



信用等级通知书

信评委函字 [2010] 048号

福建省能源集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2010年福建省能源集团有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AAA。

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

二零一零年六月三十日

2010 年福建省能源集团有限责任公司公司债券信用评级报告

公司债券信用等级 AAA

发行主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

发行主体 福建省能源集团有限责任公司

发行规模 8 亿元

发行期限 7 年

担保主体 福建省高速公路有限责任公司

担保方式 全额无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

福建能源集团	2007	2008	2009
总资产(亿元)	104.66	161.58	246.81
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	40.94	56.35	77.14
总负债(亿元)	63.72	105.23	169.67
总债务(亿元)	31.74	74.23	130.76
营业总收入(亿元)	71.35	89.88	97.50
EBIT(亿元)	6.35	7.00	6.58
EBITDA(亿元)	9.79	10.53	12.31
经营活动净现金流(亿元)	8.20	10.64	13.23
营业毛利率(%)	19.18	16.33	15.83
EBITDA/营业总收入(%)	13.72	11.71	12.63
总资产收益率(%)	6.07	5.26	3.22
资产负债率(%)	60.88	65.12	68.75
总资本化比率(%)	43.67	56.85	62.90
总债务/EBITDA(X)	3.24	7.05	10.62
EBITDA 利息倍数(X)	4.93	2.59	2.30

福建高速	2007	2008	2009
总资产(亿元)	739.08	937.67	1121.74
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	286.19	332.11	407.29
总负债(亿元)	452.89	605.56	714.45
总债务(亿元)	415.31	558.20	645.95
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	59.98	68.83	69.46
EBIT(亿元)	42.90	47.59	45.35
EBITDA(亿元)	46.14	53.42	52.24
经营活动净现金流(亿元)	38.34	39.94	50.33
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	74.96	69.87	71.03
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	76.93	77.61	75.20
总资产收益率(%)	6.53	5.68	4.40
资产负债率(%)	61.28	64.58	63.69
总资本化比率(%)	59.20	62.70	61.33
总债务/EBITDA(X)	9.00	10.45	12.37
EBITDA 利息倍数(X)	3.33	2.31	1.88

基本观点

中诚信国际评定 2010 年福建省能源集团有限责任公司(以下简称“福建能源集团”或“公司”) 8 亿元的公司债券信用等级为 AAA。

中诚信国际评定发行主体福建省煤炭工业(集团)有限责任公司的主体信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司在福建省内煤炭生产和销售很强且稳定的行业地位; 电力业务发展潜力较大, 预计至 2010 年底电力机组装机规模将超过 400 万千瓦, 且清洁能源占比较高, 能够获得优先上网和上网电价方面的政策支持, 将成为公司收入和利润的另一重要来源; 福建省政府对公司的支持力度较大, 公司已成为福建省主要从事煤炭、电力、港口、建材、民爆化工产品生产的大型企业集团。未来公司资产、收入规模将大幅提升, 产业链将进一步延伸, 有利于避免单一煤炭主业的行业波动风险。同时中诚信国际也考虑了福建省煤炭资源储备不足、未来投资支出较大等因素对公司整体信用状况的影响。此外, 中诚信国际考虑了福建省高速公路有限责任公司为本期债券提供不可撤销连带责任担保对本期债券本息偿还提供的有力保障作用。

优势

- 有力的政府支持。作为福建省国有大型企业, 公司定位于成为福建省综合性能源集团, 能够得到地方政府在煤炭资源、电源点的获取等方面的大力扶持。重组整合建材控股后, 公司业务规模进一步扩大, 有力的政府支持为公司持续稳定发展创造了有利条件。
- 煤炭生产和销售稳定。公司是福建省最大的煤炭生产企业, 2009 年煤炭产量为 491 万吨, 占福建省 23% 左右的市场份额, 除向各大电厂供应外, 还有约 28.93% 的产量供给公司下属电厂, 煤炭销售保障性强。
- 电力业务发展潜力较大。2009 年公司已有部分发电机组投产, 截至 2010 年 3 月底, 已投产可控电力装机规模 220.20 万千瓦, 占福建省装机容量(包含水电)的 7.25%。未来随着公司鸿山热电厂、晋江燃气电厂等大规模机组的陆续投产, 预计至 2010 年底电力机组装机规模将达到 426 万千瓦, 且晋江燃气电厂等属于清洁能源, 发展潜力较大, 电力业务将成为公司收入和利润的另一重要来源。

- 产业结构进一步优化。公司以煤电业务为核心，重组建材控股后，产业链进一步延伸，目前已形成煤炭、电力、港口、建材和民爆化工五大主业为核心，相关附属产业相配套的产业格局。煤、电、建材作为产业链的上下游环节能够相互支撑，有利于避免单一主业的行业波动风险。

关 注

- 未来资本支出压力较大。根据规划，未来公司将加大煤矿、电力、港口码头和建材产业的投资力度，2010~2011 年总投资规模达到 156.51 亿元，且电力等项目投资回收期较长，公司面临较大的资金压力。
- 福建省煤炭资源缺乏。目前省内剩余未开发或未勘探的资源区较少，且煤层埋藏较深，开采难度较大。同时国家对产能在 30 万吨以下的煤矿项目审批设置较高门槛，而公司目前在建、拟建矿井规模均在 30 万吨左右，煤炭资源的匮乏和单矿规模较小对企业未来煤炭业务的持续经营形成制约。
- 公司涉及业务领域众多，面临一定经营和管理风险。公司的业务板块涉及煤炭、电力、港口、建材、民爆化工以及贸易、生产制造、酒店等众多领域，下属公司数量较多，部分资产质量不高，变现能力较差，给公司带来一定的经营风险和管理难度。

分析师

张铮烁

zhshzhang@ccxi.com.cn

王立芹

lqwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2010 年 6 月 30 日

发行主体概况

福建省能源集团有限责任公司是由原福建省煤炭工业（集团）有限责任公司于 2009 年 12 月 7 日更名增资成立的国有独资有限责任公司，注册资本 40 亿元。福建省煤炭工业（集团）有限责任公司前身为福建省煤炭工业总公司，由福建省煤炭工业局成建制转制而成。2000 年 3 月，福建省政府将其改组为国有独资企业，实行国有资产授权经营，是福建省煤炭龙头企业。2008 年，根据福建省国资委发布的省属企业整合重组方案，将福建省建材（控股）有限责任公司合并入原福建省煤炭工业（集团）有限责任公司，并将福建能源集团定位为福建省主要从事煤炭、电力、港口、水泥、民爆化工产品生产的大型企业集团，公司成为福建省国资委五大集团之一。

公司以煤炭、电力等能源为主业，现已形成集煤炭开采、发电、供热、旅游酒店、港口物流、建筑设计施工、贸易、火工品生产等为一体，综合发展的格局。公司权属企业 47 家，在册人员 2.9 万人。公司目前拥有生产矿井 29 对，基本建设矿井 6 对，2009 年煤炭产、销量分别为 491 万吨、506 万吨；截至 2010 年 3 月底，公司控股发电企业已投产装机规模 220.20 万千瓦，2009 年累计发电量为 58.20 亿千瓦时。

截至 2009 年底，公司资产总额达到 246.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.14 亿元。2009 年共实现营业总收入 97.50 亿元，净利润 2.10 亿元，经营活动净现金流 13.23 亿元。

本期债券概况

本期债券募集资金 8 亿元，将全部用于福建石狮鸿山热电厂“上大压小”工程项目建设。该项目由公司全资子公司福建省鸿山热电有限责任公司负责建设和经营管理，债券投入金额占项目投资总额 56.69 亿元的比例为 14.11%。

融资项目概况

福建石狮鸿山热电厂位于石狮市鸿山镇伍堡村沿海滩涂区。电厂采用海水直流冷却方式，生产所需淡水

取自石狮市第二水厂。

该工程建设 2 台 60 万千瓦国产超临界燃煤供热机组，配套建设热网工程。项目投产后，拆除供热区内的 123 台小锅炉，并形成 1300 吨/时以上供工业蒸汽的能力。该工程对应关停石狮、晋江的小油机 37.8 万千瓦，占用 2009 年福建省火电建设规模 60 万千瓦。电厂投产后，年需燃煤约 280 万吨。

该工程动态投资约 56.69 亿元，项目已开工建设，至 2010 年 5 月底，已累计完成投资额 34.5 亿元，预计于 2011 年 3 月完工。。

行业分析

煤炭行业分析

我国富煤、贫油、少气的资源特点，决定了煤炭是我国能源生产和消费中最主要的资源，在我国一次能源消费中占比一直在 70% 左右。尽管中长期看，煤炭资源消费结构受经济结构和工业化进程的影响具有稳定性，但短期煤炭行业的景气度受经济周期波动、供需关系、运输和行业政策的直接影响，具有顺经济周期波动的特点。

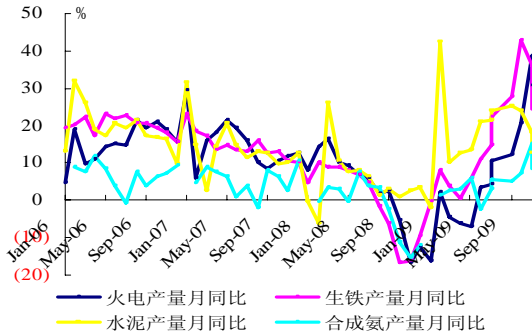
需求

我国煤炭需求主要集中在电力、冶金、化工和建材行业，2006 年以来四大行业耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重一直维持在 80% 以上，根据煤炭工业协会的统计，2008 年四大行业煤炭消耗量占到煤炭消费总量的 89.63%。2009 年，在国家一系列宏观经济刺激政策的作用下，实体经济从 2009 年二季度开始企稳回升，三、四季度经济增速逐季走高，向好的趋势得到进一步巩固。随着国内宏观经济的复苏，主要耗煤行业均出现了良好的增长态势。

电力行业方面，发电量同比增速自 2009 年 6 月转正以来，火电发电量同比、环比均表现出较好增长形势，2009 年全年累计同比增长 7.2%；2009 年上半年钢铁行业完成了去库存化之后，随着政府投资拉动效应的显现，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了 10% 以上的快速增长，2009 年全年生铁产量为 5.44 亿吨，同比增长 15.87%；在固定资产投资高增长的拉动下，建材行业也出现了较

好的增长势头，2009年水泥产量累计达16.29亿吨，同比增长17.91%，不但远高于2008年的增速水平，也高出2007年增速4.41个百分点；2009年化工行业表现相对平稳，合成氨产量仅于2009年6月出现负增长，全年产量为5135.5万吨，同比增长3.9%。

