跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1938 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持太仓港协鑫发电有限公司的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”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月六日

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

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	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 协鑫发电 MTN001	2 亿元	2015/07/14-2018/07/14	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 9 月 6 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	5.89	8.31	6.53	3.76
资产总额(亿元)	71.29	75.38	87.61	92.02
所有者权益(亿元)	23.81	27.04	31.31	33.90
短期债务(亿元)	28.02	31.92	39.83	44.97
全部债务(亿元)	42.75	43.44	49.83	58.39
营业收入(亿元)	37.43	35.38	33.35	15.89
利润总额 (亿元)	7.01	10.41	10.07	3.43
EBITDA(亿元)	12.16	15.62	14.91	--
经营性净现金流(亿元)	6.32	11.98	13.66	5.09
营业利润率(%)	24.16	33.35	33.99	34.25
净资产收益率(%)	23.68	30.75	25.63	--
资产负债率(%)	66.60	64.14	64.26	63.16
全部债务资本化比率(%)	64.23	61.64	61.41	61.61
流动比率(%)	68.25	72.86	42.42	51.39
全部债务/EBITDA(倍)	3.52	2.78	3.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	6.26	6.70	--
经营现金流动负债比(%)	19.30	32.53	29.49	--

注：1.其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债
2.现金类资产计算扣除公司受限资金;
3.2015 年上半年财务数据未经审计。

分析师

唐 岩 黄 露
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

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（以下称“公司”）的评级，反映了跟踪期内，公司在电力资产运营水平及供热能力等方面保持的综合优势。公司发电机组运行效率保持良好，实际利用小时数稳定在较高水平；煤炭来源稳定，运输优势较为显著；且受煤炭价格下跌影响，公司盈利能力有所增强。同时联合资信也关注到公司单机装机规模较小、债务结构尚待优化以及未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来，随着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“15 协鑫发电 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司大力扩张太仓市区供热网管建设，公司热力板块发展潜力大。
2. 煤炭价格持续低位盘整，公司营业成本降低，盈利能力提升。
3. 公司经营活动现金流和EBITDA对“15协鑫发电MTN001”覆盖程度高。

关注

1. 公司发电资产均为火电，且以30万千瓦小机组为主，上大压小的政策对公司有一定影响。
2. 公司债务负担较重，债务结构有待优化。
3. 公司对外担保规模大，担保比率高。且关联方资金占用比率较高，未来可能会存在非交易性关联方借款较多的风险。
4. 公司投资项目规模较大，未来资本支出压力较大。

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）与太仓港协鑫发电有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与太仓港协鑫发电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，未因太仓港协鑫发电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太仓港协鑫发电有限公司提供，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 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太仓港协鑫发电有限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

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，经营期限为 30 年；由江苏金陵电力资产投资有限公司、苏州苏源资产投资有限公司和协鑫电力（太仓港）有限公司于 2002 年 3 月 19 日共同出资成立，持股比例分别为 34%、15%和 51%，初始注册资本人民币 3 亿元。后经多次增资和股权变更，截至 2015 年 6 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 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，公司实际控制人为朱共山（见附件 1-1）。

公司的经营范围为：电力、热力产品投资、开发、制造、销售（含退役发电机组康复经营）、计划外电力产品销售，电力工程设计，计算机维修、组装、销售；受托管理电厂，电器机械及器材、燃料油、报废电器机械及器材销售；国际电力技术交流、电力技术咨询、改造。

公司采用董事会领导下的总经理负责制，下设总经理工作部、人力资源部、经营策划部、财务部、内控部、燃料供应部、安全生产部、发电部、设备管理部、燃料事业部、热网管理部和企业文化部。截至 2015 年 6 月底，公司合并范围包括 11 家子公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 87.61 亿元，所有者权益 31.31 亿元（含少数股东权益-11.25 万元）；2014 年，公司实现营业收入 33.35 亿元，利润总额 10.07 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总额 92.02 亿元，所有者权益 33.90 亿元（含少数股东权益 262.25 万元）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 15.89 亿元，利润总额 3.43 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、宏观经济和政策环境

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

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，

增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

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

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

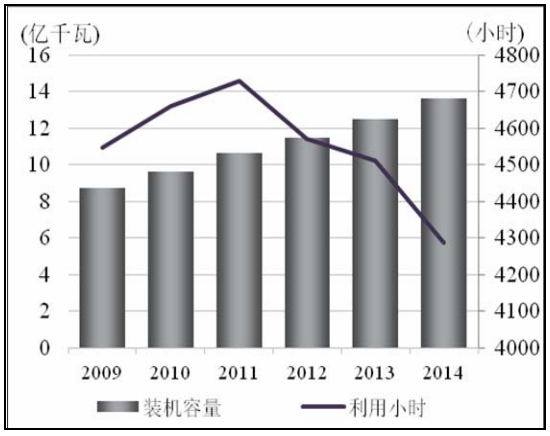
公司主营收入来自电力板块，电力行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

近年电力行业投资规模不断扩大，2014 年全年固定资产投资完成额(不含农户)为 502005 亿元，同比增长 15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为 22916.4 亿元，同比增长 17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

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。2014 年，全国电源基本建设完成投资 3646 亿元，同比下降 1.91%；其中，水电完成投资 960 亿元，同比下降 22.95%，所占比重为 26.33%，与上年同期相比减少 7.19 个百分点。火电完成投资 952 亿元，同比上升 2.59%；所占比重为 26.11%，与上年同期相比上升 1.14 个百分点。核电完成投资 569 亿元，同比下降 6.57%；所占比重为 15.61%，与上年同期相比下降 0.77 个百分点。风电完成投资 993 亿元，同比上升 57.40%；所占比重为 27.24%，与上年同期相比上升 10.27 个百分点，主要受价格政策调整影响，2014 年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014 年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 69.17%，较上年增长 0.02 个百分点。

图 1　近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

2008 年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在 10%左右，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装

机容量持续增长但增速有所放缓，截至 2014 年底，全国发电装机容量 136019 万千瓦，同比增长 8.7%。截至 2014 年底，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5720 万千瓦，占比 55.27%。

