跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1689 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”和“16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

二零一六年七月二十五日

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
15 协鑫发电 MTN001	2 亿元	2015/07/14-2018/07/14	AA	AA
16 协鑫发电 MTN001	7 亿元	2016/03/10-2019/03/10	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.31	6.53	11.32	6.45
资产总额(亿元)	75.38	87.61	118.40	118.95
所有者权益(亿元)	27.04	31.31	35.57	36.16
短期债务(亿元)	31.92	39.83	48.12	39.94
全部债务(亿元)	43.44	49.83	76.70	74.76
营业收入(亿元)	35.38	33.35	35.31	11.19
利润总额 (亿元)	10.41	10.07	10.07	0.59
EBITDA(亿元)	15.62	14.91	15.36	--
经营性净现金流(亿元)	11.98	13.66	14.64	0.76
营业利润率(%)	33.35	33.99	32.95	22.22
净资产收益率(%)	30.75	25.63	22.58	--
资产负债率(%)	64.14	64.26	69.95	69.60
全部债务资本化比率(%)	61.64	61.41	68.32	67.40
流动比率(%)	72.86	42.42	57.60	64.98
全部债务/EBITDA(倍)	2.78	3.34	5.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.26	6.70	5.52	--
经营现金流动负债比(%)	32.53	29.49	26.98	--

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. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

黄 露　唐 岩
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。公司发电机组实际利用小时数稳定在较高水平，整体运行效率保持良好，且受益于煤炭价格下跌，公司电力板块盈利能力有所增强。同时，联合资信也关注到公司单机装机规模小、低毛利率的燃煤贸易板块占比提升以及公司债务结构尚待优化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”和“16 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，公司营业成本得到有效控制，电力板块盈利能力有所提升。
3. 公司EBITDA和经营活动现金流量对存续期内中期票据覆盖程度高。

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”政策对公司有一定影响。
2. 跟踪期内，公司毛利率较高的电力收入有所下降，而毛利率较低的燃煤贸易收入占比提高，公司整体盈利能力有所下降。
3. 公司债务负担较重，债务结构有待优化。
4. 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。

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“15协鑫发电MTN001”和“16协鑫发电MTN001”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 2016 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 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。截至 2015 年底，公司合并范围包括 12 家子公司。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 118.40 亿元，所有者权益 35.57 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 35.31 亿元，利润总额 10.07 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 118.95 亿元，所有者权益 36.16 亿元（含少数股东权益 0.31 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.19 亿元，利润总额 0.59 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

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，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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 年的重点任务是去产能、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。

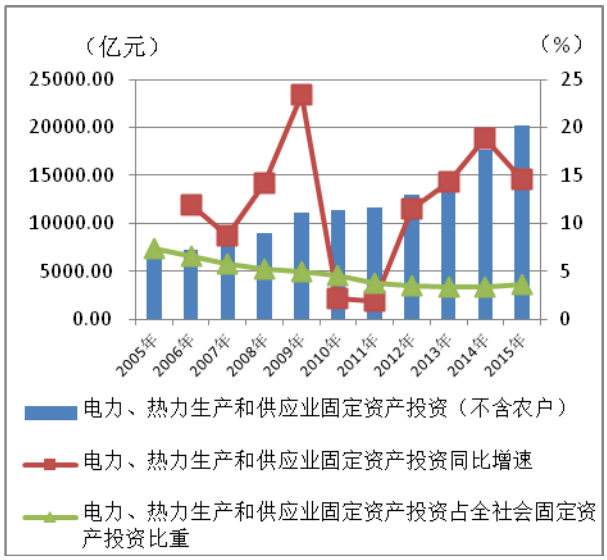
四、行业及区域经济环境

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. 发电行业运行概况

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%。

图 1　近年电力行业累计投资占全国总投资比重

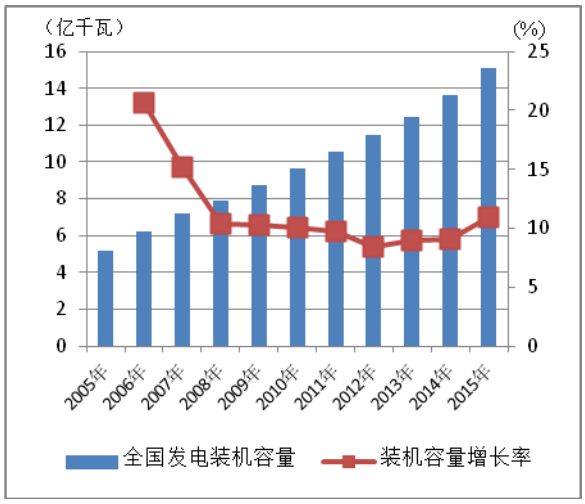


资料来源：国家统计局、Wind 资讯
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据 Wind 资讯数据，2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比上升 10.98%。其中，火电完成投资 1396 亿元，同比上升 21.96%，所占比重为 34.13%；水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%；风电完成投资 1158 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%；核电完成投资 560 亿元，同比上升 5.15%，所占比重为 13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 61.14%，与上年相比有所下降。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千瓦，同比增长 73.7%。清洁能源装机占比达到了 34.35%，且增幅较快。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

