

信用等级通知书

信评委函字 [2012] 跟踪027号

福建省能源集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司发行的2011年度第一期6亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信国际信用评级委员会最后评定，维持贵公司AA+的主体信用等级和A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一二年三月十四日

福建省能源集团有限责任公司 2012 年跟踪评级报告

发行主体 福建省能源集团有限责任公司

本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 稳定

存续债券列表

| 简称 | 发行额 (亿元) | 期限 (年) | 上次债项 信用等级 | 本次债项 信用等级 |
|--------------|-------------|-----------|--------------|--------------|
| 11 闽能源 CP001 | 6 | 1 | A-1 | A-1 |

概况数据

| 福建能源 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.9 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产(亿元) | 161.58 | 246.81 | 322.16 | 364.00 |
| 所有者权益(含少数股东权益)(亿元) | 56.35 | 77.14 | 86.22 | 89.29 |
| 总负债(亿元) | 105.23 | 169.67 | 235.93 | 274.72 |
| 总债务(亿元) | 74.23 | 130.76 | 185.87 | 215.82 |
| 营业总收入(亿元) | 89.88 | 97.50 | 152.81 | 179.24 |
| EBIT(亿元) | 7.00 | 6.58 | 12.47 | -- |
| EBITDA(亿元) | 10.53 | 12.31 | 21.64 | -- |
| 经营活动净现金流(亿元) | 10.64 | 13.23 | 17.56 | 9.71 |
| 主营业务毛利率(%) | 16.33 | 15.83 | 14.73 | 13.12 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 11.71 | 12.63 | 14.16 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.26 | 3.22 | 4.33 | -- |
| 资产负债率(%) | 65.12 | 68.75 | 73.24 | 75.47 |
| 总资本化比率(%) | 56.85 | 62.90 | 68.31 | 70.74 |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.05 | 10.62 | 8.59 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.59 | 2.30 | 2.58 | -- |

注：公司 2011 年三季度财务报表未经审计。

分析师

王 勋

xwang@ccxi.com.cn

刘 璐

liu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2012 年 3 月 14 日

基本观点

中诚信国际维持福建省能源集团有限责任公司（以下简称“福建能源”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“11 闽能源 CP001”债项信用等级 **A-1**。

中诚信国际肯定了公司以煤电业务为核心、多业发展的大能源产业格局对其未来发展所带来的积极影响。同时，中诚信国际也考虑了福建省煤炭资源储备不足，公司资产负债率上升以及盈利能力下降等因素对其整体信用状况的影响。

优势

- **煤炭生产和销售稳定。**公司是福建省最大的煤炭生产企业，稳定的生产及销售为公司正常经营提供了有力的支持。2010 年公司生产煤炭约 480.53 万吨，较 2009 年减少 10.50 万吨；2011 年 1~9 月，公司煤炭产量为 354.66 万吨，较 2010 年同期增长 23.20 万吨。
- **装机规模快速增长，发电量迅速增加。**电力作为公司能源战略调整的重点产业，近年来装机规模迅速增长，以火电、热电联产、风电、核电和天然气发电为主的多元化电力能源结构已基本建立。截至 2011 年 9 月底，公司已投产可控电力装机规模 424.20 万千瓦，占福建省装机容量（含水电）的 11.72%；2011 年 1~9 月，公司下属电力企业发电量 131.29 亿千瓦时。
- **公司港口物流业务快速发展。**2010 年以来，公司煤炭贸易业务增长迅猛，推动港口物流业务收入大幅上升，跃居公司各业务收入之首。2010 年和 2011 年 1~9 月，公司港口物流业务分别实现收入为 42.96 亿元和 63.10 亿元。
- **产业结构进一步优化。**公司逐步形成以煤电业务为核心，港口、建材、民爆化工多业发展的大能源产业格局，有利于降低单一主业波动给公司带来的经营风险。

关注

- **福建省煤炭资源缺乏，单矿规模较小。**福建省内剩余未开发或未勘探的煤炭资源较少，且煤层埋藏较深，开采难度较大。福建省煤炭资源匮乏对公司未来煤炭业务持续经营将形成一定制约，并且未来煤矿建设及开采成本将持续上升。
- **公司资产负债率较高，且呈逐年上升趋势。**随着公司业务规模不断扩大，公司债务规模迅速增加，资产负债率由 2008 年的 65.12% 上升至 2011 年 9 月底的 75.47%，公司债务压力较重。
- **公司综合毛利率持续下降。**受近期煤炭价格上涨影响，公司发电成本快速上升，此外低利润率的港口物流业务收入占总收入的比例快速增长，也在一定程度上拖累了公司综合毛利率水平。
- **公司供电煤耗指标偏高，平均利用小时数偏低。**公司供电能耗指标高于行业平均水平，主要是受部分小发电机组指标偏高拖累所致；公司综合发电利用小时数低于行业平均水平，主要是由于晋江天然气发电机组受当地调峰管制影响所致。

