



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪256号

新疆天富能源股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新疆天富能源股份有限公司2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十日

新疆天富能源股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	新疆天富能源股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期，2016/03/08—2021/03/08		
上次评级时间	2016/03/01		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

天富能源	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	44.55	45.39	47.27	48.34
总资产（亿元）	112.70	142.95	173.02	178.33
总债务（亿元）	34.34	46.72	62.21	76.20
营业总收入（亿元）	31.08	35.59	34.84	8.77
营业毛利率（%）	26.51	26.13	30.06	29.21
EBITDA（亿元）	7.92	9.43	11.78	-
所有者权益收益率（%）	6.22	7.91	6.62	6.78
资产负债率（%）	60.47	68.25	72.68	72.90
总债务/EBITDA（X）	4.33	4.95	5.28	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.20	3.59	2.45	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年一季度所有者权益收益率已年化处理。

分析师

王维 wwang@ccxr.com.cn

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 20 日

基本观点

电力行业与国家宏观经济的发展密切相关，2015 年我国经济整体运行持续下行，用电需求占比较大的工业生产放缓尤为明显，全社会用电量略有增长，增速同比较大幅度下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了新疆天富能源股份有限公司（以下简称“天富能源”或“公司”）装机规模大幅增长，供电主业毛利率有所提高，天然气业务发展迅速、保持较高毛利率水平。同时，我们也关注到区域经济增速放缓风险、有息债务增长较快等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持天富能源主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“新疆天富能源股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA。

正面

- 发装机规模大幅增长。2015 年，公司完成对石河子市国能能源投资有限公司下属天河电厂的收购，新增火电装机容量 66 万千瓦，年末可控装机容量达 183.3 万千瓦。此外，天富发电厂 2×66 万千瓦热电联产工程项目已获核准批复，未来公司发电能力或将进一步提升。
- 供电主业毛利率有所提高。2015 年，得益于公司可控装机容量大幅增长，成本较高的外购电规模减少，公司发电、购电比例优化；同期得益于煤炭价格持续下行，公司自发电成本降低，供电毛利率有所提升。
- 天然气业务发展迅速，保持较高毛利率水平。2015 年，公司天然气业务投资加速，全年新增加气站 8 座，其中投产 7 座。截至 2015 年末，公司天然气管网已达 529 公里，较上年末增长 6.22%。同期，受益于在售价下降的同时，公司天然气采购价格降幅较大，其

业务毛利率上升至 47.97%，较上年提高 5.64 个百分点，保持较高毛利率水平。

关 注

- 区域经济增长放缓风险。电力行业与国民经济尤其是工业的增长速度密切相关，因此区域经济增长的放缓对公司收入增长造成较大的影响。此外，公司电力销售客户集中度较高，且多为周期性较强的行业，其营业收入的增长面临一定的不确定性。
- 有息债务增长较快加大偿债压力。截至 2015 年末，公司资产负债率同比上升 4.43 个百分点至 72.68%，总债务同比增长 33.16% 至 62.21 亿元，偿债压力有所加大。此外，公司在建项目后续需投资的规模较大，存在一定的资金压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

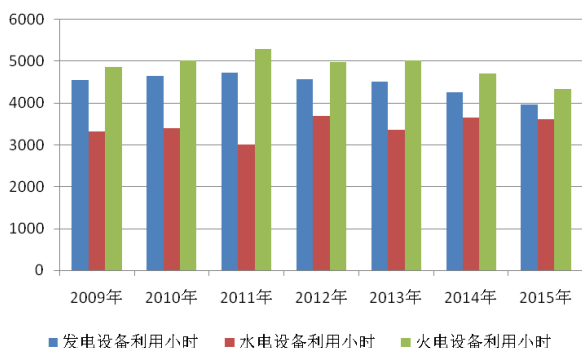
行业关注

受制于工业用量下行及能源结构调整的压力，2015 年我国全社会用电量增速继续放缓；同时，在清洁能源和节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2015 年，受制于工业用量下行及能源结构调整的压力，同时受到气温、降水等因素的影响，全社会用电量增速同比继续放缓，当年全社会用电量累计达到 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速大幅回落 3.75 个百分点。

由于用电需求增速的放缓，主要发电设备平均利用小时数也有所下降。2015 年全年，全国 6,000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 3,969 小时，同比大幅下降 349 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3,621 小时，同比减少 48 小时；火电设备平均利用小时为 4,329 小时，同比降低 410 小时。

图 1：2009~2015 年全国 6,000 千瓦以上电力设备利用小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

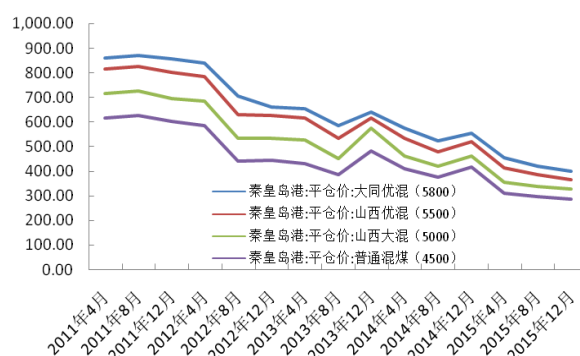
伴随着经济增速的放缓，全社会用电需求增速下降，能源结构将进一步深入调整，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

得益于煤炭价格的持续下降，我国火电企业盈利仍保持较高水平，而 2015 年煤电机组上网电价的再次下调对煤电企业盈利能力的的影响值得关注。

2014 年以来，受到宏观经济增速放缓和新能源

装机比重增加的共同影响，火电设备平均利用小时数显著降低；同时，我国火电结构进一步优化，技术水平进一步提升，高参数、大容量、高效环保型机组比例提高，截至 2015 年末，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗较上年同期下降 4% 至 315 克/千瓦时。进入 2016 年，该指标进一步下降，截至 2016 年 3 月末，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗 304 克/千瓦时。2015 年，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，截至 2015 年 12 月，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 366 元/吨，降幅达到 29.62%。

