

新疆天富热电股份有限公司
2012年5亿元公司债券
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



新疆天富热电股份有限公司

2012年5亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果:

本期债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

增信方式: 保证担保

债券到期日期: 2017年06月06日

评级日期: 2014年05月15日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对新疆天富热电股份有限公司(以下简称“天富热电”或“公司”)及其2012年6月发行的5亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的2014年跟踪评级结果维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望维持为稳定。

主要财务指标:

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
总资产(万元)	1,156,660.05	1,126,978.32	909,730.68
归属于母公司所有者权益(万元)	444,443.44	432,437.35	235,186.55
资产负债率	60.40%	60.47%	72.73%
流动比率	1.14	1.23	1.77
速动比率	0.99	1.07	1.62
营业总收入(万元)	83,064.29	310,750.34	291,835.00
营业利润(万元)	13,560.54	29,517.82	26,329.76
利润总额(万元)	14,909.87	33,457.24	30,078.28
综合毛利率	27.92%	26.51%	25.81%
总资产回报率	-	4.99%	5.92%
EBITDA(万元)	-	79,233.67	76,686.54
EBITDA利息保障倍数	-	3.20	3.32
经营活动现金流净额(万元)	536.60	63,934.32	1,335.82

资料来源:公司提供

正面：

- 跟踪期内，公司供电、天然气业务保持较快增长，业务规模进一步扩大；
- 跟踪期内，非公开发行股票进一步提升公司资本实力；
- 跟踪期内，担保方经营状况良好，对本期债券的偿还提供了一定保障。

关注：

- 公司供电、天然气业务成本上升，相应毛利率水平有所下降；
- 公司前五大客户收入集中度较高，其所处行业多属于强周期性行业，公司未来供电收入或呈现一定的波动性；
- 未来新建供电项目投入运营导致装机容量大幅增加，实际产能消化情况需进一步关注；
- 公司资产构成中固定资产和在建工程占比较高，资产流动性一般；
- 未来随着对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求；
- 公司资产负债率较高，且有息负债规模较大，未来存在一定的偿付压力；
- 公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

分析师

姓名：刘儒 王贞姬

电话：010-66216006

邮箱：liur@pyrating.cn

一、 本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]649号文核准，公司于2012年6月公开发行5亿元公司债券，债券票面年利率为5.50%，扣除发行费用后，募集资金净额为49,200万元。募集资金全部用于补充公司流动资金。

本期债券的起息日为2012年6月6日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的6月6日为上一个计息年度的付息日。如投资者选择回售，则2013年至2015年每年的6月6日为回售部分债券上一个计息年度的付息日。公司有权决定是否在本期债券存续期限的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。本期债券的兑付日为2017年6月6日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年6月6日。

本期债券募集资金总额为5亿元，全部用于补充公司流动资金。截至2013年12月31日，公司募集资金已全部使用完毕。公司于2013年6月6日为本期债券每100元面值派发利息5.50元（含税）。截至2013年12月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

表1 截至2013年12月31日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额（亿元）	本金兑付/回售金额（亿元）	利息支付（万元）	期末本金余额（亿元）
2013年6月6日	5	-	2,750	5

资料来源：公司提供

二、 发行主体概况

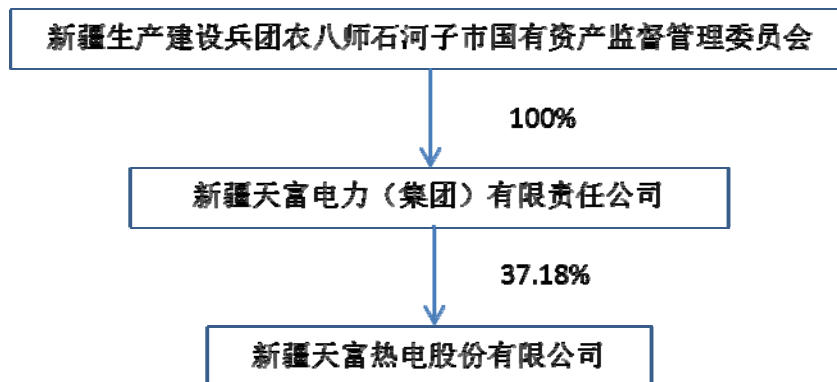
跟踪期内，2013年3月19日公司向新疆天富电力（集团）有限责任公司（以下简称“天富电力”）、信达澳银基金管理有限公司等8名发行对象非公开发行人民币普通股25,000万股，发行价格为7.55元/股，募集资金总额188,750.00万元，扣除各项发行费用后的募集资金净额为人民币182,831.55万元，均为货币资金。其中转入股本人民币25,000.00万元，余额人民币157,831.55万元转入资本公积。公司本次定向增发所募集的资金主要用于投入天富南热电厂二期2×300MW热电联产工程（总计划投资约25亿元）。