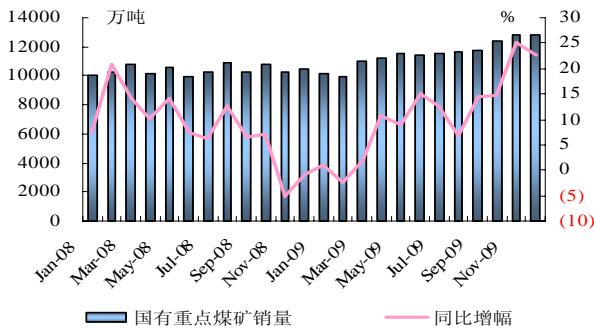
图1：煤炭下游行业主要产品产量增速



资料来源：Wind 资讯

随着主要耗煤行业景气度的回升，煤炭的销售状况也于2009年3月起出现了复苏，2009年下半年开始高速增长。2009年9月~2010年1月，国有重点煤矿煤炭销量的月同比增幅均保持在15%以上，已超过2008年上半年的历史较高水平，煤炭行业的需求进入了较明显的复苏阶段。

图2：国有重点煤矿销售情况



资料来源：煤炭工业协会

随着2009年火电、钢铁、建材、化工等行业复苏带来的产能利用率的提高，四大主要耗煤行业产品产量的增速已经出现了较快增长，预计2010年四大耗煤行业对煤炭的需求增长也将保持一定增速，特别是2010年初南方出现大旱以及上海世博会与广东亚运会相继进行，预计火电对煤炭的需求短期内可能出现较大增长。

供给

2001年以来，煤炭行业随着宏观经济走入景气周期，

行业固定资产投资保持快速增长。2008年煤炭行业固定资产投资总额达到2410.79亿元，同比增长33.6%；2009年，在大型煤炭企业扩大产能的带动下，全行业固定资产投资总额达到3021.45亿元，增长25.3%，依然保持了较快的增速。行业固定资产投资的快速增长带来了新增产能的逐年提高。

表1：煤炭行业固定资产投资、新增产能情况

年份	固定资产投资额 (亿元)	同比增长 (%)	新增产能 (亿吨)
2003	436.56	—	0.74
2004	701.99	60.80	1.54
2005	1143.45	62.89	1.84
2006	1479.35	29.38	2.26
2007	1805.05	22.02	2.70
2008	2410.79	33.56	2.31
2009	3021.45	25.33	—

资料来源：Wind 资讯

在行业产能建设保持较快增长的同时，行业内落后产能的淘汰步伐也在加速。2008年10月，国家发改委、国家安监总局联合下发了《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，计划2008~2010年关闭小煤矿2500座，改造1500座。2009年，饱受小煤矿问题困扰的山西省先后三次出台了加快推进煤矿企业兼并重组的政策，跳出了以往只进行安全整顿的“治标不治本”的循环，在全省范围内对小煤矿进行了深度兼并重组和资源整合，煤炭生产矿井数量从2008年的2589处减少到了1053处，年产能30万吨以下的小煤矿全部被淘汰。内蒙、河南、陕西、贵州等产煤大省为提高资源的有效利用率，减少煤矿安全生产事故发生，也已经出台相关政策，明确将陆续展开煤矿企业之间的兼并重组、淘汰落后产能。

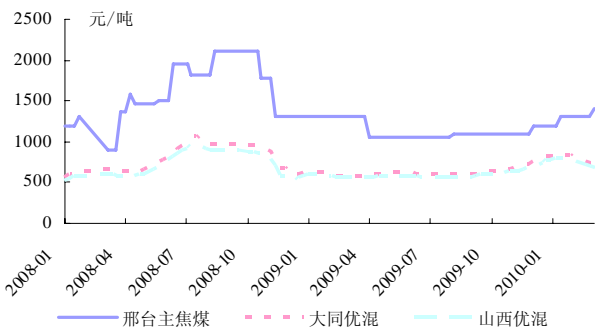
综合来看，行业内兼并重组、淘汰落后产能的整合行为有效缓解了新增产能的扩张，2009年全国原煤产量为29.5亿吨，同比增长8.60%，低于同期生铁和水泥产量增幅，基本与火电发电量的增长同步。2010年，煤炭资源整合在全国的展开，将大幅度减少小煤矿带来的产量贡献，全国煤炭产量的增量将主要来自国有大煤矿的扩产和小煤矿整合之后复产所带来的增量。2010年3月，山西华晋焦煤王家岭在建矿井出现重大透水事故，全国煤炭生产企业将展开新一轮安全生产整顿，对煤炭供给和新增产能的

投产产生一定影响。因此从整体看，2010全国煤炭产量将保持平稳增长态势，但是受各种突发事件影响，在局部地区与部分时间段亦有可能出现供给偏紧的情况。

价格

煤炭需求复苏、资源整合带来的落后产能淘汰，使得煤炭行业供需形势发生积极的变化，全社会煤炭库存自2009年9月起逐月下降，截至2010年1月末，全社会煤炭库存为1.69亿吨，已回落至2008年9月的相对合理水平，全国煤炭的供需形势已从供应相对宽松过渡至相对紧张的平衡状况。较为紧张的煤炭供需局面使得煤炭产品的市场价格自2009年7月起持续上涨，主要煤种市场价格回升幅度均达到了25%，市场煤价格已恢复到2008年11月的水平。

图3：焦煤、动力煤价格走势



资料来源：Wind 资讯

煤炭行业复苏的态势将在未来一段时期内持续；而全国性的资源整合、淘汰落后产能的进一步深化，将有效缓解煤炭行业产能释放带来的供应增长较快的局面，加之气候因素与突发事件影响，预计未来一个时期内煤炭行业将保持供需相对紧张的局面，煤炭产品的价格将继续保持平稳上涨的态势。

行业政策

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。2006年以来，为保护煤炭资源合理开采、保障生产安全和提高资源利用效率，国家先后出台了《煤炭生产安全费用提取和使用管理办法》、《关于规范煤矿维简费管理问题的若干规定》等一系列影响行业发展方向的政策措施；2007年，山西省开始全面试点征收“三项

基金”，包括“煤炭工业可持续发展基金”、“煤炭开采生态环境治理恢复保证金”和“煤矿转产发展基金”；2008年，国家相关部门将自然资源的增值税率从13%调整到17%。

表2：影响煤炭市场的相关政策

政策或事件名称	相关影响
《煤炭生产安全费用提取和使用管理办法》《关于规范煤矿维简费管理问题的若干规定》	加强安全意识、提高生产成本
《关于探矿权采矿权价款收入管理有关事项通知》	按比例收取国家出资形成的探矿权采矿权收入，提高生产成本
山西省作为全国试点拟开征“三项基金”	加大山西省煤炭生产成本，为山西省煤炭行业可持续发展提供支持
将自然资源的增值税率从13%调整到17%，允许企业抵扣新购入设备所含的增值税	提高煤炭资源的使用成本，刺激煤炭企业加大投资力度
“双轨制”取消 “煤炭订货会”取消	煤炭市场化的改革的进一步加深，煤炭价格更加正确地反映市场供求状况和资源稀缺程度
煤炭行业“十一五”规划	行业以“整合为主，新建为辅”，行业进入整合期
《煤炭产业政策》	加快煤炭资源整合，提高产业集中度，鼓励一体化经营与上下游联营给大型煤企带来机遇

资料来源：中诚信国际整理

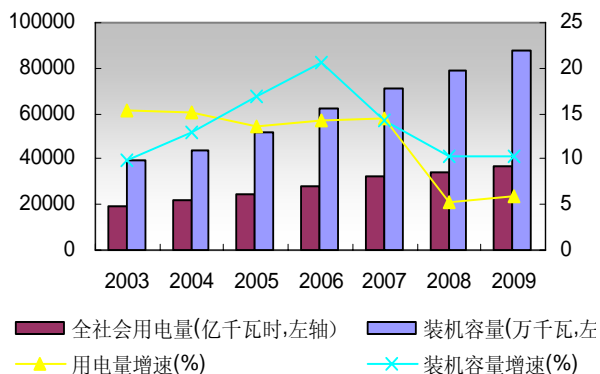
一系列政策措施均是通过影响煤炭资源的使用成本来调控煤炭产量和消费量，引导行业持续健康发展，带来的直接结果是煤炭企业的生产成本逐年提高。

未来，资源税改革方案的出台将成为下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，资源税改革方案的正式出台只剩下推出时机的选择。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企业的信用状况带来负面影响。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。

电力行业分析

近年来，受国民经济持续快速增长的强劲拉动，全国电力消费保持了快速增长态势。2008年，受多种因素影响，全国电力需求增速放缓。得益于我国财政刺激作用，2009年我国电力需求触底回升。其中，2009年6月单月发电量同比增长率由负转正；7、8月份用电量分别达到3,420亿千瓦时和3,462亿千瓦时；9月份以后企稳回升态势基本确定。中电联快报数据显示，2009年全国全社会用电量36,430亿千瓦时，同比上升5.96%，增速较上年同期小幅上升0.73个百分点；6,000千瓦及以上电厂发电量35,965亿千瓦时，同比增长6.66%。至2009年底，全国全口径发电设备总装机容量为87,407万千瓦，比上年增长10.23%，其中火电65,205万千瓦，增长8.16%；水电19,679万千瓦，增长14.01%。2010年1~3月，全社会用电量为9,695.13亿千瓦时，同比增长24.19%；1~3月，全国规模以上电厂发电量同比增长20.8%，达到9,489.2亿千瓦时。其中，水电906.4亿千瓦时，同比下降5.0%；火电8,178.6亿千瓦时，同比增长24.3%；核电175.3亿千瓦时，同比增长7%。同年1~3月份，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备装机容量达85,035万千瓦，同比增长11%。其中，水电同比增长13.5%，达到16,519万千瓦；火电65,570万千瓦，同比增长9.1%；核电908万千瓦，与去年持平；风电2010万千瓦，同比增长102.5%。

图4：2003~2009年全国电力增长情况



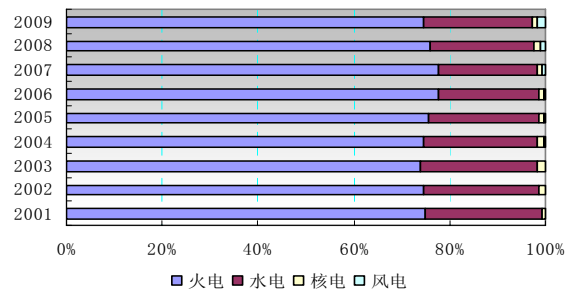
资料来源：中国电力企业联合会

在全国用电增速放缓和大批新建电源项目投产的作用下，全国发电机组平均利用小时数连续几年下降。据中电联《全国电力工业统计快报（2009年）》统计，2009年，全国发电设备6,000千瓦及以上累计平均利用

小时继续回落，为4,527小时，同比降低121小时，其中，火电为4,839小时，同比降低46小时。

在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，从2001年至今火电装机容量一直保持在70%以上，截至2009年底，全国火电装机容量约占发电总容量74.60%，仍居主导地位。

