



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪486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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十三日

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（2017）

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	2016/03/08~2021/03/08, 如投资者不行使回售选择权, 且公司不行使赎回选择权; 2016/03/08~2019/03/08, 如投资者行使回售选择权, 或公司行使赎回选择权		
上次评级时间	2016/03/01		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

天富能源	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益 (亿元)	45.39	47.27	48.80	50.15
总资产 (亿元)	142.95	173.02	194.09	198.56
总债务 (亿元)	49.97	82.23	113.32	114.78
营业总收入 (亿元)	35.59	34.84	36.36	10.27
营业毛利率 (%)	26.13	30.06	31.24	34.39
EBITDA (亿元)	9.43	11.78	14.01	-
所有者权益收益率 (%)	7.91	6.62	6.29	10.84
资产负债率 (%)	68.25	72.68	74.86	74.74
总债务/EBITDA (X)	5.30	6.98	8.09	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.59	2.45	3.00	-

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、2017年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn
汪智慧 zhiwang@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 51019090
 Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

基本观点

2016年,我国宏观经济运行释放企稳信号,用电需求增速有所回升,其中工业生产用电增速由负转正。中诚信证评评估有限公司(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”)装机规模保持增长、供电主业保持一定的区域垄断性,自发电量持续增长且毛利率水平提高以及天然气业务发展迅速等因素对其业务发展及信用质量的支持。同时,我们也关注到区域经济增长放缓风险及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级别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

- 装机规模保持增长。2016年7月,公司2万千瓦地面分布式光伏项目正式并网发电,受在建项目建成投产,公司控股装机容量增至185.3万千瓦。此外,公司在建的天富发电厂一期2*66万千瓦项目计划于2017年投运,届时公司装机规模将进一步提升。
- 自发电量持续增长,供电业务毛利率水平提高。受益于装机规模及机组利用小时数增长,2016年公司自发电量持续提升,全年自发电量90.20亿千瓦时,较上年度增长58.72%;同时,公司供电业务毛利率上升1.69个百分点至33.85%。
- 发电、供电体系较为完善,电力业务保持一定的区域垄断性。作为石河子市唯一的电力供应商,公司拥有完善的发电、供电体系;截至2017年3月末,公司火电和水电装机容量分别为167万千瓦和13.1万千瓦,输电线路长达1,863公里。

- 天然气业务快速发展。目前公司拥有石河子管道燃气业务的独家经营特许权，拥有石河子市的居民、商服用天然气全部份额和车用天然气市场近一半份额。2016 年公司天然气业务保持快速发展，拓展销售地区。从供气资产来看，截至 2017 年 3 月末，公司天然气管网运输总长度达 589.35 公里，天然气输配能力达 60 万方米/天，储气能力达 14.4 万立方米。

关 注

- 区域经济增速放缓风险。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，偿债压力加大。2016 年以来，受在建项目持续推进影响，公司保持较大的对外融资力度，有息债务规模增长较快，资产负债率和总资本化比率上升幅度较大，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.74% 和 69.59%。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

本期债券募集资金使用情况

新疆天富能源股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称“16 天富 01”，债券代码为“136271”）于 2016 年 3 月 8 日发行，实际发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，附债券发行后第 3 年末发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，最后一次利息随本金的兑付一起支付。截至 2016 年末，以上募集资金已全部用于补充公司流动资金，公司债券募集资金的使用与计划一致。

行业关注

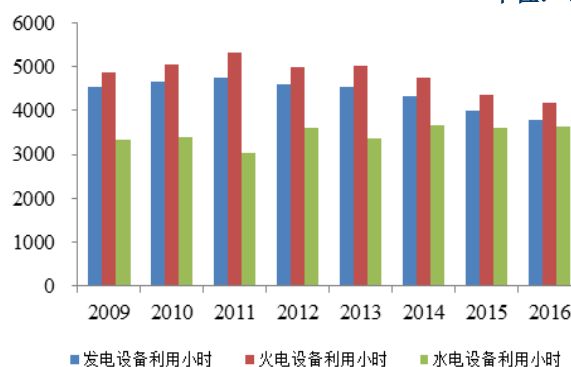
受中国经济增速企稳及夏季持续高温天气的影响，2016 年全国全社会用电量增速同比回升；但在装机容量增长、能源结构调整以及节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数继续减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量增速同比回升，当年全国全社会用电量达到 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年回升 4.50 个百分点，创三年来新高。

电力装机容量方面，我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2016 年末，全国发电设备装机容量 16.46 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速较上年回落 2.4 个百分点，但仍高于全社会用电量增速，电力供应能力总体充足。发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2016 年，全国 6,000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 3,785 小时，同比减少 164 小时。其中，火电设备平均利用小时为 4,165 小时，同比减少 199 小时；水电设备平均利用小时为 3,621 小时，同比减少 31 小时。

图 1：2009~2016 年全国 6,000 千瓦以上电力设备利用小时

单位：小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总体来看，我国正处于经济结构调整阶段，全社会用电量低速增长，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。