跟踪期内，公司合并报表范围新增石河子市天源惠泉天然气有限公司、石河子市天源惠新天然气有限公司，同时新疆天富国际经贸有限公司不再纳入公司合并报表范围。

截至2014年3月31日，公司注册资本金变更为90,570万元，公司第一大股东仍为天

富电力，实际控制人仍为新疆生产建设兵团农八师石河子市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2014年3月31日公司产权和控制关系图



资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司资产总额为 1,126,978.32 万元，归属于母公司所有者权益为 432,437.35 万元，资产负债率为 60.47%。2013 年度，公司实现营业总收入 310,750.34 万元，利润总额 33,457.24 万元，经营活动产生的现金流量净额 63,934.32 万元。

截至 2014 年 3 月末，公司资产总额为 1,156,660.05 万元，归属于母公司所有者权益为 444,443.44 万元，资产负债率为 60.40%。2014 年 1-3 月，公司实现营业总收入 83,064.29 万元，利润总额 14,909.87 万元，经营活动产生的现金流量净额 536.6 万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司收入仍主要来自于供电、供热业务，2012-2013 年公司供电收入占主营业务收入比例分别为 74.56%、82.47%，占比进一步提高；天然气业务增长迅速，但收入规模仍相对较小，在主营业务收入中占比较少；2013 年 5 月公司将新疆天富国际经贸公司全部股权转让给天富电力，其他商品收入同比大幅下降。

表 2 2012-2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电	246,938.98	28.07%	209,575.34	30.54%
热	30,930.89	-1.96%	31,615.05	7.07%
天然气	12,015.92	42.88%	8,824.06	47.30%
建筑施工	5,895.27	7.85%	7,842.20	14.84%
其他商品	3,649.00	10.02%	23,228.16	-17.20%

合计	299,430.07	24.95%	281,084.81	24.04%
----	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司供电业务快速增长，但外购电量占比较高；随着新建气站的投入运营，公司天然气业务将继续呈现快速增长趋势；公司前五大客户集中度较高，但客户构成较为稳定

跟踪期内，公司凭借自身作为石河子地区唯一合法的电力供应商的自然垄断优势、较为完善的输配电系统以及近年石河子经济持续稳定的发展，供电、供热业务持续快速发展。2013年，公司供电量为 84.66 亿千瓦时，同比增长 25.42%。其中公司自有电厂发电量 28.81 亿千瓦时，同比下降 12.16%，主要是由于跟踪期内公司实施“上大压小”战略关停西热发电小机组及设备进行停产检修所致；由于自有电厂发电量的同比下降，为保障石河子地区日益增长的用电需求，公司外购电量同比大幅增加，2012-2013 年外购电量所占当年供电量的比例分别为 57.84%、69.76%，占比进一步提高。同期由于供电量的增加，作为电力副产品的热力供应亦同比有所增长，其中外购热力规模增加较快且外购热力价格高于公司自产热力成本，公司供热业务有所亏损。截至 2014 年 3 月末，公司拥有发电总装机容量 512MW，变电站 46 座，换热站 156 个，供热面积达 1,520 万平方米。未来随着在建供电项目的投入运营，公司发电总装机容量将大幅增加，公司供电能力将进一步增强。

表 3 2012-2013 年及 2014 年 1-3 月公司供热、供电业务情况

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
发电量（亿千瓦时）	6.02	28.81	32.80
外购电量（亿千瓦时）	15.44	59.06	39.04
供电量（亿千瓦时）	20.66	84.66	67.50
售电量（亿千瓦时）	20.23	83.38	65.24
电力平均价格（元/千瓦时）	-	0.30	0.32
供热量（万吉焦）	327.16	1,587.19	1,461.88

注：1、发电量和外购电量之和与供电量有差异是由于发电量中包含电厂自用电；

2、售电量与供电量存在差异是由于存在输电线路损耗；

3、2013 年电力平均价格同比有所下降，主要是由于新增用电客户以工业客户为主，工业客户执行电价相对较低导致平均电价同比有所下降。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司实际运营的加气站与 2012 年相同仍为 4 座，但由于公司新增对工业客户的天然气供应，2013 年公司天然气供应总量为 6,728.36 万立方米，同比增长 22.42%，供应客户以居民、车用、工业客户为主。随着 2013 年末公司新建加气站陆续投运，2014 年全年投入运营的加气站数量将达到 15 座以上，预计 2014 年公司天然气销售将呈现快速增长趋

势。

表 4 2012-2013 年及 2014 年 1-3 月公司天然气业务情况

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
天然气供应（万立方米）	2,094.95	6,728.36	5,496.10
其中：居民	667.25	1,916.44	1,827.46
商服	190.44	749.36	651.13
车用	968.31	3,083.20	3,017.51
工业	268.95	979.36	0
天然气加气站数量（座）	15	11	4
天然气管网（公里）	471	471	439
天然气销售量（万立方米）	2,094.95	6,728.36	5,496.10