图5：2001年以来我国电力装机结构一览



资料来源：中电联统计信息

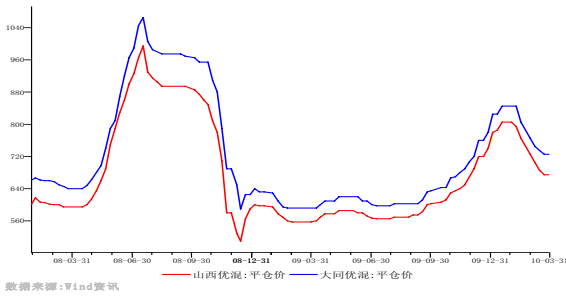
总体看，近年来，全国用电需求保持了增长势头，火力发电机组继续保持电源结构的主导地位。但全国装机容量增长速度高于用电量增长速度，发电设备利用小时数出现回落，尤其是节能调度的实施，火电设备利用小时数面临更大压力。预计，未来几年，全国用电需求整体上仍将保持增长，但增速将有所缓和；电力装机及生产将更加注意调整电源结构，发展清洁能源。

行业关注

2009年四季度以来电煤价格又有所回升，火电机组的成本压力加大

2008年1-7月，全国电煤价格整体上涨，严重影响了燃煤机组盈利能力。2008年，公司毛利率仅为1.40%。2008年8月以后，电煤价格从高位回落，加上国家发改委于2008年7月和8月连续两次上调了燃煤发电机组上网电价。2009年，随着经济形势的好转，我国用电需求回升，电煤价格同比回落，电力行业整体经营状况改善。2009年度四季度以来，电煤价格又有较大幅度上升，虽然未升至2008年的高位，但再一次加大了火电机组的成本压力。

图6：2008年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）

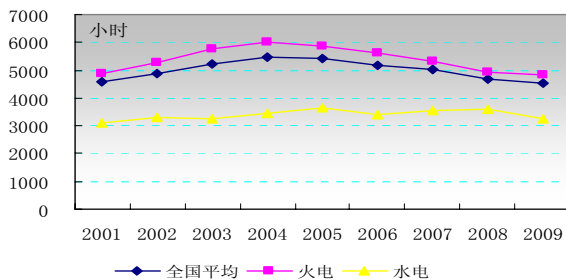


2010年1月，煤电谈判的结果显示合同煤价格上涨30-50元/吨，涨幅超过5%。预计未来一段时间内，煤炭价格仍将保持相对高位，我们认为，在电、煤价格机制未理顺前，电煤价格的波动仍将是影响燃煤发电企业盈利能力和稳定经营的重要因素。

近年来全国装机容量增长速度高于用电需求增长速度，燃煤机组设备利用小时数回落至较低位运行

近几年受大量新建项目投产，尤其是2005年以来，全国电力设备装机容量增长速度总体高于全国用电需求增长速度的影响，国内电力市场已从之前的短缺状况逐步演变成供需总体平衡状态，发电机组设备利用小时数已连续数年回落。分电源结构看，在节能发电调度的实施下，水电、核电、风电等清洁能源具有调度优势，受电力市场供求关系影响不大，进而加大了燃煤发电机组设备利用小时数受电力市场供求关系的影响程度。据中电联统计，2009年，全国发电设备6,000千瓦及以上累计平均利用小时继续回落，为4,527小时，同比降低121小时，其中火电为4,839小时，同比降低46小时。2010年1-3月，全国发电设备累计平均利用小时为1,125小时，比去年同期增长117小时。其中，水电设备平均利用小时比去年同期下降93小时，达到499小时；火电设备平均利用小时比去年同期增长182小时至1,285小时。

图7：2001~2009年全国发电设备利用小时变化



资料来源：中电联统计信息

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。2009年全年全口径发电设备利用小时回落幅度较上年同期大幅收窄，火电已经接近上年同期水平。随着用电需求的进一步增长，未来电力机组利用小时数有望在2009年基础上恢复反弹，但反弹幅度不会太大。

可再生能源发电及核电获得发展契机

为进一步推动电源结构调整，国家制定了《可再生能源中长期发展规划(2005~2020年)》及《核电中长期发展规划(2005~2020年)》，指出要加快水电、风电、太阳能等可再生能源发电，积极发展核电，并提出了具体发展目标。为保障可再生能源发电规划目标的实现，规划还对非水电可再生能源发电规定强制性市场份额目标：到2010年和2020年，大电网覆盖地区非水电可再生能源发电在电网总发电量中的比例分别达到1%和3%以上；权益发电装机总容量超过500万千瓦的投资者，所拥有的非水电可再生能源发电权益装机总容量应分别达到其权益发电装机总容量的3%和8%以上。为调动投资者的积极性，国家还发布了《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》，规定可再生能源发电价格高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的差额部分，在全国省级及以上电网销售电量中分摊，这一定价机制有利于调动可再生能源投资的积极性，推动可再生能源发电的发展。

表3：可再生能源发电及核电中长期发展目标

单位：万千瓦	2010	2020
水电	19,000	30,000
核电	--	4,000
风电	500	3,000
生物质能发电	550	3,000
太阳能发电	30	180
潮汐电站	--	10

资料来源：《可再生能源中长期发展规划(2005~2020年)》、《核电中长期发展规划(2005~2020年)》

实际上，截至2009年底，全国风电并网总容量1,613万千瓦，已远远超过2010年目标；全国水电发电设备容量19,679万千瓦，也超过了2010年发展目标。根据目前全国立项或在建项目，我们预计完全可能实现2020

年可再生能源发电及核电发展目标。届时，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力增强。

在上网调度方面，2006 年我国调整了发电调度规则，将长期以来按计划平均分配发电时间的调度办法，改为按照“节能、环保、经济”的要求确定发电次序，以保证可再生清洁能源按申报能力实现满发。2007 年 8 月，国家发改委、环保总局、电监会、能源办联合发布了《节能发电调度办法(试行)》。依据该办法，按照节能、环保、经济的原则，以保障电力可靠供应为前提，优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能等可再生能源等清洁能源发电，同类型火力发电机组按照能耗水平由低到高排序，节能优先；能耗水平相同时，按照污染物排放水平由低到高排序。该办法将首先在部分省开展试点，取得经验后在全国推广。这项制度的实施，意味着高耗能高污染的发电机组能够获得的发电小时数将越来越少，从而有利于低效小火电机组加快关停，优化电力工业结构和布局。

表 4：节能发电调度的机组发电排序一览

发电机组类型	
1	无调节能力的风能、太阳能、海洋能、水能等可再生能源发电机组；
2	有调节能力的水能、生物质能、地热能等可再生能源发电机组和满足环保要求的垃圾发电机组
3	核能发电机组
4	按“以热定电”方式运行的燃煤热电联产机组，余热、余气、余压、煤矸石、洗中煤、煤层气等资源综合利用发电机组
5	天然气、煤气化发电机组
6	其他燃煤发电机组，包括未带热负荷的热电联产机组
7	燃油发电机组

资料来源：《节能发电调度办法（试行）》征求意见稿

总体看，随着环保意识的提高，电力行业节能减排力度加大，清洁能源发电获得发展契机；同时，为促进电力行业可持续发展，可再生能源发电潜力巨大。不过，可再生能源发电受技术水平、定价机制、电网安全等诸多因素影响，较长时间内不可能取代火电机组成为主力电源，但它们拥有的优势会影响火电机组的竞争力。

电源点获取难度加大

电源点的建设具有排他性，一旦电源点形成，则未来该区域的电源建设将围绕此电源点的扩建展开，其他公司将很难在同一区域获得新的电源点建设批准；加之，近期国家明显放慢了对新建电源点尤其是火电电源点的审批速度，优质电源点具有的稀缺性逐步显现。

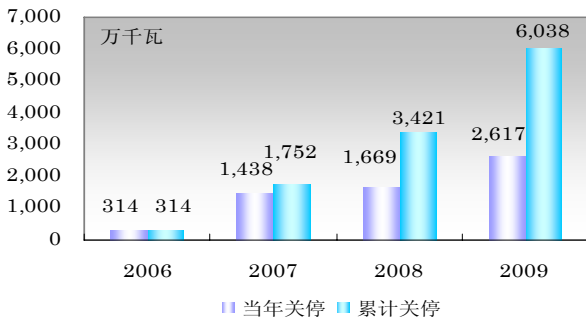
目前，全国电源点的布局已初步完成。中央直属企业在电源点的竞争中具有突出的协调能力优势，在火电领域已经实现了全国性布局，并占据了较多的优质电源点；在水电领域承揽了大江大河的梯级开发，储备了丰富的项目资源。随着电源点获取难度的逐步加大，目前拥有优质发电项目、发电资产分布合理的公司未来发展优势将进一步显现。

小机组关停力度加大

国家“上大压小”、“节能减排”政策逐步推进。我国电力工业长期以来都是以火电为主，火电尤其是小火电比例过高，不但浪费了大量能源而且对环境造成了较大的破坏。2006 年出台的《关于加快电力工业结构调整促进健康有序发展有关工作的通知》中规定“十一五”期间将关停 5 万千瓦及以下凝气式燃煤小机组 1,500 万千瓦，以及关停老小燃油机组 700 万千瓦以上。2006 年 4 月，国家发改委下发《关于降低小火电机组上网电价促进小火电机组关停工作的通知》，要求逐步降低小火电机组上网电价。2007 年 1 月，国家发改委发布《关于加快关停小火电机组的若干意见》，规定纳入各省“十一五”小火电关停规划并按期关停的机组在一定期限内（最多不超过 3 年）可享受发电量指标，并通过转让给大机组代发获得一定经济补偿，发电量指标及享受期限随关停延后的时间而逐年递减，一定程度上激活了有关企业关停老小机组的积极性。

据中电联数据，2009 年，全国电力行业节能减排成效继续显现。全年关停小火电机组容量 2,617 万千瓦，“十一五”关停小火电任务提前完成。截至 2009 年底，我国已累计关停小火电机组 6,038 万千瓦。小机组的关停不仅有利于节能减排，也为新建机组的投产释放了一定空间。

图 8: 近年全国小机组关停进展



资料来源: 中电联, 中诚信国际整理

福建省能源供需

煤炭市场

福建省煤炭资源主要分布在西部和中部, 而占煤炭品种98%的是无烟煤。从近几年福建省原煤生产情况看, 无烟煤基本是省内自产自销, 满足省内除电力外其他行业的需求, 但电力煤的紧缺仍无法缓解。2008年福建省消费煤炭约6000万吨左右, 主要消费客户包括电力、建材、轻纺、石化、冶金和民用行业, 煤炭总产量为2180万吨。同期全省调入煤量约3800万吨, 主要来自山西、河南、越南等; 调出量约为180万吨, 主要市场为广东、浙江、江西。由于电力煤主要依赖省外市场, 煤炭所需运力不足造成部分地区煤炭供应紧张。福建省地理位置和交通条件给煤炭运输带来障碍, 煤炭运输以铁路为主, 公路运输和海运为辅。