2016 年下半年煤炭价格快速上涨，我国火电企业成本压力有所上升；近年煤电机组上网电价的下调以及煤电价格联动机制未来施行情况对煤电企业盈利能力的影响也值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50% 以上，价格变动对火电行业成本影响较大。2014 年和 2015 年，受国内经济结构调整、环保治理力度加大、煤炭产能增加以及进口煤炭冲击等因素影响，我国煤炭需求直线下滑，煤炭供应商的议价能力处于较弱水平，煤价持续低迷。进入 2016 年，去库存效果明显，三、四季度煤价快速上涨，截至 2016 年 12 月末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价上涨至 595.00 元/吨，较上年末增长 62.57%。近年来，随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2015 年，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；2016 年该指标下降 3 克/千瓦时至 312 克/千瓦时。

图 2：2014.4-2017.2 秦皇岛港 5,500 大卡动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

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。2016年末，国家发改委按照煤价变化周期测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批后，决定2017年1月1日暂不启动联动机制。

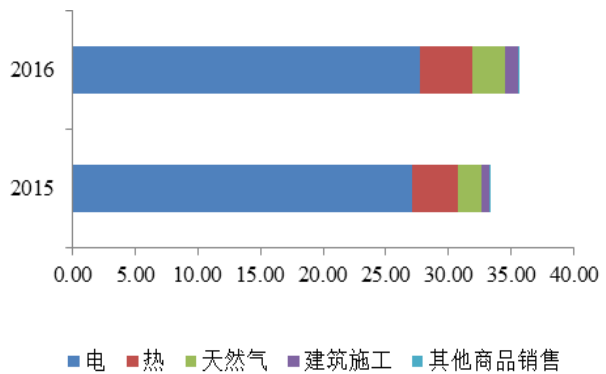
总体来看，2016年实体经济回暖，全国用电需求增速回升，但受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比减少。2016年下半年煤价的快速上涨使得煤电企业的成本压力有所上升，同时，煤电企业上网电价的下调也一定程度上压缩了其盈利空间。

业务运营

公司主营电力、热力的生产供应，及天然气供应等业务，是石河子垦区唯一合法的电力供应商，也是新疆唯一一家采用热电联产模式，涉及火电、水电、光伏发电、垃圾焚烧发电，发供调配一体化的能源工业企业。目前，电、热、天然气业务是天富能源主要的收入和利润来源。2016年，天富能源实现营业收入36.36亿元，同比增长4.34%。分业务来看，供电业务实现收入27.74亿元，同比增长2.55%，占总营业收入的76.30%，占比较上年减少1.35个百分点；供热业务实现收入4.17亿元，同比增长13.47%，占总营业收入的11.48%，占比较上年增加0.92个百分点；天然气业务实现收入2.60亿元，同比增长38.28%，占总营业收入的7.16%，占比较上年增加1.76个百分点。2016年公司电、热、天然气业务营业收入合计占总营业收入的94.94%。

图 3：2015-2016 年公司各业务板块收入对比

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年以来，随着装机容量增长，公司自发电量亦有所增长，对外购电量依赖程度继续下降。同时，公司提高煤炭等原材料供应管理能力，供电业务毛利率提升

发电资产方面，2015年8月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年末，公司控股装机容量185.30万千瓦，较上年末增加2.0万千瓦，主要系2016年7月公司全资子公司新疆天富金阳新能源有限责任公司(以下简称“金阳光伏”)

2 万千瓦地面分布式光伏项目正式并网发电。

从装机结构看，2016 年末公司火电机组、水电机组、光伏发电及垃圾发电机组装机容量分别为 167.0 万千瓦、13.1 万千瓦、4.0 万千瓦和 1.2 万千瓦，在总装机容量中占比分别为 90.12%、7.07%、2.16% 和 0.65%。

表 1：截至 2017 年 3 月末公司主要电力资产

电站名称	装机容量 (万千瓦)	持股比 例 (%)	投运时间
火电：			
南热电厂一期	25	75	2009 年
西热电二厂	10	100	2003 年
南热电厂二期	2*33	100	2014 年
天河热电	2*33	100	2015 年
小计	167	-	-
水电：			
玛纳斯水电	5	100	2007 年
红山嘴水电*	8.1	100	1965 年
小计	13.1	-	-
垃圾发电：			
垃圾电厂	1.2	100	2014 年
光伏电站：			
金阳光伏*	4	100	2014 年
合计	185.3	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机组运营方面，2016 年，公司机组利用小时数回升以及装机规模的增长，带动发电量和上网电量继续大幅上升，全年实现自发电量 90.20 亿千瓦时，较上年度增长 58.72%。

分电源类型来看，公司主要电源类型为火电，且均为热电联产机组，2016 年公司火电机组利用小时数 5,365 小时，较上年度增加 938 小时；发电量为 84.23 亿千瓦时，较上年度增长 61.39%；上网电量为 75.85 亿千瓦时，较上年度增长 62.18%。2016 年，受益于管理水平提高和运营效率提升，公司厂用电率为 9.95%，较年度下降 0.43 个百分点。2017 年一季度，公司火电机组发电量和上网电量分别实现 25.23 亿千瓦时和 22.28 亿千瓦时。