图 2：2011.4~2015.12 动力煤价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

电价方面，继 2013 年全国大范围下调煤电机组上网电价后，2015 年 4 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价，平均降幅为 0.02 元/千瓦时；同时，为减轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调 0.018 元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，加大惩罚性电价执行力度。

2015 年 12 月，国家发改委出台《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改委下发《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》，根据煤电价格联动机制有关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工

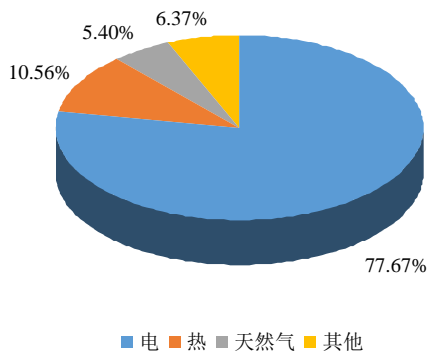
商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币 0.03 元。

总体来看，近年来煤炭价格的大幅回落使得火电企业成本压力有所减轻，但受近年来宏观经济增速放缓的影响，当年全国用电需求增速有所回落，且受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比大量减少。同时，根据煤电联动政策，2015 年 12 月煤电企业上网电价再次下调，其将对煤电企业未来的盈利能力造成一定影响。

业务运营

公司主营电力、热力生产供应，天然气供应等业务，是石河子垦区唯一合法的电力供应商，也是新疆唯一一家集热、电联产，水火电并举，发供调配的能源工业企业。目前，电、热、天然气业务是天富能源主要的收入和利润来源。2015 年，天富能源实现营业收入 34.84 亿元，同比下降 2.11%，其中，供电业务实现收入 27.06 亿元，同比下降 3.60%，占总营业收入的 77.67%，占比较上年减少 1.20 个百分点；供热业务实现收入 3.68 亿元，同比增长 6.04%，占总营业收入的 10.56%，占比较上年增加 0.81 个百分点；天然气业务实现收入 1.88 亿元，同比下降 7.94%，占总营业收入的 5.40%，占比较上年下降 0.34 个百分点。三者合计营业收入占总营业收入的 93.63%。

图 3：2015 年公司收入分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，通过外购电厂，公司可控装机容量显著增长，发电能力有效提升；同期，公司新增在建热电联产机组规模较大，建成后或将进一步提升公司发电能力。

2015 年，公司完成对石河子市国能能源投资有限公司下属天河电厂的收购，新增火电装机容量 66 万千瓦。截至 2016 年 3 月末，公司已投产可控装机容量为 183.3 万千瓦，较 2014 年末增长 56.27%。其中，火电机组装机容量 167 万千瓦，占公司总装机容量的比重达 91.11%；水电机组装机容量 13.1 万千瓦，占公司总装机容量的比重为 7.15%；光伏发电机组以及垃圾发电机组装机容量较 2014 年末保持不变，分别为 2 万千瓦和 1.2 万千瓦。此外，2015 年公司新疆石河子开发区化工新材料产业园天富发电厂一期 2×66 万千瓦热电联产工程项目获得新疆生产建设兵团发展和改革委员会核准批复，项目总投资金额 48.52 亿元，年末投资进度为 65.24%，预计将于 2016 年 12 月投产，投产后或将进一步提升公司发电能力。

随着公司电力装机容量的扩大，2015 年公司完成总发电量 56.83 亿千瓦时，同比增长 44.75%。分机组来看，2015 年公司火力机组完成发电量 52.19 亿千瓦时，同比增长 45.41%，占总发电量的 91.84%，火电发电量大幅增长主要由新收购的天河电厂 66 万千瓦热电联产机组投运贡献所致。设备运行方面，2015 年公司火电机组利用小时数为 4,442 小时，同比减少 1412 小时，主要系公司下半年完成天河电厂收购使得火电装机容量大幅增长所致。煤炭采购和利率效率方面，2015 年公司平均煤炭采购单价为 140.71 元/吨，受益于煤炭价格持续下行同比下降 13.25%；同期综合供电煤耗为 329 克/千瓦时，同比下降 33 克/千瓦时，供电标准煤耗有所下降。2016 年一季度，公司实现火电发电量 19.34 亿千瓦时。

表 1: 2013~2016 年 3 月公司火电机组运营情况

火电指标	2013	2014	2015	2016.Q1
发电量（亿千瓦时）	24.34	35.88	52.19	19.34
上网电量（亿千瓦时）	21.29	31.73	46.77	17.30
机组利用小时数（小时）	6,500	5,854	4,442	1,158
供电煤耗（克/千瓦时）	349	362	329	284
综合厂用电率（%）	11.17	10.97	10.38	10.55
公司电网平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.25	0.25	0.25	0.25
平均煤炭采购单价（元/吨）	158.39	162.21	140.71	122.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水力发电方面，受益于从 2014 年初开始进行增效扩容的天富红山嘴电厂于 2015 年 5 月重新投入运营，且装机规模增加 1.6 万千瓦，公司水电机组全年完成发电量 4.05 亿千瓦时，同比增长 20.05%，占总发电量的 7.13%。设备运行水平方面，2015 年水电机组利用小时数为 3,229 小时，同比增加 315 小时，由于天富红山嘴电厂重新投产机组利用率有所提高。2016 年一季度，公司实现水电发电量 0.38 亿千瓦时。