基本分析

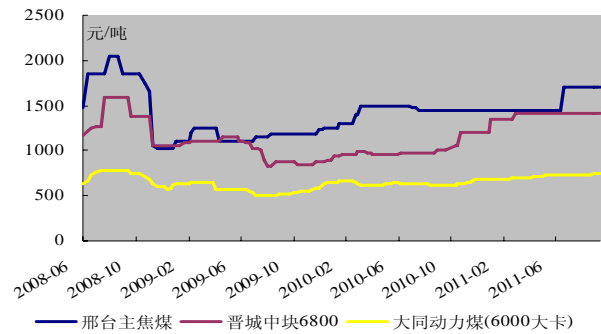
近期我国煤炭价格呈现波动性上涨，火力发电企业面临较大的成本压力

煤炭需求的增长、资源整合带来的落后产能淘汰，使得煤炭行业供需形势呈现出积极的变化，煤炭价格自 2009 年 7 月起持续上涨。2010 年以来煤炭价格维持波动上行的态势并延续到 2011 年。2011 年 8~9 月，随着煤炭消费淡季的来临，煤炭价格出现一定程度的下滑。四季度为传统煤炭销售旺季，9 月下旬开始，受大秦线检修、中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）因元宝湾事故停产整顿以及煤炭下游开始冬储煤等因素影响，煤炭价格出现了一定上涨。

煤炭价格政策方面，国家发改委在 2010 年 12 月 6 日下发了《关于做好 2011 年煤炭产运需衔接工作的通知》，要求 2011 年重点合同煤价格维持 2010 年水平不变（简称“限价令”），不得以任何形式变相涨价；于 2011 年 3 月 28 日发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但国家“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年以来，我国煤炭价格始终保持在高位运行，这使得火电企业面临较大的成本压力。中诚信国际认为，在电、煤价格机制未理顺前，电煤价格的波动仍将是影响公司盈利能力和稳定经营的重要因素之一。

长期来看，未来随着中国工业化和城镇化进程的推进，中国能源消费将保持稳定增长，作为中国能源消费的主体，煤炭行业仍然具有持续增长的潜力。但随着宏观经济进入趋缓稳定通道以及中国转变经济增长方式和节能减排等政策的出台，煤炭需求增速或将放缓。因此，中诚信国际认为未来宏观经济走势和能源产业政策是影响煤炭供求关系的关键因素。

图 1：2008 年以来主要产煤区煤炭价格走势



资料来源：聚源资讯

资源税改革步伐加快，地方政府相继上调“价格调节基金”，煤炭企业成本不断上升，短期内对煤炭盈利水平造成一定负面影响

煤炭作为我国最主要的能源资源，重要的战略地位决定了煤炭行业政策是短期影响煤炭行业发展的关键因素之一。资源税改革方案的出台将成为又一个影响煤炭行业的重要政策。目前，关于资源税改革的意义、方向和基本方案已在政府和社会各界之间形成了共识。截至 2011 年 10 月，山西、陕西、四川、湖南、宁夏、安徽、河南、贵州等地均开征了煤炭价格调节基金或者调高了煤炭价格调节基金征收标准。而价格调节基金征收方式也由“从量计征”向“从价计征”转变，2011 年 1 月，重庆率先启动“量价结合”的调节基金征收办法，征收价格不低于煤炭价格的 6%。贵州省于 2011 年 10 月 1 日起对煤炭生产企业按照煤炭销售价格的 10% 征集煤炭价格调节基金，将显著增加当地煤炭企业的生产成本。

此外，资源税改革不断推进，2011 年 9 月 21 日，国务院常务会议对《中华人民共和国资源税暂行条例》做出修改，在现有资源税从量定额计征基础上增加从价定率的计征办法，同时调整原油、天然气等品目资源税税率，税率为销售额的 5%~10%。同时将焦炭资源税征收标准提高到每吨 8~20 元，其他煤炭仍为每吨 0.3~5 元。如果未来资源税改革实施范围进一步扩大到煤炭行业，并将从量计征改为从价计征，将进一步提高煤炭企业的生产成本。近期来看，由于通货膨胀的持续和人工成本的增加，煤炭开采成本增加，煤炭行业的毛利率近几个

月逐渐降低。未来，煤炭行业的政策性成本上升是大概率事件，届时煤炭企业盈利能力将会受较大影响。

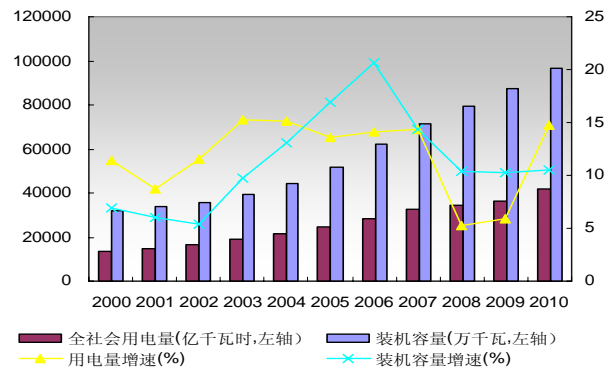
中诚信国际认为，资源税改革方案的推出，将进一步提高煤炭企业的生产成本，给其盈利能力带来短期压力并对煤炭企业的盈利能力带来一定负面影响。但从长期来看，资源税改革方案难以改变煤炭行业的运行趋势，煤炭行业的核心影响因素还是供需形势，供需形势决定着煤炭企业的成本转嫁能力和整体抗风险能力。