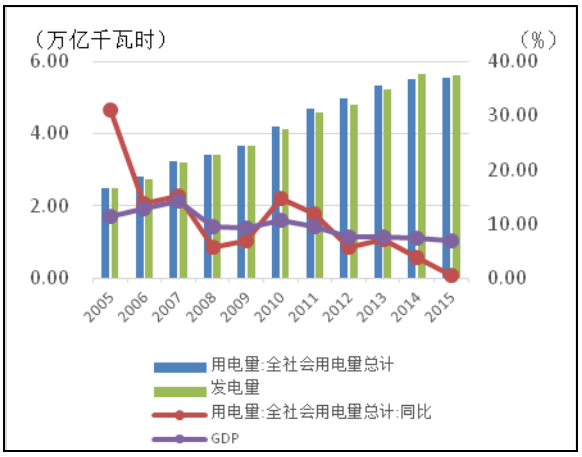
2015 年，全国全口径发电量 56184 亿千瓦时，比上年增长 1.31%。分类型看，火电发电量 42102 亿千瓦时，同比上升 0.89%，占全国发电量的 74.94%，比上年降低 0.26 个百分点；水电发电量 9960 亿千瓦时，同比下降 6.58%，占全国发电量的 17.73%，比上年下降 1.47 个百分点。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3969 小时，同比降低 349 小时。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比减少 48 小时；核电 7350 小时，同比降低 437 小时；风电 1728 小时，同比降低 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和

居民生活用电量增速分别为 2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40年来首次负增长。

图3　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：Wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，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；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

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，煤价继续下跌，2014年12月环渤海动力煤价下降至约525元/吨，较2013年底下降约17%。进入2015年，该指数继续下跌，截至2015年12月底下跌至约370元/吨，较2014年底跌幅约达30%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，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》进一步完善了煤电联动机制，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。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。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。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但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、风电等情节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。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”政策、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。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。

2015 年，太仓实现地区生产总值 1100.08 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.1%；2015 年太仓完成工业总产值 2655.58 亿元，同比增长 1.0%；其中，规模以上工业总产值 2118.24 亿元，增长 1.6%。截至 2015 年底全市规模以上工业企业 1140 家，年产值突破亿元企业 357 家，其中超 20 亿元企业 19 家、超 50 亿元企业 4 家。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3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 2016 年 3 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，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 2016 年 3 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。2015 年公司陆续对 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 号和 5 号机组已分别于上半年和下半年完成改造，其他两台机组将分别于 2016 年完成改造。

创新研发方面，公司现有中高级技术人员 150 人，其中高级工程师 14 名，中级工程师 136 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

由于公司经营管理需要，公司于2015年9月新任副总经理梁志宏先生、财务总监李昭陵先生和总工程师顾孟祥先生。

梁志宏，男，出生于1965年12月，高级工程师，江苏省电力行业协会专家。1988年8月至2003年3月先后任扬州发电有限公司检修工、汽机专工、检修主任、公司副主任等。2003年3月至2007年7月任太仓港协鑫发电有限公司设备部经理，2007年7月至2011年8月任太仓港协鑫发电有限公司副总工程师，2011年8月至2015年9月担任太仓港协鑫发电有限公司总工程师，现为太仓港协鑫发电有限公司副总经理。

李昭陵，男，出生于 1971 年 11 月，中级会计师。曾任铜陵发电厂会计主管、铜电检修有限公司财务经理、太仓港协鑫发电有限公司预算分析会计等。2008 年 3 月至 2011 年 6 月担任太仓港协鑫发电有限公司财务部经理助理，目前担任太仓港协鑫发电有限公司财务总监兼任财务部经理。

顾孟祥，男，出生于1970年05月，高级工程师。2003年9月至2015年01月先后任太仓港协鑫发电有限公司技术员、热控工程师、热控主管、设备部经理助理、设备部经理、副总工程师兼安全生产部经理、副总工程师兼发电部经理，目前担任太仓港协鑫发电有限公司总工程师兼安全生产部经理。

跟踪期内，公司其他高级管理人员和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司为协鑫集团控股有限公司（以下简称“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回升。从收入构成看，公司电力业务地位较为突出，在主营业务收入中占比 72.57%；但受发电量减少以及火电上网电价下调影响，公司电力业务收入规模有所减小，2015 年为 25.05 亿元，同比下降 9.80%。公司热力板块收入稳定扩张，2015 年为 2.25 亿元，占主营业务收入的 6.52%。同期，公司调整煤炭销售模式，并新增苏州协鑫能源科技有限公司（以下简称“苏州协鑫能源”）负责公司燃煤贸易业务，公司燃煤贸易收入规模大幅增长，2015 年 7.09 亿元，同比增长 188.30%。

毛利率方面，受益于煤炭价格的下降，公司电力、热力板块成本大幅下降，毛利率均有所提升，2015 年公司电力板块和热力板块毛利率分别为 40.14%和 42.28%，同比分别上涨 4.79 个百分点和 1.89 个百分点。同期，公司燃煤贸易板块毛利率小幅提升 0.59 个百分点至 2.62%。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，板块毛利率持续为负，但其收入规模占比较小，对公司利润影响水平有限。整体看，公司电力毛利率较高，但由于电力板块收入占比有所减少，公司整体毛利率小幅下降 0.52 个百分点至 32.39%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 11.12 亿元，其中电力业务收入为 5.27 亿元，占主营业务比重进一步下降至 47.35%。同期，公司燃煤贸易业务实现收入 5.14 亿元，占主营业务比重大幅提升至 46.20%。受毛利率较低的燃煤贸易业务比重较大影响，公司整体毛利率较 2015 年全年下降 9.97 个百分点至 22.42%。