表 2: 2013~2016 年 3 月公司水电机组运营情况

水电指标	2013	2014	2015	2016.Q1
发电量（亿千瓦时）	4.47	3.37	4.05	0.38
上网电量（亿千瓦时）	4.30	3.23	3.92	0.36
机组利用小时数（小时）	3,885	2,914	3,229	292
公司电网平均上网电价（元/千瓦时）（含税）	0.20	0.20	0.20	0.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新能源方面，2015 年公司光伏发电量、垃圾发电量分别完成发电量 0.27 亿千瓦时和 0.32 亿千瓦时，合计占总发电量的 1.04%，占比较小。2016 年一季度公司实现光伏发电量 0.046 亿千瓦时、垃圾发电量 0.092 亿千瓦时。

总体来看，2015 年公司整体装机容量保持较快增长趋势，火电装机规模占比显著上升。除外购电厂外，公司在建火电装机容量规模较大，预期公司未来发电能力将进一步增强。

受区域经济增长放缓影响，公司售电量同比小幅减少，供电收入有所下降；同期受益于装机容量的扩大，公司自发电规模增加，外购电规模下降明显，发电、购电比例优化，此外，煤炭价格走低、能耗下降使得自发电成本降低，公司供电毛利率有所提高。

2015 年石河子垦区实现生产总值 437.83 亿元，同比增长 11.3%，较上年下降 4.1 个百分点；实现工业增加值 141.32 亿元，同比增长 10.4%，较上年下降 7.7 个百分点，其中，实现规模以上工业增加值 132.64 亿元，同比增长 7.0%，较上年下降 18.7 个百分点；完成全社会固定资产投资 355.78 亿元，同比增长 3.4%，较上年下降 11.5 个百分点。2015 年，石垦子地区完成发电量 378 亿千瓦时，同比增长 18.4%，较上年下降 11.6 个百分点；用电量 367 亿千瓦时，同比增长 18.1%，较上年下降 10.9 个百分点。

公司是石河子市地区唯一合法的电力供应商，拥有独立的配售电网络。公司电网不受国家电网公司控制，独立运营。目前，公司在石河子垦区已建立了完善的输配电系统，拥有由 220KV、110KV、35KV、10KV 多等级输配电线路组成的电网体系，供电营业区面积约 7,000 平方公里。公司近年来加大电网建设的投资力度，2015 年电网建设投资 12.74 亿元，同比增长 272.51%。截至 2016 年 3 月末，公司输电线路长度 1,653.14 公里，变电设备容量 361 万千瓦安。

2015 年，石河子垦区区域经济增长放缓，规模以上工业企业增加值的增速减缓尤为明显。公司大型客户主要为石河子工业企业，全年前五大客户销售收入占营业收入的比重为 41.69%，占比较上年提高 2.32 个百分点，客户集中度依然较高，且多为铝、硅、矿等强周期性的行业，其用电需求更易受宏观经济影响而产生较大波动。受此影响，2015 年公司完成售电量 91.93 亿千瓦时，同比下降 4.25%，供电收入 27.06 亿元，同比下降 3.60%。

受益于公司火电装机容量的增加，公司自发电规模增加，成本较高的外购电规模下降明显，发电、购电结构进一步优化。2015 年，公司完成自发电量

56.83 亿千瓦时，同比增长 44.75%，占发电、购电总量的 57.18%，占比较上年增加 18.69 个百分点；外购电量 42.56 亿千瓦时，同比下降 32.18%。同期，煤炭价格走低、能耗下降使得公司自发电单位成本下降，2015 年公司供电毛利率提高 6.43 个百分点至 32.16%。

表 3：2014~2015 年公司供电业务运营情况

	2014 年	2015 年
发电量（亿千瓦时）	39.26	56.83
外购电量（亿千瓦时）	62.75	42.56
供电量（亿千瓦时）	97.76	93.76
售电量（亿千瓦时）	96.01	91.93
服务客户数（万户）	32.45	35.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司供电主业受益于外购电量占比显著下降以及能耗成本降低毛利率水平有所提升，同期虽受区域经济增速放缓影响其业务收入小幅下降，整体仍保持较好的盈利水平。

提前供暖导致供热成本增加，公司供暖业务毛利率水平显著下降。未来随着新增热电联产机组的投产，将进一步摊薄供热单位成本，公司供暖业务盈利能力或有望回升。

公司供热业务主要为石河子市居民供暖和为当地企业提供工业用蒸汽，目前公司已基本整合石河子市区的供热市场，并以“热电联产”方式实现全城市的集中供热。

受工业用蒸汽需求下降影响，2015 年公司完成供热量 1,859.46 万吉焦，同比下降 3.88%。截至 2016 年 3 月末，公司共有换热站 185 座，供热面积 1,817 万平方米（建筑面积），2016 年一季度公司完成供热量 1,020 万吉焦。此外，天富发电厂 2×66 万千瓦热电联产项目已获批，预计将于 2016 年 12 月投产，投产后或将进一步提升公司供热能力。

供热价格包括采暖费和蒸汽费，由政府统一制定，2013 年以来没有变动。虽然 2015 年供热量同比下降，但公司供热户数增长较快，供暖按户收取的采暖费占供热收入比重较大，因此，公司全年供热收入同比有所增长。2015 年公司供热收入 3.68 亿元，同比增长 6.04%。由于石河子市天气骤变，公司集中人力、财务、物力，于 10 月 3 日提前 12

天对市区进行供暖，导致供暖成本增加，2015 年公司供热毛利率同比下降 9.89 个百分点至 -3.97%。

总体来看，公司已基本整合石河子市区的供热市场，受提前供热影响，2015 年公司供热业务盈利能力减弱，未来随着公司供热能力的预期提升，将进一步摊薄供热业务单位成本，公司供热毛利率水平有望回升。

2015 年，公司天然气业务投资加速，销售量稳定增长，但受价格调整影响销售收入同比小幅下降。在售价下降的同时，公司天然气采购价格下降幅度较大，其业务毛利率水平有所提高。

