

华泰联合证券有限责任公司
关于协鑫智慧能源股份有限公司
经营业绩下滑是否对持续盈利能力构成
重大不利影响的专项核查意见

江苏霞客环保色纺股份有限公司拟通过重大资产置换及发行股份购买协鑫智慧能源股份有限公司（以下简称“协鑫智慧能源”、“标的公司”）90%的股权。华泰联合证券有限责任公司担任本次交易的独立财务顾问，按照中国证券监督管理委员会审核要求，对标的公司经营业绩下滑及其对持续盈利能力的影响进行了核查，并出具本专项核查意见。

一、标的公司 2017 年、2018 年 1-9 月扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润下滑的原因及合理性

标的公司 2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年 1-9 月的归母净利润分别为 39,100.32 万元、45,438.62 万元、35,543.30 万元和 36,581.26 万元，扣非归母净利润分别为 31,922.81 万元、46,028.31 万元、32,406.37 万元和 17,633.27 万元。

（一）2017 年扣非归母净利润下滑原因分析

2017 年标的公司扣非归母净利润较 2016 年减少 13,621.93 万元。其中主要减利因素如下：第一，从运营角度来看，2016 年下半年以来燃料价格（包括天然气、煤炭）上涨幅度较大，而电力、蒸汽价格未充分、及时联动，标的公司营业毛利减少 23,735.40 万元；第二，标的公司业务快速发展，2017 年以来新增开发多个清洁能源项目，使得有息负债大幅增加，财务费用同比增加 4,799.05 万元。

假设按照 2016 年平均燃料成本测算，燃料价格上涨对 2017 年的营业利润影响为 7.55 亿元。标的公司努力拓展蒸汽销售，并得益于燃料与汽价、电价的联动机制，蒸汽销售单价、电力销售单价同比均有所提高，以上因素抵消了约 3.52 亿元的减利影响，因而燃料价格上涨对标的公司营业利润的综合影响为 4.03 亿元。综上，2017 年燃料价格波动及财务费用增加合计对标的公司营业利润影响

金额约为 4.51 亿元，对净利润影响金额约为 3.38 亿元（以 25% 税率测算）。

（二）2018 年 1-9 月扣非归母净利润下滑原因分析

2018 年 1-9 月，标的公司装机容量进一步提高，结算上网电量、结算汽量增加，但扣非归母净利润较 2017 年同期仍有所下降。主要原因包括：第一，标的公司积极布局投资清洁能源项目，开发规模进一步扩大，有息负债规模相应提高，且融资利率受宏观环境影响有所提高，导致 2018 年 1-9 月财务费用较去年同期（同控合并追溯调整后）增加约 13,450 万元；第二，2018 年标的公司平均燃料成本有所上涨，假设按照 2017 年平均燃料成本测算对毛利影响额为 6,275 万元。因此，上述两项因素对标的公司营业利润影响约为 1.97 亿元，对净利润影响金额约为 1.48 亿元（以 25% 税率测算）。

由以上分析可见，2017 年、2018 年 1-9 月，标的公司业绩的波动主要来自于燃料市场价格波动引起的生产成本增加以及积极开发投资清洁能源项目而产生的前期资金成本上升，具有合理性。

在目前的政策监管体制下，行业内公司生产经营所需燃料的采购价格与电力、蒸汽产品的销售价格存在一定程度的联动机制，价格管理部门会根据燃料价格波动情况不定期调整电力、蒸汽的销售价格。虽然有时价格调整存在力度不足、滞后等情况，但可以一定程度上平抑燃料价格波动对标的公司经营业绩的影响。

标的公司在建项目未来 1-2 年将进入达产高峰期，项目产能释放后将实现利润快速增长。同时，标的公司未来重点发展的风力发电、垃圾发电等清洁能源发电业务毛利率较高，受燃料价格波动的影响小，随着此等清洁能源装机及收入占比的提高，燃料价格波动对标的公司净利润的影响将逐步降低。