2010 年以来，受我国经济恢复快速拉动影响，电力需求快速增长，全国发电机组平均利用小时数也触底反弹

2010 年，受我国经济全面恢复的拉动，全国全年用电大幅增长，据中电联《全国电力工业统计快报（2010 年）》统计，我国全社会用电量达 41,923 亿千瓦时，同比增长 14.56%，增速较上年增长 8.12 个百分点，增速恢复到 2006~2007 年水平。2011 年 1~9 月，全社会用电需求达 35,157 亿千瓦时，较 2010 年同期增长 11.95%。在全国用电量持续增长的拉动下，全国发电装机总容量的增速自 2004 年以来一直保持在 10% 以上的增长速度。据中电联《全国电力工业统计快报（2010 年）》统计，2010 年全国基建新增发电设备容量 9,127 万千瓦，同比增加 10.44%；截止到 2010 年底，全国发电设备容量 96,219 万千瓦。2011 年 1~9 月，全国发电设备容量继续保持高速增长。据中电联《电力行业月度统计数据（2011 年 10 月）》，截至 9 月底，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备容量 97,695 万千瓦，同比增长 10.2%；2011 年 1~9 月份，全国规模以上电厂发电量 34,540 亿千瓦时，比去年同期增长 12.7%。

2010 年，在全国用电需求持续快速增长的拉动下，不仅全国发电设备装机容量增长迅猛，全国发电机组平均利用小时数也出现了自 2004 年以来首次增加。据中电联《全国电力工业统计快报（2010 年）》统计，2010 年我国发电设备平均利用小时数为 4,660 小时，比去年同期增加 114 小时。2011 年 1~9 月，我国发电设备平均利用小时数达 3,603 小时，比去年同期增加 78 小时。

图 2：2000 年~2010 年度全国电力增长情况



资料来源：中国电力企业联合会

总体来看，电力行业与国民经济增长具有强相关性，经济回暖将带动发电量的增长，电力行业景气度呈现逐步回升态势。2010 年全年全口径发电设备利用小时数较上年已大幅回升，其中火电设备利用小时数已经接近 2007 年水平。随着 2011 年用电需求的进一步增长，未来电力机组利用小时数有望继续保持较好的回升趋势。

煤炭作为公司传统能源主业，近年来受限于福建省有限的煤炭储备资源，业务规模扩张速度相对缓慢

2010 年以来，公司煤炭业务矿产规模保持稳定。截至 2011 年 9 月末，公司下属 6 家全资或控股的煤炭产业子公司共拥有生产矿井 30 对，核定年生产能力为 499 万吨。受煤矿产能所限，公司煤炭产量基本维持稳定，略有小幅波动。2010 年公司生产煤炭 480.53 万吨，较 2009 年减少 10.50 万吨；2011 年 1~9 月，公司煤炭产量为 354.66 万吨，较 2010 年同期增长约 23.20 万吨。中诚信国际注意到，虽然 2010 年公司自产煤炭总量略有下降，但公司下属煤炭贸易企业加大省外煤炭采购规模，致使 2010 年全年销售煤炭达 551.20 万吨，较 2009 年同期增加 45.20 万吨。公司煤炭销售终端主要集中在福建省内电煤市场、福建省内重点化工市场以及自供下属电厂。2010 年公司煤炭销量中供给内部电厂比例约为 45%，2011 年 1~9 月该比例上升至 50%，随着未来公司新建电厂陆续投产发电，公司煤炭自供比例有望进一步上升。

表 1: 截至 2011 年 9 月底公司下属主要煤炭生产公司情况

| 名称 | 股权比例(%) | 所属矿井(对) | 可采储量(万吨) | 开采年限(年) | 2010 年产量(万吨) | 2011 年 1-9 月产量(万吨) |
|-------|---------|----------------|----------|---------|--------------|--------------------|
| 福建煤电 | 89.98 | 生产 10 对 基建 1 对 | 6154.06 | 17.9 | 194.95 | 145.16 |
| 永安煤业 | 93.04 | 生产 9 对 基建 1 对 | 7,250.00 | 26.7 | 148.79 | 111.71 |
| 漳平煤业 | 100 | 生产 3 对 基建 1 对 | 823.80 | 14.7 | 23.55 | 14.35 |
| 天湖山 | 100 | 生产 4 对 基建 1 对 | 3,215.90 | 26.4 | 63.10 | 34.77 |
| 邵武煤矿 | 90 | 生产 1 对 基建 2 对 | 235.90 | 6.2 | 23.64 | 21.77 |
| 红炭山矿业 | 70.45 | 生产 3 对 | 711.24 | 14.3 | 27.63 | 26.90 |