2015 年国家发改委两次调整天然气门站价格，同时，地方政府相应调整天然气销售价格，公司 2015 年天然气平均采购与销售价格同比均下降。2015 年 2 月 28 日，国家发改委下发了《关于理顺非居民用天然气价格的通知》（发改委[2015]351 号），根据 2014 年下半年以来燃料油和液化石油气等可替代能源价格变化情况，从 2015 年 4 月 1 日起，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元，实现增量气和存量气价格并轨。相应地，4 月 25 日，八师石河子市发改委和财政局联合决定，对并轨后的非居民用天然气销售价格进行调整，市区非居民用天然气销售价格由每立方米 2.88 元调整为 2.92 元，团场非居民用天然气销售价格由每立方米 3.33 元下调为 3.12 元，车辆用天然气销售价格不做调整。2015 年 11 月 18 日，国家发改委再度下发《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（发改价格[2015]2688 号），将并轨后的非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/立方米，并将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。相应地，八师石河子市发改委和财政局联合发布天然气价格调价通知，自 2015 年 12 月 8 日起，对石河子垦区非居民用天然气销售价格进行下调，对车辆用气销售价格实行油气价格联动机制也进行了下调，同时下调了车用气价差收入征收标准。天然气销售价格的下调一定程度上会妨碍公司天然气业务销售收入的增加，但天然气

门站价以及车用气价差收入征收标准同时下调，预计对公司天然气业务盈利能力的影 响不大。

公司拥有覆盖石河子市全部区域的天然气管网，拥有石河子地区的居民、商服用天然气全部份额以及近一半的车用天然气市场份额，目前已占据区域天然气市场的主导地位。随着国家气化新疆、气化兵团政策的不断深入实施，公司天然气业务将不再局于石河子一地。

2015 年公司加大了对天然气业务的投资力度，步入以扩大企业服务能力和收购整合为主的快速发展轨道。另外，公司西气东三线石河子分输站已投运，实现了双气源目标，解决了天然气供应不足的问题。2015 年公司新增加气站 8 座，其中投产 7 座，目前已在沙湾县、奎屯市、博乐市、伊犁地区拥有加气站点。截至 2015 年末，公司全年运营加气站 25 座，天然气管网长度达 529 公里，较 2014 年末增长 6.22%。

2015 年公司共销售天然气 9,310 万立方米，同比增长 7.11%。其中，车用天然气销量 5,921.75 万立方米，同比增长 10.25%，占总销量的 63.61%；居民用天然气销量 2,499.46 万立方米，同比增长 17.47%，占总销量的 26.85%，二者合计占天然气销售总量的 90.46%。2016 年一季度公司销售天然气 3,064 万立方米。目前地方政府实行“经营城市居民天然气的，才可经营车用天然气业务”的政策，公司拥有石河子管道燃气业务的独家经营特许权，未来将独占石河子车用气市场的增量份额。

虽然公司天然气销售量保持稳定增长，但受天然气销售价格下调影响，2015 年公司天然气销售收入为 1.88 亿元，同比下降 7.94%，占主营业务收入的 5.40%。2015 年公司天然气平均采购价格（不含税）为 1.05 元/立方米，平均销售价格（不含税）为 2.02 元/立方米，采购价格下降幅度较大使得公司天然气业务毛利率有所提升。2015 年公司天然气供应毛利率为 47.97%，较上年增加 5.64 个百分点。

表 4：2013~2016 年 3 月公司天然气业务运营情况

单位：万立方米、元/立方米

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
供气量	6,728	8,692	9,310	3,064
(平均)采购价	1.09	1.45	1.05	0.94
(平均)销售价	2.05	2.67	2.02	1.68
平均差价	0.96	1.22	0.97	0.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司天然气业务已具备一定规模。2015 年，公司对天然气业务投资力度加大，其整体业务规模进一步增长，虽受销售价格调整影响，销售收入同比有所下降，但受益于采购价下降幅度较大其毛利率水平有所提升。

公司在建项目稳步推进，尚需较多投资，未来仍面临一定的资本支出压力

2015 年，公司持续推进重点项目建设。电源项目方面，公司成功完成对天河电厂的资产收购，新增装机容量 66 万千瓦。此外，天富发电厂 2×66 万千瓦项目取得核准批复，建设进展较快；红山嘴电厂增效扩容工程通过验收。天然气项目方面，公司西气东三线石河子分输站已投运，实现了双气源目标，解决了气源不足的后顾之忧。热网项目方面，公司实施市区供热节能改扩建工程，提前 12 天对市区供暖。环保工作方面，公司完成南热电二期、天河电厂、四座 220 千伏变电站竣工环保验收工作。信息化项目方面，公司完成电力通信专网 170 公里线路、6 套传输设备和 16 套电源设备的改造，启动了智能电网项目建设，并开展了能源管控节能经济调度项目、电热气 GIS 平台项目、煤炭物流信息化平台和燃气调度中心项目建设工作。

截至 2015 年末，公司重大在建项目共 6 个，计划总投资 96.98 亿元，已投资 69.40 亿元，公司未来面临一定资本支出压力。其中垃圾焚烧发电项目、红山嘴电厂增效扩容工程、2 万千瓦光伏并网、南热电二期 2×30 万千瓦工程均已投产，目前处于收尾阶段；天富发电厂 2×66 万千瓦工程项目预计于 2016 年 12 月投产。

表 5：截至 2015 年末公司主要在建项目情况

单位：亿元、万千瓦

项目名称	总投资	2015 年末已投资	装机容量	投产时间
天富发电厂 2×66 万千瓦工程项目	49.80	32.49	132	2016 年 12 月
垃圾焚烧发电项目	4.82	4.04	1.2	已投产
红嘴山电厂增效扩容工程	2.81	1.66	8.1	已投产
2 万千瓦光伏并网	2.55	1.35	2.0	已投产
南热电二期 2×30 万千瓦工程	25.74	19.79	60.0	已投产
220kv 送电工程	11.26	10.07	-	2016 年底
在建合计	96.98	69.40	203.3	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司通过收购电厂发电能力进一步增强，发电量大幅增加，成本较高的外购电规模下降，同时煤炭价格下降助推发电成本下降，供电毛利率提升明显，但电力销售量增长受区域经济增长放缓影响存在一定的不确定性。公司在建热电联产装机容量规模较大，未来公司供电、供热能力或将进一步提升，不过投资尚需较多资金，面临一定的资本支出压力。