此外, 福建省“十一五”规划指出, 要结合产业结构调整, 推进优质、清洁、高效能源使用率, 优化能源结构、提高能源利用率, 提高全省能源供应的质量和效益。未来福建省煤炭能源战略措施将在协调煤炭需求较快增长与提高煤炭供给率和改善能源结构方面发挥作用。

电力市场

近几年来, 福建省工业经济的增长势头不减, 电力行业也作为福建省的重要扶持产业步入快速发展阶段。2009年福建省累计发电量1170.71亿千瓦时, 比上年同期增长7.8%, 完成年度调控计划的101.9%。其中火电完成882.30亿千瓦时, 比上年同期增长18.2%; 主要水库总来水量比上年少16.2%, 比多年同期平均值少34.6%, 水库来水总体属枯水, 水电完成275.92亿千瓦时, 同比减少16.8%。同期福建省全省用电量1134.92

亿千瓦时, 同比增长5.7%, 全省用电最高负荷为1913万千瓦。

随着前期建设发电机组陆续投产, 至2009年底福建省发电装机容量达3035.38万千瓦, 同比增长15.6% (比2008年底净增装机408万千瓦)。其中火电装机1882.98万千瓦, 占62.03%, 水电装机1098.06万千瓦, 新能源装机(含风电、垃圾及生物质能发电等)54.34万千瓦。根据福建电力“十一五”规划数据, 到2010年全省电力装机容量达3000万千瓦以上, 电力装机结构比例为水电33%、煤电54%、气电11%、风电2%。未来福建省着重大力推进电力结构调整, 优化电源点布局, 加快负荷中心电源建设, 利用沿海港口条件和厂址资源, 合理布局建设大型港口火电厂和核电站。

虽然新机组投入运营较多, 但受宏观经济形势下滑影响, 电力需求放缓。2009年福建省发电设备平均利用小时为4045小时, 同比减少286小时, 其中火电设备利用小时为5021小时, 较上年同期减少145小时。由于电力供给将继续增长, 预计未来两年全省平均机组利用小时面临下降的压力。

表 5: 2009年福建省发电情况

	期末装机容量 (万千瓦)	累计发电量 (亿千瓦时)	同比增长 (%)	利用小时 (小时)
全省总计	3035.4	1170.7	7.8	4045
水电	1098.1	275.9	-16.8	2532
火电	1883.0	882.3	18.2	5021

资料来源: 福建省电力行业协会

2009年5月14日, 国务院正式批准了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》, 表明海西发展战略已由区域发展战略上升到国家发展战略, 福建省将进入一个新的发展时期, 对能源产品的需求也将呈现上升态势, 为未来煤炭、电力产业的发展带来新的契机。

竞争实力

公司作为福建省国资委的省属企业, 近年来发展较快, 2009年公司营业收入达到97.50亿元, 净利润达到2.10亿元。据福建省统计局、福建省企业评价中心的资料表明, 2008年公司营业收入在福建省企业集团100强排名第9位, 在全国煤炭工业100强企业排名第32位。

2009 年末资产总额和收入总额分别在福建省属企业中排名第 3 位和第 2 位。

在煤炭行业领域，由于中国煤炭行业集中度较低，各煤炭企业市场份额相对分散，加之煤炭行业生产与消费逆向分布以及铁路运输瓶颈的存在，中国煤炭企业间的竞争格局与竞争激烈程度在不同地区显现不同态势。

表 6: 中国目前煤炭工业竞争格局

功能区	地区	当地企业竞争格局及程度
煤炭调入区	东北	区内企业除与区内企业竞争外，还与煤炭调出区企业竞争，竞争激烈程度较高，随着铁路运力扩大，竞争激烈程度将进一步加剧。
	京津冀	
	华东	
	中南	
煤炭自给区	西南、新、甘、青、藏	竞争集中于当地企业，竞争激烈程度较低。

资料来源：中诚信国际整理

福建省煤炭资源相对匮乏，所需电煤的一半以上要从省外调入，省内煤炭企业生产的无烟煤主要是满足省内需求。公司是福建省最大的煤炭生产企业，2009 年公司煤炭生产量达到 491 万吨，占福建省煤炭总产量的 23%。并且福建省的一些电力机组专门使用本省的无烟煤作为燃料，公司的煤炭销售一直比较有保障，而且距离较近的福建周围省份煤炭资源也比较缺乏，对公司煤炭销售冲击不大。

目前公司面临的竞争主要是当地的小煤矿，福建地区小型煤矿数目众多，管理不甚严格，小煤矿开采规模的扩大有时会对煤炭市场价格造成一定的冲击。但是公司是福建省唯一的大型省级煤炭企业集团，在当地拥有较多的政府支持，在福建省整合煤炭资源战略下，公司未来将优先得到省煤炭资源的配给，并将逐步整合当地小型煤矿，但由于小型煤矿的整合涉及问题较多，目前进展较为缓慢。

但是另一方面，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，煤层埋藏较深，地质条件复杂，开采难度较大，且单一矿井规模普遍偏小。公司现有掌握的煤炭资源不能满足企业持续经营的需要，难以形成较大的生产规模。

在电力领域，截至 2010 年 3 月底，公司控股企业已投产装机规模为 220.20 万千瓦，占福建省装机容量（包含水电）的 7.25%。福建省电力资源主要由五家国有大

型电力公司提供，而目前福建省政府对省属国有能源企业的支持力度有所加强，在公司电力机组建设的审批方面优先考虑，对于清洁能源电力机组建设也有所扶持，目前已经指定公司负责莆田以及莆田以南地区风电项目的前期建设。政府的扶持有利于公司电力产业的发展，随着近期鸿山热电厂、晋江燃气电厂的陆续投产，公司电力机组的装机规模将超过 400 万千瓦，电力产业未来发展空间较大。

公司以煤炭产业链延伸的产业结构调整取得突破性进展，以“煤电”为核心、相关附属产业相配套的格局正在形成，产业链进一步得到延伸。

政府支持

作为福建省大型煤炭、电力集团，公司得到省政府在资源配置、税收优惠等多方面支持。2009 年，根据福建省国资委发布的省属企业整合重组方案，将福建省建材（控股）有限责任公司合并入福煤集团组建福建省能源集团有限责任公司，建材控股作为能源集团的全资子公司，并将能源集团定位为福建省主要从事煤炭、电力、港口、建材、民爆化工产品生产的大型企业集团。该整合重组方案体现出很强的政府支持力度，也为公司在做强主业的同时丰富业务板块提供了可能，公司产业链将进一步延伸，有利于平滑单一煤炭主业的行业波动风险。同时，福煤集团资产总额在福建省属企业中的排名上升至第 3 位。

表 7: 福建省政府规划及支持

政府支持方向	内容	目标
《省政府关于促进煤炭工业健康发展的实施意见》	将煤质好的煤炭资源优先配置给省属国有煤炭生产企业	有利于公司煤炭主业的持续、健康发展
保证对省内电力资源的控制力	将新的电源点都优先配置给公司	保证公司选择投资价值最高、收益最优、风险最低的项目
电力、港口	电力、港口业务自取得第一笔营业收入起，实行三免三减半的税收政策	—

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

此外，2008 年福建省国资委分别将公司所属民爆企业重组改制涉及的 5 宗土地使用权、94 宗国有划拨土地使用权和 68 宗授权经营土地使用权以评估增值转增国

家资本金，共计转增 11.53 亿元。转增国家资本金后，公司实收资本水平有所提高，有利于降低公司资产负债率。

表 8：福建省国资委以土地使用权评估增值转增资本情况

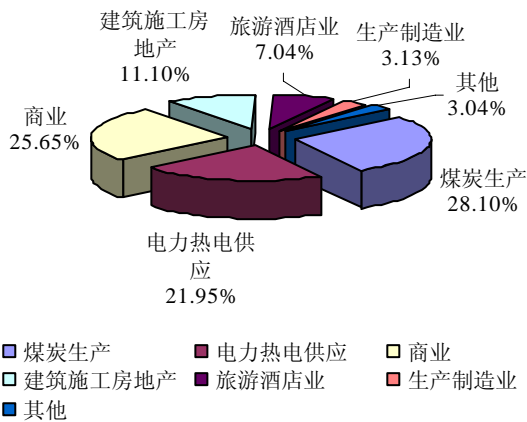
涉及土地	总面积 (万平方米)	评估增值 (亿元)
所属民爆企业重组改制涉及的 5 宗土地	44.19	0.67
94 宗国有划拨土地	528.49	9.70
68 宗授权经营土地	67.53	1.16
合计	640.21	11.53

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

业务运营

公司是以煤、电为主业的大型能源集团，业务收入主要来自煤炭生产、销售、电力热电供应等业务，2009 年公司煤炭业务、电力业务与商业业务占主营业务收入的比重分别为 28.10%、21.95%和 25.65%。

图 9：2009 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供

煤炭业务

煤炭生产

煤炭产业是公司的主体产业，福建省煤种单一，无烟煤占全省煤炭总储量的 98%，仅漳平煤矿有少量烟煤。公司在现有煤炭探矿权证内已探明的和采矿证范围内，2009 年底保有资源储量 3.97 亿吨，可采资源储量 2 亿吨。

目前公司下属 5 个全资或控股的煤炭产业子公司，拥有生产矿井 29 对，核定年生产能力达到 469 万吨，可

开采年限 19.3 年。

表 9：公司各煤炭生产公司矿井情况

名称	股权比例 (%)	所属矿井 (对)	可采储量 (万吨)	开采年限 (年)	2009 年产量 (万吨)	回采率
福建煤电	96.8	生产 13 对 基建 1 对	6934.5	18.7	230	86.3%
永安煤业	100	生产 8 对 基建 2 对	5278.4	24.6	146	86.0%
漳平煤业	100	生产 3 对 基建 1 对	233.1	9.3	27	86.6%
天湖山	100	生产 4 对 基建 2 对	2108.8	24.7	62	87.2%
邵武煤矿	100	生产 1 对	186.9	5.9	26	56.8%

资料来源：公司提供

同时，公司共有在建矿井 6 对，可采储量 6379.73 万吨，设计生产能力 141 万吨，可开采年限 30.2 年。其中昌福山煤矿已转入试生产，曲斗二号井各生产系统已完工，具备试生产条件，池坪—芦坑煤矿、元沙煤矿已开工建设。此外，苏桥北煤矿处于筹建阶段。但是我们也注意到福建省煤炭资源比较匮乏，多数煤矿设计产能较小，而国家在“十一五”期间不核准生产能力 30 万吨/年及以下的矿井，提高了煤矿办矿门槛，给公司新煤矿审批工作带来一定不确定性。