表 2：2015~2017 年 3 月末公司火电机组运营情况

指标	2015	2016	2017.Q1
发电量（亿千瓦时）	52.19	84.23	25.23
上网电量（亿千瓦时）	46.77	75.85	22.28
机组利用小时（小时）	4,442	5,365	1,572
供电标准煤耗（克/千瓦时）	329	319	292
厂用电率（%）	10.38	9.95	9.74
含税上网电价（元/千瓦时）	0.25	0.25	0.25
电费回收率（%）	97.53	99.70	85.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭采购方面，除公司股东新疆天富集团有限责任公司（以下简称“天富集团”）供给外仍需大量外购，公司与多家煤炭企业长年保持良好的采购协议，燃料供应渠道稳定。物流方面，公司通过旗下物流园和物流信息平台为公司所采购煤炭提供物流配送。

从火电业务发电成本结构来看，公司煤炭及其运输成本为公司火电发电成本的主要构成部分。2016 年下半年以来虽然煤炭价格普遍有所上涨，但公司加强对区内煤炭价格的监控，通过实施煤矿异地储煤的科学库存管理方式，有效降低采购成本；同时采用公路铁路联运模式，利用物流信息平台，合理调配，提高运输效率，有效控制了燃料采购成本。2016 年，公司标煤采购单价为 231.71 元/吨，较上年度下降 18.17%；2017 年一季度，公司标煤采购单价为 241.25 元/吨，较 2016 年略有上升。

水电方面，公司下属的玛纳斯水电和红山嘴水电均为径流式电站，位于瓦纳斯河流域，2016 年来水情况优于上年度。

2016 年公司水电机组实现发电量 5.09 亿千瓦时，同比增长 25.68%；实现上网电量 4.95 亿千瓦时，同比增长 26.28%；利用小时数为 3,886 小时，较上年度增加 657 小时。2017 年 1~3 月，水电机组实现发电量和上网电量分别为 0.40 亿千瓦时和 0.37 亿千瓦时。

表 3：2015~2017 年 3 月末公司水电机组运营情况

指标	2015	2016	2017.Q1
发电量（亿千瓦时）	4.05	5.09	0.40
上网电量（亿千瓦时）	3.92	4.95	0.37
机组利用小时（小时）	3,229	3,886	310
含税上网电价（元/千瓦时）	0.20	0.20	0.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

光伏发电方面，2016 年公司光伏机组实现发电量 3,687 万千瓦时，同比增长 35.95%；实现上网电量 3,663 万千瓦，同比增长 36.02%。公司光伏发电通过自有电网输送，目前没有电价补贴。

垃圾发电方面，公司垃圾发电机组实现发电量 5,068 万千瓦时，同比增长 57.05%；实现上网电量 3,784 万千瓦，同比增长 58.13%。

上网电价方面，2016 年以来公司火电和水电分别维持 0.25 元/千瓦时和 0.20 元/千瓦时的上网电价（含税）。

供电业务方面，公司已建立起完善的输配电体系，形成了多等级输配电网体系，有助于满足营业区域内工、农、商业及居民生活用电。

表 4：2015~2017 年 3 月末公司电网资产及相关指标

指标	2015	2016	2017.Q1
电网建设投资（亿元）	4.02	3.83	0.02
输电线路长度（公里）	1,653	1,863	1,863
变电设备容量（万千伏安）	362	424	424
线损率（%）	2.87	2.29	1.25
电网事故数（次）	42	38	2

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售电价格方面，截至 2017 年 3 月末，石河子地区实行阶梯电价，其中居民生活电价 0.526 元/千瓦时，非居民照明电价在 0.557 元/千瓦时~0.564 元/千瓦时之间，商业电价在 0.508 元/千瓦时~0.515 元/千瓦时之间，普通工业电价在 0.508 元/千瓦时~0.515 元/千瓦时之间，大工业电价在 0.446 元/千瓦时~0.449 元/千瓦时之间，农业生产电价在 0.4099 元/千瓦时~0.4149 元/千瓦时之间，农业排灌电价 0.3889 元/千瓦时。

公司电网从公司下属火电厂和水电站购电，购电价格为 0.25 元/千瓦时（火电）和 0.2 元/千瓦时（水电）。公司从奎屯电业局和石河子市国能能源投资有限公司外购电量。2016 年公司供电量 100.17 亿千瓦时，外购电量 18.62 亿千瓦时，外购电量较上年度下降 56.25%，主要系装机规模及机组利用小时数的提升使得公司自发电量增长。

表 5：2015~2017 年 3 月末公司供电业务运营情况

指标	2015	2016	2017.Q1
供电量（亿千瓦时）	93.76	100.17	26.47
售电量（亿千瓦时）	91.07	97.88	26.19
外购电量（亿千瓦时）	42.56	18.62	3.69
公司经营区域最高用电负荷（万千瓦）	347	355	350
服务客户数（万户）	35.5	35.5	35.6
城市供电可靠率（%）	100	100	100
城市综合电压合格率（%）	100	100	100
农网供电可靠率（%）	100	100	100
农网综合供电电压合格率（%）	99	99	99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，2016 年，随着供电区域内用电需求增长，公司供电量出现增长；同时由于机组利用小时数的回升以及装机容量的增长，公司自发电规模大幅增长，电力业务盈利能力提升。

2016 年，随着收购热力站管网工程及配套设施，公司供热业务进一步拓展，区域地位更加突出

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，目前已实现石河子市区的集中供热。作为电力副产品，热力供应能力随供电能力的增加而增加，由于公司采用的是电热联产的生产模式，生产热力和电力的具体比例可以根据实际需求情况进行灵活调节。2016 年公司以 1.45 亿元收购天富集团的热力站管网工程及配套设施，使得公司供热业务进一步得到拓展。截至 2017 年 3 月末，公司共有换热站 217 座，较 2016 年 3 月末增加 32 座，公司供热面积达 1,944.44 万平方米，覆盖整个石河子市；目前石河子市供热业务基本全部由公司运营，具有一定的垄断性。