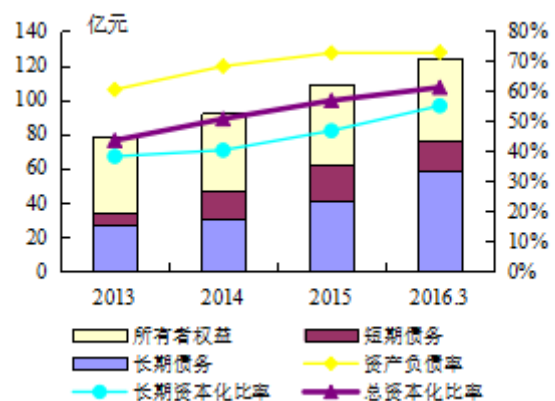
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

公司近年来通过新建和收购等方式不断扩大其生产规模，截至 2015 年末，公司总资产为 173.02 亿元，同比增长 21.03%。所有者权益方面，随着利润的不断积累，2015 年末公司所有者权益（含少数股东权益）为 47.27 亿元，同比增长 4.14%。截至 2016 年一季度末，公司总资产为 178.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 48.34 亿元。

图 4：2013~2016Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由非流动资产构成，截至 2015 年末，公司非流动资产合计 144.50 亿元，占公司总资产比重为 83.52%。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，2015 年末两者合计占非流动资产总额的 95.05%，其中固定资产 76.69 亿元，主要为发电、供电设备等；在建工程 60.66 亿元，主要为未完工的电力建设项目。截至 2015 年末，公司流动资产 28.51 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成，五项合计占流动资产总额的 88.35%，其中货币资金 11.14 亿元，应收票据 2.78 亿元，应收账款 2.08 亿元，存货 6.64 亿元及其他流动资产 2.54 亿元。公司应收账款主要系应收客户电、热等销售款，由于部分账款账龄较长，存在一定的回收风险；存货主要系保障房项目和相关配套工程投入；其他流动资产主要系待抵扣进项税和预缴税款。

负债结构方面，公司主要通过银行借款、公司债、资产证券化融资工具、融资租赁、短期及超短期融资券等方式融资。截至 2015 年末，公司总负债为 125.75 亿元，同比增长 28.89%，较快的增速系为满足发电、供电设备投资的需求。截至 2015 年末，公司流动负债合计 54.04 亿元，占公司负债总额的比重为 42.97%，主要包括短期借款 13.00 亿元、应付票据 7.41 亿元、应付账款 14.21 亿元、预收款项 6.98 亿元及其他应付款 11.23 亿元。其中，应付账款主要系应付工程器材款；其他应付款主要系收购天河电厂的往来款。非流动负债方面，截至 2015 年末，公司非流动负债合计 71.71 亿元，主要包括长期借款 33.92 亿元、应付债券 7.60 亿元、长

期应付款 12.21 亿元和其他非流动负债 9.26 亿元，其中，长期借款主要系用于发电设备建设的银行借款；长期应付款主要包括融资租赁款及向新疆生产建设兵团农八师财务局借款形成的应付款；其他非流动负债为发行资产支持专项计划收到的认购资金与本期转移至专项计划的基础资产金额之间的差额。截至 2016 年一季度末，公司总负债为 129.99 亿元。

财务杠杆比率方面，2015 年为支持业务规模扩展，公司对外融资力度有所加大，截至 2015 年末，公司资产负债率为 72.68%，较上年末增加 4.43 个百分点；总资本化比率为 56.82%，较上年末增长 6.10 个百分点，财务杠杆比率与同行业上市公司相比处于相对高位。

表 6：电力业主要部分公司资本结构比较

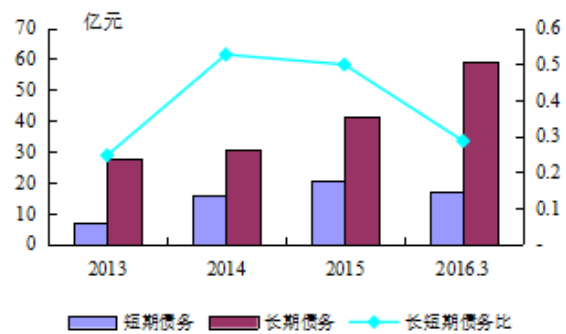
(截至 2015 年 12 月 31 日)

公司简称	资产 (亿元)	负债 (亿元)	资产负债率 (%)
华能国际	2,997.30	2,037.90	67.99
上海电力	519.91	362.40	69.70
天富能源	173.02	125.75	72.68
建投能源	258.45	132.75	51.36
长源电力	95.82	61.42	64.10

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务期限结构方面，近年来公司债务规模呈上涨趋势，2015 年末公司总债务为 62.21 亿元，同比增长 33.16%，其中，短期债务为 20.69 亿元，同比增长 28.47%；长期债券为 41.52 亿元，同比增长 35.62%。截至 2015 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.53 下降至 0.50，公司债务期限结构仍保持较为合理水平。截至 2016 年一季度末，公司总债务增长至 76.20 亿元，系长期借款增加所致，长短期债务比一步降至 0.29。

图 5：2013~2016.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩大及良好的收益积累，2015 年公司总资产及自有资本实力增长均有所增长。近年来公司固定资产投资对资金需求仍然较大，其总债务规模增长较快，资产负债率有所提升但债务期限结构仍相对合理，面临的短期债务压力较小。