资料来源: 公司提供

煤矿建设方面, 近年来公司煤炭业务扩张缓慢, 新投运项目较少。截至 2011 年 9 月末, 公司拥有在建矿井 6 对, 可采储量 3,866.65 万吨, 设计生产能力 120 万吨/年。其中, 吾祠、洪峰和陈垵煤矿项目预计将于 2011 年内建设完毕, 昌福山煤矿预计将于 2012 年投产, 池坪-芦坑煤矿项目已完成建设工程进度的 90%, 元沙煤矿项目已完成建设工程进度的 30%, 另外公司水井坑煤矿项目正在申请立项审批中。中诚信国际认为, 虽然福建省煤炭资源匮乏对公司煤炭业务发展构成一定制约, 但作为福建省唯一的大型省级国有煤炭企业集团, 公司在当地受到较强的政府支持, 在福建省整合煤炭资源战略下, 未来煤炭资产规模预计将稳中有升。

表 2: 截至 2011 年 9 月末公司在建矿井情况

| | 股权比例(%) | 可采储量(万吨) | 可采年限(年) | 设计生产能力(万吨/年) | 进度 | 投产日期 |
|---------|---------|----------|---------|--------------|-----|------|
| 昌福山煤矿 | 55 | 1139.85 | 25.3 | 30 | 基建中 | 2012 |
| 吾祠煤矿 | 100 | 615.9 | 27.3 | 15 | 基建中 | 2011 |
| 池坪-芦坑煤矿 | 100 | 1094.5 | 25 | 30 | 基建中 | 2012 |
| 元沙煤矿 | 55 | 853.9 | 18.9 | 30 | 基建中 | 2013 |
| 陈垵 | 55 | 60 | 6.7 | 6 | 扩建中 | 2011 |

| 煤矿 | 60 | 102.5 | 8.1 | 9 | 扩建中 | 2011 |
|------|----|-------|-----|---|-----|------|
| 洪峰煤矿 | | | | | | |

资料来源: 公司提供

煤炭价格方面, 受益于下游行业需求旺盛, 煤炭市场价格持续上涨。2010 年公司销售给下属电厂的煤炭均价为 525 元/吨, 较 2009 年上涨约 10%, 销售给其它公司的煤价提高到 621 元/吨, 较 2009 年上涨约 12%。中诚信国际注意到, 公司的内外煤炭销售价差较明显, 未来若内供比例持续增加将对煤炭板块的整体利润水平造成一定负面影响。截至 2011 年 1-9 月, 公司煤炭销售价格平均为 713.17 元/吨(含税综合价格), 预计 2011 年全年煤价将维持在高位运行。

总体来看, 受益于宏观环境的整体复苏, 煤炭下游需求旺盛, 煤炭市场价格持续增加, 煤炭业务盈利能力不断上升。此外, 公司自建电站的陆续投产为公司煤炭销售提供有力保障, 煤电一体化优势进一步显现。但中诚信国际注意到, 由于福建省煤炭资源缺乏, 省内剩余未开发或未勘探的资源区较少, 并且煤层埋藏较深, 开采难度较大, 未来建设及开采成本或将进一步提高。

作为公司战略发展的重点, 近年来电力板块装机规模增长迅速, 其中清洁能源机组规模持续增加

近年来, 公司电力业务发展迅猛。2010 年公司电力板块实现营业收入 38.41 亿元, 较 2009 年增长 82.99%, 全年公司所属电力企业发电 101.26 亿千瓦时, 上网电量 94 亿千瓦时, 平均供电标煤耗为 350.52 克/千瓦时, 综合厂用电率 5.56%, 发电机组利用小时数为 3,941 小时。2011 年 1-9 月, 公司所属电力企业发电 131.29 亿千瓦时, 上网电量 124.67 亿千瓦时, 平均供电标煤耗为 338.91 克/千瓦时, 综合厂用电率 5.04%, 综合发电利用小时数为 3,095 小时。目前公司机组与国内同类型机组相比, 能耗指标高于行业平均水平, 主要是受部分小发电机组指标偏高拖累所致。但中诚信国际注意到, 根据国家“节能减排”措施, 公司采取循环流化机组, 虽然部分机组装机容量较小, 但由于该类机组主要为综合利用机组, 整体热电比与热效率较高。目前,

公司控股电力企业中除鸿山电厂未采用循环流化床锅炉，其余均采用国家节能法所鼓励的高效清洁的循环流化床锅炉，符合国家节能减排政策要求，未来一段时期不存在小机组关停的风险。此外，公司综合发电利用小时数低于行业平均水平，主要是由于晋江天然气发电机组受当地调峰管制影响，其发电利用小时数拉低了公司综合发电利用小时数。