标的公司通过 20 多年的运营，在清洁能源发电及热电联产行业积累了先进的生产管理经验和成本控制能力，与主要客户和供应商保持良好的长期合作关系，在未来经营中，在继续发挥现有优势的基础上，对于现有运营电厂不断通过技术改造降低能耗，通过拓展供热客户增加收入，通过提高检修及备品备件国产化率节省开支，以进一步提升盈利能力。

二、标的公司 2018 年业绩预计基础及依据

预计 2018 年标的公司全年归母净利润不低于 41,000.00 万元，预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于 19,500 万元。

标的公司业绩预计系根据过往经营状况、发展现状并结合市场环境等因素，以 2018 年 1-9 月已实现业绩为基础确定。

2018 年 1-9 月，标的公司经审计的归母净利润为 36,581.26 万元，扣非归母净利润为 17,633.27 万元。与 2018 年 3 季度相比，第 4 季度因季节变化，电和蒸汽整体需求增加，营业收入环比略有上升。但 2018 年第 4 季度天然气价格环比上升明显，且江苏省从 2018 年 11 月开始实施燃机项目两部制电价，因标的公司燃机项目的销售规模占其资产总规模比重较大，导致标的公司 2018 年第 4 季度整体毛利有所下降。除此之外，四季度煤炭价格相对平稳，燃煤热电和其他业态公司的电力和蒸汽销售环比相对稳定。

综上所述，标的公司 2018 年度第 4 季度经营业绩略低于第 3 季度，遂全年预计归母净利润不低于 41,000.00 万元、扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于 19,500 万元。

三、标的公司的经营与财务状况分析

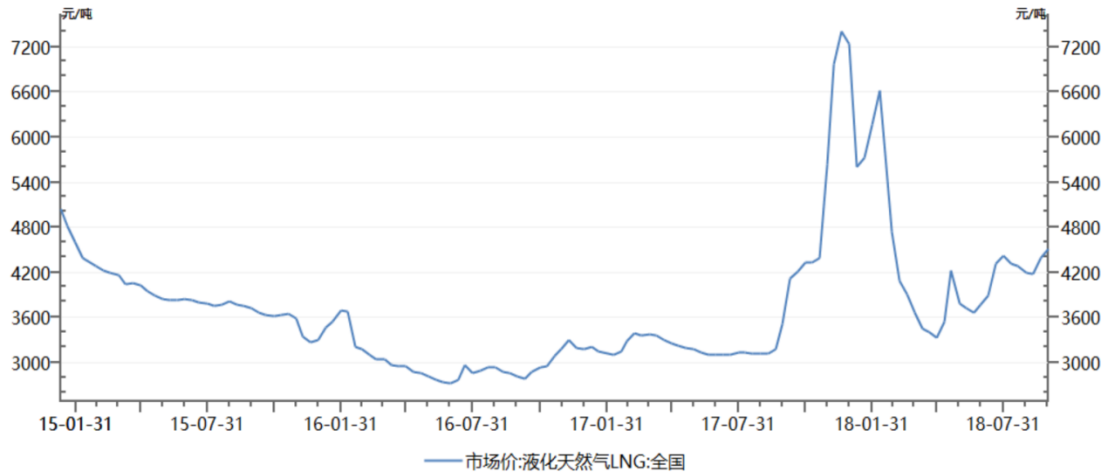
（一）标的公司所处行业具有较强的周期性特征，业绩波动与行业趋势一致

电力和热力行业是国民经济的基础性行业，与宏观经济的变化高度相关，因此电力和热力行业具有明显的周期性特征，主要影响因素包括国内生产总值、固定资产投资、产业政策、燃料价格等。