表 1　公司主要板块经营情况（单位：亿元、%）

项　目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	31.82	91.91	33.57	27.77	86.11	35.35	25.05	72.57	40.14	5.27	47.35	40.24
热力	1.96	5.66	31.15	1.95	6.05	40.39	2.25	6.52	42.28	0.69	6.20	42.86
燃煤贸易	0.74	2.14	7.65	2.46	7.63	2.03	7.09	20.55	2.62	5.14	46.20	1.56
其他	0.01	0.03	32.03	0.07	0.22	-52.42	0.12	0.35	-9.96	0.03	0.24	-8.15
合计	**34.62**	**100.00**	**32.87**	**32.25**	**100.00**	**32.91**	**34.52**	**100.00**	**32.39**	**11.12**	**100.00**	**22.42**

资料来源：公司提供

2. 电力板块

电力生产和销售

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 2015~2017 年过渡期内仍有一定的发电量计划，但 2017 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。截至 2016 年 3 月底，公司控股装机容量为 130 万千瓦。

参股电厂方面，截至 2016 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%。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，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

（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、元/千瓦时、%）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
发电量	86.51	78.71	75.18	16.83
其中：基本发电量	86.51	78.08	72.04	16.83

上网电量	81.93	74.47	71.02	16.18
其中：基本上网电量	79.27	73.11	68.03	15.87
替代上网电量	0.00	0.60	0.00	0.00
被替代上网电量	2.66	0.76	3.00	0.32
平均利用小时	5510.00	5621.62	5782.77	1294.42
供电标准煤耗	314.00	316.26	314.00	307.00
平均上网电价	0.454	0.435	0.413	0.380
替代电量平均电价	--	0.190	--	--
综合厂用电率	5.30	5.40	5.57	5.74

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。公司因“上大压小”政策而关停的两台机组的过渡电量中，25%为强制性被替代发电量，2015 年，公司实现 3.00 亿千瓦时被替代上网电量，无替代上网电量。

跟踪期内，主要受社会用电需求增速放缓以及外来电增加影响，公司发电量有所减少，2015 年为 75.18 亿千瓦时，同比下降 4.48%；同期，公司实现上网电量 71.02 亿千瓦时。2016 年 1~3 月，公司分别实现发电量和上网电量 16.83 亿千瓦时和 16.18 亿千瓦时，分别为 2015 年全年的 22.38%和 22.79%。

发电效率方面，近年来，公司机组平均利用小时保持在较高水平，同时，受小机组关停影响，公司 2015 年机组平均利用小时数同比增长 161.15 小时至 5782.77 小时。此外，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。2015 年公司供电标准煤耗为 314.00 克/千瓦时，同比下降 0.71%；同期，公司综合厂用电率为 5.57%，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。近年来，全国火电上网电价多次下调，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 2015 年 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；根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105 号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自 2016 年 1 月 1 日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约 3 分钱。截至 2016 年 3 月底，公司平均上网电价为 0.380 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，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）。跟踪期内，公司与北京中能国电合作，并分别于 2015 年上下半年完成 6 号、5 号机组的超低排放改造，实现环保电价 0.388 元/千瓦时。此外，公司进行 3、4 号机组电除尘三相工频电源改选，设计厂家为山西晋浙环保有限公司。随着公司机组改造的逐步完成，公司获得的政府补贴有所增长，一定程度上缓解上网电价下调带来的不利影响。

总体上看，公司发电机组环保改造效果较

好、运行效率较高；公司上网电价相对高，电费回收效果好。同时，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”政策的影响较大。

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。总体看，公司与神华、伊泰合作基础稳定、关系良好，长协煤采购量占比较稳定，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）

	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
总量	**418**	**392**	**348**	**88**
长协煤	**242**	**205**	**191**	**41**
其中：神华	190	175	175	85
伊泰	55	30	16	20
市场煤	**176**	**187**	**157**	**47**
长协煤采购均价	652.73	573.46	462.12	432.24
市场煤采购均价	601.68	534.42	447.63	394.87
标煤采购均价（不含税）	634.72	557.85	456.30	414.68

资料来源：公司提供

由于公司发电量的减少以及度电煤耗的减少，跟踪期内，公司煤炭总采购量有所减少，2015 年为 348 万吨，同比下降 11.22%。采购价格方面，2012 年起煤炭市场景气度不断下行，同时，公司市场煤采购中低卡煤占比逐步提高，2015 年占比 45.11%，市场煤采购均价下降较快；此外，公司与神华、伊泰公司签订长期协议，价格每周与相关指数进行联动，公司长协煤采购价格降幅显著。整体看，随着电煤价格的持续低位盘整，公司标煤采购均价快速下降，2015 年为 456.30 元/吨，同比下降 18.20%。2016 年 1~3 月，公司煤炭采购总量为 88 万吨；同期，公司标煤采购均价为 414.68 元/吨，较 2015 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 237 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 460 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。

总体看，公司煤炭来源稳定，跟踪期内，受益于煤炭价格的持续下降，公司成本得到有效控制；此外，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。

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。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 4400 吨左右，冬季日售汽总量可达 6000 吨以上。

截至 2016 年 5 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，公司主要自行建设热管网，公司已投产热网管线约 150 公里，热用户 204 家。

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 92 家用户；南线为港区南侧化工区，管线 28 公里，覆盖公司目前热力负荷的 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 11 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 23 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。

此外，公司规划建设四条供热主管线，一是浏河线，主管网长度约 11.5 公里，计划覆盖浏河闸北工业区及周边用热企业，已有 9 家企业申请用汽，热负荷 25.3 吨/小时；二是陆渡线，主管网长度约 12 公里，计划覆盖陆渡周边用热企业，已有 8 家企业申请用汽，热负荷 31 吨/小时；三是岳王线，主管网长度约 7 公里，计划覆盖沙溪岳王工业园及周边用热企业，已有 4 家企业申请用汽，热负荷 15.5 吨/小时；四是西北线浮桥支线，主管网长度约 9 公里，计划覆盖 S338 省道以西用热企业，已有 7 家企业申请用汽，热负荷 8 吨/小时。