注：2013 年公司实际运营加气站数量仍为 4 座，表中数据是指 2013 年内逐步建设完成并陆续办理完成全部相关手续的加气站。

资料来源：公司提供

2012-2013 年公司电、热销售合计占主营业务收入的比例分别为 85.81%、92.80%，占比进一步上升。同时我们注意到 2012-2013 年公司前五大客户收入占公司营业收入的比例分别为 36.13%、41.38%，客户集中度较高。但从客户构成来看，公司客户仍以天山铝业有限公司、新疆晶鑫硅业有限公司、新疆西部合盛硅业有限公司等为主，客户稳定性较好。同时我们关注到，公司主要下游客户多从事铝、硅等产品的生产，所处行业属于强周期性行业，公司未来供电收入或呈现一定的波动性。

表 5 2012-2013 年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	前五名客户	营业收入	占营业收入比重
2013 年	天山铝业有限公司	68,245.04	21.96%
	新疆大全新能源有限公司	17,602.94	5.66%
	新疆晶鑫硅业有限公司	16,283.37	5.24%
	新疆天业股份有限公司（电石厂）	13,658.58	4.40%
	新疆西部合盛硅业有限公司	12,791.30	4.12%
	合计	128,581.23	41.38%
2012 年	天山铝业有限公司	45,912.82	15.73%
	新疆西部合盛硅业有限公司	31,581.93	10.82%
	新疆晶鑫硅业有限公司	11,610.79	3.98%
	石河子市国能能源投资有限公司	11,346.42	3.89%
	新疆天盛实业有限公司	4,996.19	1.71%
	合计	105,448.15	36.13%

资料来源：公司提供

在建项目的完工将进一步提升公司供电能力，但较大的投资规模使得公司存在较大的

资金压力，未来实际产能消化情况需进一步关注

2012-2013年，由于公司逐步实施“上大压小”战略关停部分能耗较高的机组以及对设备进行停产检修导致自有电厂发电量同比下降，为保障地区用电需求，2012-2013年外购电量所占当年供电量的比例分别为57.84%、69.76%，占比进一步提高。规模较大的外购电量导致公司营业成本的增加，对公司的整体盈利能力产生一定影响。

为缓解外购电量成本较高以及满足石河子地区日益增长的用电需求，公司通过新建和改扩建等方式增大总装机容量。截至2013年末，公司在建供电项目主要包括天富发电厂一期2×660MW工程、天富热电垃圾发电项目、天富热电2X300MW项目、红山电厂二、三、四、五级增效扩容项目等，上述项目全部投入运营后，公司将新增2,022MW总装机容量，项目总投资74.35亿元，尚需投资50.86亿元，存在较大资金缺口，未来将主要依靠债务融资以及股权融资等方式筹集资金。总体来看，公司电力总装机容量未来将呈现跨越式发展，供电业务具备较大的增长空间，但较大规模的投资也将给公司带来较大的资金压力。同时公司计划通过“疆电东送”以及与农六师、农七师并网供电等措施来消化新增产能，但实际消化情况需后续进一步关注。

表6 截至2013年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	装机总容量	已投资	预计投产时间
天富发电厂一期2×660MW工程	420,000	2×660MW	145,883	2015.6
天富热电垃圾发电项目	38,060	2×12MW	13,407	2014.9
天富热电2X300MW项目 ¹	257,384	2×300MW	73,216	2014.6
红山电厂二、三、四、五级增效扩容项目	28,099	78MW	2392	2015.12
总计	743,543	2,022MW	234,898	

资料来源：公司提供

四、 财务分析

（一）财务分析基础说明

本节财务分析的基础是经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2013年审计报告以及未经审计的2014年一季度财务报表。财务报告均按照新会计准则

¹ 该项目有约5.7亿元的投资由于未收到发票，故计入预付账款，实际项目已投资总额约13亿元。

则编制。跟踪期内公司通过新设方式成立全资子公司石河子市天源惠泉天然气有限公司、石河子市天源惠新天然气有限公司。根据公司与新疆天富电力（集团）有限责任公司于 2013 年 6 月 6 日签订的股权转让协议，公司及石河子开发区天富电力物资有限责任公司将其持有的新疆天富国际经贸有限公司全部股权转让给新疆天富电力（集团）有限责任公司。新疆天富国际经贸有限公司期末资产负债表不再纳入合并资产负债表范围，期初至处置日的利润表和现金流量表纳入合并利润表和合并现金流量表。公司报表合并范围见附录四。

（二）财务状况

跟踪期内，公司资产规模增长较快，但整体资产流动性一般；受在建工程规模大幅增加影响，公司总资产周转天数同比大幅上升；受人工成本上涨、增量气规模增加影响，公司供电、天然气毛利率水平均出现一定程度的下滑；公司经营活动现金流大幅上升，未来随着对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求；公司有息负债规模较大，未来存在一定的偿付压力