盈利能力

公司营业收入主要来自于电、热及天然气的销售收入。2015 年公司营业收入同比下降 2.11% 至 34.84 亿元。分业务板块来看，2015 年，公司供电业务实现营业收入 27.06 亿元，同比下降 3.60%；供热业务实现营业收入 3.68 亿元，同比增长 6.04%；天然气业务实现营业收入 1.88 亿元，同比下降 7.94%。

表 7：2013~2015 年公司营业总收入构成

单位：亿元

	2013	2014	2015
电力	24.69	28.07	27.06
供热	3.09	3.47	3.68
天然气	1.20	2.04	1.88
建筑施工	0.59	0.63	0.65
其他商品销售	0.36	0.21	0.13
其他业务	1.13	1.16	1.44
营业总收入	31.08	35.59	34.84

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015 年，公司全年综合毛利率为 30.06%，同比增加 3.93 个百分点。分业务板块来看，受益于发电、购电比例优化及煤炭价格下降等因素，公司供电毛利率提高至 32.16%，同比增加 6.43 个百分点；受提前供暖等因素影响，公司供热毛利率下降 9.89 个百分点至 -3.97%；受益于售价

下滑的同时采购价格降幅较大，公司天然气销售毛利率增加 5.64 个百分点至 47.97%。

表 8：2013~2015 年公司综合营业毛利率构成情况

	单位：%		
	2013	2014	2015
电力	28.07	25.73	32.16
供热	-1.96	5.92	-3.97
天然气	42.88	42.32	47.97
建筑施工	7.85	12.19	9.12
其他商品销售	10.02	32.93	47.05
其他业务	67.91	74.05	61.84
综合毛利率	26.51	26.13	30.06

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用规模合计为 7.12 亿元，同比增长 33.83%。其中，公司销售费用为 0.79 亿元，同比增长 14.53%，系公司收购加气站增加销售费用所致；管理费用为 3.08 亿元，同比增长 12.11%，系公司收购天河电厂增加管理费用所致；财务费用 3.25 亿元，同比增长 71.91%，主要原因为本期借款的增加，同时资本化利息转费用导致财务费用增加。2015 年，由于收入规模下降，同期公司三费增长，公司三费占收入比较大程度提高至 20.42%，同比增加 5.46 个百分点。2016 年一季度，公司三费合计 1.62 亿元，三费占收入比为 18.44%。

表 9：2013~2016 年 3 月公司期间费用情况

	单位：亿元			
项目	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	0.45	0.69	0.79	0.15
管理费用	2.42	2.74	3.08	0.59
财务费用	1.62	1.89	3.25	0.88
三费合计	4.50	5.32	7.12	1.62
营业总收入	31.08	35.59	34.84	8.77
三费收入占比	14.47%	14.96%	20.42%	18.44%

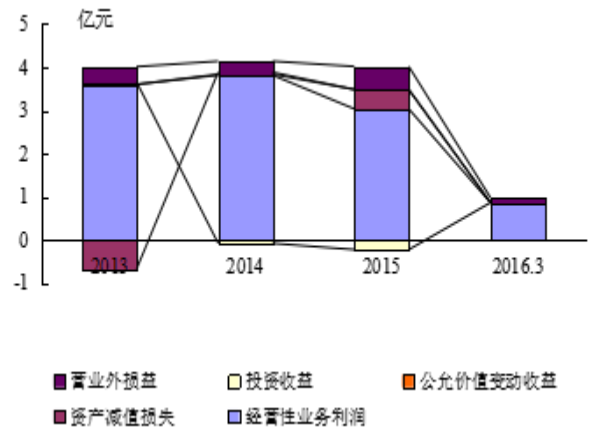
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额的构成来看，公司利润主要来自经营性业务利润¹。2015 年，公司利润总额为 3.81 亿元，同比下降 6.56%。其中，经营性业务利润为 3.04 亿元，同比下降 20.41%，主要系公司供电量减少，营业收入水平下降以及期间费用增加所致。另外，

¹ 经营性业务利润=营业总收入—营业成本—营业税金及附加—三费合计

2015 年，公司投资亏损 0.22 亿元，主要系公司投资北京天科合达蓝光半导体有限公司经营不善导致亏损；营业外收入 0.60 亿元，主要由政府补助构成，对公司利润总额形成一定支撑。2016 年一季度，公司利润总额 0.99 亿元，经营性业务利润 0.87 亿元。

图 6：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于成本下降等因素，2015 年公司供电与天然气业务盈利能力提高，带动公司整体毛利率水平的提升，但由于公司主业供电业务的供电量受区域经济增速放缓影响而下降，导致公司营业收入下滑，公司利润有所下降。

偿债能力

近年来公司加大了外部融资力度，以满足业务扩张的资金需求，债务规模上升较快。截至 2015 年末，公司总债务为 62.21 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 20.69 亿元和 41.52 亿元。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2015 年尽管利润总额有所减少，但随着固定资产规模的扩大，公司折旧、摊销、利息支出等支出显著增长，支撑公司 EBITDA 规模持续提升。2015 年公司 EBITDA 为 11.78 亿元，同比增长 24.92%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2015 年公司总债务/EBITDA 指标为 5.28 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.45 倍，同比分别提高 0.33 倍和下降 1.14 倍。公司 EBITDA 对债务本息的保障程度在 2015 年有所下滑。

现金流方面，2015 年公司经营性现金净流入为 6.46 亿元，同期经营活动净现金流/总债务下降至

0.10 倍，经营活动净现金流/利息支出下降至 1.34 倍。总的来看，公司获现能力及经营性现金流对债务本息的保障能力有所弱化。

表 10：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
EBITDA (亿元)	7.92	9.43	11.78	-
经营活动净现金流 (亿元)	6.39	6.46	6.46	-2.15
资产负债率 (%)	60.47	68.25	72.68	72.90
总资本化比率 (%)	43.53	50.72	56.82	61.19
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.58	2.46	1.34	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	0.14	0.10	-0.11
EBITDA 利息倍数 (X)	3.20	3.59	2.45	-
总债务/EBITDA (X)	4.33	4.95	5.28	-