火电方面，2014 年，全国火电投资完成 952 亿元，同比下降 6.3%；全年基建新增火电装机容量 4729 万千瓦，同比增加 554 万千瓦，其中新增煤电 3555 万千瓦；气电 886 万千瓦。截至 2014 年底，全国全口径火电装机容量 9.2 亿千瓦，同比增长 5.9%，其中煤电 8.3 亿千瓦，同比增长 5.0%；气电 5567 万千瓦，同比增长 29.2%。2014 年，全国全口径火电发电量 4.17 万亿千瓦时、同比下降 0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自 1974 年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，机组平均利用小时水平创新低。

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

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

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

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

利用小时有所下降。

2014 年中国全口径发电量 55459 亿千瓦时，同比增长 3.6%。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。2014 年以来电力工业装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

2014 年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量 55233 亿千瓦时，同比增长 3.80%，增速比上年回落 3.8 个百分点。其中，第一产业用电量 994 亿千瓦时，同比下降 0.2%；第二产业用电量 40650 亿千瓦时，同比增加 3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量 6600 亿千瓦时，同比增长 6.4%。

2015 年一季度全国全社会用电量 12901 亿千瓦时，同比增长 0.8%，增速比去年同期回落 4.6 个百分点。结合 2014 年和 2015 年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

2．行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011 年 11 月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012 年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至 2013 年三季度，2013 年 9 月环渤海动力煤价为 546 元/吨，较 2012 年底下降 13.88%。2013 年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013 年底为 631 元/吨，同比下降 0.47%。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，2014 年，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，价格下滑，煤价持续走低，这一趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012 年 12 月 25 日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自 2013 年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了火电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

2013 年末开始，火电上网价格多次下调，发改委公布 2014 年 9 月 1 日起实施火电上网电价调整方案，全国平均将下调 0.0093 元/千瓦时（相当于 2%）。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。

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，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，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。

3. 行业发展

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

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

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一，2014 年列中国中小城市综合实力百强县市第 4 名。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；共引进各类项目 680 多家，总投资约 1200 多亿元。2011 年国务院批复文件要求新区创新利用外资方式，优化利用外资结构，致力于发展高新技术产业和高附加值服务业；随着 2011 年底太仓经济开发区升级为国家级开发区，太仓经济实力逐步提升。

2014 年，太仓实现地区生产总值 1065.33 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.6%；2014 年太仓完成工业总产值 2630.27 亿元，同比增长 2.6%；其中，规模以上工业总产值 2082.36 亿元，增长 4.8%。截至 2014 年底全市规模以上工业企业 1165 家，年产值突破亿元企业 336 家，其中超 20 亿元企业 20 家、超 50 亿元企业 3 家。

用电方面，在通用及专用设备制造业、纺织业和造纸业的拉动下，以及原有的工业企业不断扩大生产规模，太仓市用电量持续提升，2014 年太仓市全社会用电量达到 90.05 亿千瓦时，同比增长 0.56%；其中制造业全年用电量 72.25 亿千瓦时，同比增长 3.67%。

总体上看，太仓市经济保持稳定增长，用电需求逐步扩大；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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年6月底，公司注册资本15亿元，保利协鑫是公司控股股东，公司实际控制人为朱共山。

2. 企业规模

截至 2015 年 6 月底，公司已投运控股装机容量合计为 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，其分别于 2003 年 3 月和 5 月开工建设，并分别于 2004 年相继并网发电。

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 2015 年 6 月底公司分别持有两个运营项目的 50%股权。

技术水平方面，公司在发电机组陆续建成投运时，通过“三同时”配套建成了烟气脱硫系统，全部采用国内自主研发的 OI2-WFGD 大型燃煤机组石灰石-石膏湿法脱硫技术，脱硫效率达到 95%，曾荣获江苏省“烟气脱硫核心技术 OI2-WFGD 及成套装置的开发与应用”二等奖。近几年来，公司始终注重环保投入，加大对除尘、脱硫设备的治理，累计投入 2300 余万元，提高了设备可靠性，保证了电除尘、脱硫系统的安全高效稳定运行。从 2015 年开始，公司陆续对 4 台机组进行超低排放改造，改造后机组烟气排放指标将达到燃机排放水平，6 号机组已于 2015 年上半年完成改造，其他三台机组将分别在 2015 年下半年和 2016 年完成改造。

创新研发方面，公司现有中高级技术人员 162 人，其中高级工程师 18 名，中级工程师 144 余名。公司通过与地方高校健雄学院建立产学研，凭借高校人物资源开展科技研发，并建立太仓港协鑫节能环保工程研究技术中心，配合化学测试中心、燃料测试中心、热力试验中心、热工检测中心与电气检测中心等研发部门致力于电能优化与节能减排。近年来，公司共获得全国电力行业信息化优秀成果奖和太仓市厂会协作项目一等奖等 20 余次。

总体看，公司4台发电机组运营稳定；公司机组同时具备供热能力，竞争能力强；公司较为注重技术研究，其长期发展具备持续动力。

六、管理分析

跟踪期内，公司原总经理孙兴平因工作需要调任集团其他职务，2015 年 4 月沈晓继任公司总经理。沈晓，现任公司董事，公司总经理，男，出生于 1960 年 12 月，高级经济师，MBA。先后任江苏东台半导体厂质检员兼车间主任、江苏太仓布厂财务部主任兼厂长助理、太仓保利协鑫热电有限公司董事兼总会计师、太仓港协鑫发电有限公司副总经理兼总会计师、常务副总经理，协鑫（集团）控股有限公司总裁助理、总会计师，协鑫电力（集团）有限公司副总裁。现为太仓港协鑫发电有限公司董事、总经理、协鑫（集团）控股有限公司总会计师、协鑫电力（集团）有限公司副总裁。

跟踪期内公司管理体系方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司为协鑫集团最大的发电主体。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。

跟踪期内，公司主营业务收入有所下降。从收入构成看，公司电力业务地位突出，在主营业务收入中占比 86.11%；主要受发电量减少以及火电上网电价下调影响，2012~2014 年电力业务收入规模逐年减少，2014 年为 27.77 亿元，同比下降 12.73%。公司热力板块持续稳定扩张，2014 年为 1.95 亿元，占主营业务收入的 6.05%。主要受整体行业趋势以及公司销售模式调整的影响，公司燃煤贸易收入规模波动较大，2014 年 2.46 亿元，同比增长 232.43%。

毛利率方面，跟踪期内公司整体毛利率有所增长。主要受煤炭价格下跌影响，公司电力、热力板块成本明显下降，毛利率稳步提升，2014 年公司电力板块和热力板块毛利率分别为 35.35%和 40.39%，同比分别上涨 1.78 个百分点和 9.24 个百分点。同期煤炭贸易板块受煤