供热量方面，2016 年，公司完成供热量 2,088.11 万吉焦，较上年度增长 12.30%。2017 年一季度，公司完成供热量 1,010.46 万吉焦。公司火电机组均为电热联产机组，目前公司供热能力相对充足。公司供热价格包括采暖费和蒸汽费，由政府统一制定，截至 2016 年末，居民和非居民采暖价格为 20.50 元/平方米/年；蒸汽费方面，民用蒸汽 15.00 元/吉焦，工业蒸汽 17.50 元/吉焦。

总体来看，2016 年公司供热能力有所提升，业

务板块收入保持增长，区域地位突出，对发电业务形成了较好补充。

2016年，公司加大天然气业务投资，供气资产保持增长，供气区域进一步拓展

公司天然气业务主要由控股子公司新疆天富天源燃气有限公司（以下简称“天源燃气”）负责运营。公司因建设城市天然气管网而拥有石河子市的居民、商服用天然气全部份额以及车用天然气市场近一半份额。

2016年，公司收购新疆天富盛源燃气有限公司，增加对天然气业务的投资。从供气资产来看，截至2017年3月末，公司天然气管网运输总长度达589.35公里，较2015年末增长10.61%；天然气输配能力达60万立方米/天，较2015年末增长5.26%；储气能力达14.4万立方米，较2015年末增长100.00%。

表6：2015~2017年3月末公司天然气业务资产及业务范围

指标	2015	2016	2017.3
管网长度（公里）	532.8	589.35	589.35
输配能力（万立方米/天）	57	60	60
储气能力（万立方米）	7.2	14.4	14.4
其中：居民用户（万户）	15.92	17.11	17.30
供气区县（个）	74	76	76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，随着天然气业务市场区域拓展及居民用户数持续增长，公司天然气供气量大幅增长，当年实现11,645立方米，较上年度增长25.08%；2017年一季度，公司天然气供气量为2,952万立方米。截至2017年3月末，公司天然气业务接驳居民用户达17.30万户，较2015年末增长8.67%。此外，车用天然气业务方面，截至2017年3月末，公司在石河子地区已经建成并运营了29座加气站，其中CNG加气站为19座，LNG加气站2座，混合站8座；区域分布上，石河子垦区加气站共18座，石河子以外地区加气站共11座。

公司主要上游供应商为中国石油天然气集团公司和中国石油化工集团公司，公司与其签订长期购气合同，每年再根据需求重新签订当年购气量。2016年，公司天然气平均采购单价1.28元/立方米，较上年度下降0.59元/立方米。

天然气销售价格方面，根据2016年11月公司最新公告，受中石油西部管道销售公司上调非居民用天然气价格影响，公司相应调整天然气销售价格，增加非居民天然气供应价格0.12元/立方米。市区和团场非居民天然气销售价格分别调整至2.34元/立方米和2.54元/立方米；车辆用天然气销售价格维持3.03元/立方米不变；调整车用气价差收入标准，其中市区车用气价差收入征收标准由0.61元/立方米调整为0.495元/立方米，121团只经营车用天然气的燃气企业车用气天然气差价收入标准由0.22元/立方米调整为0.105元/立方米，用于补贴该团的居民天然气价格政策性亏损。受当地销售价格调整影响，2016年，公司天然气平均购销差价为0.80元/立方米，同比下降0.17元/立方米；2017年一季度，公司天然气平均购销差价为0.74元/立方米。

表7：2015~2017年3月末公司天然气业务运营情况

单位：万立方米、元/立方米

指标	2015	2016	2017.Q1
供气量	9,310	11,645	2,952
供气输差率	1.5%	1.5%	1.5%
采购价	1.05	1.13	1.13
销售价	2.02	1.93	1.87
差价	0.97	0.80	0.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016年，公司进一步增加天然气股权投资，供气资产保持增长，虽然天然气销售差价有所缩小，全年公司天然气业绩大幅增长。

2016年，随着热源、电网及燃气项目等在建项目的推进，公司面临一定的资本支出压力

目前，公司在建项目包括热源、电网及燃气项目，其中农网升级投资、节能改造及光伏发电等多项目获得政府补助。截止2017年3月末，公司主要在建项目计划总投资106.48亿元，已完成投资额90.71亿元。其中天富发电厂2*66万千瓦热电联产项目为主要在建项目，于2015年11月获得新疆建设兵团核准，位于石河子经济技术开发区化工新材料产业园，项目总投资49.80亿元，截至2017年3月末已完成投资39.25亿元。总体来看，2016年公司继续推进电源、电网、热网和燃气项目建设，未