福建省靠近台湾海峡，具有狭管效应，风力发电自然条件较好。公司利用自然条件优势积极发展风能发电业务，福建省政府已经指定公司负责莆田以及莆田以南地区的风电项目建设，目前公司已投产风电机组装机规模为 15.60 万千瓦，且公司风电机组处于经济较发达地区，上网电量较有保证且上网电价普遍较高。未来公司计划进一步拓展风电业务，风电机组装机规模有望进一步扩大。

表 3: 公司下属发电企业 2011 年 1-9 月经营和能耗指标

| | 上网电价 (元/千瓦时) | 供电标准煤耗 (克/千瓦时) | 累计发电量 (亿千瓦时) | 累计上网电量 (亿千瓦时) |
|----|-----------------|-------------------|-----------------|------------------|
| 龙岩 | 0.4174 | 388.24 | 18.09 | 16.56 |

表 4: 截至 2011 年 9 月末公司主要在建电力项目

| 在建项目名称 | 装机规模 (万千瓦) | 持股 比例 | 预计投 产时间 | 项目介绍 |
|------------------|---------------|----------|------------|--|
| 鸿山热电二期 | 2*100 | 100% | 2014/4 | 鸿山热电二期项目建设规模为 2×100 万千瓦超临界燃煤发电机组，可作为一期供热备用并兼顾地区热负荷的发展需求，该项目总投资约 75 亿元。该项目设计热效率 45.73%，设计供电标准煤耗 278.1g/kwh，综合厂用电率 3.4%。 |
| 莆田后海二期风电场 | 24*0.2 | 100% | 2012/6 | 项目总装机容量 4.8 万千瓦，安装 24 台 2,000kW 维斯塔斯 V80 型号风机，项目总投资 5.15 亿元。 |
| 莆田石城二期(大蚶山场区)风电场 | 18*0.2 | 100% | 2012/10 | 项目总装机容量 3.6 万千瓦，安装 18 台 2,000WG87CS 型风机，项目总投资 5.41 亿元(含山下场区)。 |
| 仙游草山风电场 | 24*0.15 | 100% | 2013/3 | 项目总装机容量 3.6 万千瓦，安装 24 台 1,500KW 风机(风机型号正在进一步调研中)，项目总投资 3.38 亿元。 |
| 龙海隆教风电场 | 24*0.2 | 100% | 2012/9 | 项目总装机容量 4.8 万千瓦，安装 24 台 2,000KW 湘电 XE82 型号风机，项目总投资 4.62 亿元。 |
| 惠安小岞风电场 | 11*0.2 | 100% | 2012/9 | 项目总装机容量 2.2 万千瓦，安装 11 台 2,000KW 维斯塔斯 V80 型号风机(其中陆地 6 台风机)，项目总投资 2.9 亿元。 |
| 晋江金井风电场 | 16*0.2 | 100% | 2012/9 | 项目总装机容量 3.2 万千瓦，安装 16 台 2,000KW 湘电 XE82 型号风机，项目总投资 3.70 亿元。 |

资料来源：公司提供

整体来看，2010 年以来，公司装机规模快速增长，发电量及上网电量持续增加，特别是热电板块受益于自给的煤炭资源，“煤电一体化”的成本优

| 坑口 | | | | |
|-------|--------|------------|-------|-------|
| 鸿山热电 | 0.4174 | 308.60 | 47.97 | 45.83 |
| 晋江热电 | 0.4703 | 426.31 | 3.43 | 3.06 |
| 石狮热电 | 0.5154 | 294.86 | 0.69 | 0.56 |
| 雁石发电 | 0.4174 | 257.06 | 21.57 | 20.45 |
| 莆田风电 | 0.6100 | / | 2.81 | 2.76 |
| 晋江天然气 | 0.5130 | 0.19 方/千瓦时 | 36.74 | 35.93 |

资料来源：公司提供

电力在建项目方面，目前公司主要控股在建电力项目为鸿山热电二期 2 台 100 万千瓦机组，预计将于 2014 年建成投产；此外，公司还拥有多项控股风电在建项目，以及参股的宁德核电在建项目。另外，中诚信国际还注意到，公司泉惠发电项目 2 台 100 万千瓦火电机组目前正处于申报阶段，若未来能顺利获批投产，公司电力装机规模有望进一步提升。

势逐步显现。另外，公司已投产、在建机组中清洁能源装机数量占比不断上升，符合国家产业政策。

但中诚信国际注意到，目前公司在建项目较多、资金需求较大，未来面临一定规模的资本支出压力。

以港口物流为代表的其他辅业快速发展，对公司以煤电业务为核心、多业发展的大能源产业格局形成有力支撑

公司在以煤电业务为核心、多业发展的大能源产业格局的战略部署下，加快建设港口码头，扩大其煤炭贸易业务。2010年公司下属子公司福建肖厝港物流有限责任公司（以下简称：“物流公司”）各码头完成吞吐量174.48万吨，同比增长39.5%；2011年1~9月，物流公司码头完成吞吐量203.46万吨。随着物流公司港口业务快速发展，港口建设规模逐步扩大，目前公司肖厝港4#泊位、福州可门港4#、5#泊位正处于建设阶段，目前已完成投资11.60亿元。