表 10：截至 2009 年底公司在建矿井情况

名称	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	1319.9	29.3	30	试生产	2010
曲斗二号井	100	739.6	32.9	15	试生产	2010
苏桥煤矿	100	1756.0	55.7	21	试生产	2010
吾祠煤矿	100	615.9	27.4	15	动工兴建	2010
池坪—芦坑煤矿	100	1094.5	24.3	30	动工兴建	2011
元沙煤矿	55	853.9	18.9	30	动工兴建	2013

资料来源：公司提供

公司煤炭产量保持稳定,2007~2009年产量分别为489万吨、494万吨和491万吨。其中,福建煤电和永安煤业下属矿井产量较大,2009年二者产量合计占公司煤炭总产量的76.58%。预计2010年昌福山煤矿、曲斗二号井完成投产验收,吾祠煤矿有望建成投产,共计将新增煤矿生产能力60万吨。

表 11: 2007~2010.3 公司煤炭产量(万吨)

	2007	2008	2009	2010(1-3)	产能
福建煤电	225	232	230	41	247
永安煤业	154	143	146	35	143
漳平煤业	25	27	27	5	25
天湖山	63	68	62	14	57
邵武煤矿	21	23	26	6	21
合计	489	494	491	101	493

资料来源: 公司提供

2009年公司自产煤炭销量受下游客户华电集团小机组关停影响,同比继续下降,为506万吨。华电集团新建机组预计于2011年恢复发电,届时将有300万吨以上的煤炭需求增加。公司煤炭销售区域主要分布在省内电煤市场、自用电煤市场、省内重点化工市场以及部分省外热电及建材用户,2009年约30.21%的煤炭销售给省内无烟煤电厂,供给内部电厂比例约为28.93%,2010年第一季度商品煤销售给省内电厂的比重为46.11%,供给公司下属电厂的煤炭上升到42.76%。未来随着自建电厂的投产发电,公司煤炭对自建电厂的供应比例将上升。公司客户基本为省属企业,与公司均保持长期购销协议,煤炭价格随行就市。我们认为稳定的销售客户将保证公司未来煤炭销售的稳定。

表 12: 2007~2010.3 公司自产煤炭销售情况表

	2007	2008	2009	2010(1-3)
原煤产量(万吨)	489	494	491	101
商品煤销量(万吨)	560	522	506	137

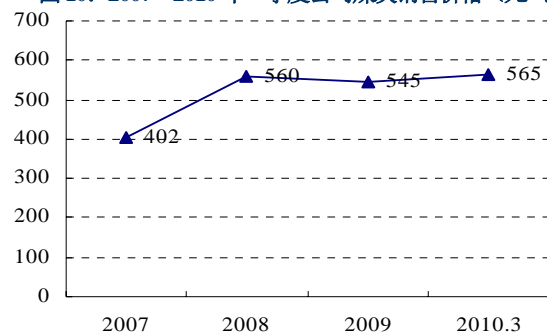
资料来源: 公司提供

在煤价方面,2009年上半年全国煤炭相对宽松的供需形势使煤炭价格有所下滑,而随着宏观经济逐步复苏以及落后产能淘汰的进行,自2009年7月起煤炭价格出现持续上涨。2009年公司商品煤平均售价约为545元/吨(含税综合价格),同比下降2.68%。公司作为省内煤

炭企业龙头,在煤炭市场价格方面具有一定的影响力。但是,由于福建省当地小煤窑开采情况较为混乱,在一定程度上存在价格恶性竞争,对公司煤价造成一定的冲击。

2009年公司销售给省内电厂的煤炭价格从490元/吨提高到520元/吨,上涨幅度6.12%,销售给其它公司的煤价提高到550元/吨。整体看来,煤炭需求量对省内煤价起到较好的支撑作用。2010年一季度公司煤炭销售价格继续上涨,平均为565元/吨,随着目前煤炭销售价格的企稳,预计2010年将高于2009年平均煤价。

图 10: 2007~2010 年一季度公司煤炭销售价格(元/吨)



资料来源: 公司提供

在煤炭运输方面,由于公司煤炭主要是省内销售,运输距离相对较短,不存在运输瓶颈,目前公司煤炭运输以铁路为主,2009年铁路年运输272.33万吨,公路年运输233.38万吨,铁路与公路运输比率为1.17:1。

总体来看,公司煤炭产量稳定,在建煤矿大部分有望在2010年完成投产验收,预计2010年公司煤炭产量将有所增长。同时公司煤炭销售较有保障,除向省内各大电厂供应外,2009年还有28.93%的产量供给公司下属电厂。但是福建省煤炭资源贫乏,单矿规模较小,给公司未来整体规模提升和矿井审批带来瓶颈。

煤炭贸易

除了煤炭生产业务外,公司下属主要从事煤炭贸易业务的公司有4家,2009年4家贸易公司从省外调入煤炭量569.53万吨,销售总量达到569.53万吨。公司在煤炭运输方面向上下游延伸或进行战略投资,未来将继续加大港口泊位建设,为煤炭商贸创造良好的条件。预计“十一五”期间福建省的煤炭消耗量要达7000万吨,到“十二五”将达1亿吨,为公司煤炭贸易业务需求奠定了

基础。

电力业务

公司发电业务快速发展，目前共拥有电力企业 12 家（控股 9 家，参股 3 家），其中龙岩坑口电厂位于闽西龙岩地区，其余电厂如石狮、鸿山热电和晋江天然气电厂均位于负荷集中的闽南泉州地区。截至 2010 年 3 月底，公司控股发电企业已投产装机规模 220.20 万千瓦，占福建省装机容量（包含水电）的 7.25%。

表 13: 截至 2010 年 3 月底公司发电企业装机规模
(单位: 万千瓦)

	装机规模	规划总容量	持股比例	权益规模	投产情况
龙岩发电	4*13.5	54	59%	31.86	已投产
晋江热电	2*5	15	51%	5.1	已投产
安溪矸石	2*5	10	82%	8.2	已投产
石狮热电	3*0.6	1.8	46.67%	0.84	已投产
控股 晋江天然气	4*35	210	75%	105	部分投产
鸿山热电	2*60	520	100%	120	未投产
莆田风电	2*4	30	100%	8	部分投产
雁石发电	2*30	60	100%	60	已投产
泉惠发电	200	600	100%	200	未投产
参股 国电泉州	60	—	23%	13.8	已投产
国电福州	120	—	9%	10.8	已投产
宁德核电	400	—	10%	40	未投产
合计	1183.8	—	—	603.6	—

资料来源: 公司提供

公司电力机组大部分在 2006 年建成投产，2009 年新增晋江天然气装机 2*38.2 万千瓦、雁石发电 2*30 万千瓦及莆田风电 2*4 万千瓦。2009 年全年公司电力板块实现营业收入 20.99 亿元，比上年增长 37.88%，全年公司所属电力企业发电 58.20 亿千瓦时，上网电量 53.70 亿千瓦时，平均供电标准煤耗为 391.70 克/千瓦时，综合厂用电率 7.62%。2010 年 1~3 月公司所属电力企业发电 18.80 亿千瓦时，上网电量 17.60 亿千瓦时。

在公司的电力机组中，清洁能源所占比重较高，且处于经济较发达地区，上网电量较有保证，上网电价普遍较高。福建靠近台湾海峡，具有狭管效应，风力发电自然条件好，目前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，莆田石城风电一期、莆田石井风电一期已经投产，正在建设的二期和莆田东峤风电将在 2010~2011 年投产。

表 14: 公司下属发电企业 2009 年经营和能耗指标

	上网电价 (元/千瓦时)	供电标准 煤耗(克/ 千瓦时)	2009 年累 计发电量 (亿千瓦 时)	2009 年累 计上网电 量(亿千 瓦时)
龙岩坑口	0.4082	368.6	29.7	29.3
安溪矸石	0.4672	462.4	6.07	5.4
晋江热电	0.476	439.5	7.57	6.8
石狮热电	0.5203	305.2	1.09	0.9
晋江天然气	0.513	—	11	10.8
莆田风电	0.61	—	1.2	1.2

资料来源: 公司提供

2009 年公司发电机组的平均利用小时为 5870 小时，高于全国火电机组 5016 小时的平均水平。目前已与华东电网开通，每年发电量一部分用作商供，一部分竞价上网。根据国家“节能减排”措施，公司采取循环流化机组，虽然部分机组容量较小，但是由于机组主要为综合利用机组，所耗煤量较低，整体热电比与热效率较高。同时公司充分发挥煤电联动的优势，减少煤电转化的中间环节，有利于资源的高效利用。目前，公司控股电力企业均采用国家节能法所鼓励的高效清洁的循环流化床锅炉，采用石灰石炉内脱硫，符合国家节能减排政策要求。

在燃料采购方面，公司目前电厂的机组除安溪矸石电厂和鸿山热电外均使用无烟煤，2009 年所需无烟煤中由公司自供的为 146.3 万吨，占煤炭采购量的 53.79%，按市场价格结算，煤炭供应较有保障。目前公司机组与国内同类型机组相比，能耗指标处于较好水平。

2010~2011 年公司还将建设鸿山热电厂、晋江天然气一期和莆田风电等大型机组，其中晋江天然气一期发电机组已经在 2009 年 1 月、2009 年 7 月各投产一台，并将在 2010 年年底投产剩余一台；鸿山热电项目两台机组分别在 2010 和 2011 年投产；莆田石城风电一期、莆田石井风电一期已经在 2009 年投产，二期和莆田东峤风

电将在 2010~2011 年投产。预计至 2010 年底，公司可控装机规模将达到约 426 万千瓦，至 2011 年这些机组全部建成投产后，公司电力机组可控装机规模将超过 600 万千瓦。同时，在建项目的燃料供给也较有保障，鸿山热电已经与神华签订烟煤采购协议，晋江燃气也已与中海油签订采购协议。电力产业将成为公司未来的收入和利润的重要来源，但另一方面，随着福建省电力机组的快速扩建，电力供应将呈上升趋势，公司新建电力机组面临平均利用小时下降的风险。

表 15: 目前公司在建的电力机组及投产时间

	装机规模 (万千瓦)	持股比例 (%)	权益规模 (万千瓦)	投产时间	总投资 (亿元)	上网电价 (元/千瓦时)
鸿山热电	2*60	100	120	2010-2011	54	0.4223
晋江天然气一期	4*35	75	105	2010	50	0.513
莆田东峽风电	4.8	100	4.8	2010	5.6	0.622
莆田后海场	4.8	100	4.8	2010-2011	5.65	0.61
莆田石城二期风电场	4.57	100	4.57	2010-2011	5.84	0.61
莆田石井风电场二期	1.4	100	1.4	2010	1.37	0.61

资料来源: 公司提供

总体来看，公司电力装机规模快速增长，未来随着大规模发电机组的投产，电力装机将实现翻倍。同时公司发电机组中清洁能源所占比重较大，符合国家能源发展趋势，能够获得较高的上网电价。但是我们也注意到公司在建项目较多，未来资金需求较大。