近年来，我国国内生产总值不断提高，固定资产投资保持在较高水平，国家对于电力和热力行业加强了政策引导，鼓励发展清洁能源及热电联产行业。总体来看，报告期内标的公司所处行业面临的宏观环境良好，行业内公司经营情况波动的周期性主要体现为受燃料价格变动的影响而出现波动。具体到标的公司所经营的细分业态，燃煤热电联产、燃机热电联产因燃料成本占比较高、价格波动较为剧烈，周期性特征相对其他业态更为明显。

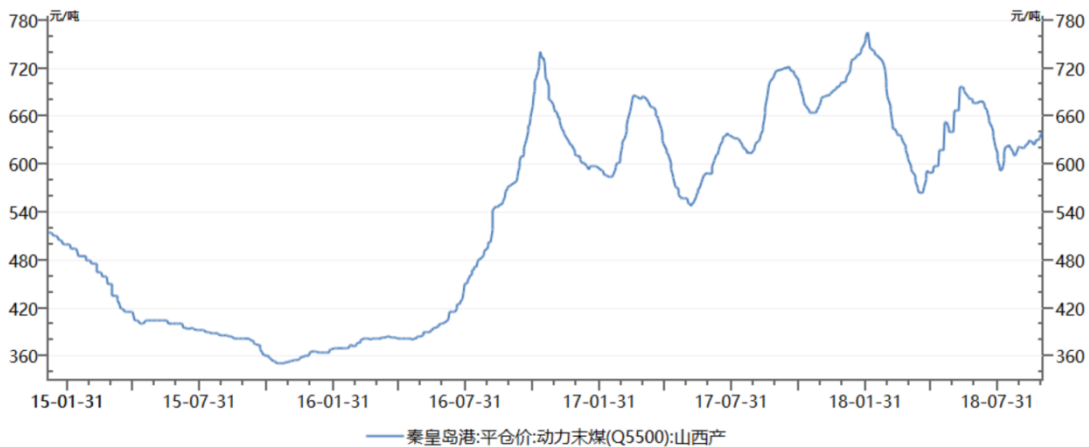
天然气和煤炭是标的公司的主要燃料，属于大宗商品，其价格变动存在较强

的周期性特征。报告期内，LNG（液化天然气）的价格波动如下图所示：



数据来源: Wind

报告期内，秦皇岛动力煤价格波动情况如下图所示：



数据来源: Wind

由前述分析可见，报告期内标的公司经营所需主要燃料价格存在较大幅度波动。受此影响，标的公司及行业内其他公司利润水平也出现周期性波动。

报告期内，煤炭价格经历了较大幅度上涨，且自 2017 年以来持续高位震荡运行，目前仍处于近 5 年来的相对高位，预计未来进一步大幅上涨的可能性相对较低，若未来煤价周期性下调，则行业内公司盈利水平将得到一定改善。

报告期内，标的公司收入的变动情况与同行业可比公司对比情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	2018年1-9月（年化）		2017年		2016年		2015年
		金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
000958.SZ	东方能源	285,567.22	13.13%	252,413.12	6.02%	238,083.48	-7.01%	256,040.93
600509.SH	天富能源	466,291.55	10.03%	423,783.54	16.55%	363,603.89	4.36%	348,396.91
000875.SZ	吉电股份	666,325.72	30.58%	510,263.35	15.85%	440,452.37	2.38%	430,202.19
600982.SH	宁波热电	166,457.42	6.85%	155,782.61	28.43%	121,302.11	21.08%	100,179.85
002479.SZ	富春环保	281,473.91	-15.31%	332,359.46	23.13%	269,926.38	-6.17%	287,683.35
可比公司平均值		373,223.16	11.44%	334,920.42	16.83%	286,673.64	0.76%	284,500.64
标的公司		825,728.98	8.08%	764,032.17	5.90%	721,488.86	-11.82%	818,155.34