建材水泥业务方面，公司目前拥有熟料445万吨/年和水泥670万吨/年的生产能力，其水泥产量在福建省内占比约为8%。销售区域方面，公司水泥全部销往福建省内，其中福州、闽南、厦门区域销量合计占全部销量的72%。2010年公司水泥产、销量分别为440.46万吨和437.45万吨，产销率为99.31%。2011年1~9月水泥产、销量分别为311.28万吨和314万吨。水泥生产原料储备方面，截至2011年9月末，公司拥有石灰石矿山保有储量2.2亿吨，目前，福建顺昌东坑石灰石矿山的采矿权办理工作受矿区划定范围审批的影响，尚处于前期筹备阶段。未来，公司建材业务将在加快发展水泥主业的同时积极发展新型建材和非金属矿深加工产业，水泥产能的扩张以及进入新产品领域将带来一定规模的资本支出，中诚信国际将对此保持关注。

表 5：2008~2011.9 年公司水泥和熟料产销量

| 单位：万吨 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.9 |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 熟料产量 | 309.56 | 351.38 | 349.02 | 238.11 |
| 水泥产量 | 393.01 | 403.29 | 440.46 | 311.28 |
| 水泥销量 | 392.97 | 404.67 | 437.45 | 314.00 |

资料来源：公司提供

2011年以来，公司民爆产品产量快速回升，2011年1~9月，公司实现炸药产量为3.73万吨，同比增长23.12%，实现雷管产量为2,656.075万发，

同比增长24.02%。公司计划到2015年，将福建省民爆化工股份有限公司炸药生产能力提升至8万吨/年，雷管生产能力提升至1亿发/年。

总体来看，公司各项辅业发展平稳，公司以煤电业务为核心、多业发展的大能源产业格局已基本建立。但中诚信国际注意到，公司下属公司数量和业务板块较多，部分资产质量不高，给公司带来一定的经营风险和管理难度。

财务分析

2010年以来受益于公司电力主业的快速发展，公司总收入规模快速增长

2010年以来公司电力业务及港口物流业务规模快速增长，2010年公司实现营业总收入152.81亿元；2011年1~9月，公司实现营业总收入进一步增长至179.24亿元。

从收入结构分析，近年来公司电力业务发展迅猛，投运电力装机规模不断扩大，收入规模也迅速增长。2010年受公司晋江天然气、雁石发电及莆田风电等多项新电力机组投产，公司电力热电业务实现收入38.41亿元，较2009年增长82.99%，增速迅猛；2011年随着公司多项电力机组投产发电，2011年1~9月，公司电力业务实现收入51.41亿元，较2010年同期增长90.23%。虽然近年来公司煤炭业务发展缓慢，但受益于煤炭价格高涨，2011年1~9月公司煤炭业务实现收入29.14亿元，已超过2010年全年水平。2010年以来，随着福建省煤炭需求缺口逐步扩大，公司港口物流业务发展迅猛，2010年公司港口物流业务实现收入42.96亿元，较2009年增长75.13%；2011年1~9月港口物流收入进一步扩大至63.10亿元。

综合来看，公司电力主业收入规模快速扩张弥补了公司传统煤炭主业发展动力不足的窘境，未来随着公司多项电力机组陆续投产以及港口物流业务规模迅速上升，公司收入规模有望保持快速增长。

2010年以来煤炭价格上涨导致公司发电成本上升，并且随着毛利较低的港口物流贸易规模快速增长，近期公司综合盈利水平有所回落

近年来，公司盈利水平整体呈下降趋势。2010年和2011年1~9月，公司分别实现综合毛利率14.73%和13.12%。毛利率结构方面，公司煤炭业务毛利率主要随煤炭市场价格波动而变化。2010年以来，随着全国燃煤价格的高涨，公司煤炭板块毛利率小幅回升。但中诚信国际注意到，目前福建省内现有矿井保有储量及后备资源区大多埋藏较深或地质构造复杂，未来公司建井投资和生产成本都将面临进一步上升压力。

近年来公司电业务发展较快，但目前投运电力机组中，火电依然为公司的主力机组，因此综合发电成本较高，盈利能力偏弱。2010年受煤炭价格上涨影响，公司发电成本随之上升，但公司当期电力业务毛利率不降反升，主要是由于大规模电力机组逐步产生效益以及清洁能源机组在2010年相继投产所致。2011年1~9月，煤炭价格持续高涨，公司发电业务受此拖累，毛利率水平有所下降。