注：公司 2016 年一季度经营活动净现金流/总债务经过年化处理。
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

作为上市企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅。同时，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 38.00 亿元，已使用 7.91 亿元，未使用授信余额 30.09 亿元，公司具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司为控股股东新疆天富集团有限责任公司（以下简称“天富集团”）提供银行贷款担保和融资租赁借款担保，借款本金合计为 16.80 亿元，为关联方—天富国际经贸公司担保银行贷款 0.30 亿元，为子公司担保银行贷款 4.49 亿元。其中，天富集团的控股股东及实际控制人均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，主营业务为电、热生产供应、天然气供应、房地产、建筑施工等业务，其中电、热、天然气业务由天富能源经营，2015 年三项业务合计营业收入占天富集团总营业收入的 74.70%，是天富集团主要的收入来源。截至 2015 年末，天富集团资产总额 267.91 亿元，资产负债率 82.73%。2015 年，天富集团实现营业收入 43.66 亿元，同比下降 2.04%；利润总额 4.50 亿元，同比下降 1.15%；经营活动现金流净额 1.62 亿元。整体来看，天富集团经营较为稳健，但业务与天富能源具有同质性，存在一定的系统性风险。公司对外担保均为关联方担保，虽担保金额较大，其或有负债风

险仍相对可控。

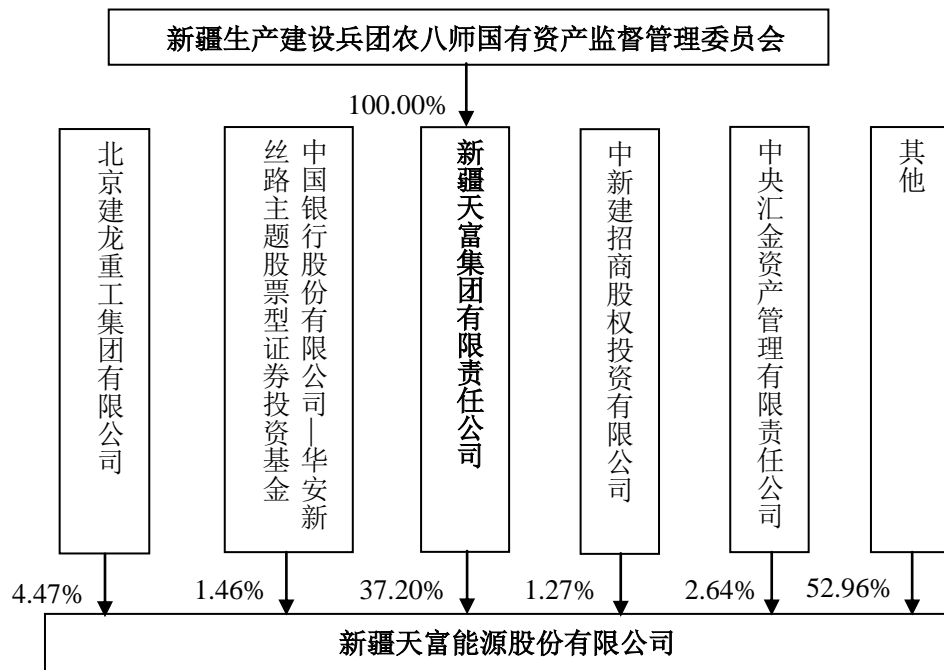
未决诉讼方面，截至 2016 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼。

总体来看，2015 年受益于自发电规模的扩大，成本较高的外购电减少，同期受益于煤炭价格下降自发电成本下降，公司供电主业盈利能力进一步增强。随着公司业务规模扩张其对外融资力度加大，杠杆比率有所提高，但公司目前资产负债率处于合理范围，盈利能力和获现能力仍相对较好，对债务本息偿还的保障很强，整体抗风险能力和偿债能力很强。