价下跌以及采用毛利率较低的整船贸易方式影响，板块毛利率下降幅度较大。其他业务主要涉及客运修缮和酒店服务，由于该业务盈利水平较差，板块毛利率大幅下降，但其收入规模占比较小，对公司利润影响水平有限。受上述因素影响，2014 年公司整体经营毛利率小幅上升至 32.91%。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 15.75 亿元，其中电力业务收入为 12.72 亿元，占比为 80.76%。同期内公司电力业务毛利率为 39.17%，推动公司整体毛利率为 34.59%，较 2014 年全年水平增加 1.68 个百分点。

表 1　公司主要板块经营情况（单位：亿元、%）

项　目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	32.98	24.55	31.82	33.57	27.77	35.35	12.72	39.17
热力	1.77	27.83	1.96	31.15	1.95	40.39	1.02	41.82
燃煤贸易	2.02	6.57	0.74	7.65	2.46	2.03	1.95	2.26
其他	0.12	66.53	0.01	32.03	0.07	-52.42	0.06	-12.46
合计	**36.89**	**23.86**	**34.62**	**32.87**	**32.25**	**32.91**	**15.75**	**34.59**

资料来源：公司提供

电力板块

①电力生产和销售

公司原控股 6 台发电机组，均已全部投产；公司总装机容量为 157 万千瓦，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。截至 2015 年 6 月底，公司控股装机容量为 130 万千瓦。

由于上述 2 台小机组的关停，虽然 2015~2017 年经贸委仍给予公司一定的发电量计划，但三年以后上述计划将完全取消，届时公司发电量和上网电量或将有一定幅度的减少。

参股电厂方面，截至 2015 年 6 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%。此外，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，未来公司有望获得较好的投资收益。

表 2　近年公司电力产销情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
发电量（亿千瓦时）	86.33	86.51	78.71	37.44
其中：基本发电量（亿千瓦时）	84.63	86.51	78.08	37.44
上网电量（亿千瓦时）	81.79	81.93	74.47	35.48
其中：基本上网电量（亿千瓦时）	80.18	79.27	73.11	34.15
发电设备平均利用小时（时）	5499	5510	5622	2880
供电标准煤耗（克/千瓦时）	318.00	314.00	316.26	311.48
平均上网电价（元/千瓦时）	0.458	0.454	0.435	0.420
替代电量平均电价	0.272	--	0.190	--
综合厂用电率（%）	5.26	5.30	5.40	5.26

资料来源：公司提供

注：公司基本发电量中包含被替代发电量；基本上网电量中包含被替代上网电量。

公司发电量主要由基本发电量和替代发电量构成，其中基本发电量由省经贸委确定，一般年初下达、年末调整，每个月再根据实际情况下达月度计划；（被）替代发电量为公司与省内电力企业进行交易确定，最终通过省电力交易中心确认并落实在每个月的电量计划中。2012 年公司根据当地电力市场供需环境适当开展替代发电业务，2013 年公司暂停替代发电业务，并卖出部分发电指标。

近年来，受社会用电需求增速放缓、外来

电增加以及公司电力装机容量下降的影响，公司基本发电量波动减少。2014 年，公司发电量 78.71 亿千瓦时，同比下降 9.02%，其中替代发电量 0.63 亿千瓦时。2014 年公司实现上网电量 74.47 亿千瓦时。2015 年 1~6 月，公司实现发电量 37.44 亿千瓦时，同期上网电量 35.48 亿千瓦时。

2014 年公司关停 2 台 13.5 万千瓦的小机组，电力装机容量减少，机组平均利用小时数上升至 5622 个小时，剔除上述影响，公司机组实际利用效率同比有所下降。整体看，公司机组利用水平在行业中处于较好水平。

发电效率方面，公司机组均具备供热能力，热电联产改造提高了公司的综合效率。2014 年公司供电标准煤耗为 316.26 克/千瓦时；同期公司综合厂用电率为 5.40%，均保持在行业较好水平。

电价方面，公司平均电价主要由平均上网电价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。近年公司平均上网电价不断下跌。2013 年 9 月，根据《通知》，江苏省燃煤机组标杆电价下降 0.025 元/千瓦时，导致当年公司平均电价降至 0.454 元/千瓦时；2014 年 9 月，国家发改委下发《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》，江苏省燃煤机组标杆电价进一步下降 1.10 分/千瓦时，公司 2014 年平均上网电价下降至 0.435 元/千瓦时；2015 年 4 月，根据《通知》，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，截至目前，公司平均上网电价 0.420 元/千瓦时。替代电量电价方面，结算价格随市场行情波动，2012 年和 2014 年公司替代发电价格分别为 0.272 元/千瓦时与 0.190 元/千瓦时。

电价结算方面，公司基本电量的结算客户为江苏省电力公司，电款于次月 15 日及月末两次回笼。公司替代与被替代发电客户均为省内电厂，替代电量垫款的回笼时间是客户公司收到省电力公司结算款后的 7 个工作日。近年来公司电费回收率均为 100%。

环保方面，公司于 2010 年下半年通过招标形式计划对 2 台 32 万千瓦和 2 台 33 万千瓦机组实施脱硫脱硝改造。截至 2011 年底，公司 4 台机组均完成脱硫脱硝改造、通过环保部门的验收并投入使用，公司于 2011 年底取得脱硫电价补贴 0.015 元/千瓦时（含在基本上网电价中），从 2012 年 1 月取得脱硝电价补贴 0.008 元/千瓦时（按季度另行结算）。2013 年 9 月起脱硝电价补贴上涨至 0.010 元/千瓦时。2014 年 12 月，江苏省发改委出台燃烧发电机组超低排放电价政策，对达到超低排放标准（烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 5 毫克/立方米、35 毫克/立方米、50 毫克/立方米）的燃煤机组予以低排放环保电价补贴（每千瓦时 1 分钱）。目前，公司 6 号机组已改进完成，等待验收。该政策的逐步实施有助于缓解上网电价下调带来的影响。

总体上看，公司发电机组运行效率正常，公司机组环保改造效果好；公司上网电价相对高，电费回收效果好。联合资信关注到公司发电机组单机装机规模较小，受上大压小政策的影响近年来装机规模有所缩减，未来发电量或将有一定幅度的减少。