来在建项目的投产有助于自有发电机组满足当地不断增长的电力需求以及热网、燃气业务的发展。同时，需持续关注公司未来资本支出压力情况。

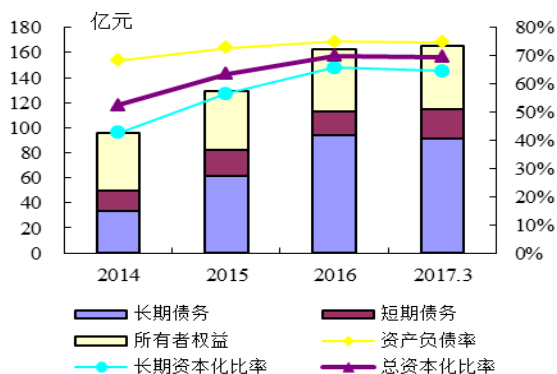
财务分析

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 2014~2016 年审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度报告。以下分析均基于合并口径财务数据。

资本结构

2016 年，随着在建项目投入运营，公司生产规模进一步扩大，年末公司总资产为 194.09 亿元，同比增长 12.18%；所有者权益（含少数股东权益）为 48.80 亿元，同比增长 3.23%，主要系未分配利润积累。2017 年 3 月末，公司总资产为 198.56 亿元；所有者权益（含少数股东权益）为 50.15 亿元。

图 4：2014~2017.3 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 2016 年末，公司非流动资产合计 155.85 亿元，占公司总资产比重为 80.30%，其中固定资产和在建工程占比较大，年末两者合计占非流动资产总额的 96.37%，符合能源行业的特征。2016 年末，公司固定资产 86.26 亿元，主要为发电、供电设备等；在建工程 63.93 亿元，主要为未完工的电力建设项目。截至 2016 年末，公司流动资产 38.24 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，以上五项在流动资产总额中占比分别为 47.66%、8.58%、6.23%、16.69% 和 16.08%。其中，2016 年末公司货币资金为 18.22 亿元，较上年末增长 63.53%，增幅较大，主要系公司为推进项

目建设而增加借款所致；应付票据和应收账款分别为 3.28 亿元和 2.38 亿元，较上年度分别增长 18.13% 和 14.49%，主要系随供电供热业务规模扩大及回款周期变化公司应收客户电、热等销售款亦有所增长，由于部分账款账龄较长，其存在一定的回收风险；存货 6.38 亿元，较上年度下降 3.94%，主要系子公司已完工建筑施工板块部分进行结转；其他流动资产 6.15 亿元，较上年末增长 141.84%，主要系一年内出售的可供出售金融资产及理财类货币资金增加所致。截至 2017 年 3 月末，公司非流动资产和流动资产分别为 154.74 亿元和 43.82 亿元。其中货币资金余额小幅下降至 14.95 亿元，含受限货币资金共计 2.48 亿元，主要为银行承兑汇票保证金；受下游用户当期回款影响，应收票据和应收账款分别增至 6.83 亿元和 6.50 亿元。

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、短期融资券等方式融资。截至 2016 年末，公司总负债为 145.29 亿元，同比增长 15.54%，较快的增速系为满足发电、供电设备投资的需求。公司负债主要为非流动负债，截至 2016 年末，非流动负债和流动负债在总负债中占比分别为 71.97% 和 28.03%。截至 2016 年末，公司流动负债合计 40.72 亿元，较上年下降 24.64%，主要包括短期借款 0.50 亿元、应付票据 3.91 亿元、应付账款 7.69 亿元、预收款项 8.03 亿元、其他应付款 4.19 亿元和其他流动负债 14.00 亿元，其中应付账款较上年末下降 45.91%，主要系当年支付了上海电气集团有限公司工程器材款；预收款项较上年末增长 15.03%，主要系预收电费和热费预收款项增长；其他应付款较上年末下降 62.63%，主要系支付了公司 2015 年收购天河电厂的往来款；其他非流动负债主要为短期融资券及超短期融资券，包括“16 天富能源 CP001”、“16 天富能源 SCP001”及“16 天富能源 SCP002”。非流动负债方面，截至 2016 年末，公司非流动负债合计 104.57 亿元，主要包括长期借款 55.04 亿元、应付债券 17.86 亿元、长期应付款 12.20 亿元和其他非流动负债 10.02 亿元，其中，应付债券主要系“16 天富 01”公司债券；长期应付款主要由应付交银金融租赁有限

责任公司融资租赁款以及新疆生产建设兵团农八师财务局借款构成；其他非流动负债为应收账款资产支持专项计划余额，公司于 2015 年 6 月收到认购参与资金 12.00 亿元，2016 年支付优先级资产支持证券 1.98 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 46.70 亿元和 101.71 亿元。

财务杠杆比率方面，2016 年为支持业务规模扩展，公司对外融资力度有所加大，截至 2016 年末，公司资产负债率为 74.86%，较上年末增加 2.18 个百分点；总资本化比率为 69.90%，较上年末增长 6.40 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 8：电力行业部分公司资本结构比较

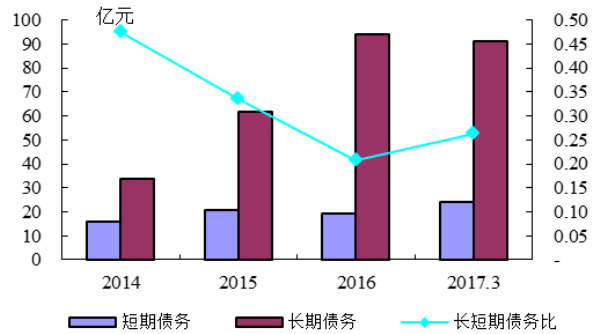
(截至 2016 年 12 月 31 日)