结 论

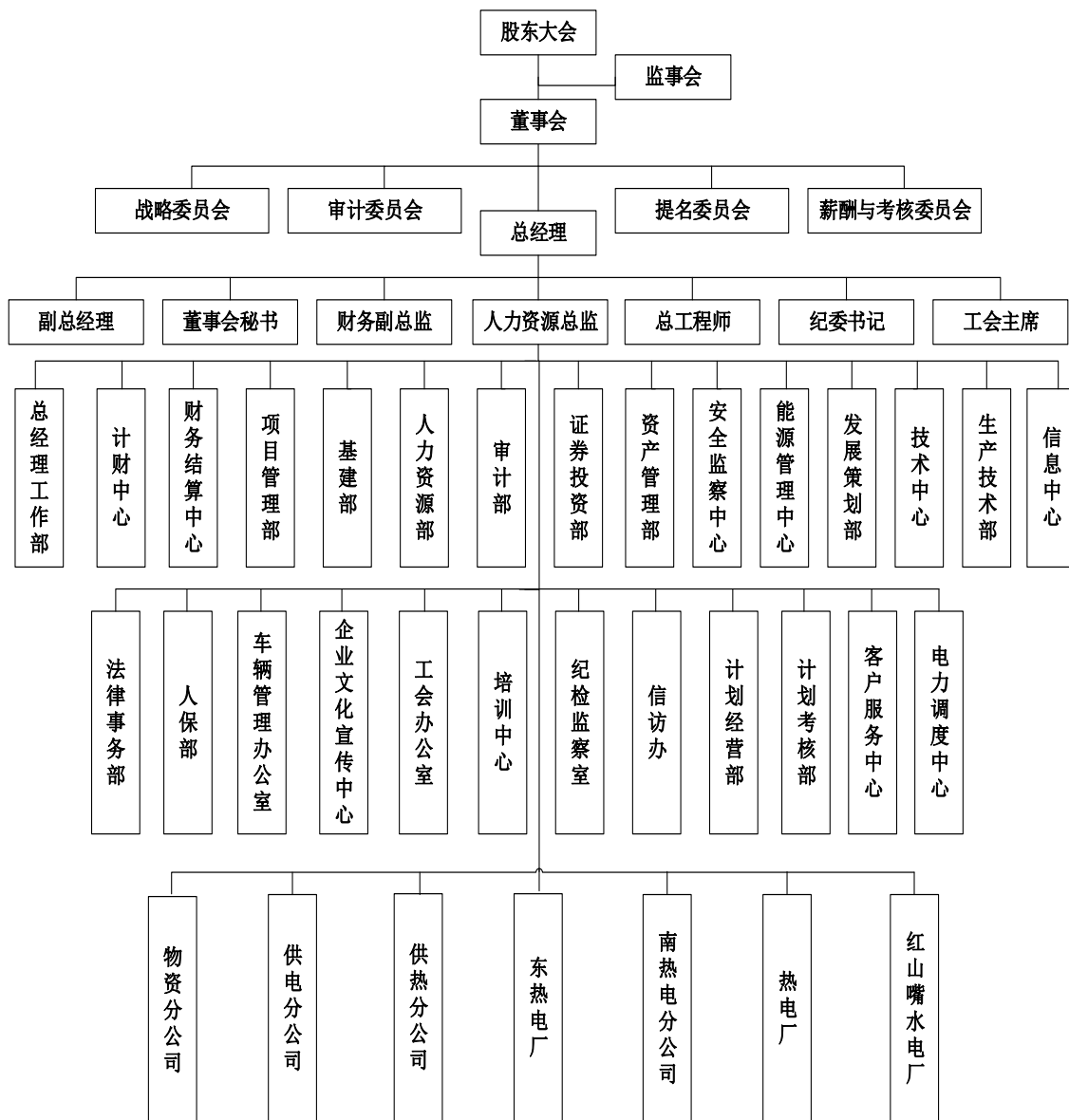
综上，中诚信证评维持天富能源主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定，维持新疆天富能源股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 **AA**。

附一：新疆天富能源股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



序号	子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	上海汇合达投资管理有限公司	投资管理	5,000.00	100.00
2	石河子天富农电有限责任公司	电力	10,000.00	100.00
3	玛纳斯天富水利发电有限公司	电力	2,000.00	100.00
4	石河子天富水利电力工程有限责任公司	工程施工	6,000.00	86.67
5	石河子市天富信息有限责任公司	信息技术	500.00	100.00
6	石河子开发区天富电力物资有限责任公司	商业	1,400.00	100.00
7	石河子开发区天富生化技术有限责任公司	化工	1,000.00	75.00
8	石河子开发区天富燃料运输有限公司	运输	1,000.00	55.00
9	石河子市天富电力设计有限公司	设计	100.00	70.00
10	石河子天富南热电有限公司	电力	4,326.00 万美元	75.00
11	新疆天富特种纤维纸浆制造有限公司	造纸	4,000.00	80.00
12	新疆天富天源燃气有限公司	煤气、天然气	12,811.00	94.05
13	新疆天富金阳新能源有限责任公司	电力	16,036.96	100.00
14	新疆天富垃圾焚烧发电有限责任公司	电力	15,000.00	100.00

附二：新疆天富能源股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：新疆天富能源股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	90,359.61	94,492.13	111,437.55	140,443.76
应收账款净额	47,417.89	25,397.31	20,796.07	56,316.48
存货净额	49,312.92	57,225.43	66,443.98	64,782.93
流动资产	372,824.85	322,978.01	285,112.45	348,868.24
长期投资	28,809.14	28,333.65	24,822.98	22,254.63
固定资产合计	708,504.28	1,058,354.87	1,388,104.64	1,380,362.73
总资产	1,126,978.32	1,429,508.25	1,730,151.22	1,783,308.38
短期债务	67,942.00	161,029.00	206,876.02	169,724.02
长期债务	275,503.23	306,156.26	415,207.73	592,324.42
总债务	343,445.23	467,185.26	622,083.75	762,048.44
总负债	681,443.12	975,611.11	1,257,468.03	1,299,948.51
所有者权益（含少数股东权益）	445,535.20	453,897.14	472,683.19	483,359.87
营业总收入	310,750.34	355,895.54	348,396.91	87,719.97
三费前利润	81,014.02	91,428.80	101,553.22	24,886.90
投资收益	162.44	-695.15	-2,155.57	0.00
净利润	27,712.63	35,905.88	31,305.27	8,192.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	79,244.01	94,321.10	117,830.08	18,692.41
经营活动产生现金净流量	63,934.32	64,645.51	64,593.74	-21,451.00
投资活动产生现金净流量	-175,250.88	-155,199.66	-319,778.08	-77,288.71
筹资活动产生现金净流量	52,295.06	93,411.76	245,473.31	132,177.63
现金及现金等价物净增加额	-59,031.84	2,857.61	-9,711.03	33,437.92
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	26.51	26.13	30.06	29.21
所有者权益收益率（%）	6.22	7.91	6.62	6.76
EBITDA/营业总收入（%）	25.50	26.50	33.82	-
速动比率（X）	1.07	0.48	0.40	0.68
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.14	0.10	-0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.94	0.40	0.31	-0.51
经营活动净现金/利息支出（X）	2.58	2.46	1.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.20	3.59	2.45	-
总债务/EBITDA（X）	4.33	4.95	5.28	-
资产负债率（%）	60.47	68.25	72.68	72.90
总资本化比率（%）	43.53	50.72	56.82	61.19
长期资本化比率（%）	38.21	40.28	46.76	55.06

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。