跟踪期内，由于在建工程规模的同比大幅增加导致公司资产规模亦有所增加。从资产构成来看，固定资产和在建工程占比较高，资产流动性一般。

表7 2012-2013年及2014年3月公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,501.78	5.58%	90,359.61	8.02%	150,378.70	16.53%
应收票据	34,594.64	2.99%	17,414.31	1.55%	42,743.56	4.70%
应收账款	42,719.45	3.69%	47,417.89	4.21%	40,927.10	4.50%
预付款项	79,566.99	6.88%	76,136.33	6.76%	78,860.21	8.67%
其他应收款	93,873.32	8.12%	92,040.51	8.17%	80,441.98	8.84%
存货	46,065.86	3.98%	49,312.92	4.38%	37,095.29	4.08%
流动资产合计	361,415.25	31.25%	372,824.85	33.08%	430,568.85	47.33%
长期股权投资	28,809.14	2.49%	28,809.14	2.56%	25,555.57	2.81%
固定资产	323,934.53	28.01%	330,913.92	29.36%	287,331.52	31.58%
在建工程	410,263.95	35.47%	365,517.13	32.43%	127,235.05	13.99%
工程物资	13,979.31	1.21%	11,315.50	1.00%	24,316.95	2.67%
无形资产	9,043.09	0.78%	8,353.64	0.74%	5,257.42	0.58%
非流动资产合计	795,244.80	68.75%	754,153.47	66.92%	479,161.84	52.67%
资产总计	1,156,660.05	100.00%	1,126,978.32	100.00%	909,730.68	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金以银行存款为主，占货币资金总额的比例为 95.86%；货

币资金中银行汇票保证金及信用保证金等受限制的货币资金为 3,737.93 万元，规模较小。2013 年及 2014 年 3 月底货币资金持续下降，主要是由于跟踪期内公司在建工程项目持续投入所致。公司应收票据主要是以票据结算的电、热销售款，2013 年应收票据规模同比下降，主要是由于将未到期票据对外支付所致。应收账款是应收电、热等销售款项，主要应收对象为新疆生产建设兵团八师天山铝业有限公司、新疆天盛实业有限公司、新疆西部合盛硅业有限公司等，前 5 大应收客户金额占应收账款总额比例为 52.89%，客户集中度较高；截至 2013 年底，公司对应收账款共计计提了 9,612.33 万元的坏账准备。预付款项主要是预付在建工程的工程及设备款，近年由于在建工程规模较大，预付款项规模相应较大；其他应收款主要是公司出资代建石河子国有资产经营（集团）有限公司工程项目形成的应收工程款，项目建设内容主要为 2 台 330MW 热电机组。根据项目代建协议约定，公司按工程决算金额的 1.21% 收取代建管理费，但账款回收时间未做明确约定。考虑到石河子国有资产经营（集团）有限公司为政府背景单位，款项未来回收较有保障；公司存货包括原材料、库存商品以及工程施工，其中工程施工、原材料占比较高，且对原材料和库存商品共计计提了 727.56 万元的坏账准备；跟踪期内，长期股权投资增加主要是新增加了对北京中富通新能源投资有限公司的投资，公司持股比例为 45%；固定资产主要包括房屋建筑物、专用设备，固定资产同比大幅增加主要是由于从在建工程转入增加所致。固定资产中专用设备占比 68.30%，该部分资产变现能力较差；在建工程大幅增加主要是热网改造、220Kv 送电工程、南热电二期 2*300MW 工程等持续投入所致。截至 2014 年 3 月，在建工程规模仍持续呈现上升趋势。

跟踪期内，由于电、热、气销售量的增加，公司销售收入和应收账款规模均同比增加，综合来看，应收账款周转天数同比有所增加。公司应付账款周转天数大幅上升，考虑到 2013 年应付账款中应付工程代建款规模较大，公司对工程代建方资金占用规模较大，但剔除代建款对指标的影响后，公司实际经营活动应付账款周转天数水平仍然偏低，客户对公司资金仍存在一定的占用。由于跟踪期内货币资金、应收票据规模同比减少，公司流动资产周转天数同比大幅下降。固定资产规模的同比增加导致固定资产周转天数上升。此外，受在建工程规模增幅较大影响，公司总资产周转天数同比大幅上升。

表8 2012-2013年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	86.02	72.95
存货周转天数	68.11	60.03
应付账款周转天数	153.98	88.57

净营业周期	0.15	44.42
流动资产周转天数	431.91	531.14
固定资产周转天数	383.36	354.44
总资产周转天数	1,305.59	1,122.22

注：应收账款周转天数、应付账款周转天数计算中分别考虑了应收票据、应付票据因素

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，由于电力、天然气销售量的增加，公司收入规模上升；2013年5月公司将新疆天富国际经贸公司全部股权转让给天富电力，其他商品收入同比大幅下降。从各项业务毛利率水平来看，跟踪期内公司整体工资成本增长约20%，同时受外购电量增加以及新建发电机组部分转入固定资产计提折旧等因素影响，供电业务毛利率水平同比有所下降；跟踪期内天然气供应量同比大幅增加，增量气规模较大且增量气采购价格高于存量气采购价格，天然气业务毛利率水平同比有所下降但仍处于较高水平，未来随着新建气站投入运营，公司增量气规模仍将大幅增加，该项业务毛利率水平或将继续下降。跟踪期内，由于公司管理费用同比增加，公司期间费用率水平略有上升。

