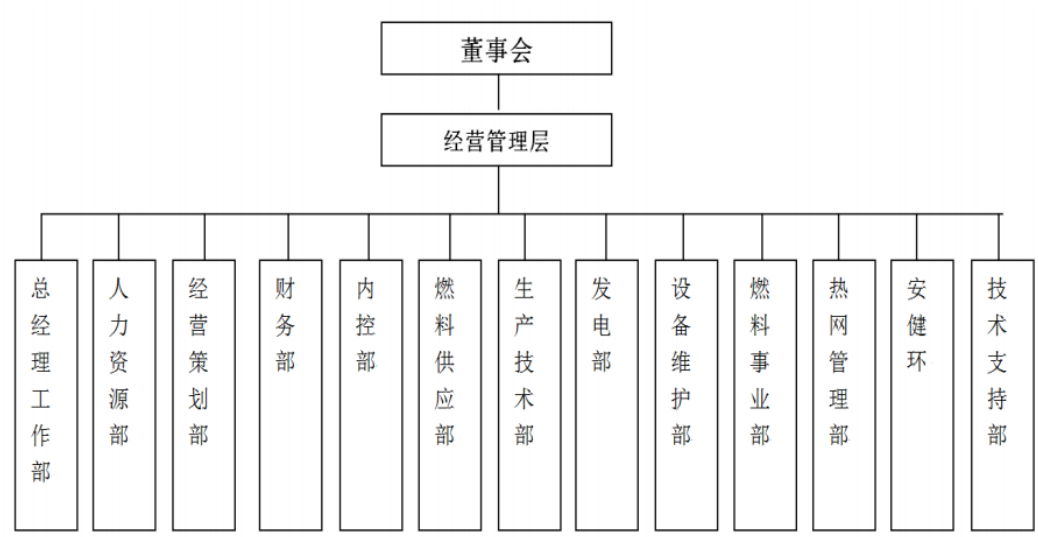
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持太仓港协鑫发电有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15协鑫发电MTN001”和“16协鑫发电MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.96	24.52	18.20	26.11
资产总额(亿元)	118.40	181.38	177.31	190.33
所有者权益(亿元)	35.57	54.50	53.35	54.39
短期债务(亿元)	48.12	62.30	56.26	54.77
长期债务(亿元)	28.59	54.06	59.17	69.45
全部债务(亿元)	76.70	116.36	115.43	124.21
营业收入(亿元)	35.31	52.43	61.91	16.80
利润总额(亿元)	10.07	5.82	2.08	1.32
EBITDA(亿元)	15.36	12.99	9.89	--
经营性净现金流(亿元)	14.64	5.62	7.76	2.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.78	7.68	9.58	--
存货周转次数(次)	22.65	20.62	17.57	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.35	0.35	--
现金收入比(%)	112.13	113.87	119.96	82.74
营业利润率(%)	32.95	18.46	10.64	10.92
总资本收益率(%)	9.63	5.30	3.91	--
净资产收益率(%)	22.58	8.25	2.97	--
长期债务资本化比率(%)	44.56	49.79	52.58	56.08
全部债务资本化比率(%)	68.32	68.10	68.39	69.55
资产负债率(%)	69.95	69.95	69.91	71.43
流动比率(%)	57.60	69.11	59.26	73.22
速动比率(%)	55.95	64.67	54.58	68.96
经营现金流动负债比(%)	26.98	7.72	11.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.43	2.03	1.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.00	8.96	11.68	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务。

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。