报告期各期，同行业可比公司净利润变动情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	2018年1-9月（年化）		2017年		2016年		2015年
		金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
000958.SZ	东方能源	18,247.50	164.81%	6,890.76	-75.77%	28,439.28	-36.38%	44,703.42
600509.SH	天富能源	8,047.43	-51.88%	16,725.23	-45.51%	30,696.75	-1.94%	31,305.27
000875.SZ	吉电股份	12,663.24	142.98%	-29,464.35	-1190.21%	2,702.64	-81.55%	14,646.32
600982.SH	宁波热电	18,951.49	74.29%	10,873.63	14.27%	9,515.66	-7.39%	10,275.53
002479.SZ	富春环保	27,737.73	-32.25%	40,942.22	32.85%	30,817.58	32.22%	23,307.94
可比公司平均值		17,129.48	86.32%	9,193.50	-55.01%	20,434.38	-17.76%	24,847.69
标的公司		57,917.09	18.69%	48,797.98	-23.59%	63,863.36	-18.44%	78,300.93

报告期各期同行业可比公司之间因自身经营管理、具体业务构成等存在差异，使得营业收入、净利润水平及波动存在一定差异。从同行业可比公司净利润平均水平来看，2015年燃料价格较低时平均净利润较高，2016年、2017年随着燃料成本的快速提高和持续高位运营，平均净利润呈现一定程度下滑，存在明显的周期性特征。

从同行业可比公司收入、净利润平均值的变动趋势来看，标的公司的变动情况与行业可比公司情况基本相符。其中，2016 年标的公司营业收入同比下滑 11.82%，与可比公司平均值变动趋势存在差异，主要是因为标的公司为解决同业竞争问题，自 2015 年 4 季度以来大幅减少了煤炭贸易，使得 2016 年度煤炭贸易收入大幅减少；2017 年可比公司吉电股份受燃料价格上涨影响出现亏损，使得可比公司净利润平均值下降幅度大于标的公司较多；2018 年，吉电股份受益于新能源装机规模增长，实现扭亏为盈，相比 2017 年净利润增幅较多，使得可比公司净利润平均值提高幅度高于标的公司。

总体来看，标的公司收入、净利润情况波动与同行业可比公司平均水平基本相符，经营业务和业绩水准在行业内处于正常状态。

（二）标的公司核心业务、经营环境、主要指标均未发生重大不利变化

1、标的公司核心业务稳定，发展情况良好

报告期内，协鑫智慧能源一直从事清洁能源发电、热电联产以及相关领域的综合能源服务，现已成为中国领先的非公有制清洁能源发电及热电联产运营商和服务商之一。

报告期内标的公司业务快速发展，总装机容量从 2015 年末的 2,071.50MW 提高到 2018 年 9 月末的 2,570.64MW，结算上网电量、结算汽量总体均呈增长趋势，电力、蒸汽销售收入逐年增加。标的公司大力发展燃机热电联产、风力发电、垃圾发电等清洁能源业态，清洁能源装机容量占比呈上升趋势。同时，在电力体制改革宏观背景下，协鑫智慧能源在为电网公司、工业园区和城市提供电、热、冷等能源产品的同时稳步涉足综合能源服务领域，探索并逐步开展电力需求侧管理业务、售电业务、配电业务、储能业务、微电网业务等综合能源服务业务。

2、标的公司所处经营环境相对稳定

（1）行业发展态势良好

协鑫智慧能源所处清洁能源发电、热电联产、综合能源服务行业为国家鼓励发展行业，报告期内涉及的现行国家法律法规、产业政策、行业管理体系未发生重大不利变化。近年来，国务院办公厅、国家发改委等多部门共同为推进清洁能

源发电、热电联产、综合能源服务的整体发展制定和出台了一系列鼓励政策，对清洁能源发电、热电联产项目在优先上网保障、电价补贴等方面也给予了大力支持。

2013年12月以来，我国城市空气质量显著恶化，雾霾形势严峻。2014年2月，国务院常务会议研究部署进一步加强雾霾等大气污染治理，强调“抓住能源结构、尾气排放和扬尘等关键环节”。2014年11月，国务院办公厅正式发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》指出到2020年，非化石能源占一次能源消费比重达到15%。随着对清洁能源的重视程度不断提高，我国必将会不断加大清洁能源及技术产业建设力度，更加注重资源节约和环境保护。