表9 2012-2013年及2014年1-3月公司盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2014年1-3月	2013年	2012年
营业总收入	83,064.29	310,750.34	291,835.00
营业利润	13,560.54	29,517.82	26,329.76
利润总额	14,909.87	33,457.24	30,078.28
净利润	12,455.93	27,712.63	25,916.78
综合毛利率	27.92%	26.51%	25.81%
期间费用率	11.08%	14.47%	14.43%
总资产报酬率	-	4.99%	5.92%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司的 FFO（经营所得现金）小幅增加，同期受公司经营应收项目占用资金同比大幅下降影响，公司经营活动现金流净额同比大幅上升。

跟踪期内，由于公司新建发电项目大规模投入，公司投资活动现金流出规模较大。未来随着公司在建项目的持续投入，公司投资活动现金流仍将持续处于净流出状态。由于公司跟踪期内项目投入的持续增加，公司通过银行借款及非公开发行股票等融资方式筹集资金规模较大，但同期由于偿还借款规模较大，公司筹资活动现金净流入规模同比有所下降。总体来看，由于近年在建项目投入规模较大，公司经营活动产生的现金未能满足公司投资活动需求，公司投资活动所需资金仍将依赖于筹资活动。未来随着公司对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求。

表10 2012-2013年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	27,712.63	25,916.78
非付现费用	35,145.90	31,945.37
非经营损益	16,412.51	19,116.74
FFO	79,271.04	76,978.89
营运资本变化	-15,336.71	-75,643.05
其中：存货减少	-12,237.32	-2,055.73
经营性应收项目减少	-14,082.08	-67,086.58
经营性应付项目增加	10,982.69	-6,500.74
经营活动现金流量净额	63,934.32	1,335.82
投资活动的现金流量净额	-175,250.88	-61,024.13
筹资活动产生的现金流量净额	52,295.06	113,767.64
现金及现金等价物净增加额	-59,031.84	54,069.21

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，应付账款的大幅增长导致负债规模的同比增加。同时受益于公司非公开增发普通股所致的股本及资本公积的增加，公司自有资本实力得到增强。整体来看，跟踪期内公司负债与所有者权益比率同比大幅下降，但财务安全性仍处于一般水平。

表11 2012-2013年及2014年3月公司资本结构（单位：万元）

资本构成	2014年3月	2013年	2012年
负债总额	698,668.92	681,443.12	661,683.35
其中：流动负债	318,375.95	303,405.20	242,843.86
非流动负债	380,292.97	378,037.92	418,839.49
所有者权益	457,991.13	445,535.20	248,047.33
负债与所有者权益比率	152.55%	152.95%	266.76%

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司短期借款均为保证借款，由母公司天富电力提供保证担保。公司应付账款主要是应付上海电气集团股份有限公司以总承包方式承建的天富发电厂一期2*600MW工程项目垫付的工程款；预收款项主要是公司下属工程公司预收工程款项；其他应付款以往来款为主。公司长期借款以保证借款为主，由母公司天富电力提供保证担保。应付债券包括2007年和2012年分别发行的2.8亿元和5亿元公司债券，期限分别为10年和5年，票面利率分别为4.5%和5.5%；长期应付款以应付新疆生产建设兵团农八师财务局的借款为主；其他非流动负债主要是政府贴息和拨付的专项资金，该部分无实际偿债压力。整体来看，截至2013年底，公司有息负债规模占负债总额的比例为49.43%，公司未来存在一定的偿付压力。

表12 2012-2013年及2014年3月公司负债结构（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	62,000.00	8.87%	56,000.00	8.22%	97,800.00	14.78%
应付账款	164,241.28	23.51%	136,810.06	20.08%	32,192.77	4.87%
预收款项	38,298.03	5.48%	47,029.78	6.90%	41,180.40	6.22%
其他应付款	42,772.05	6.12%	45,365.32	6.66%	35,163.60	5.31%
流动负债合计	318,375.95	45.57%	303,405.20	44.52%	242,843.86	36.70%
长期借款	196,730.81	28.16%	196,095.81	28.78%	250,635.95	37.88%
应付债券	79,298.46	11.35%	79,407.42	11.65%	79,056.19	11.95%
长期应付款	41,778.36	5.98%	39,546.65	5.80%	38,168.65	5.77%
其他非流动负债	62,485.35	8.94%	62,988.04	9.24%	50,978.70	7.70%
非流动负债合计	380,292.97	54.43%	378,037.92	55.48%	418,839.49	63.30%
负债总额	698,668.92	100.00%	681,443.12	100.00%	661,683.35	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，由于公司资产规模的较快增加，公司资产负债率同比下降，但仍处于较高水平。未来随着在建工程的持续投入，公司债务融资规模或将继续增大，公司资产负债率预计仍将维持在较高水平。跟踪期内，公司流动比率和速动比率均略有下降。2013年，由于公司在建工程规模较大，资本化利息同比大幅增加，EBITDA利息保障倍数有所下滑。