②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采购策略，实施生产经营一体化与煤炭一体化管理，结合生产成本与采购成本制定采购计划，对煤炭采购进行计划性控制。

目前公司所需电煤以自行采购为主，2014 年少量从公司全资子公司苏州盛利特商贸有限公司（以下简称“盛利特商贸”）购买。公司用煤主要分为优质煤与低卡煤两种；其中标煤主要来自与神华公司和伊泰公司等大型煤炭供应商，低卡煤主要来自市场采购。公司与神华和伊泰的长期合作良好，市场采购方面低卡煤来源广泛。总体看，公司煤炭采购来源稳

定。

表 3　公司煤炭总采购情况（单位：万吨、元/吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
总量	**431**	**418**	**392**	**173**
神华	221	190	175	85
伊泰	61	55	30	20
市场	149	173	187	68
采购标煤单价（不含税）	750.58	634.72	557.85	485.82

资料来源：公司提供

近年来，公司煤炭总采购力度有所减轻，与公司发电量变化趋势基本匹配；2014 年公司煤炭总采购量为 392.00 万吨，同比减少 26.00 万吨。煤炭采购量方面，2013 年随着电煤价格双轨制的取消，煤炭市场价格持续走低，公司加强与神华和伊泰的合作，长协煤采购量在总采购量中的占比快速增加。采购价格方面，受益于电煤市场价格的持续下行，公司平均标煤采购单价快速下降，2014 年为 557.85 元/吨，同比下降 12.11%；其中，随着电煤价改制的推进，2013 年以来公司与神华公司签订长期协议，价格每周与相关指数进行联动，且神华公司不定期出台煤价格优惠政策进行促销；伊泰集团出售给公司的煤炭价格基本与神华公司的报价进行联动，公司长协煤采购价格降幅显著；市场采购方面，2012 年起煤炭市场景气度不断下行，同时公司计划煤采购量快速增长，2013 年以来公司所需优质煤对市场煤的依赖显著降低，市场煤采购中低卡煤占比快速提高，市场煤采购价格快速下降。2015 年 1~6 月，公司煤炭采购总量为 173.00 万吨；同期内公司煤炭平均采购价格为 485.82 元/吨，较 2014 年水平进一步降低。

公司煤炭运输全部采用海运，较铁路公路运输价格低廉，较内陆电厂运输成本相对较低。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。公司拥有长江岸线 1700 米，建有一座长 1621 米的引桥及一座双泊位煤炭专用码头。一号泊位最大靠泊能力为 5 万吨，设 2 台卸船机，单机每小时额定出力 800 吨，年最高设计通过能力为 300 万吨；二号泊位最大靠泊能力为 7 万吨，设 2 台卸船机，单机每小时额定出力为 1500 吨，年最高设计通过能力为 600 万吨。两泊位均为自用能够有效保证电煤运输，降低整体成本。未来公司计划将码头扩建至 10 万吨级货轮的停泊能力。

总体看，公司煤炭来源稳定，近年来煤炭价格降低缓解公司煤炭成本压力；低卡煤的使用扩大公司盈利空间；公司在煤炭运输上具备一定优势。

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，是港区唯一一家蒸汽供应商。公司供汽业务主要面向工业客户，包括太仓中化环保化工有限公司、可耐福石膏板（太仓）有限公司和苏州华苏塑料有限公司等。供汽资产方面，公司已投产的 4 台机组全部拥有供汽能力，供汽能力达 580 吨/小时。目前，公司年平均日售汽总量约 3000 吨左右，冬季日售汽总量可达 4000 吨以上。

截至 2015 年 6 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。公司已投产热网管线 150 公里，实现了长距离运输。

热网方面，公司主要自行建设热管网。目前，公司热网主要包括四条干线：城区线是主要由政府投资（公司已与当地政府签订相关协议，协议规定市区管网投资款在1.80 亿元以内的部分由政府承担出资义务，超出部分由公司承担，截至目前该项目决算工作尚未完成，公司亦未确定所需投资额度。）并于2015年6月投运的通往太仓市区的热网，管网主干线30公里，支线60公里，沿线新增87家用户；南线为港区南侧化工区，管线20公里，覆盖公司目前热力用户的60~70%，为公司热力板块发展的

核心区域；西线以工业和建材类企业为主，管线7公里，用汽量占公司总汽量的30%；西北线于2012年初建成投产，管线21公里，目前客户量较少。根据政府规划，公司西北线覆盖区域为港区新型企业的进驻区域，是今后港区进驻企业的集中区域，未来西北线是公司热力板块收入的主要增长点。

表 4　公司热力板块主要指标

（单位：万吨、元/吨）

	2012 年	2013 年	2014 年
对外供汽量	93	110	114
平均售汽单价（含税）	214.17	201.08	194.78

资料来源：公司提供

受益于良好的区域环境及热网管线的延伸，公司对外供汽量有所增长，2014 年公司对外供汽量为 114 万吨。售汽价格方面，由于煤炭价格持续下跌，且售汽价格随煤炭价格变化联动，政府逐年下调售汽指导定价，2014 年公司平均售热价格分别为 194.78 元/吨，同比下降 3.13%。

根据港区规划，浮桥镇、璜泾镇以及陆渡镇开辟的工业区都在积极招商引资，并把提供蒸汽作为招商引资的重要有利条件。2013 年 11 月，公司供热业务纳入港区基础设施之一；随着港区建设的逐步推进，公司热力板块收入有望得到提高。

总体上看，跟踪期内公司热力业务的不断扩张，公司板块收入稳定提升；目前规模较小，未来随着大规模热用户将进驻太仓港区，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。

燃煤贸易板块

公司煤炭贸易业务主要由全资子公司盛利特商贸负责运营。盛利特商贸的煤炭供应商为内蒙古伊泰准格尔煤炭运销有限责任公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司和神华销售集团华东能源有限公司等，采购价格均为市场定价。盛利特商贸主要客户为公司、秦皇岛玖和能源发展有限公司和无锡红豆电力燃料有限公司等。受公司销售模式改变影响，公司煤炭采销量在 2014 年及 2015 年上半年大幅增长。