根据国家发改委能源局编制的《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》，到2020年全国热电联产总装机容量将达到2亿千瓦，其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量各自约为1亿千瓦。预计到2020年，热电联产将占全国发电装机容量的22%，在火电机组中的比例为37%左右。根据上述规划，2010年-2020年期间，全国每年增加热电联产机组容量900万千瓦，年增加节能能力约800万吨标准煤，我国热电联产节能业务具有广阔的发展空间。

根据中共中央、国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发【2015】9号），明确电力体制改革的重点和路径是“三放开”、“一加强”和“一独立”，即有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序放开配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划，推进交易结构相对独立，加强政府监管，强化电力统筹规划，强化电力安全高效运行和可靠供应。未来电力需求侧管理、售电、配电、储能等综合能源服务业务具有广阔发展空间。

（2）客户合作关系稳定

标的公司投资的发电资产均为国家鼓励的发电业态，享有优先调度、全额上网、固定电价等扶持政策。标的公司的热电联产机组遵循“以热定电”的生产原则，在满足工业企业和居民用热需求的前提下，其所发电量在电改文件中明确为国家一类优先保障收购。标的公司下属风电厂、生物质发电厂、垃圾发电厂所用能源均属于可再生能源，所发电量执行国家保障性全额收购制度，不受发电配额

计划限制，电价保持长期稳定。因此，相对于其他发电业态，标的公司的发电资产的机组利用小时数高、所执行的电价更加明确，进而保障标的公司稳定的盈利能力。

由于热电联产项目的选址对于周边热用户的热负荷要求高，且根据国家规定，在一定的供热半径内不重复规划建设热电联产项目。因此，热电联产项目的先发优势会为企业创造区域排他性优势，区域内蒸汽用户通常同标的公司签署长期供热协议。同时，标的公司在清洁能源发电及热电联产业务的丰厚经验使得标的公司可以在开发区规划阶段介入能源网的布局，从而为未来的项目运营创造区域垄断优势。

（3）燃料成本情况合理

液化天然气和管道天然气是燃机热电联产公司的主要原材料，标的公司下属液化天然气发电子公司广州蓝天燃机与中海石油气电集团有限责任公司等单位签订天然气长期供应合同，合同价格根据英国布伦特原油价格等国际市场价格进行调整，采购价格跟国际市场走势保持同步。同时，标的公司下属管道天然气发电子公司也与中国石油天然气股份有限公司保持长期合作关系，采购价格根据国家发改委规定统一调整。总体来看，标的公司天然气采购价格与市场价格差异不大。

标的公司煤炭采购价格与市场价格相比处于合理水平。煤炭市场是一个充分竞争的公开市场，每周公开发布的环渤海动力煤价格指数（BSPI）作为煤炭采购价格的重要参考指标，决定了购销双方价格谈判基准，因此标的公司煤炭采购价格不会与市场价格产生较大偏离。报告期期初至 2016 年年中，煤炭价格震荡走低使得标的公司 2015 年煤炭平均采购价格相对较低。2016 年下半年煤炭价格快速上涨，2017 年以来一直在高位震荡运行，受此影响报告期内标的公司平均煤炭采购价格呈上升趋势。

标的公司主要通过下属的燃料公司、无锡运营集中采购煤炭，其在煤炭市场经营多年，已形成稳定的煤价管理机制，煤炭采购价格与市场价格相比处于合理水平。煤炭交易市场化充分、供应充裕，燃料公司、无锡运营的采购不存在依赖单一供应商的情况。燃料公司、无锡运营不以盈利为目的，其经营目标是保证公