公司港口物流业务快速发展，收入规模持续上升，但受物流行业性质所限，其毛利率水平整体偏弱，并且随着行业竞争的加剧、煤炭价格持续走高，对物流贸易成本控制增添了一定难度。2010年以来，公司港口物流业务收入规模在总收入中占比迅速上升，这在一定程度上拉低了公司综合毛利率水平。

表 6: 2008~2011.9 公司主要业务板块营业毛利率情况

| 单位: % | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.1~9 |
|-------|-------|-------|-------|----------|
| 煤炭生产 | 29.77 | 26.51 | 30.43 | 31.61 |
| 电力生产 | 2.31 | 9.99 | 10.26 | 8.90 |
| 港口物流 | 4.39 | 4.94 | 3.96 | 2.40 |

数据来源: 公司财务报告

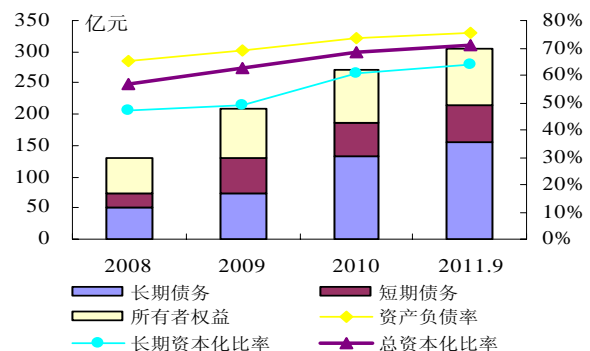
随着近期公司在建工程不断扩大，公司总债务规模快速上升，资产负债率逐年升高

由于近期公司电力建设项目的不断推进，投资支出增加致使公司总债务规模快速增长。2010年和2011年9月末，公司总债务规模分别为185.87亿元和215.82亿元。在债务结构方面，2010年公司短期债务/长期债务为0.39；截至2011年9月末，该比率略微下降至0.38倍。由于公司目前投资主要是电力机组的建设，存在前期投入大、建设周期较

长的特点，因此以长期债务为主的债务结构与长期投资周期较为匹配。另外较低的短期债务与长期债务的比例有利于分散债务集中到期给公司带来的现金流压力，降低公司资金使用风险。但中诚信国际注意到，公司长期债务规模占比不断扩大，其财务成本也随之上升。

受公司债务规模快速增长影响，2010年公司的资产负债率和总资本化比率均持续上升，分别由2008年的65.12%和56.85%上升至2010年的73.24%和68.31%；截至2011年9月末，上述两项比率分别上升至75.47%和70.74%。未来公司投资支出规模依然较大，为保障稳健发展，公司计划将资产负债率水平控制在75%以内，中诚信国际将持续关注公司资本结构和偿债能力的变化情况。

图 3: 2008~2011.9 公司资本结构分析



资料来源: 公司财务报告

2011 年以来，公司短期债务有所增加，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对短期债务的覆盖能力有待提高

近年来，公司经营活动现金流和 EBITDA 规模稳步增长，使其对公司短期债务和利息偿还构成一定支撑。短期偿债指标方面，2008~2010 年公司 EBITDA 对短期债务的覆盖能力呈现一定波动，分别为 0.44 倍、0.22 倍和 0.41 倍，经营活动净现金流对短期债务保障水平也呈现波动态势，虽然 2010 年有所回升，但仍不及 2008 年水平。2010 年，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖程度分别为 2.58 倍和 2.09 倍，反映出公司经营活动净现金流对当期利息支付构成一定保障。但综合来

看，公司依靠自身经营活动现金流和收入对债务本金偿还的能力相对偏弱。中诚信国际认为，随着未来公司多项在建工程运营投产，公司收入规模及经营性净现金流将会同比例增长，未来公司短期债务覆盖能力或将有所改观，中诚信国际将对此予以关注。

表 7：2008~2011.9 公司短期偿债能力指标

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.9 |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 (亿元) | 11.23 | 14.04 | 21.31 | 30.87 |
| 短期债务(亿元) | 24.16 | 56.08 | 52.33 | 59.81 |
| 经营净现金流(亿元) | 10.64 | 13.23 | 17.56 | 9.71 |
| EBITDA(亿元) | 10.53 | 12.31 | 21.64 | -- |
| 经营净现金/短期债务 (X) | 0.44 | 0.24 | 0.34 | 0.22* |
| EBITDA/短期债务 (X) | 0.44 | 0.22 | 0.41 | -- |
| 经营净现金/利息支出 (X) | 2.62 | 2.47 | 2.09 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 2.59 | 2.30 | 2.58 | -- |

资料来源：公司财务报表

或有事项方面，2011 年随着福建省高速公路有限责任公司债券到期清偿，公司对其 10 亿元的债务担保责任也随之取消。截至 2011 年 9 月末，公司对外担保合计 2.70 亿元(其中为福建省汽车工业集团公司戴克项目担保 2 亿元、为福建建工集团总公司担保 6,960 万元)，代偿风险很小。