公司简称	资产 (亿元)	负债 (亿元)	资产负债率 (%)
华能国际	3,094.18	2,126.52	68.73
上海电力	555.53	397.00	71.46
京能电力	538.71	294.45	54.66
建投能源	292.40	159.68	54.61
天富能源	194.09	145.29	74.86
长源电力	91.85	55.38	60.29
东方能源	53.02	27.16	51.22

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，2016 年末公司总债务为 113.32 亿元，同比增长 37.81%，其中，短期债务为 19.51 亿元，同比下降 5.69%；长期债务为 93.81 亿元，同比增长 52.43%。截至 2016 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.34 下降至 0.21，公司债务期限结构仍保持较为合理水平。截至 2017 年 3 月末，公司总债务增长至 114.78 亿元，长短期债务比回升至 0.26。

图 5：2014~2017.3 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，2016 年，随着业务规模的扩大及良好的收益积累，公司总资产及自有资本实力增长均有所增长。同时，固定资产投资对资金需求仍然较大，其总债务规模大幅增长，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。2016 年公司实现营业收入 36.36 亿元，较上年度增长 4.36%。分业务板块来看，2016 年，公司供电、供热及天然气主业规模均有所扩张，其业务收入实现不同程度增长。公司全年供电业务实现营业收入 27.74 亿元，同比增长 2.55%；供热业务实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 13.47%；天然气业务实现营业收入 2.60 亿元，同比增长 38.28%；建筑施工实现营业收入 1.00 亿元，同比增长 53.63%；其他商品销售实现营业收入 118.14 万元，同比下降 91.13%。2017 年一季度，公司实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 17.12%。

表 9：2015~2016 年公司营业收入及毛利率构成

单位：亿元、%

项目	2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	27.06	32.16	27.74	36.31
供热	3.68	-3.97	4.17	1.86
天然气	1.88	47.97	2.60	42.83
建筑施工	0.65	9.12	1.00	7.94
其他商品销售	0.13	47.05	0.01	29.13
其他业务	1.44	61.84	0.83	1.39
合计	34.84	30.06	36.36	31.24

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2016 年，公司供热及供电毛

利率上升，带动全年综合毛利率增至 31.24%，同比增加 1.18 个百分点。分业务板块来看，公司供电毛利率受益于自发电占比增长及较好的成本控制力提高至 33.85%，较上年度增加 1.69 个百分点；受提前供暖等因素影响，公司供热毛利率增加 12.34 个百分点至 8.37%；受益于采购价格降幅较大，公司天然气销售毛利率增加 14.40 个百分点至 62.37%。

期间费用方面，2016 年公司期间费用规模合计为 7.38 亿元，同比增长 3.72%。其中，公司销售费用为 0.72 亿元，同比下降 8.32%，系折旧及水电费、修理费下降所致；管理费用为 2.78 亿元，同比下降 9.59%，系由于咨询费缩减；财务费用 3.88 亿元，同比增长 19.24%，主要由于债务规模增加导致利息支出增长。2016 年，公司三费在营业收入中占比为 20.30%，较上年度略有下降。

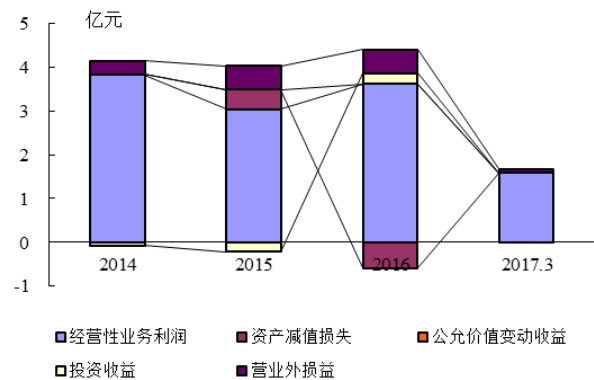
表 10：2014~2017.3 公司期间费用情况

	单位：亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.69	0.79	0.72	0.17
管理费用	2.74	3.08	2.78	0.57
财务费用	1.89	3.25	3.88	1.12
三费合计	5.32	7.12	7.38	1.86
营业总收入	35.59	34.84	36.36	10.27
三费收入占比	14.96	20.42	20.30	18.11

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。2016 年，公司利润总额为 3.81 亿元，与上年度基本持平。其中，经营性业务利润为 3.62 亿元，同比增长 19.11%，主要系公司营业收入、毛利率水平提升以及期间费用率下降所致。另外，2016 年，公司资产减值损失-0.59 亿元，主要包括坏账损失和在建工程减值损失；营业外收入 0.54 亿元，主要由政府补助构成，对公司利润总额形成一定补充。

图 6：2014~2017.3 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，2016 年公司供电、供热及天然气主营业务规模及毛利率水平均有所提高，带动公司经营性业务盈利能力增长，公司整体盈利水平保持较好。