司下属各燃煤热电联产公司的煤炭供应，内部销售的定价机制是基于市场采购价格以及其运营管理成本来决定，通常来说内部销售价格低于各燃煤热电联产公司自行对外采购的价格。

标的公司主要燃料天然气、煤炭价格存在明显的周期性波动，且目前的监管体制下，标的公司生产经营所需燃料采购价格与公司电力、蒸汽产品销售价格存在一定程度上的联动机制，价格管理部门会根据燃料价格波动情况不定期调整电力、蒸汽的销售价格，虽然有时价格调整存在力度不足、滞后等情况，但可以一定程度上平抑燃料价格波动对标的公司经营业绩的影响。长期来看，燃料价格波动对标的公司持续盈利能力不会造成长久不利影响。

3、标的公司主要指标总体保持良好

报告期内，标的公司主要指标变动情况如下：

指标	2018.9.30/ 2018年1-9月	2017.12.31/ 2017年	2016.12.31/ 2016年	2015.12.31/ 2015年
总装机容量（MW）	2,570.64	2,153.00	2,153.00	2,071.50
平均发电利用小时	3,499.90	5,090.36	5,101.61	5,248.04
结算上网电量（万度）	866,325.04	1,042,128.70	1,055,861.27	829,890.19
结算汽量（吨）	10,030,492.25	12,578,912.86	11,403,525.08	10,340,851.47
总资产（万元）	1,912,601.20	1,679,261.84	1,440,972.42	1,220,499.05
净资产（万元）	547,663.48	517,344.49	541,576.03	464,530.74
综合毛利率（%）	19.70	20.67	25.18	22.09

由上表可见，报告期内公司经营规模不断扩大，总装机容量、结算上网电量、结算汽量、总资产、净资产等指标均呈增加趋势，整体发展势头良好。

从平均发电利用小时来看，2016年度发电利用小时数较2015年有所下降主要是因为无锡蓝天燃机和广州蓝天燃机于2015年四季度投运，2016年全年发电量占比提高较多，由于燃机热电联产公司装机容量较大，平均利用小时数低于燃煤热电联产公司，使得当年平均发电利用小时降低。2017年标的公司平均发电利用小时数与2016年差异不大。2018年1-9月标的公司平均发电利用小时数有所下降，一方面是因为煤炭价格持续高位震荡运行，使得煤炭成本增加较多，标的公司下属部分燃煤热电联产企业为控制成本，在保证供热能力的前提下，采用

单机组运营的方式减少了发电量；另一方面是因为，标的公司本期新投运南京协鑫燃机、昆山蓝天燃机两家燃机热电联产公司，拉低了平均发电利用小时数。

从综合毛利率来看，报告期内标的公司综合毛利率水平有所波动，2016 年较 2015 年提高 3.09 个百分点，主要是因为标的公司 2015 年 4 季度以来大幅减少煤炭贸易，该类业务毛利率较低，收入结构变化使得 2016 年综合毛利率有所提高。2017 年、2018 年 1-9 月标的公司主营业务毛利率呈小幅下降趋势，主要是因为煤炭、天然气等燃料市场价格波动提高，标的公司平均燃料成本增加，因燃机发电价格下调等因素，使得标的公司平均结算电价有所降低，因而电力销售、蒸汽销售业务毛利率均有所下降，综合毛利率略有下滑。