表13 2012-2013年及2014年3月公司偿债能力指标

项目	2014年3月	2013年	2012年
资产负债率	60.40%	60.47%	72.73%
流动比率	1.14	1.23	1.77
速动比率	0.99	1.07	1.62
EBITDA利息保障倍数	-	3.20	3.32

资料来源：公司审计报告

五、 债券偿还保障分析

跟踪期内，担保方天富电力经营状况良好，对本期债券的偿还提供了一定保障

本期债券由天富电力提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

天富电力下属主要子公司包括天富热电、石河子天富实业有限公司（以下简称“天富实业”）、新疆天富煤业有限公司（以下简称“天富煤业”）、石河子天富饭店管理有限责任公司和石河子开发区天富科技有限责任公司。跟踪期内，天富电力的注册资本、实际控制人均未

发生变化。天富电力子公司石河子天源燃气有限公司通过新设方式成立全资子公司石河子市天源惠泉天然气有限公司，注册资本为 10 万元；通过新设方式成立全资子公司石河子市天源惠新天然气有限公司，注册资本为 1,000 万元。

跟踪期内，天富电力供电、天然气销售量快速增长带动相应收入稳步增长，其中天然气业务收入规模仍相对较小，在主营业务收入中占比较少；房产销售收入保持稳定增长趋势；其他业务收入包括贸易收入、饮食旅游服务业收入等，其中贸易收入大幅下滑。

表 14 2012-2013 年天富电力主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电	246,938.98	28.07%	209,575.34	30.54%
热	30,930.89	-1.96%	31,615.05	7.07%
房产销售	75,912.66	61.41%	74,476.27	49.90%
天然气	12,015.92	42.88%	8,824.06	47.30%
建筑施工	7,068.34	9.33%	7,842.20	14.84%
其他业务	16,135.21	9.92%	31,007.18	4.16%
合计	389,002.01	31.56%	363,340.10	30.28%

资料来源：天富电力审计报告

截至 2013 年末，天富电力资产总额为 2,043,882.86 万元，归属于母公司所有者权益为 151,041.57 万元，资产负债率为 78.68%。2013 年度，天富电力实现营业收入 401,102.89 万元，利润总额 45,103.29 万元，经营活动产生的现金流量净额 66,393.64 万元。截至 2014 年 3 月末，天富电力资产总额为 2,120,720.31 万元，归属于母公司所有者权益为 156,359.17 万元，资产负债率为 78.82%。2014 年 1-3 月，天富电力实现营业收入 94,653.19 万元，利润总额 16,928.71 万元，经营活动产生的现金流量净额 7,335.39 万元。

表 15 2012-2013 年及 2014 年 1-3 月天富电力主要财务指标

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,120,720.31	2,043,882.86	1,472,341.08
归属于母公司所有者权益（万元）	156,359.17	151,041.57	115,006.79
资产负债率	78.82%	78.68%	82.85%
流动比率	1.18	1.12	1.23
速动比率	0.99	0.93	0.98
营业收入（万元）	94,653.19	401,102.89	374,783.83
营业利润（万元）	15,657.04	40,441.74	43,147.42
利润总额（万元）	16,928.71	45,103.29	47,527.74

综合毛利率	32.82%	32.64%	31.56%
总资产回报率	-	4.10%	9.29%
EBITDA (万元)	16,928.71	106,394.71	101,077.65
EBITDA 利息保障倍数	-	3.33	3.06
经营活动现金流净额 (万元)	7,335.39	66,393.64	-4,806.69

注：2012 年总资产回报率计算中只取当年资产额。

资料来源：天富电力审计报告

总体来看，担保方天富电力经营状况良好，对本期债券的偿还提供了一定保障。

六、或有事项

截至 2013 年 12 月底，公司累计为母公司天富电力提供对外担保 288,000 万元，为新疆天富国际经贸有限公司提供对外担保 3,000 万元，合计提供对外担保 291,000 万元，占当期净资产的比例为 65.31%，或有负债规模较大，存在较大的或有负债风险。