表 4　公司热力板块主要指标（单位：万吨、元/吨）

	2013 年	2014 年	2015 年
对外售汽量	109.86	112.73	133.75
平均售汽单价（含税）	201.08	194.78	188.90

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，跟踪期内，公司对外售汽量有所增长，2015 年为 133.75 万吨，同比增长 18.65%。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，2015 年公司平均售热价格分别为 188.90 元/吨，同比下降 3.02%。

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、伊泰能源（上海）有限公司和泰德煤网股份有限公司等，2015 年，苏州共能公司合计采购煤炭 133.06 万吨。同期，苏州共能公司主要客户为公司、瑞峰（张家港）光伏科技有限公司和无锡红豆电力燃料有限公司等，2015 年，合计销售煤炭 132.54 万吨，实现贸易收入 4.22 亿元。

苏州协鑫能源于 2015 年 9 月成立，供应商主要为泰德煤网股份有限公司、中海散货运输有限公司和徐州市华资工贸有限公司等，2015 年 9~12 月实现煤炭采购量 137.03 万吨。同期，苏州协鑫能源主要客户为徐州华东煤炭交易市场有限公司、徐州金山桥热电有限公司和徐州市中能电力燃料有限公司等，2015 年 9~12 月，合计销售煤炭 129.85 万吨，实现贸易收入 4.13 亿元。

表 5　煤炭贸易情况

	2013 年	2014 年	2015 年
销售量（万吨）	8.36	58.59	262.39
销售收入（亿元）	0.74	2.46	8.35
毛利率（%）	7.65	2.03	2.62

资料来源：公司提供
注：2015 年煤炭销售收入为苏州共能公司和苏州协鑫能源实际贸易收入加总，不涉及关联交易抵消。

跟踪期内，公司逐步将煤炭贸易调整为整船销售模式加零散地销模式，并新增苏州协鑫能源，煤炭贸易销售量大幅提升，收入随之同比增长 188.21%至 7.09 亿元；但受限于整船销售模式，公司煤炭贸易板块毛利率较低，2015 年为 2.62%。

5. 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，2015 年为 7.78 次；同期，由于公司存货减少，公司存货周转次数有所上升，2015 年为 22.65 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。2015 年公司总资产周转次数下降至 0.34 次，处于行业较好水平。

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 2016 年 3 月底，公司在建项目总投资 29.02 亿元，已完成投资 4.84 亿元，2016~2018 年预计分别投资 5.62 亿元、17.01 亿元和 1.56 亿元，公司投资高峰期为 2017 年。

表 6 截至 2016 年 3 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 2016 年 3 月投资	2016 年投资计划	2017 年投资计划	2018 年投资计划
内蒙古富强风电	49.50MW	42754.50	40017.25	2737.00	--	--
大唐全州新能源有限公司广西黄花岭风电项目	50.00MW	49000.00	3156.00	8000.00	30000.00	7844.00
大唐永州新能源有限公司石岩头风电项目	50.00MW	44300.00	3928.00	40372.00	--	--
吕梁北方电力云顶山新能源有限公司项目	178.10MW	154166.00	1260.00	5117.00	140081.00	7708.00
合计	**327.60MW**	**290220.50**	**48361.25**	**56226.00**	**170081.00**	**15552.00**

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.内蒙古富强风电项目 2014 年 2 月开工，工期 22 个月；大唐永州新能源有限公司石岩头风电项目 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。2015 年 12 月 31 日首台风电机组并网发电，2016 年 3 月 25 日全部风电机组并网发电。预计 2016 年 9 月 30 日完成竣工验收。

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 50MW（25×2MW）的风力发电机组。目前项目各项核准文件已经齐备；项目投资方面，省发改委批复项目总投资 4.90 亿元；设计概算 4.60 亿元；其中资本金 0.99 亿元，截至目前，项目未正式开工建设。

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，并于 2016 年 3 月 28 日正式开工建设，截至目前，工程进展顺利，计划于 2016 年 12 月实现全部风电机组并网发电。

吕梁北方电力云顶山新能源有限公司项目，工程建设规模 178.1MW，年有效运行时间 2579 小时，计划总投资 15.42 亿元。该项目预计 2016 年 8 月 28 日正式开工建设，2017 年 12 月 31 日完工，并于 2018 年 1 月 1 日实现运营。

跟踪期内，公司出资 5.13 亿元取得了新疆国信煤电 50%股权，并于 2016 年 5 月完成股权转让，实现对新疆国信煤电 100%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 2×660MW 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 4×1000MW 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，并已取得工商银行新疆分行的 26.50 亿元银团贷款，根据当前工作进度，预计 2016 年 10 月第一台机组投产，11 月份第二台机组投产。

此外，公司参股滨海项目，目前项目公司已成立，公司将出资 7.35 亿元持有项目公司 49%股权，由国家电力投资集团公司（以下简称“国电投”）持有其余 51%股份。该项目拟建设 2×1000MW 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。该项目预计静态投资 61.57 亿元，单位投资 3078 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。项目工期已于 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。