其他业务板块

公司在优化产业结构的战略部署下以港口码头和煤炭贸易为基础，发展港口物流产业。目前重点开发泉州港肖厝作业区和福州港可门作业区。其中，肖厝港腹地泉州经济发展良好，堆场面积大，交通较为便利，由公司控股的福建泉州肖厝港有限责任公司运营。肖厝港 2# (1 万吨级)、3# (5 万吨级) 泊位于 1996 年由煤炭部以及省政府发起、公司牵头投资建成运营。2009 年泉州肖厝码头 2#、3# 码头完成装卸量 125 万吨，2010 年 1~

3 月，完成装卸量 36 万吨。此外，肖厝港 4# 泊位、福州可门港 4#、5# 泊位正在建设，可门港受自然条件限制进展较为缓慢，肖厝港 4# 泊位预计于 2011 年下半年试运营。未来可能在肖厝港、可门港建立煤炭储运中心，同时由于堆场面积较大，国家未来可能在肖厝港、可门港建立期货交割仓库，公司港口业务未来发展前景较好。

2009 年公司合并建材控股，建材业务成为公司五大主业之一。公司主要建材产品是水泥，并具有“建福”、“炼石”两大品牌，建材控股主要业务由下属上市公司福建水泥运营。公司目前拥有熟料 485 万吨和水泥 665 万吨的生产能力，同时生产工艺较为先进，无《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》中所提到需淘汰的落后产能。公司水泥全部在福建省销售，其中福州、闽南、厦门区域销量合计占全部销量的 65%。2009 年公司水泥产、销量分别为 403 万吨和 405 万吨，产销率为 100%。但是由于当地市场竞争较为激烈，公司建材业务目前盈利能力较弱。

表 16: 2007~2009 年建材控股水泥和熟料产销量

	2007	2008	2009
熟料产量	327.33	309.56	351.38
水泥产量	398.14	393.01	403.29
水泥销量	393.96	392.97	404.67

资料来源: 公司提供

石灰石资源是发展水泥业的先决条件，占有大量、优质石灰石资源是水泥生产企业持续发展的重要保证。公司现有石灰石矿山保有储量 1.4 亿吨，正在办理采矿权的永安安砂曹田和顺昌东坑石灰石矿山合计储量约 3 亿吨，能较好地保障生产需要。

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较大的资本支出。同时，水泥行业竞争一直较为激烈，也给公司建材业务盈利能力的改善带来一定压力。

2007 年 3 月公司在原有三家民爆企业的基础上整合成立福建省民爆化工股份有限公司，主要生产炸药、雷管。其中公司生产的炸药占福建省市场 40% 的份额，雷管占有 80% 的市场份额，经济效益较好，2009 年产量有所下降，生产炸药、雷管 3.40 万吨和 2182 万发，分别同比下降 752 吨和 359 万发。

联美工程建设公司主要涉及建筑工程、房地产业务。2009 年公司建筑施工房地产业务实现收入 10.62 亿元，主营业务毛利为 1.82 亿元，毛利率达到 17.15%。按照省国资委关于突出主业的要求，公司房地产业务将逐步退出。

公司拥有福州美伦华美达大饭店、宁德美伦大饭店、厦门京闽中心酒店等数家星级酒店，其中福州美伦华美达大饭店、厦门京闽中心酒店均通过了五星酒店认定。2009 年公司旅游酒店板块共实现主营业务收入 6.73 亿元，近年来基本保持稳定。

此外，公司全资子公司福建龙华药业有限责任公司新研发的抗癌光敏剂是福建省首个国家一类新药，目前正在临床审批过程中。

总体看，公司的煤炭产销量保持稳定，未来电力业务发展潜力较大，公司向煤、电、港能源主业方向发展的规划较为清晰，随着在建项目投产和资源整合，未来收入规模有望大幅提高。但另一方面，公司下属公司数量和板块较多，部分资产质量不高，变现能力较差，也给公司带来一定的经营风险和管理难度。

管理

治理结构

公司设立董事会，董事长由省政府任命，董事会行使省国资委授权范围内的股东会职权。董事会作为公司的最高决策机构下设投资决策委员会、薪酬委员会、风险控制委员会、审计委员会。

公司实行集团集权管理制度，集团本部作为发展战略中心、投资决策中心、经营监控中心和资本融通中心，行使重大经营决策权、人事管理权、投资收益权。子公司作为利润中心，从事产品经营，执行集团公司产权管理、资产收益、经营预算等规定，使所经营的资产收益最大化。子公司下属的生产矿井（车间）作为成本控制中心，负责日常生产活动和成本控制。

风险管理

自 2004 年清产核资后，公司进一步加强了对风险防范的控制，并根据公司章程和相关规定健全了内部控制制度，建立了风险管理系统。

在资金管理方面，公司通过内部资金结算中心进行财务控制，监督分子公司资金使用情况，目前下属公司的资金集中度达到了 90%，有效提高了资金运用效率。此外，公司正在筹划组建财务公司，以加强资金集中管理。

投资管理方面，公司也制定了较完善的投资管理办法，凡是对外投资项目都必须在充分的可行性研究审查和专家评估论证基础上，由决策委员会成员票决，再提交集团领导集体决策，有效保证对外投资活动的事前控制。同时公司严禁各单位对外担保，所有对外担保须通过公司风险控制小组审核决定。

在内部审计方面，公司成立审计委员会，制定《审计委员会工作规则》，增强内部控制与监督的效能。集团公司向下属全资和控股子公司派出财务总监，对企业会计核算和财务报告的质量、执行集团财务预算和重要财务制度的情况、重大经济合同的签订与履行情况、重大财务会计事项以及其他重大经营事项、内部控制等进行监督和督促。

总体看，公司目前的管理制度较为规范，对下属公司的控制力较强。但值得注意的是，公司投资领域较广，参控股企业较多，未来随着产业多元化的进一步发展，将对公司的集权分权管理、项目管理、精细化管理等提出更高要求。

煤炭安全管理

福建煤炭资源主要分布在中西部，地质构造复杂，但是公司现有生产矿井均为低瓦斯矿井，绝大多数煤矿煤尘无爆炸性，因此发生安全事故概率较小。公司根据国家有关煤矿安全生产的政策法规制定了较完善的安全管理制度。同时，实行安全生产目标管理制度、安全生产监察专员派出管理制度、安全风险抵押制度，强化企业安全生产第一责任人的责任与安全责任制考核。2009 年公司安全投入达到 5327 万元，同比增长 2.23%。

目前公司按照福建省财政厅审批标准提取 10 元/吨安全专项费用、60 元/吨维简费。从公司近三年的煤炭百万吨死亡率指标看，2007~2009 年分别为 1.43、0.81 和 1.22 人/百万吨。由于公司矿井开采机械化程度较低，主要受顶板塌方等安全问题的影响，另外台风等季候因

素也对矿井开采造成安全隐患。公司现集中进行专项整治，并按照国家要求安装瓦斯安全系统，加大安全投入，这将有助于一些安全隐患的根治，减少可能的安全事故对公司生产带来的影响。

表 17: 2007~2009 年公司主要煤炭安全管理指标

	2007	2008	2009
安全投入(万元)	4740	5211	5327
百万吨死亡率(人/百万吨)	1.43	0.81	1.22

资料来源: 公司提供

战略规划

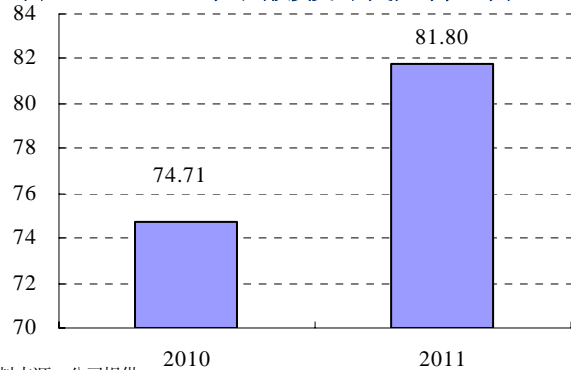
福建省国资委近期进一步明确了公司以煤炭、电力及供热、港口物流、建材、民爆化工为主业，旅游酒店、建筑施工等其他为辅的发展方向，公司未来将继续实施能源产业开发战略，并逐步形成煤炭、电力、港口相互支撑发展的产业格局。根据规划，至 2012 年公司煤炭生产和建设矿井总能力将达到 800 万吨/年以上，控股和建设电厂装机规模达到 800 万千瓦以上，水泥产能达到 2000 万吨，运营和建设的港口泊位吞吐能力达 2000 万吨，炸药生产能力 8 万吨/年，雷管 5000 万发/年。

在煤炭业务方面，除昌福山、曲斗二号井、吾祠煤矿和翠屏山、牛栏山扩建等建成投产外，将适时开工建设新矿井，同时积极开展省内外煤矿联合重组工作；在电力业务方面，将陆续建成投产鸿山热电厂工程、莆田风电项目等，到 2010 年底形成三座百万千瓦级、符合循环经济要求的现代化电厂，形成风电装机规模 30 万千瓦，开展惠安电厂、鸿山热电厂二期、长乐电厂、莆田及以南地区风电和连江核电的前期工作，争取新开工惠安电厂、鸿山电厂二期和泉州漳州地区的风电（约 20 万千瓦）；在港口业务方面，重点开发泉州肖厝作业区 4#—6#泊位和福州可门作业区 4#、5#泊位，2010 年开工建设 5#、6#泊位（均为 10 万吨级），可门作业区 4#（30 万吨级）、5#泊位（5 万吨级）在 2011 年投入运营，培育与集团控股各电厂煤炭专用泊位、仓储设施、煤炭运输的港口服务业；民爆化工业务方面，通过扩能改造和并购重组，做大做强民爆企业，到 2011 年，民爆化工公司炸药生产能力达到 8 万吨/年，雷管生产能力 5000 万发/年；在建材业务方面，到 2010 年熟料产能达到 800

万吨，水泥产能达到 2000 万吨，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加工产业，至 2012 年实现营业收入 50 亿元。

公司 2010~2011 年总投资 156.51 亿元，主要为煤矿、电力、港口码头和建材项目投资，投资规模仍然较大，其中约 100 亿元需要通过债权融资解决，未来负债率指标将进一步走高。

图 11: 2010~2011 年公司投资支出计划(单位: 亿元)



资料来源: 公司提供

此外，福建省国资委整合企业、推动整体上市的战略非常明确，给公司带来了外延式成长机遇。同时，公司可能适时引入相关产业的大型集团公司作为战略投资者，在满足资金需求的同时有利于实现业务规模的升级。