表 5　盛利特商贸主要客户（单位：万吨、亿元）

	2014 年		2015 年 1-6 月	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入
秦皇岛玖和能源发展有限公司	21.44	0.95		
温州燃料集团有限公司	5.12	0.22		
海南锟宇电力燃料有限公司	4.58	0.24		
太仓市天源工业原料有限公司	3.47	0.11		
秦皇岛市恒基鼎信煤炭经销有限公司	2.64	0.12		
无锡红豆电力燃料有限公司			13.67	0.48
苏州东吴热点有限公司			2.17	0.07
瑞峰（张家港）光伏科技有限公司			26.80	0.87
太仓港协鑫发电有限公司			28.77	0.93
泰德煤网股份有限公司			2.72	0.09
上海海东燃料有限公司			2.03	0.07
合计	**37.25**	**1.64**	**76.16**	**2.51**

资料来源：公司提供

表 6　盛利特商贸煤炭贸易情况

	2012 年	2013 年	2014 年
平均标煤采购价格（元/吨）	774.99	660.77	546.11
平均标煤销售价格（元/吨）	846.5	764.96	560.06
销售量（万吨）	33.65	8.36	58.59
销售收入（亿元）	2.01	0.74	2.47
毛利率（%）	6.57	7.66	2.65

资料来源：公司提供

2012~2014 年盛利特商贸的平均标煤采购价格分别为 774.99 元/吨、660.77 元/吨和 546.11 元/吨；平均标煤销售价格基本同趋势变化，2014 年为 560.06 元/吨。主要受煤炭市场低迷的影响，2013 年盛利特商贸持续缩减煤炭贸易规模，销售量仅为 8.36 万吨；而 2014 年

公司煤炭贸易调整为整船销售模式加零散地销模式，扩大了煤炭销售量，煤炭贸易板块收入回升，但整船销售模式相对利润较低，导致公司煤炭贸易板块毛利率在 2014 年较大幅度下降至 2.03%。

2. 经营效率

从经营效率指标看，公司销售债权周转次数有所下降，2014 年为 8.86 次；同期，由于公司存货减少，公司存货周转次数有所上升，2014 年为 16.56 次。由于公司应收账款、应收票据以及存货规模较小，上述指标均保持在在高水平。2014 年公司总资产周转次数下降至 0.41 次，处于行业较好水平。

总体来看，跟踪期内公司经营效率正常。

3. 未来发展

未来公司在巩固和发展现有电力业务的基础上，将进一步大力拓展高效能火力发电、天然气发电、分布式能源和可再生能源发电等项目，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。

表 7　截至 2015 年 6 月底公司主要投资项目（单位：万元）

项目名称	建设规模	项目总投资	截至 2015 年 6 月投资	2015 下半年投资计划	2016 投资计划
一、拟建工程					
山西协鑫潞安电力有限公司	3×1000MW	1100000.00	--	--	--
贵州协鑫盘江电力有限公司	2×660 MW	470000.00	--	--	--
合计		**1570000.00**	--	--	--
二、在建工程					
内蒙古富强风电	49.5MW	42754.50	26500.00	9200.00	
大唐全州新能源有限公司广西黄花岭风电项目	50MW	49000.00	300.00	--	
大唐永州新能源有限公司石岩头风电项目	50MW	44300.00	500.00	15000.00	20000.00
合计		**136054.50**	**27300.00**	**24200.00**	**20000.00**

资料来源：公司提供

注：1.公司资本金投资占在建工程投资总额的 20%;

2.内蒙古风电 2014 年 2 月开工，工期 22 个月；永州 2015 年 8 月开工，工期 12 个月；其余项目没有正式开工。

公司控股建设项目主要涉及风电投资。内蒙古富强风力发电有限公司风电项目，主要计划开发鄂尔多斯市杭锦旗伊和乌素风电场 49.5MW 风电项目。该项目位于杭锦旗巴拉贡镇恩格尔嘎查境内，建设规模 49.5MW，项目总投资 4.28 亿元，其中资本金 0.80 亿元，其余资金申请银行贷款解决。该项目 2012 年 3 月 26 日取得内蒙古自治区发改委项目核准的批复，2014 年 2 月开工建设，设计上网电量 1.24 亿千瓦时，预计年不含增值税销售收入 5595 万元，资本金财务内部收益率 26.01%，净资产收益率 22.53%，项目经济效益良好。预计 2015 年 11 月 10 日第一台风机并网发电，12 月 10 日所有风机并网发电并移交生产运行，2016 年 3 月 20 日通过竣工验收。

大唐全州新能源有限公司广西黄花岭风电项目，经过自治区发改委核准建设和运营 5 万千瓦的风力发电机组（单台 2000 千瓦；共计 25 台）。目前项目各项核准文件已经齐备；初步设计已经完成，项目总平面图预计在 8 月中旬完成；预计年底前完成征地及相关道路的修建工作。项目投资方面，省发改委批复项目总投资 4.9 亿元；目前设计概算 4.6 亿元；其中资本金 0.99 亿元。

大唐永州新能源有限公司石岩头风电项目。该项目批复投资 4.43 亿元；设计概算 4.59

亿元；公司各项核准文件已经齐备；勘探设计合同、工程监理、工程土建和安装、风机主设备招标工作已经完成，相关合同已经签订和正在签订中，计划 2016 年 8 月全部风电机组并网发电。

截至目前，公司出资 6.13 亿元取得了新疆国信煤电 50%股权，实现相对控股。该项目厂址位于新疆昌吉州奇台县东北部的准东戈壁，距神华集团红沙泉露天矿工业广场约 3 公里，采用坑口电站建设模式，燃煤由神华集团红沙泉露天矿直接皮带传输至电厂厂内，实现资源就地转化，变输煤为输电，符合国家能源产业政策，是国家鼓励发展的节能、环保项目。规划建设 2×66 万千瓦超临界间接空冷燃煤机组，同步建设烟气脱硫脱硝设施，厂址留有再扩建 4×100 万千瓦机组的场地和条件。准东煤电项目电厂部分静态投资 46.88 亿元，单位投资 3552 元/千瓦，投资所需资金除 20%项目资本金外，其余资金由项目公司自筹；目前已取得工商银行的信贷承诺，其余部分将通过设备融资租赁实现。目前，项目建设前期相关批文均已得到自治区或国家相关部门的批准，根据当前工作进度，预计 2016 年 7 月第一台机组投产，9 月份第二台机组投产。