综合来看，标的公司核心业务、经营环境、主要指标未发生重大不利变化。

（三）标的公司报表项目无异常变化

1、2018 年 1-9 月标的公司变动幅度较大的报表项目分析

单位：万元、%

资产负债表项目	2018.9.30	2017.12.31	变动幅度	主要变动原因
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	632.09	-	-	标的公司签订的外币远期合约和利率互换安排，用以管理其 800 万美元借款的外币汇率风险和利率风险。
预付款项	23,356.32	13,224.03	76.62	标的公司下属燃机热电联产公司天然气采购不再采用原“保函+预付款”的结算模式，导致预付款金额增加。
其他应收款	59,617.64	14,361.94	315.11	主要系应收南京污泥发电关停补偿款 44,502.19 万元。
持有待售资产	27,651.23	-	-	昆山热电因异地迁建而待处置的生产设备、厂房及土地。
其他流动资产	42,402.16	28,774.44	47.36	2017 年新启动的清洁能源发电项目持续投入，同时当年新增阜宁再生、永城再生等项目投入，预计将于 1 年以内用于抵扣的增值税留抵扣额也随之大幅增加。
可供出售金融资产	2,424.00	1,299.45	86.54	新增对嘉兴融协风电股权投资合伙企业（有限合伙）的投资 924.5 万元。
长期应收款	1,780.00	-	-	均为新增融资租赁业务保证金。

其他非流动资产	31,735.86	46,940.10	-32.39	(1) 随着在建项目持续开展, 2018 年预付工程款、设备款转入在建工程而减少其他非流动资产 2.5 亿元。(2) 新增青海华扬新能源、北流望江风电等预收购项目而增加投资预付款 1.65 亿元。
预收款项	5,933.94	3,287.19	80.52	预收工程管理和咨询服务费增加。
应付职工薪酬	9,540.55	16,668.34	-42.76	2017 年末包含当年全年计提的年终奖金, 而 2018 年 9 月 30 日只包含前三季度奖金, 因此 2018 年 9 月 30 日较上期末的金额小。
一年内到期的非流动负债	227,088.10	25,343.52	796.04	重分类增加 1 年内到期的长期借款 11,223.00 万元、融资租赁款 22,777.13 万元、应付债券 167,744.45 万元。
其他流动负债	-	1,100.00	-100.00	2018 年资产支持证券到期偿还
长期借款	434,352.16	302,088.00	43.78	随着业务的发展新建项目的开展, 标的公司对长期资金的需求有所增加。
应付债券	80,032.67	247,936.14	-67.72	重分类减少一年内到期的债券余额 167,744.45 万元。
递延收益	35,222.70	15,249.82	130.97	2018 年收到昆山热电异地迁建补偿款 2 亿元。因 9 月末该关停事项正在进行中, 该笔补偿款暂计入递延收益。
递延所得税负债	6,372.64	429.77	1,382.80	2018 年南京污泥关停补偿收入对应递延所得税负债增加。
其他综合收益	-1,832.55	1,367.11	-234.04	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额减少。
未分配利润	47,076.98	10,495.72	348.53	2017 年股份制改制时未分配利润转股本, 以及 2017 年分配股利导致 2018 年较 2017 年末呈现上升态势。
利润表项目	2018 年 1-9 月	2017 年 1-9 月	变动幅度	主要变动原因
税金及附加	6,291.05	4,810.30	30.78	2018 年新增环保税 850 万, 其余波动为同期业绩上升所致。
研发费用	741.35	-	-	2018 年根据财政部“财会〔2018〕15 号”文相关规定, 将费用化的研发费用单独列报。
财务费用	37,909.71	22,390.11	69.31	2018 年融资规模同期上升导致财务成本增加。

投资收益	2,589.56	1,628.63	59.00	联营企业徐州金租效益上升导致权益法核算的投资收益增加。
公允价值变动收益	657.37	-13.84	-4,848.86	标的公司签订的外币远期合约和利率互换安排产生的公允价值变动收益。
营业外收入	22,788.70	4,395.62	418.44	增加数主要是 2018 年确认南京污泥发电关停补偿所致。
营业外支出	545.86	2,196.39	-75.15	2017 年金额较大的原因主要为标的公司下属南京协鑫燃机赎回建筑物支付的相关费用。
所得税费用	24,569.87	18,424.63	33.35	与利润总额变动趋势一致。
其他综合收益的税后净额	-2,911.59	1,811.06	-260.77	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额减少。