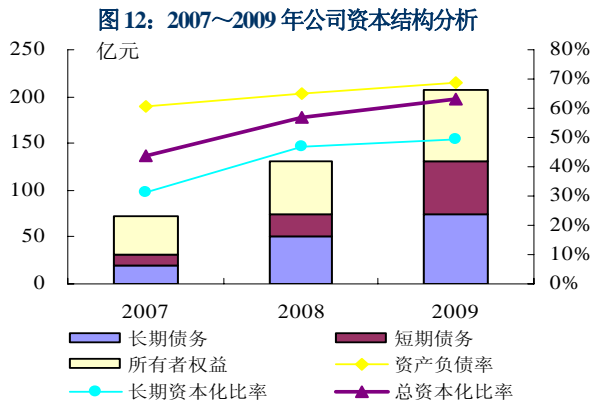
总体来看，未来公司将布局煤炭、电力、港口、建材和民爆化工五大主业，并进入快速发展阶段，同时也进入投资高峰期，公司未来业务中电力产业的发展有利于拓展产业链和增加利润来源，港口建设尚处于初级阶段，且进度较慢，腹地经济和交通运输等各方面还存在一定制约，具体实施情况尚需观察，而水泥行业将面临激烈行业竞争。

财务分析

以下分析基于公司提供的 2007~2009 年经福建华兴会计师事务所有限责任公司审计并出具无保留意见的财务报表。2009 年公司合并范围相比上年增加 2 家子公司，其中，福建省福能担保有限公司为福建能源集团 2009 年投资设立的子公司，福建省建材（控股）有限责任公司为 2009 年 12 月 31 日经省国资委批准无偿划入的全资子公司，纳入 2009 年合并范围的子公司共计 47 家。

资本结构

2007~2009年公司的资产规模保持稳定增长，2009年由于合并建材控股以及在在建项目的持续建设，至年底公司资产总额达到246.81亿元。同时公司总资本规模也快速增长，2009年底达到207.90亿元，同比增长59.22%。从总资本构成看，工程项目投资的增加导致公司长、短期借款合计同比增加57.24亿元，占总资本的56.78%；同时根据福建省国资委关于公司工商注册登记的批复，公司以资本公积和未分配利润转增注册资本，截至2009年底实收资本为40亿元；此外，2009年公司专项维简费结余转增资本公积1.16亿元。



资料来源: 根据公司财务报表计算

2008年以来，由于电力建设项目的不断推进，公司投资支出增加，总债务规模快速增长，截至2009年底为130.76亿元，较上年增长76.16%。2008年福建省国资委以土地使用权评估价值转增国有资本金11.54亿元，权益规模的增加在一定程度上平衡了债务的增长，但由于在建项目的持续建设，债务规模持续较快增长，2009年公司的资产负债率和总资本化比率均继续上升，分别由2007年的60.88%和43.67%上升至2009年的68.75%和62.90%。与电力行业主要集团公司的资本结构指标比较，公司资产负债率、总资本化比率处于中等偏高水平。2010年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，我们将持续关注公司资本结构和偿债能力的变化情况。

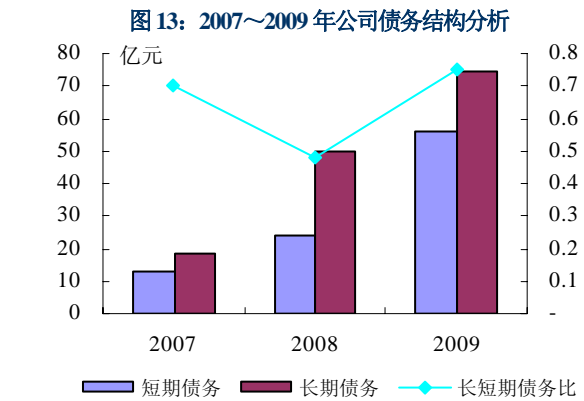
表 18: 2009 年主要电力企业集团资本结构指标比较

	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
福建能源集团	68.75	62.90
中国电力投资集团公司	84.56	82.62

中国华电集团公司	87.87	85.60
大唐国际发电股份有限公司	82.03	80.27
河北建投能源投资股份有限公司	59.61	55.10
申能(集团)有限公司	36.05	21.51
浙江省能源集团有限公司	53.9	45.17

资料来源: 中诚信国际整理

在债务结构方面，2009年公司短期债务/长期债务为0.75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。



资料来源: 根据公司财务报表计算

总体来看，随着公司在建项目的持续建设，债务规模持续增长，根据公司的投资规划，2010~2011年公司项目总投资额为156.51亿元，预计未来债务规模将继续快速增长，资产负债率将持续上升。

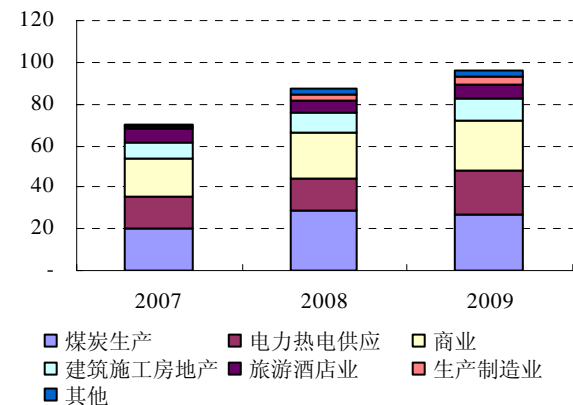
盈利能力

2007~2009年，公司营业总收入逐步增长，2009年达到97.50亿元，同比增长8.47%。从收入结构看，煤炭业务收入比较稳定，但2009年受行业景气下滑影响，收入同比减少5.66%，为26.87亿元；同期由于公司晋江天然气、雁石发电及莆田风电新电力机组投产，电力热电业务实现收入20.99亿元，同比增长37.88%；2010年公司各在建煤矿将陆续完成验收，大部分在建机组也将投产，煤炭、电力供应业务收入规模将获得快速增长，同时煤炭电力业务形成的产业链也有利于降低行业波动风险。

毛利率方面，公司的煤炭生产、旅游酒店和生产制造板块的毛利率较高。煤炭业务由于公司计提60元/吨的维简费和10元/吨的安全费，在全国范围内属于较高水平，导致2009年煤炭业务板块毛利率仅为26.51%。

预计未来煤炭价格的上涨将增加公司的盈利，而如果国家开始征收资源税，将影响公司毛利水平，我们将继续关注行业政策对公司盈利能力的影响。2009年煤炭价格上涨导致电力供应成本持续较高，同时部分新机组运营折旧规模较大，电力业务毛利率水平由2007年的15.50%下降至2009年的9.99%，预计随着大规模电力机组逐步产生效益以及公司发电机组使用内部电煤的比例较高，未来公司的收入及盈利有望大幅增加。

图 14: 2007~2009 年公司主营业务收入结构构成 (单位: 亿元)



资料来源: 根据公司财务报表计算

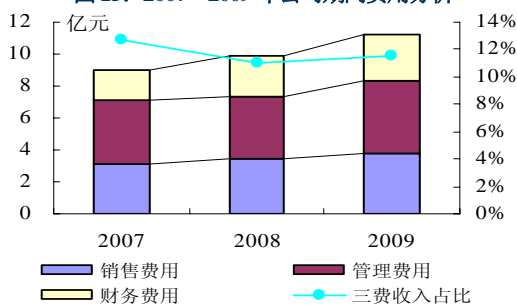
表 19: 2007~2009 年公司主要业务板块毛利率 (%)

	2007	2008	2009
煤炭生产	29.63	29.77	26.51
电力热电供应	15.50	2.31	9.99
商业	6.96	3.97	4.58
建筑施工房地产	19.11	21.59	17.15
旅游酒店业	29.58	19.95	22.56
生产制造业	20.10	19.34	24.19
其他	16.17	22.26	25.23

数据来源: 根据公司财务报表计算

近年来, 公司期间费用保持平稳, 2009 年三费合计为 11.25 亿元, 占营业总收入的比重为 11.54%, 同比略有增长。预计随着在建项目的推进, 公司资金需求加大, 财务费用持续上升, 三费占营业总收入的比重将继续上升。

图 15: 2007~2009 年公司期间费用分析



数据来源: 根据公司财务报表计算

2009 年公司利润总额为 3.53 亿元, 其中经营性业务利润为 2.80 亿元, 占利润总额的 79.28%, 投资收益 0.64 亿元, 同比增长 1.96 倍, 主要为公司处置持有股票获得的收益。目前公司持有上市公司盘江股份、中国武夷、兴业银行的股份, 未来可选择合适时机出售以满足部分资金需求。

表 20: 公司拥有上市公司股权情况 (截至 2010 年 6 月 7 日)

	所持数量 (万股)	截至 2010 年 6 月 7 日市值 (亿元)
盘江股份	121	0.24
中国武夷	9756.57	6.05
兴业银行	1634.96	3.79

资料来源: 根据公司财务报表计算

在现金获取方面, 2009 年公司 EBITDA 达到 12.31 亿元, 同比增加 16.93%。2007~2009 年公司的 EBITDA/营业总收入分别为 13.72%、11.71% 和 12.63%, 表明随着宏观经济回暖, 公司盈利能力有所增强。预计未来随着公司在建电力机组和矿井的陆续投产、宏观经济形势继续向好, 公司的 EBITDA 将保持较快增长。

总体看, 公司煤炭业务收入和盈利将保持稳定, 随着在建大规模电力机组投产以及电力需求的回升, 电力业务将成为新的利润增长点, 公司收入规模有望大幅提高。同时公司投资领域较广, 部分资产质量不高, 资产变现能力较差, 盈利能力较弱, 港口等新进入业务的发展情况还尚待观察。

偿债能力

2009 年由于投资项目的增加, 资金需求加大, 公司债务规模快速上升, 截至 2009 年底总债务为 130.76 亿元, 其中长期债务达到 74.68 亿元, 资产负债率和总资本化比率也由 2007 年的 60.88% 和 43.67% 上升到 68.75% 和 62.90% 的较高水平。未来公司建设项目投资支出规模仍然较大, 预计负债指标将维持在较高水平。

从偿债能力指标上看, 虽然公司 2009 年 EBITDA 有所增长, 但由于债务大幅增加, 公司总债务/EBITDA 由 2007 年的 3.24 倍升至 2009 年的 10.62 倍, 同时 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数由 2007 年的 4.93 倍降至 2009 年的 2.30 倍。由于公司现金获取能力较强, 经营活动净现金流对利息支出的覆盖倍数 2009 年为 2.47 倍。总体看, 公司 EBITDA 和经营净现金流均足以覆盖

利息支出，对总债务具有一定的偿还能力。考虑到公司未来几年资本支出较大，预计其债务压力将继续加大。

表 21：2007 年~2009 年公司偿债能力分析

	2007	2008	2009
总债务(亿元)	31.74	74.23	130.76
长期债务(亿元)	18.67	50.07	74.68
经营净现金流(亿元)	8.20	10.64	13.23
EBITDA(亿元)	9.79	10.53	12.31
资产负债率(%)	60.88	65.12	68.75
总资本化比率(%)	43.67	56.85	62.90
EBITDA 利息倍数(X)	5.03	3.68	4.03
经营净现金流/利息支出(X)	4.21	3.72	4.34
总债务/EBITDA(X)	3.24	7.05	10.62
经营净现金流/总债务(X)	0.26	0.14	0.10