此外，公司计划参股滨海项目，目前项目公司已成立，公司拟出资 7 亿元持有项目公司 49%股权，由中国电力投资集团公司（以下简称“中电投”）持有其余 51%股份。该项目拟建设 2 台 100 万千瓦级超超临界机组，本工程依托滨海港区的煤源保障，预留扩建条件，最终规划总容量为 8×1000MW 机组。静态投资 66.43 亿元，单位投资 3322 元/千瓦；投资所需资金除 20%项目资本金外，其余资金由项目公司自筹；项目已于 2015 年 8 月 4 日获江苏省发改委核准。项目工期计划于 2015 年 9 月 8 日开工，总工期为 22+2 个月，两台机组将分别于 2017 年 7 月和 2017 年 9 月投产。

总体看，公司目前主要在建以及投资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；联合资信关注到公司在建拟建投资项目总投资 170.61 亿元，投资规模较大，随着项目建设的开展，未来公司资本支出压力较大。

八、财务分析

公司提供的2012~2014年合并会计报表由天衡会计师事务所有限公司苏州安信分所所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年 1~6 月财务报表未经审计。

2012 年底公司共有 4 家子公司纳入合并范围；2013 年公司合并范围无变化，截至 2014 年底，共有 7 家公司纳入合并范围，合并范围变化对公司影响不大，财务可比性强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 87.61 亿元，所有者权益 31.31 亿元（含少数股东权益-11.25 万元）；2014 年，公司实现营业收入 33.35 亿元，利润总额 10.07 亿元。

截至2015年6月底，公司（合并）资产总额92.02亿元，所有者权益33.90亿元（含少数股东权益262.25万元）；2015年1~6月，公司实现营业收入15.89亿元，利润总额3.43亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，主要受燃煤贸易和电力收入减少的影响，公司营业收入规模有所下降，2014 年营业收入为 33.35 亿元，同比下降 5.74%。同时，主要受益于电煤价格下跌，公司营业成本有所下降，2014 年营业成本为 21.70 亿元，同比减少 6.80%。由于公司营业收入降幅低于营业成本降幅，2014 年公司营业利润率上涨至 33.99%，同比提升 0.64 个百分点。

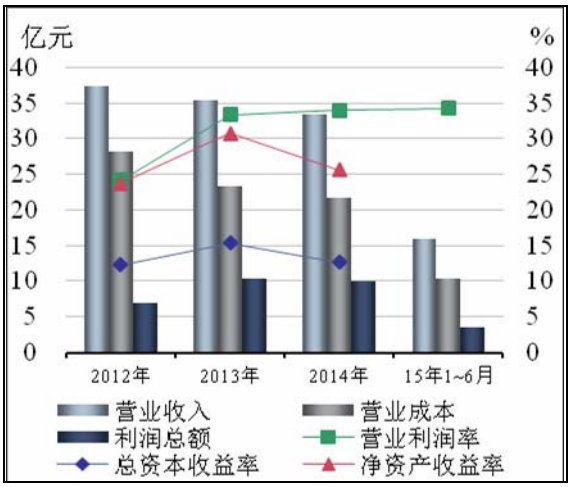
从期间费用来看，2014 年公司期间费用总额为 3.13 亿元，同比减少 8.21%，主要由于财务费用的减少。同期，公司期间费用占营业收入的比重降至 9.37%，整体费用控制能力有所提升。

2014 年公司投资收益增长至 2.13 亿元，主要是对国华太仓发电有限公司的投资收益，公

司每年按权益法对国华太仓当年净利润的 50%进行确认。

主要受上述因素影响，公司利润总额小幅波动，2014 年实现利润总额 10.07 亿元。

图 2　公司盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，主要受益于煤炭市场的持续走低，2012~2014 年公司营业利润率快速上升，分别为 24.16%、33.35%和 33.99%；同期，总资本收益率和净资产收益率波动上升，加权平均值分别为 13.37%和 26.77%，2014 年上述两项指标分别为 12.63%和 25.63%。公司盈利能力强。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 15.89 亿元，为 2014 年全年的 47.65%；营业利润率为 34.25%，较 2014 年略有提升；同期实现利润总额为 3.43 亿元。

总体看，近年来公司收入有所下降，但受益于煤炭市场下行，公司利润规模维持扩张，盈利能力强；公司投资收益稳定增长，对利润贡献稳定。

2.　现金流及保障

从经营活动来看，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，2014 年公司经营活动现金流入量同比增长 11.78%，为 46.34 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（占 90.81%）。同期，公司经营活动现金流出量增加 10.89%至 32.68 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占 75.44%）。导致 2014 年经营活动现金流量净额有所增长，为 13.66 亿元。收入实现质量方面，2014 年现金收入比为 126.17%，跟踪期内公司现金收入实现质量好。

从投资活动来看，主要受收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金的快速增长，2014 年投资活动现金流入快速增长至 16.23 亿元。其中，公司收回投资 6.57 亿元，主要为收回委托贷款；收到其他与投资活动和相关的现金 7.77 亿元，主要为与关联方的计息往来款。同期受投资支付的现金和支付其他与投资活动相关的现金的快速增长影响，公司投资活动现金流出快速增长至 30.19 亿元。随着公司规模的扩张和新投资项目的展开，公司 2014 年投资支付的现金为 25.24 亿元，同比增长 459.68%；支付其他与投资活动相关的额现金为 4.49 亿元。2014 年公司投资活动现金流表现为净流出 13.97 亿元。

从筹资活动来看，跟踪期内公司筹资活动现金流入量大幅增长至 50.57 亿元，主要来自取得借款收到的现金；筹资现金流出相应主要用于偿付债务及利息。2014 年偿还债务支付的现金为 43.93 亿元。同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 1.05 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流入量和净流入量分别为 19.22 亿元以及 5.09 亿元，现金收入比为 117.82%。同期随着开滦项目的建成投产，公司投资规模有所减少，2015 年 1~6 月公司投资支付的现金净流出 4.13 亿元。2015 年上半年，公司筹资性现金净流出 1.37 亿元。