偿债能力

随着在建项目持续推进影响，公司加大了外部融资力度，同时调整债务结构。截至 2016 年末，公司总债务为 113.32 亿元，较上年末增长 37.81%。截至 2017 年 3 月末，公司总债务和短期债务分别为 114.78 亿元和 23.90 亿元。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出及折旧构成。2016 年公司 EBITDA 为 14.01 亿元，同比增长 18.88%，主要系随着在建项目建成投产，固定资产折旧增加以及公司债务规模增长带动利息支出规模上升所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2016 年公司总债务/EBITDA 指标为 8.09 倍，较上年末增长 1.11 倍；EBITDA 利息保障倍数为 3.00 倍，较上年末上升 0.55 倍。公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力保持在较好水平。

现金流方面，2016 年公司经营性现金净流入为 6.01 亿元，同期经营活动净现金流/总债务从 0.08 倍下降至 0.05 倍，经营活动净现金流/利息支出从 1.34 倍下降至 1.30 倍。总的来看，公司 EBITDA 及经营性现金流对债务本息的保障能力尚可。

表 11: 2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
EBITDA (亿元)	9.43	11.78	14.01	-
经营活动净现金流 (亿元)	6.46	6.46	6.01	1.29
资产负债率 (%)	68.25	72.68	74.86	74.74
总资本化比率 (%)	52.40	63.50	69.90	69.59
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.46	1.34	1.30	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.13	0.08	0.05	0.04*
EBITDA 利息倍数 (X)	3.59	2.45	3.00	-
总债务/EBITDA(X)	5.30	6.98	8.09	-

注：公司 2017 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 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 41.00 亿元，未使用授信余额 33.32 亿元，良好的银企关系为公司资金需求提供了有力的保障。

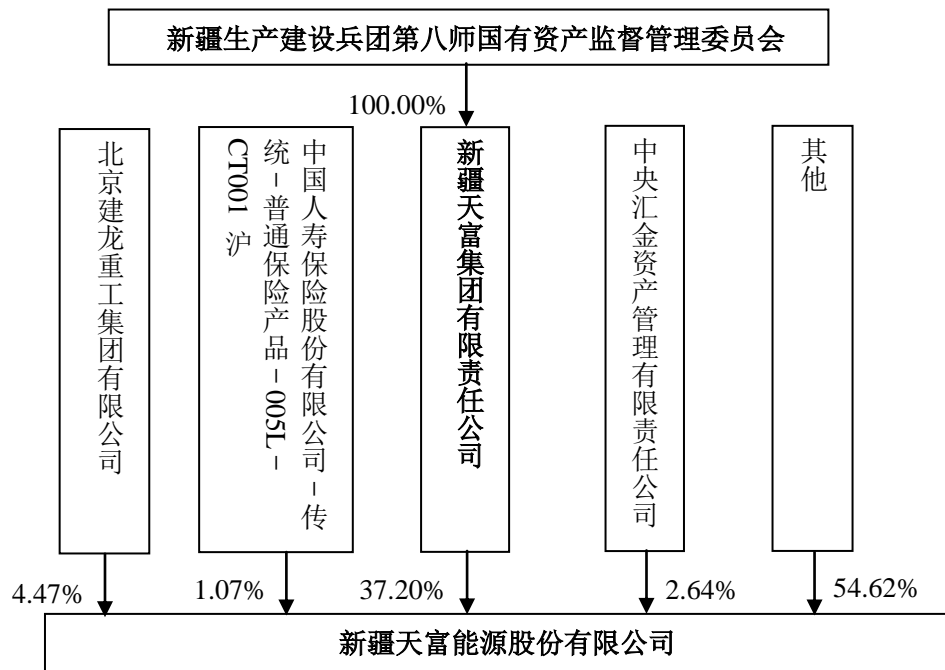
或有负债方面，截至 2016 年末，公司无重大未决诉讼，合计为天富集团提供担保 37.95 亿元。所有权或使用权受限制的资产共计 6.59 亿元，主要为银行承兑汇票、信用证保证金、天富能源资产支持专项计划监管资金、已质押的应收票据、代保管票据以及归属于天富能源资产支持专项计划的银行理财产品。

总体来看，2016 年公司自发电规模扩大，成本较高的外购电减少，同期受益于煤炭采购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，供热、天然气等业务也发展良好。随着公司业务规模扩张其对外融资力度加大，公司资产总额持续增长，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依然很强，整体抗风险能力和偿债能力很强。