七、评级结论

跟踪期内，公司供电、天然气业务快速增长带动收入的同比增加；非公开发行股票进一步提升公司资本实力；担保方经营状况良好，对本期债券的偿还提供了一定保障。同时鹏元关注到，公司供电、天然气业务成本上升，相应毛利率水平同比下降；公司前五大客户收入集中度较高，其所处行业多属于强周期性行业，公司未来供电收入或呈现一定的波动性；未来新建供电项目投入运营导致装机容量大幅增加，实际产能消化情况需进一步关注；公司资产构成中固定资产和在建工程占比较高，资产流动性一般；未来随着对在建项目的持续投入，公司存在较大的资金需求；公司资产负债率较高，且有息负债规模较大，未来存在一定的偿付压力；公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年
货币资金	64,501.78	90,359.61	150,378.70
应收票据	34,594.64	17,414.31	42,743.56
应收账款	42,719.45	47,417.89	40,927.10
预付款项	79,566.99	76,136.33	78,860.21
应收股利	93.21	143.29	122.01
其他应收款	93,873.32	92,040.51	80,441.98
存货	46,065.86	49,312.92	37,095.29
流动资产合计	361,415.25	372,824.85	430,568.85
长期应收款	3,484.36	3,484.36	3,238.23
长期股权投资	28,809.14	28,809.14	25,555.57
投资性房地产	797.51	757.73	787.87
固定资产	323,934.53	330,913.92	287,331.52
在建工程	410,263.95	365,517.13	127,235.05
工程物资	13,979.31	11,315.50	24,316.95
无形资产	9,043.09	8,353.64	5,257.42
长期待摊费用	870.06	968.70	1,079.24
递延所得税资产	4,062.84	4,033.35	4,359.98
非流动资产合计	795,244.80	754,153.47	479,161.84
资产总计	1,156,660.05	1,126,978.32	909,730.68
短期借款	62,000.00	56,000.00	97,800.00
应付票据	7,352.00	11,942.00	14,408.00
应付账款	164,241.28	136,810.06	32,192.77
预收款项	38,298.03	47,029.78	41,180.40
应付职工薪酬	5,871.35	9,238.85	4,209.15
应交税费	-2,798.02	-3,416.23	4,549.72
应付利息	203.84	-	554.80
应付股利	435.43	435.43	435.43
其他应付款	42,772.05	45,365.32	35,163.60
一年内到期的非流动负债	-	-	12350.00
流动负债合计	318,375.95	303,405.20	242,843.86
长期借款	196,730.81	196,095.81	250,635.95
应付债券	79,298.46	79,407.42	79,056.19
长期应付款	41,778.36	39,546.65	38,168.65
其他非流动负债	62,485.35	62,988.04	50,978.70
非流动负债合计	380,292.97	378,037.92	418,839.49
负债合计	698,668.92	681,443.12	661,683.35

实收资本(或股本)	90,569.66	90,569.66	65,569.66
资本公积	256,342.71	256,342.71	98,511.15
盈余公积	19,852.70	19,852.70	17,239.55
未分配利润	77,678.37	65,672.29	53,866.19
归属于母公司所有者权益合计	444,443.44	432,437.35	235,186.55
少数股东权益	13,547.69	13,097.84	12,860.78
所有者权益合计	457,991.13	445,535.20	248,047.33
负债和所有者权益总计	1,156,660.05	1,126,978.32	909,730.68

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、营业总收入	83,064.29	310,750.34	291,835.00
其中：营业收入	83,064.29	310,750.34	291,835.00
二、营业总成本	69,503.75	281,394.97	265,096.39
其中：营业成本	59,870.17	228,363.16	216,511.72
营业税金及附加	429.15	1,373.16	2,072.23
销售费用	1,153.07	4,475.14	3,610.31
管理费用	4,280.89	24,241.64	20,208.38
财务费用	3,770.47	16,244.74	18,298.09
资产减值损失	-	6,697.12	4,395.66
加：投资收益	-	162.44	-408.85
其中：对联营和合营企业的投资收益	-	4.68	-455.95
三、营业利润	13,560.54	29,517.82	26,329.76
加：营业外收入	1,396.79	4,563.53	5,389.53
减：营业外支出	47.46	624.12	1,641.02
其中：非流动资产处置净损失	33.26	54.61	0.11
四、利润总额	14,909.87	33,457.24	30,078.28
减：所得税	2,453.94	5,744.60	4,161.50
五、净利润	12,455.93	27,712.63	25,916.78
归属于母公司所有者的净利润	12,006.08	27,124.31	25,661.81
少数股东损益	449.85	588.32	254.96