潞安准东电厂 2×660MW 项目位于新疆准东经济技术开发区将军庙矿区，与大井矿区四号矿井紧邻，互为煤电一体化项目，厂址位于乌准铁路望丘车站旁，距奇台县城约 90km。该项目于 2015 年 1 月 15 日取得自治区人民政府核准，并作为“疆电外送”准东-华东±1100 千伏特高压直流输电工程配套电源点。截至 2016 年 6 月除用地正审及接入系统批复正在办理外，所有手续均已完备。本工程采用超超临界间接空冷燃煤发电机组，拟采用特变电工天池能源 1 号露天矿和神华准东五彩湾三号露天矿煤源作为燃料。足够满足准东煤电项目每年 350 万吨的原煤消耗量。项目计划总投资 48.8 亿元，静态投资 46.1 亿元，项目资金来源除 20%的注册资本金外其余部分将通过项目贷款完成，并与以中国银行为首的银团达成中国人民银行发布的贷款基准利率下浮 10%，贷款周期 18 年，建设期采用信用贷款抵押的贷款有利条件，为电厂项目顺利开展提供了强有利的资金支持。目前两笔注册资本金三方股东均已到位。潞安准东电厂工程两台机组计划于 2018 年 6 月陆续投产。

印尼电力项目，公司于 2016 年与印尼电力公司（PLN）的全资子公司 IP 公司成立合资公司 GCL Indo Tenaga，双方持股比例分别为 65%和 35%，截至目前公司已出资 0.38 亿元，项目仍处于前期选址阶段。该项目计划建设 2 台 12.5 万千瓦的燃煤项目，项目总投资 3.96 亿美元，平均有效年利用小时数 7008 小时，长期原煤价格 42.25 美元/吨，预计 2020 年 4 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。

八、财务分析

公司提供的2013~2015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审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

截至2015年底，共有12家公司纳入合并范围，合并范围变化对公司财务数据有一定影响。

截至2015年底，公司（合并）资产总额118.40亿元，所有者权益35.57亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2015年，公司实现营业收入35.31亿元，利润总额10.07亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额118.95亿元，所有者权益36.16亿元（含少数股东权益0.31亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入11.19亿元，利润总额0.59亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受燃煤贸易规模增长影响，公司营业收入规模有所提升，2015年为35.31亿元，同比增长5.88%。同期，伴随公司业务的小幅扩张，公司营业成本同比增长7.72%至23.37亿元，增幅高于营业收入增幅，导致公司营业利润率下降至32.95%，同比减少1.04个百分点。

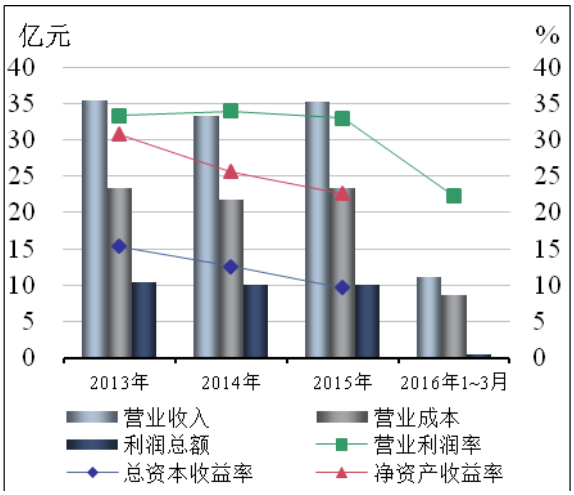
从期间费用看，2015年公司期间费用总额为5.20亿元，同比增长66.30%。其中，财务费用为3.36亿元，同比增长95.05%，占期间费用的64.53%，由于公司全部债务的增长导致公司利息支出的增加。同期，公司期间费用占营业收入的占比提升至14.72%，同比增长5.35个百分点，公司整体费用控制能力有所减弱。

2015年，公司投资收益为3.24亿元，同比增长51.88%，主要为对国华太仓发电有限公司和中电投协鑫滨海发电有限公司的投资收益。2015年，由于公司关停小机组，计提固定资产减值损失同比增长7.47倍至2.68亿元；同期，公司获得小火电容量指标转让收入2.70亿元。此外，由于煤炭消耗量转让收入（0.40亿元）增长影响，公司营业外收入大幅增长至3.20亿元。

受上述因素影响，2015年，公司实现利润总额10.07亿元，较2014年变化不大。

从盈利指标看，由于煤炭价格的持续下跌，公司电力及热力板块毛利率均有所提升，但由于低毛利率的燃煤贸易业务规模占比提升，跟踪期内，公司整体营业利润率下降至32.95%。同期，由于公司所有者权益和债务规模的快速上升，总资本收益率和净资产收益率均呈现下降趋势，2015年分别为9.63%和22.58%。

图4　公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2016年1~3月，公司实现营业收入11.19亿元，为2015年全年的31.68%；伴随着燃煤贸易板块收入占比的进一步提升，公司营业利润率下降至22.22%；同期，公司实现利润总额为0.59亿元，占2015年全年的5.86%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所提升，但受低毛利率的燃煤贸易业务收入占比提升影响，公司营业利润率降低，整体盈利能力有所下降。此外，公司投资收益和营业外收入对公司利润贡献较高。

2. 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，2015年公

司经营活动现金流入量为 51.91 亿元，同比增长 12.04%，主要由于集团内部资金往来增长导致公司收到其他与经营活动有关的现金流入量的增长。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金流出量快速增长带动公司经营活动现金流出同比增长 14.07%至 37.28 亿元。2015 年，公司经营活动产生的现金净流入量为 14.64 亿元，同比增长 7.17%。收入实现质量方面，2015 年现金收入比为 112.13%，跟踪期内，公司现金收入实现质量有所下降，但仍保持在较高水平。