总体看，公司经营性现金流入稳定，收入实现质量好；投资活动支出规模有所扩张，未来或将面临一定的筹资压力。

3.　资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司资产总额有所上升，截至

2014年底，公司资产总额87.61亿元，同比上升16.22%，其中流动资产和非流动资产分别占比22.42%和77.58%，流动资产占比有所减少。

截至2014年底，公司流动资产合计19.64亿元，主要以货币资金（占59.16%）、应收账款（占18.36%）、其他应收款（占12.75%）和存货（占5.96%）为主。截至2014年底，公司货币资金11.62亿元，其中银行存款占55.75%，其他货币资金占44.24%，主要为保证金，公司受限资金占比较高。应收账款账面余额3.61亿元，账龄1年以内占99.96%；主要为对江苏省电力公司的应收电费（占82.98%）。应收账款集中度较高，考虑到江苏省电力公司回款状况良好，应收账款的回收风险低。截至2014年底，公司其他应收款2.51亿元，同比下降64.11%，主要由于收回2013年与江苏协鑫建设管理有限公司的往来款。其中，账龄在1年以内的其他应收款占73.19%，1~2年的其他应收账款占20.83%，2年以上其他应收账款占5.98%，公司其他应收账款账龄有所增加。同期，公司存货1.17亿元，主要是公司储煤等原材料（占87.16%）。由于近年煤炭价格持续下跌，公司存货价值随之下降。公司存货保存15天左右的电厂自用煤，而贸易板块煤炭存量占比较少。

跟踪期内，公司非流动资产快速增长。截至2014年底，公司非流动资产总额为67.97亿元，同比增长39.99%。公司非流动资产以固定资产（占44.20%）、长期股权投资（占31.53%）和可供出售金融资产（占21.83%）为主。

截至2015年6月底，公司资产总额92.02亿元，较2014年底增长5.03%。资产构成中流动资产和非流动资产分别占24.97%和75.03%，流动资产占比略有提升。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 31.31 亿元，归属母公司的所有者权益合计 31.31 亿元，主要由实收资本（占 47.91%）、盈余公积（占 14.44%）和未分配利润（占 37.44%）构成。2014 年公司按每股 0.25 元分红，共计 3.75 亿元。2014 年底公司少数股东权益为-11.25 万元，主要由于子公司太仓港香江假日酒店有限公司净资产为负所致。截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 33.90 亿元，较 2014 年底增长 8.26%，主要来自于未分配利润的增加。同期由于新合并内蒙古富强风力发电有限公司，公司少数股东权益增加 300 万，截至 2015 年 6 月底，公司少数股东权益为 262.25 万元。总体看，公司权益结构稳定性较弱。

负债

截至2014年底，公司负债合计56.30亿元，同比增长16.45%，其中流动负债占比82.24%，非流动负债占比17.76%，流动负债占比有所增加。截至2014年底公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。由于跟踪期内公司短期借款增加以及发行一期面额为4亿元的短期融资券，公司流动负债规模增幅较大。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

有息债务方面，跟踪期内公司债务增长较快，截至2014年底，公司全部债务49.83亿元，同比增长14.71%；其中短期债务和长期债务占比分别为79.93%和20.07%。截至2014年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为61.41%、24.21%和64.26%，整体债务负较重。

截至2015年6月底，公司负债总额为58.12亿元，较2014年底增长3.23%。截至2015年6月底，公司全部债务为54.39亿元，较2014年底增加9.16%。公司全部债务资本化比率增长0.20个百分点至61.61%，长期债务资本化比率增长4.15个百分点至28.36%；同期资产负债率有所降低，为63.16%。

总体看，公司负债结构与资产结构较为匹配，整体债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年公司流动资产规模减少，而流动负债规模快速增长，导

致公司流动比率和速动比率均大幅下降，2014年底分别为42.42%和39.90%，同比分别下降30.44个百分点和29.02个百分点；2015年6月底上述两指标分别回升至51.39%和49.01%。2014年公司经营现金流动负债比为29.49%，公司经营活动现金流量对流动负债的覆盖能力良好。总体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为14.91亿元，同比下降4.53%。同期，EBITDA利息倍数小幅增加至6.70倍，公司对利息支出覆盖能力强；2014年全部债务/EBITDA有所上升，为3.34倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至跟踪日，公司待偿还中期票据“15协鑫发电MTN001”额度为2亿元。

2014年公司EBITDA对“15协鑫发电MTN001”的覆盖倍数为7.46倍。同期公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为46.34亿元和13.66亿元，分别为“15协鑫发电MTN001”的23.17倍和6.83倍。公司EBITDA和经营活动现金流对“15协鑫发电MTN001”的保障程度强。

截至2015年6月底，公司分别为徐州金山桥热电有限公司、兰溪协鑫环保热电有限公司、新疆国信煤电能源有限公司和开滦协鑫发电有限公司提供担保，金额分别为1.50亿元、3.98亿元、6.00亿元和0.67亿元；此外，公司对广州协鑫蓝天燃气热电有限公司提供全额动态连带责任保证担保，担保金额为10亿元，担保释放条件为：项目投入商业运行满一年，电价和气价落实，且收益水平满足开发银行偿债覆盖率（110%）的要求（截至目前，该项目尚未完全投入商业运营）。上述担保合计22.15亿元，担保比率为68.29%，上述被担保方均为协鑫集团内部关联企业，被担保方经营正常。总体看，公司担保比率高。

公司以三期的五号机组9.29亿元抵押获得工商银行贷款4.60亿元；以公司房产及土地资产共5.08亿元抵押获得渣打银行（中国）有限公司贷款5.00亿元，截至2015年6月底，公司抵押贷款共剩余7.00亿元。此外，公司以25%的电费收费权为质押从中国工商银行获得贷款1.70亿元（已释放该收费权）；以50%电费收费权为质押从国家开发银行获得贷款34.00亿元，剩余贷款1.40亿元，并于2015年8月4日还清，释放50%的电费收费权。

截至2015年6月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为53.95亿元，尚未使用的授信额度为3.55亿元，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2015年9月1日，公司本部无未结清的不良信贷记录，已结清中包含3笔关注类信贷记录。公司过往债务履约情况良好。