公司与多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2011 年 9 月末，公司共获银行授信额度 255.09 亿元，尚余授信额度 79.58 亿元，充足的授信额度有利于提升公司财务弹性。

结论

综合考虑，中诚信国际维持福建能源主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“11 闽能源 CP001”债项信用等级 **A-1**。

附一：福建省能源集团有限责任公司主要财务数据及指标

| 财务数据(单位: 万元) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.9 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 112,257.81 | 140,421.14 | 213,052.50 | 308,694.78 |
| 交易性金融资产 | 51.27 | 217.82 | 3,948.79 | 3,705.58 |
| 应收账款净额 | 50,976.61 | 58,009.24 | 75,437.41 | 137,927.70 |
| 存货净额 | 87,470.57 | 114,971.36 | 196,921.53 | 232,218.05 |
| 其他应收款 | 47,585.69 | 39,435.74 | 50,734.22 | 79,160.55 |
| 长期投资 | 92,197.54 | 249,396.10 | 431,629.96 | 433,727.88 |
| 固定资产(合计) | 889,591.29 | 1,502,724.00 | 1,844,236.08 | 1,902,148.13 |
| 总资产 | 1,615,773.06 | 2,468,120.51 | 3,221,558.54 | 3,640,019.75 |
| 其他应付款 | 120,673.60 | 130,363.10 | 187,398.64 | 209,761.22 |
| 短期债务 | 241,552.66 | 560,779.96 | 523,339.92 | 598,052.51 |
| 长期债务 | 500,740.79 | 746,846.14 | 1,335,366.10 | 1,560,167.46 |
| 总债务 | 742,293.45 | 1,307,626.09 | 1,858,706.02 | 2,158,219.97 |
| 净债务 | 630,035.64 | 1,167,204.96 | 1,645,653.52 | 1,849,525.19 |
| 总负债 | 1,052,266.98 | 1,696,710.81 | 2,359,328.00 | 2,747,157.37 |
| 财务性利息支出 | 28,587.75 | 30,522.65 | 58,910.13 | -- |
| 资本化利息支出 | 12,025.38 | 23,019.23 | 25,056.14 | -- |
| 所有者权益(含少数股东权益) | 563,506.08 | 771,409.71 | 862,230.54 | 892,862.37 |
| 营业总收入 | 898,833.53 | 974,998.48 | 1,528,110.87 | 1,792,354.34 |
| 三费前利润 | 136,166.92 | 140,476.68 | 211,221.18 | 221,667.85 |
| 投资收益 | 2,156.45 | 6,390.92 | 16,056.27 | 6,807.99 |
| EBIT | 70,044.02 | 65,791.24 | 124,690.10 | -- |
| EBITDA | 105,285.23 | 123,106.62 | 216,364.66 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 106,414.18 | 132,342.85 | 175,556.96 | 97,052.81 |
| 投资活动产生现金净流量 | -435,366.83 | -510,417.40 | -612,417.92 | -152,700.03 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 366,906.71 | 398,961.36 | 492,419.35 | 138,857.70 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 37,953.83 | 20,885.94 | 55,557.51 | 83,206.42 |
| 资本支出 | 432,886.53 | 495,501.81 | 414,699.98 | 153,388.53 |
| 财务指标 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011.9 |
| 营业毛利率(%) | 16.33 | 15.83 | 14.73 | 13.12 |
| 三费收入比(%) | 11.02 | 11.54 | 10.50 | 10.14 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 11.71 | 12.63 | 14.16 | -- |
| 总资产收益率(%) | 5.26 | 3.22 | 4.33 | -- |
| 流动比率(X) | 0.90 | 0.57 | 0.73 | 0.92 |
| 速动比率(X) | 0.73 | 0.44 | 0.53 | 0.71 |
| 存货周转率(X) | 9.28 | 8.11 | 7.79 | 9.68* |
| 应收账款周转率(X) | 19.13 | 17.89 | 22.96 | 22.40* |
| 资产负债率(%) | 65.12 | 68.75 | 73.24 | 75.47 |
| 总资本化比率(%) | 56.85 | 62.90 | 68.31 | 70.74 |
| 短期债务/总债务(%) | 32.54 | 42.89 | 28.16 | 27.71 |
| 经营活动净现金/总债务(X) | 0.14 | 0.10 | 0.09 | 0.06* |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 0.44 | 0.24 | 0.34 | 0.22* |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 2.62 | 2.47 | 2.09 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 7.05 | 10.62 | 8.59 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.44 | 0.22 | 0.41 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.59 | 2.30 | 2.58 | -- |

注：公司 2011 年三季度财务报表未经审计；带星号的财务指标已经过年化处理。

附二：基本财务指标的计算公式

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

长期债务 = 长期借款+应付债券

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

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））

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

附三：主体信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

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。

附四：债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

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。