从投资活动看，由于公司委托贷款规模及与关联方的计息往来款规模较小，公司收回投资收到的现金以及受到其他与投资活动有关的现金流入量大幅减少，导致公司投资活动现金流入量同比下降 74.04%至 4.21 亿元。同期，受技改项目及基建项目投资增加影响，公司购建固定资产、无形资产支付的现金大幅增长至 4.26 亿元；公司投资支付的现金同比下降 35.34%至 16.32 亿元，导致公司投资活动现金流出量同比减少 9.96%至 27.19 亿元。2015 年，由于公司投资活动现金流入量的大幅下降，公司投资活动现金净流出规模大幅增长至 22.97 亿元。

2015年，筹资活动前公司现金活动表现为净流出8.34亿元，公司经营活动不可以覆盖投资活动的现金需求，公司对外筹资压力较大。

银行借款为公司的主要筹资方式，2015年公司筹资活动现金流入量为75.01亿元，其中取得借款收到的现金占52.34%。同期，公司筹资活动现金流出合计66.22亿元，相应主要表现为偿还债务支付的现金（占73.74%）。2015年，公司筹资活动产生的现金流净流入8.79亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 9.96 亿元和 0.76 亿元，分别占 2015 年全年的 19.18%和 5.22%。同期，公司现金收入比进一步下降至 88.18%。2016 年 1~3 月，公司缩减投资规模，投资活动产生的现金净流出为 2.32 亿元；同期，公司筹资活动现金净流出 3.44 亿元，导致公司货币资金的减少。

总体看，公司经营性现金流入稳定，收入实现质量较好；受投资活动收回现金规模减少影响，公司投资活动现金净流出规模较大，未来或将面临较大的筹资压力。

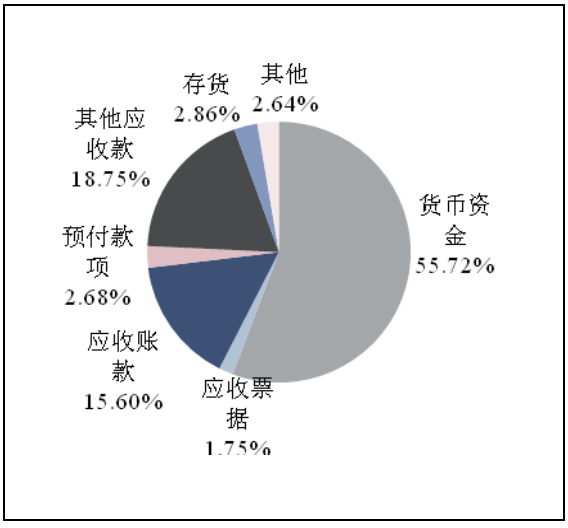
3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，受合并范围变化及业务规模扩张影响，公司资产规模有所扩大，截至2015年底为118.40亿元，同比增长35.14%。其中，流动资产占比26.39%，非流动资产占比73.61%，公司资产以非流动资产为主，符合电力行业特点。

截至2015年底，公司流动资产合计31.24亿元，同比增长59.05%，主要由于货币资金的增长。公司流动资产主要由货币资金（占比55.72%）、应收账款（15.60%）和其他应收款（占比18.75%）构成。

图5 2015年公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金17.41亿元，其中银行存款占39.93%，其他货币资金占60.07%，主要为保证金，公司受限资金占比高。同期，公司应收账款4.88亿元，其中，账龄1年以内占比99.13%。公司应收账款主要为对江苏省电力公司的应收电费（占52.14%）；此外，

由于公司扩大燃煤贸易规模，应收煤炭款规模快速增长。截至2015年底，公司其他应收款5.86亿元，同比增长133.76%，主要为下属子公司的资金占用较高。其中，与新疆国信煤电能源有限公司的资金往来款占比52.82%。按账龄计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占比83.01%，1~2年的占比11.51%，2年以上的占比5.48%，公司其他应收款账龄有所缩减。同期，公司存货0.89亿元，同比下降23.59%，主要因为煤炭价格持续下跌，公司储煤等原材料价值减少，占存货的36.83%，比重同比减少50.33个百分点。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。

截至2015年底，公司非流动资产合计87.16亿元，同比增长28.23%，主要由于可供出售金融资产和长期股权投资的快速增长。截至2015年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比27.88%）、长期股权投资（占比33.26%）和固定资产（占比29.90%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产合计24.30亿元（主要由股权投资基金构成），同比增长63.75%，主要由于公司扩大对苏州国泰鑫能股权投资基金的投资4.85亿元，并新增对南京鑫能阳光产业投资基金的投资4.46亿元。同期，公司长期股投资合计28.97亿元（其中，对联营企业的投资占比78.73%），同比增长35.27%，主要由于分别增加对新疆国信煤电能源有限公司、国华太仓发电有限公司和中电投协鑫滨海发电有限公司的投资2.12亿元、2.07亿元和1.96亿元。截至2015年底，公司固定资产原值63.59亿元，主要为发电及供热设备（占比54.78%）和建筑物（占比14.54%）。2015年，公司累计折旧34.56亿元，同期，公司关停小机组，计提减值准备2.97亿元，同比增长8.28倍；截至2015年底，公司固定资产净值26.06亿元，同比下降13.25%。

截至2016年3月底，公司资产总额118.95亿元，其中，流动资产占比26.21%，非流动资产占比73.79%，较2015年底变化不大。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益35.57亿元，同比增长13.62%，主要由于未分配利润的增长。公司归属母公司的所有者权益中，实收资本占比42.21%、资本公积占比0.20%、盈余公积占比14.98%、未分配利润占比42.61%。受益于公司合并范围的扩大以及太仓港香江假日酒店有限公司扭亏为盈，公司少数股东权益由负转正，截至2015年底为351.96万元。截至2016年3月底，公司所有者权益合计36.16亿元，其中，少数股东权益进一步增长至3053.87万元。总体看，由于未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱。