资料来源：根据公司财务报表计算

根据公司规划，公司 2010~2011 年总投资 156.51 亿元，主要为煤矿、电力、港口码头和建材项目投资，投资规模仍然较大，其中约 100 亿元需要通过债权融资解决，未来公司债务压力将有所加大。

在或有负债方面，截至 2010 年 3 月底公司金额较大的对外担保 12.696 亿元，被担保公司均为福建省大型企业集团，代偿风险较小。此外，作为福建省最大的能源企业，公司拥有较强的政府支持并与银行长期保持着良好的合作关系。截至 2010 年 3 月 31 日，公司共获银行授信额度 327.25 亿元，尚余授信额度 210.67 亿元，充足的授信额度有利于提升公司财务弹性。

表 22：截至 2010 年 3 月底公司主要对外担保情况
(单位：亿元)

被担保企业	担保金额
福建省高速公路有限责任公司	10
福建省汽车工业集团有限公司	2
福建建工集团总公司	0.696
合计	12.696

资料来源：公司提供

担保实力

福建省高速公路有限责任公司（以下简称“福建高速”）是 1997 年 8 月经福建省人民政府批准成立的国有独资有限责任公司，注册资本 10 亿元。福建高速与福建省高速公路建设总指挥部合署办公，统一负责全省高速公路的建设、运营和管理工作。

2009 年度，福建高速新增高速公路通车里程 198 公里，截至 2009 年底，高速公路通车总里程已突破 2000

公里，主要包括：福泉高速公路、泉厦高速公路、罗长高速公路、罗宁高速公路、福宁高速公路、漳诏高速公路、厦漳高速公路漳州段、漳龙高速公路、龙长高速公路、京福高速公路的福州段、南平段和三明段以及福州机场高速公路等 20 余条国家高速公路网及省网的重要干线。2009 年实现通行费收入 62.85 亿元，同比增长 5.44%。

截至 2009 年 12 月 31 日，福建高速总资产为 1121.74 亿元，总负债为 714.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 407.29 亿元。

由于福建高速是福建省高速公路经营与建设的主体，在省内高速公路经营方面具有垄断性。福建高速以路桥业务为依托，其收入来源主要是高速公路通行费收入和高速公路经营开发收入，2009 年福建高速实现主营业务收入 69.46 亿元，同比增长 0.93%，净利润 6.49 亿元，同比下降 44.43%。

综合来看，福建高速财务实力很强，对本期债务还本付息起到有力担保作用。

结论

公司近年来煤炭业务保持稳定，未来随着在建大规模电力机组的逐步投产，公司电力业务发展潜力较大。与建材控股的重组整合使公司产业链进一步得到延伸，能有效避免单一主业的行业波动风险。同时，作为福建省最大的能源企业，公司在发展过程中获得了福建省政府的大力支持。另一方面，我们也注意到福建省煤炭资源储备相对不足，单矿规模较小可能给审批工作带来难度，而未来建设项目投资规模较大也给公司带来一定的资金压力等问题对公司信用水平的影响，公司将控制资产负债率水平在 75% 以内，我们将持续关注公司偿债能力的变化情况。

同时，考虑福建省高速公路有限责任公司提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的基础上，中诚信国际认为本期债券不能还本付息的风险极低。

附一：福建省能源集团有限责任公司下属二级子公司（截至 2009 年底）

下属二级子公司	持股比例
福建煤电股份有限公司	100%
福建省红炭山矿业有限责任公司	100%
福建省永安煤业有限责任公司	100%
福建省天湖山能源实业有限公司	100%
福煤（漳平）煤业有限公司	100%
福建省民爆化工股份有限公司	100%
福建美海旅游实业有限责任公司	100%
福州美伦大饭店有限公司	57.84%
福建省旅游有限公司	50%
福建省燃料有限责任公司	60%
福建省煤炭工业供销公司	50%
厦门振华实业公司	100%
福建省煤炭进出口公司	100%
福建省美富达机电设备公司	100%
福建大华制扣有限公司	51%
福建省龙华药业有限责任公司	100%
福建联美建设集团有限公司	88.26%
福建省华夏建筑设计院	100%
福建省石狮热电有限责任公司	46.67%
国投京闽（福建）工贸有限公司	33.33%
厦门京闽能源实业有限公司	35.65%
福建华夏世纪园发展有限公司	85%
福建省煤炭工业科学研究所	100%
福建省煤矿中心医院	100%
福建煤炭报社	100%
福建省美迪投资发展有限责任公司	100%
福建肖厝港物流有限责任公司	70.71%
福建省龙岩发电有限责任公司	59%
福建省雁石发电有限责任公司	100%
福建省鸿山热电有限责任公司	100%
福建省闽煤运销有限责任公司	100%
福建鼎圣财务服务有限公司	100%
福建晋江天然气发电有限公司	75%
金友期货经纪有限责任公司	100%
福建晋江热电有限公司	51%
福建宁德美伦大饭店有限公司	100%
福建绿美草业有限公司	100%
福建可门港物流有限责任公司	48%
福建省福煤科技有限公司	100%
福建省煤炭工业科学研究所开发部	100%
福煤（邵武）煤业有限公司	100%
福煤(莆田)风力发电有限责任公司	100%
福建惠安泉惠发电有限责任公司	100%
福建省闽煤地质勘查有限公司	100%
福建省福能担保有限公司	100%
福建省建材（控股）有限责任公司	100%

附二：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)	2007	2008	2009
货币资金	75,290.16	112,257.81	140,421.14
交易性金融资产	1,000.00	51.27	217.82
应收账款净额	42,972.95	50,976.61	58,009.24
存货净额	74,578.52	87,470.57	114,971.36
其他应收款	57,314.87	47,585.69	39,435.74
长期投资	81,074.18	92,197.54	249,396.10
固定资产合计	611,723.70	889,591.29	1,502,724.00
总资产	1,046,557.29	1,615,773.06	2,468,120.51
其他应付款	139,231.23	120,673.60	130,363.10
短期债务	130,698.04	241,552.66	560,779.96
长期债务	186,730.46	500,740.79	746,846.14
总债务	317,428.51	742,293.45	1,307,626.09
净债务	242,138.35	630,035.64	1,167,204.96
总负债	637,160.21	1,052,266.98	1,696,710.81
财务性利息支出	19,483.75	28,587.75	30,522.65
资本化利息支出	368.75	12,025.38	23,019.23
所有者权益(含少数股东权益)	409,397.08	563,506.08	771,409.71
营业总收入	713,521.21	898,833.53	974,998.48
三费前利润	126,529.91	136,166.92	140,476.68
投资收益	6,701.64	2,156.45	6,390.92
EBIT	63,509.16	70,044.02	65,791.24
EBITDA	97,925.21	105,285.23	123,106.62
经营活动产生现金净流量	81,987.63	106,414.18	132,342.85
投资活动产生现金净流量	-94,580.24	-435,366.83	-510,417.40
筹资活动产生现金净流量	34,644.30	366,906.71	398,961.36
现金及现金等价物净增加额	22,048.28	37,953.83	20,885.94
资本支出	89,431.60	432,886.53	495,501.81
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率(%)	19.18	16.33	15.83
三费收入比(%)	12.64	11.02	11.54
EBITDA/营业总收入(%)	13.72	11.71	12.63
总资产收益率(%)	6.07	5.26	3.22
流动比率(X)	0.80	0.90	0.57
速动比率(X)	0.62	0.73	0.44
存货周转率(X)	7.73	9.28	8.11
应收账款周转率(X)	16.60	19.13	17.89
资产负债率(%)	60.88	65.12	68.75
总资本化比率(%)	43.67	56.85	62.90
短期债务/总债务(%)	41.17	32.54	42.89
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	0.14	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	0.63	0.44	0.24
经营活动净现金/利息支出(X)	4.13	2.62	2.47
总债务/EBITDA(X)	3.24	7.05	10.62
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.44	0.22
EBITDA 利息倍数(X)	4.93	2.59	2.30

附三：福建省高速公路有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2007	2008	2009
货币资金	330,449.14	277,203.36	334,919.84
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
存货净额	6,059.38	3,859.36	479.97
其他应收款	1,800.94	2,937.48	3,450.65
长期投资	113,206.53	108,931.03	92,139.44
固定资产	58,127.99	86,419.84	104,000.67
总资产	6,464,382.93	8,268,799.93	10,040,663.75
其他应付款	7,390,803.34	9,376,682.49	11,217,398.38
短期债务	240,691.60	339,704.39	559,625.07
长期债务	1,284,174.53	925,207.96	885,209.66
总债务	2,868,945.78	4,656,757.95	5,574,271.48
净债务	4,153,120.32	5,581,965.91	6,459,481.14
总负债	3,822,671.18	5,304,762.56	6,124,561.29
财务性利息支出	4,528,885.56	6,055,552.79	7,144,522.22
所有者权益(含少数股东权益)	138,720.86	231,575.93	277,595.13
主营业务收入	0.00	0.00	0.00
主营业务利润	2,861,917.77	3,321,129.70	4,072,876.16
投资收益	599,769.20	688,257.82	694,632.30
EBIT	442,355.50	472,187.05	484,098.31
EBITDA	-1,646.36	442.85	-2,289.57
经营活动产生现金净流量	429,017.41	475,895.58	453,478.88
投资活动产生现金净流量	461,406.85	534,175.02	522,397.68
筹资活动产生现金净流量	383,437.14	399,362.41	503,306.44
现金及现金等价物净增加额	-1,163,197.15	-1,853,921.19	-1,576,042.75
资本支出	1,034,347.87	1,401,371.29	1,130,456.14

财务指标	2007	2008	2009
主营业务毛利率(%)	74.96	69.87	71.03
三费收入比(%)	24.76	32.51	43.40
EBITDA/主营业务收入(%)	76.93	77.61	75.20
总资产收益率(%)	6.53	5.68	4.40
流动比率(X)	0.49	0.69	0.65
速动比率(X)	0.49	0.69	0.65
存货周转率(X)	77.86	87.52	63.01
应收账款周转率(X)	120.40	138.78	320.16
资产负债率(%)	61.28	64.58	63.69
总资本化比率(%)	59.20	62.70	61.33
短期债务/总债务(%)	30.92	16.57	13.70
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.07	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.30	0.43	0.57
经营活动净现金/利息支出(X)	2.76	1.72	1.81
总债务/EBITDA(X)	9.00	10.45	12.37
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.58	0.59
EBITDA 利息倍数(X)	3.33	2.31	1.88

附四：评级报告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）

附五：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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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。