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	90,067.40	361,513.04	287,328.34
收到的税费返还	39.27	209.47	-
收到其他与经营活动有关的现金	1,088.22	11,549.26	9,372.94
经营活动现金流入小计	91,194.89	373,271.77	296,701.27
购买商品、接受劳务支付的现金	62,371.67	227,827.39	217,511.16
支付给职工以及为职工支付的现金	12,016.09	39,071.76	36,559.71
支付的各项税费	5,451.98	22,968.06	22,063.82
支付其他与经营活动有关的现金	10,818.56	19,470.24	19,230.76
经营活动现金流出小计	90,658.29	309,337.46	295,365.46
经营活动产生的现金流量净额	536.60	63,934.32	1,335.82
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	800.00	19,267.47
取得投资收益收到的现金	50.07	57.60	35.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	122.00	76.40	2,833.13
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	174.05	-
投资活动现金流入小计	172.07	1,108.05	22,135.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	25,552.67	172,358.93	78,259.87
投资支付的现金	-	4,000.00	4,900.00
投资活动现金流出小计	25,552.67	176,358.93	83,159.87
投资活动产生的现金流量净额	-25,380.60	-175,250.88	-61,024.13
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	182,831.55	1,968.60
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	1,968.60
取得借款收到的现金	38,200.00	142,001.70	238,169.75
发行债券收到的现金	-	-	50,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,195.00	17,917.02	34,160.81
筹资活动现金流入小计	39,395.00	342,750.28	324,299.16
偿还债务支付的现金	31,565.00	250,277.09	171,979.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,105.91	37,476.12	36,695.97
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	351.26	919.21
支付其他与筹资活动有关的现金	-	2,702.00	1,856.50
筹资活动现金流出小计	36,670.91	290,455.21	210,531.51
筹资活动产生的现金流量净额	2,724.09	52,295.06	113,767.64
四、汇率变动对现金的影响	-	-10.35	-10.11
五、现金及现金等价物净增加额	-22,119.90	-59,031.84	54,069.21

加：期初现金及现金等价物余额	86,621.68	145,653.53	91,584.31
期末现金及现金等价物余额	64,501.78	86,621.68	145,653.53

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	27,712.63	25,916.78
加：资产减值准备	6,697.12	4,395.66
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	27,711.71	26,904.80
无形资产摊销	387.86	312.24
长期待摊费用摊销	349.21	332.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	13.62	681.49
财务费用	17,338.00	19,068.66
投资损失	-162.44	408.85
递延所得税资产减少	-776.67	-1,042.26
存货的减少	-12,237.32	-2,055.73
经营性应收项目的减少	-14,082.08	-67,086.58
经营性应付项目的增加	10,982.69	-6,500.74
经营活动产生的现金流量净额	63,934.32	1,335.82
现金的期末余额	86,621.68	145,653.53
减：现金的期初余额	145,653.53	91,584.31
现金及现金等价物净增加额	-59,031.84	54,069.21

附录四 截至2013年12月31日公司纳入合并范围内子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主要业务
上海汇合达投资管理有限公司	5,000	100%	企业资产经营管理、国内贸易、实业投资、新能源产品、节能设备、化工专业领域内的“四技”服务、计算机系统集成、计算机硬件的研发
石河子天富农电有限责任公司	10,000	100%	农八师石河子垦区及沙湾、玛纳斯、克拉玛依小拐乡等地的电力供应及配电设备安装、运行、维护等
玛纳斯天富水利发电有限公司	2,000	100%	水利发电、水利工程设备制造、维护安装；水利发电技术培训
石河子开发区天富水利电力工程有限责任公司	6,000	86.67%	水利水电工程施工，工业与农用建筑工程施工
石河子市天富信息有限责任公司	500	95.65%	计算机软件开发、网络系统集成通信工程
石河子开发区天富电力物资有限责任公司	1,400	100%	输变电设备、配电盘、线路用金属制品、建材、装饰材料、仪器仪表等
新疆天富国际经贸有限公司	3,000	100%	五金交点、矿产品、化工产品、机电产品、边境小额贸易等
石河子开发区天富生化技术有限责任公司	1,000	75%	酮酸生产销售、医药中间体的研发、销售及技术咨询服务
石河子开发区天富燃料运输有限公司	1,000	55%	汽车运输、汽车配件、润滑油、煤炭的销售
石河子市天富电力设计有限公司	100	100%	送变电工程设计
石河子天富南热电有限公司	4,326 万美元	75%	电力、蒸汽的生产与销售
新疆天富特种纤维纸浆制造有限公司	4,000	80%	纸、保温材料、纤维、建筑材料、化工产品的生产与销售
石河子天富装饰装修工程有限公司	500	60%	装饰装修工程施工，装饰装修材料、水暖建材五金交电销售
上海合达炭素材料有限公司	3,765	51%	新材料、机电、化工、炭素、电容器专业领域内的技术开发
上海安妥欣医药科技有限公司	150	100%	医药产品开发，提供相关的技术开发、技术服务
新疆安妥欣医药科技有限公司	150	100%	医药及医疗设备的研究
石河子开发区天富饮品有限公司	200	85%	饮品的研究，技术咨询及服务
新疆天富天然气有限责任公司	1,000	65%	液化天然气批发零售
石河子市天源惠众天然气有限公司	4,017.60	51%	天然气零售

石河子市天源惠泉天然气有限公司	10	100%	天然气零售、天然气加气站经营管理
石河子市天源惠新天然气有限公司	1,000	100%	天然气输配及使用过程中的维修、管理及用户服务
石河子市天源燃气有限公司	3,811	80%	液化石油气，天然气；灶具，燃气具配件

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。