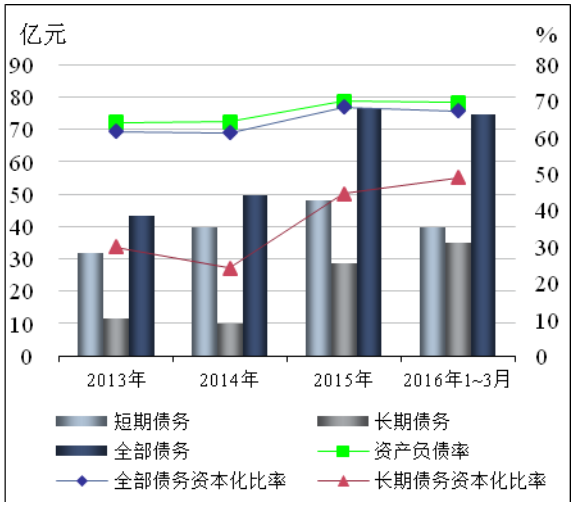
负债

截至2015年底，受长期应付款快速增长影响，公司负债合计82.83亿元，同比增长47.11%。其中，流动负债占比65.49%，非流动负债占比34.51%，公司非流动负债占比有所提升。

截至2015年底，公司流动负债合计54.24亿元，同比增长17.14%，主要由于一年内到期的非流动负债和其他流动负债（短期融资券）的快速增长。同期，公司同交银施罗德资产管理有限公司签订资产支持证券认购协议，新增长期应付款19.12亿元，带动公司非流动负债同比增长185.87%至28.59亿元。

有息债务方面，随着一年内到期的非流动负债和长期应付款的快速增长，公司全部债务规模快速增长，截至2015年底为76.70亿元，其中，短期债务占比62.73%，同比下降17.20个百分点，公司短期偿债压力有所减轻。跟踪期内，随着公司业务规模的扩张，债务规模有所增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所提升，截至2015年底分别为69.95%、68.32%和44.56%。公司债务负担有所加重。

图6　近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至2016年3月底，公司负债总额为82.80亿元，较2015年底变化不大，但流动负债占比进一步下降至57.94%。截至2016年3月底，公司全部债务小幅下降至74.76亿元，其中短期债务占比进一步下降至53.42%。债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅回落至69.60%和67.40%；同期，长期债务资本化比率进一步上升至49.06%。

总体看，跟踪期内，公司负债结构与资产结构逐步趋于匹配，整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司流动资产的快速增长，公司流动比率和速动比率均呈现增长趋势，截至 2015 年底分别为 57.60%和55.95%，同比分别上涨 15.18 个百分点和 16.06 个百分点。2015 年公司经营现金流动负债比为26.98%，公司经营活动现金流量对流动负债的覆盖能力较好。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别进一步提升至 64.98%和61.52%。总体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为15.36亿元，同比增长2.97%。但同期，由于公司债务规模增长快，2015年，EBITDA利息倍数下降至5.52倍；全部债务/EBITDA上升至5.00倍。总体看，公司整体偿债能力有所减弱。

截至目前，公司待偿还中期票据为2亿元“15协鑫发电MTN001”和7亿元“16协鑫发电MTN001”，以未来单年最高偿付额7亿元进行测算，2015年，公司EBITDA对存续期内中期票据的保障倍数为2.19倍；2015年，公司经营活动现金流入量和现金净流量分别为51.91亿元和14.64亿元，对存续期内中期票据的保障倍数分别为7.42倍和2.09倍。公司EBITDA和经营活动现金流对存续期内中期票据的保障程度强。

截至 2016 年 3 月底，公司分别为兰溪协鑫环保热电有限公司、新疆国信煤电能源有限公司、开滦协鑫发电有限公司和协鑫集成科技有限公司提供担保，金额分别为 0.80 亿元、6.00 亿元、0.67 亿元和 7.78 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。上述担保合计 25.25 亿元，担保比率为 69.83%，公司担保比率高。但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。

公司以三期的五号机组 9.34 亿元（资产原值）抵押获得工商银行贷款 4.60 亿元（目前余额 3.80 亿元）；以三期的六号机组 9.62 亿元（资产原值）用于交银资产证券化的一项增信措施；以二期的三号机组 10.10 亿元抵押获得国家开发银行贷款 3.10 亿元（目前余额 3.10 亿元）；以公司房产及土地资产合计 6.12 亿元（资产原值）抵押获得渣打银行（中国）有限公司贷款 5.00 亿元（目前余额 1.12 亿元）。此外，公司以电费收费权为质押募集资产证券化资金 20.00 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 49.40 亿元，尚未使用的授信额度为 12.36 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2016年7月4日，公司本部无不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