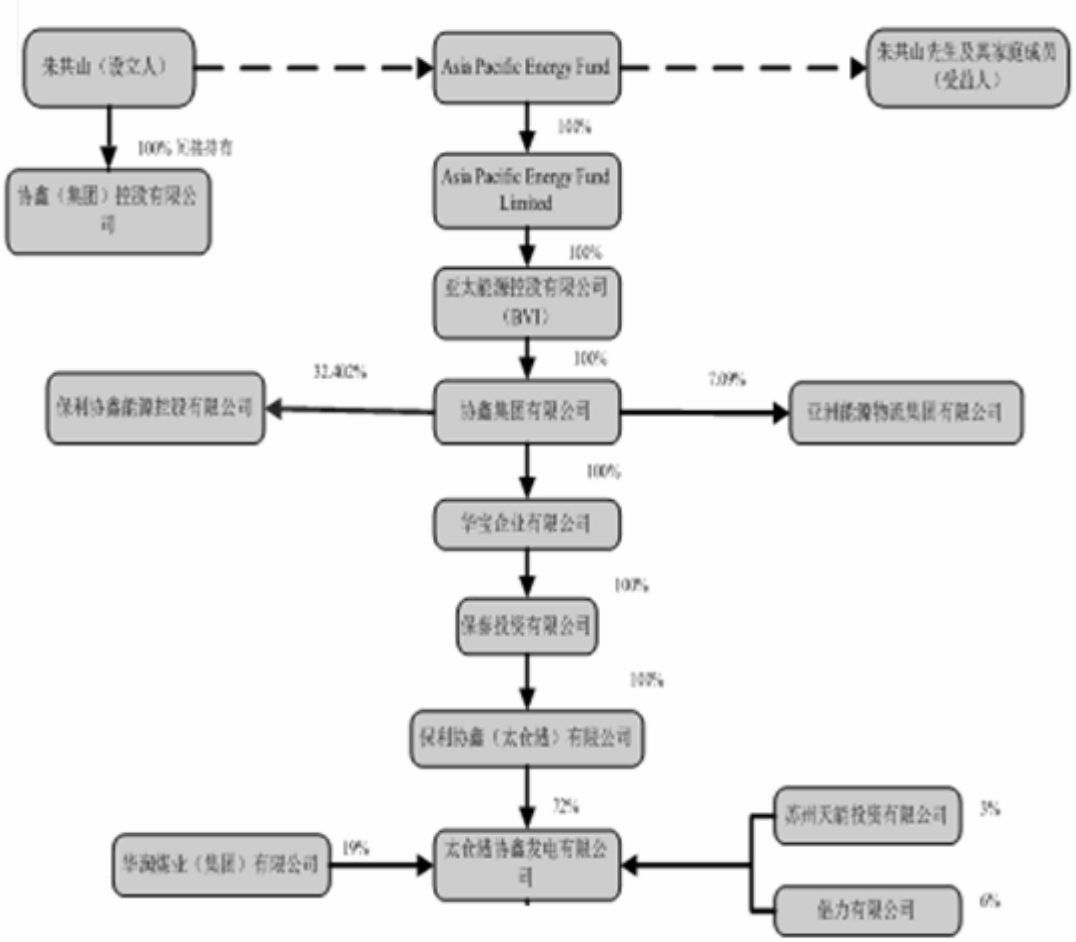
6. 抗风险能力

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。

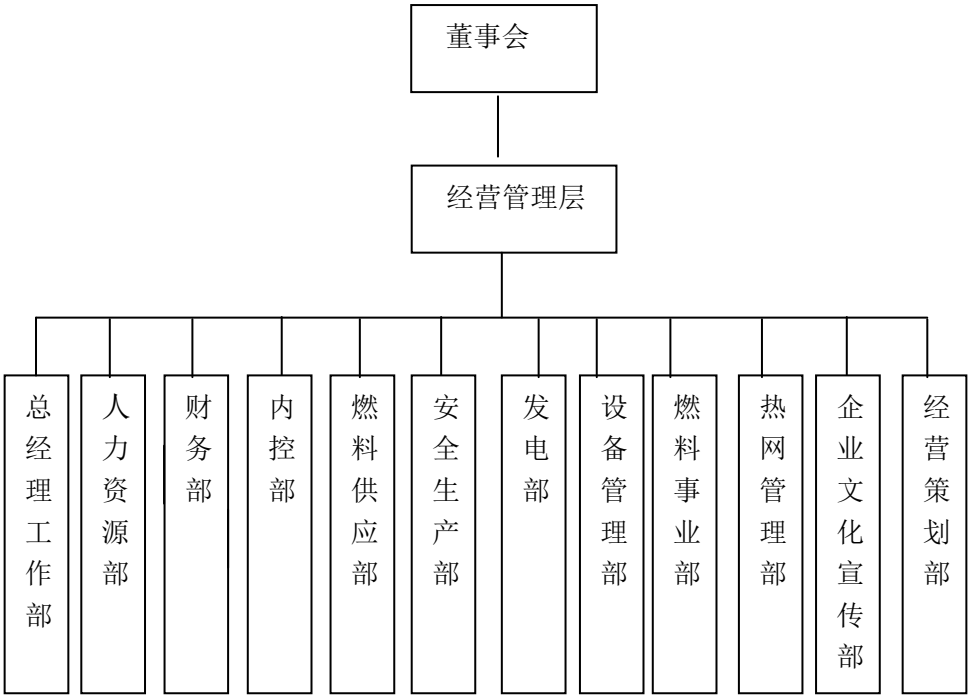
九、结论

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“15协鑫发电MTN001”AA的信用等级。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.89	8.31	6.53	3.76
资产总额(亿元)	71.29	75.38	87.61	92.02
所有者权益(亿元)	23.81	27.04	31.31	33.90
短期债务(亿元)	28.02	31.92	39.83	40.97
长期债务(亿元)	14.74	11.52	10.00	13.42
全部债务(亿元)	42.75	43.44	49.83	54.39
营业收入(亿元)	37.43	35.38	33.35	15.89
利润总额(亿元)	7.01	10.41	10.07	3.43
EBITDA(亿元)	12.16	15.62	14.91	--
经营性净现金流(亿元)	6.32	11.98	13.66	5.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.87	9.27	8.86	--
存货周转次数(次)	19.90	16.03	16.56	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.48	0.41	--
现金收入比(%)	119.08	116.36	126.17	117.82
营业利润率(%)	24.16	33.35	33.99	34.25
总资本收益率(%)	12.25	15.33	12.63	--
净资产收益率(%)	23.68	30.75	25.63	--
长期债务资本化比率(%)	38.23	29.88	24.21	28.36
全部债务资本化比率(%)	64.23	61.64	61.41	61.61
资产负债率(%)	66.60	64.14	64.26	63.16
流动比率(%)	68.25	72.86	42.42	51.39
速动比率(%)	63.81	68.92	39.90	49.01
经营现金流动负债比(%)	19.30	32.53	29.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.83	6.26	6.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.52	2.78	3.34	--

注：1.其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务;
2. 现金类资产计算扣除公司受限资金;
3.2015 年上半年财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

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。