结 论

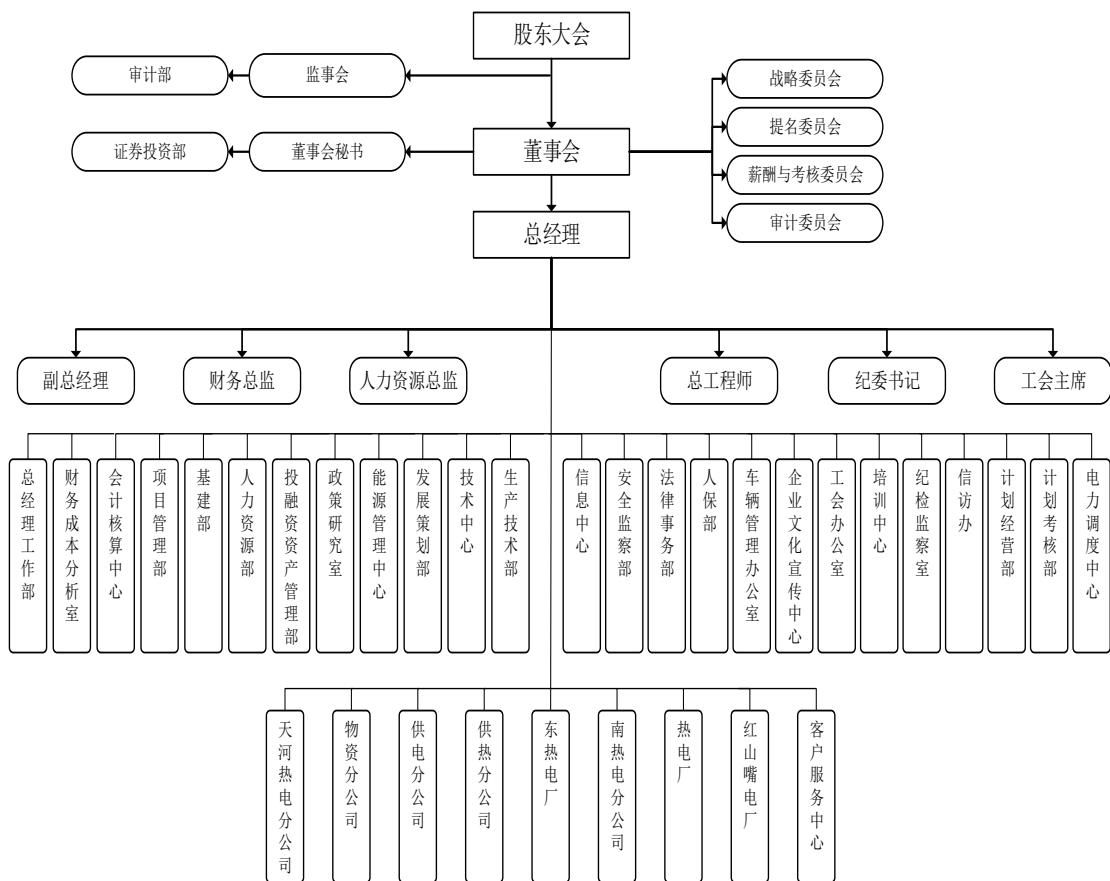
综上，中诚信证评维持天富能源主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定，维持“新疆天富能源股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)”信用等级为 **AA**。

附一：新疆天富能源股份有限公司股权结构图（截至 2017 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	玛纳斯天富水利发电有限公司	电力	2,000.00	100.00
2	石河子天富南热电有限公司	电力	4,326.00 万美元	75.00
3	石河子天富农电有限责任公司	电力	10,000.00	100.00
4	石河子开发区天富燃料运输有限公司	运输	1,000.00	55.00
5	新疆天富天源燃气有限公司	煤气、天然气	12,811.00	94.05
6	新疆天富垃圾焚烧发电有限责任公司	电力	15,000.00	100.00
7	新疆天富金阳新能源有限责任公司	电力	16,036.96	100.00
8	新疆天富能源售电有限公司	电力	20,000.00	100.00
9	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
10	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
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	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

附二：新疆天富能源股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 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）	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	94,492.13	111,437.55	182,230.48	149,487.70
应收账款净额	25,397.31	20,796.07	23,809.97	64,959.13
存货净额	57,225.43	66,443.98	63,825.62	73,135.99
流动资产	322,978.01	285,112.45	382,383.05	438,151.12
长期投资	28,333.65	24,822.98	15,154.44	15,154.45
固定资产合计	1,058,354.87	1,388,104.64	1,501,931.78	1,488,641.24
总资产	1,429,508.25	1,730,151.22	1,940,864.69	1,985,567.74
短期债务	161,029.00	206,876.02	195,111.02	238,963.14
长期债务	338,625.41	615,445.95	938,093.23	908,845.00
总债务	499,654.41	822,321.97	1,133,204.25	1,147,808.14
总负债	975,611.11	1,257,468.03	1,452,896.36	1,484,065.78
所有者权益（含少数股东权益）	453,897.14	472,683.19	487,968.34	501,501.97
营业总收入	355,895.54	348,396.91	363,603.89	102,737.21
三费前利润	91,428.80	101,553.22	110,011.77	34,433.11
投资收益	-695.15	-2,155.57	2,415.18	0.00
净利润	35,905.88	31,305.27	30,696.75	13,595.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	94,321.10	117,830.08	140,074.86	-
经营活动产生现金净流量	64,645.51	64,593.74	60,696.58	12,873.72
投资活动产生现金净流量	-155,199.66	-319,778.08	-240,635.62	-17,154.56
筹资活动产生现金净流量	93,411.76	245,473.31	258,914.17	-22,582.38
现金及现金等价物净增加额	2,857.61	-9,711.03	78,975.14	-26,863.23
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
营业毛利率（%）	26.13	30.06	31.24	34.39
所有者权益收益率（%）	7.91	6.62	6.29	10.84
EBITDA/营业总收入（%）	26.50	33.82	38.52	-
速动比率（X）	0.48	0.40	0.78	0.78
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.08	0.05	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.40	0.31	0.31	0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	2.46	1.34	1.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.59	2.45	2.88	-
总债务/EBITDA（X）	5.30	6.98	8.09	-
资产负债率（%）	68.25	72.68	74.86	74.74
总资本化比率（%）	50.72	63.50	69.90	69.59
长期资本化比率（%）	42.73	56.56	65.78	64.44

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、2017 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。