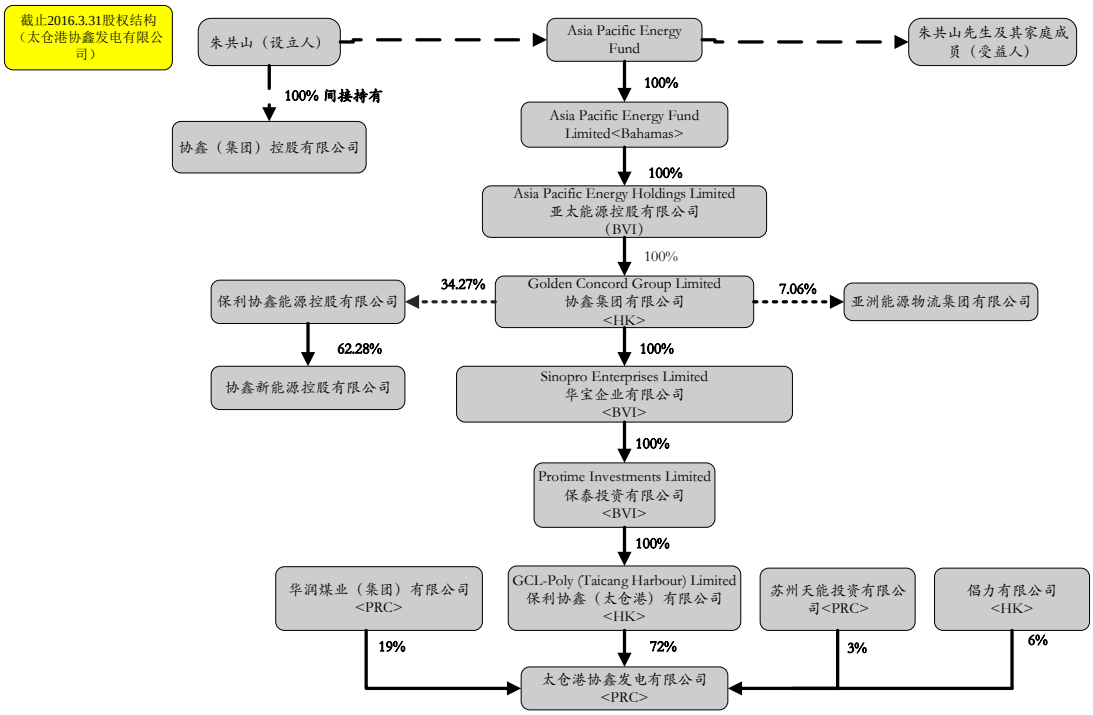
6. 抗风险能力

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。

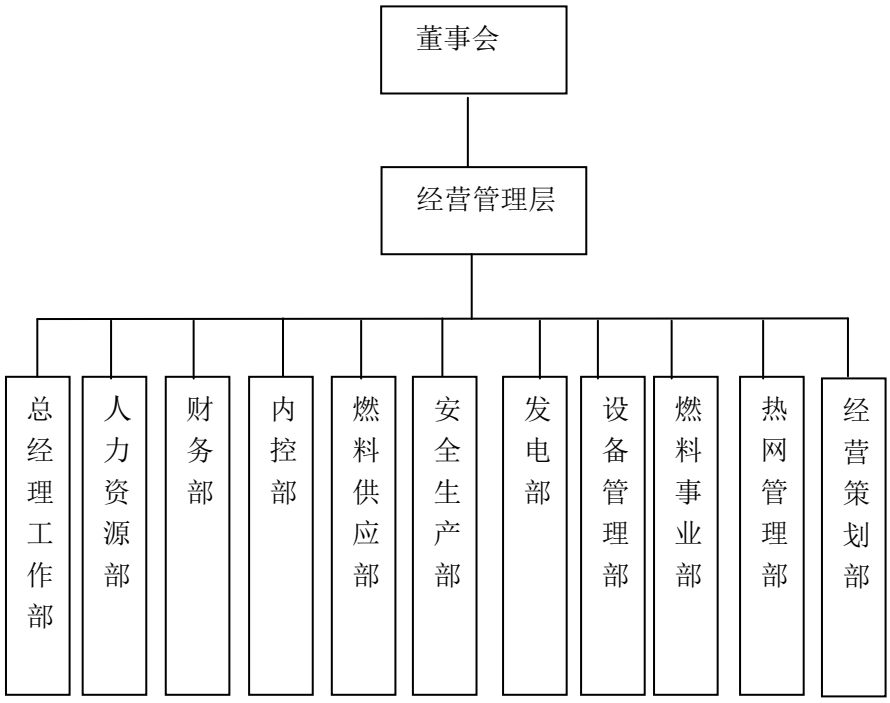
九、结论

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”和“16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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.31	6.53	11.32	6.45
资产总额(亿元)	75.38	87.61	118.40	118.95
所有者权益(亿元)	27.04	31.31	35.57	36.16
短期债务(亿元)	31.92	39.83	48.12	39.94
长期债务(亿元)	11.52	10.00	28.59	34.82
全部债务(亿元)	43.44	49.83	76.70	74.76
营业收入(亿元)	35.38	33.35	35.31	11.19
利润总额(亿元)	10.41	10.07	10.07	0.59
EBITDA(亿元)	15.62	14.91	15.36	--
经营性净现金流(亿元)	11.98	13.66	14.64	0.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.27	8.86	7.78	--
存货周转次数(次)	16.03	16.56	22.65	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.41	0.34	--
现金收入比(%)	116.36	126.17	112.13	88.18
营业利润率(%)	33.35	33.99	32.95	22.22
总资本收益率(%)	15.33	12.63	9.63	--
净资产收益率(%)	30.75	25.63	22.58	--
长期债务资本化比率(%)	29.88	24.21	44.56	49.06
全部债务资本化比率(%)	61.64	61.41	68.32	67.40
资产负债率(%)	64.14	64.26	69.95	69.60
流动比率(%)	72.86	42.42	57.60	64.98
速动比率(%)	68.92	39.90	55.95	61.52
经营现金流动负债比(%)	32.53	29.49	26.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.26	6.70	5.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.78	3.34	5.00	--

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. 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　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。