2、2017 年标的公司变动幅度较大和异常波动的报表项目分析

单位：万元、%

资产负债表项目	2017.12.31	2016.12.31	变动幅度	主要变动原因
其他应收款	14,361.94	24,639.82	-41.71	(1) 2016 年支付的永城垃圾项目 5,000 万元保证金于 2017 年收回；(2) 2017 年对同一控制下企业合并之前存在的 2,000 万元关联方往来款进行了清理。
其他流动资产	28,774.44	7,893.94	264.51	2017 年标的公司开发国电中山、南京燃机、昆山分布式等多个清洁能源发电项目，采购金额大幅增加，预计将于 1 年以内用于抵扣的增值税留抵扣额也随之大幅增加。
在建工程	289,141.95	72,217.48	300.38	标的公司 2017 年以来项目建设投入较多，其中南京协鑫燃机、国电中山燃机、中马分布式、昆山分布式等大型燃机热电项目本期新增投入达 170,741.57 万元。
长期待摊费用	463.99	348.60	33.10	新增排污费摊销。
短期借款	342,327.74	245,575.48	39.40	随着生产经营规模的扩大，标的公司短期借款呈上升趋势。
其他流动负债	1,100.00	53,964.00	-97.96	2017 年短期债券全部偿还。
长期借款	302,088.00	202,447.00	49.22	随着业务的发展和项目新建，标的公司对长期资金的需求有所增加。

应付债券	247,936.14	148,873.16	66.54	2017年新增5亿公司绿色债以及资产支持证券4.91亿元。
长期应付款	52,092.33	1,358.61	3,734.24	2017年融资租赁款增加5.07亿元。
资本公积	-	11,900.00	-100.00	主要是2017年实现同一控制合并导致资本公积的变动。
其他综合收益	1,367.11	-1,409.11	197.02	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额增加。
盈余公积	24.67	3,009.05	-99.18	2017年股份制改制时盈余公积转股本，导致2017年末金额较2016年末少。
未分配利润	10,495.72	71,805.33	-85.38	(1) 2017年归母净利润较2016年减少0.99亿元。(2) 2017年股份制改制时未分配利润转股本，以及2017年分配股利。导致2017年末较2016年末呈现下降态势。
利润表项目	2017年	2016年	变动幅度	主要变动原因
研发费用	1,869.10	4,392.12	-57.44	主要是2017年广州蓝天燃机技术研究费用投入减少。
资产减值损失	249.29	5,651.77	-95.59	因为2016年确认在建工程减值损失3,911.28万元，导致2017年末较期初较少。
其他收益	8,123.31	-	-	2017年根据新修订的《企业会计准则第16号-政府补助》将与企业日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益。
投资收益	4,381.52	3,129.09	40.03	联营企业徐州金租效益上升导致权益法核算的投资收益增加。
公允价值变动收益	-22.67	-	-	标的公司碳排放权产生的公允价值变动损益。
资产处置收益	263.17	-	-	根据《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》以及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2017〕30号)的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目列报。

营业外收入	3,345.45	13,909.36	-75.95	根据新修订的《企业会计准则第16号-政府补助》相关要求，将2017年1月1日以后发生的与企业日常活动有关的政府补助重分类至“其他收益”。导致较2016年大幅减少。
营业外支出	2,536.94	3,633.62	-30.18	2016年金额较大的原因主要为标的公司为国电中山所有的土地因超过约定动工时间一年未动工开发而缴纳的土地闲置费2,425.11万元。
其他综合收益的税后净额	3,314.79	-1,133.31	392.49	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额增加。

3、2016年标的公司变动幅度较大和异常波动的报表项目分析

单位：万元、%

资产负债表项目	2016.12.31	2015.12.31	变动幅度	主要变动原因
预付款项	17,642.86	5,602.08	214.93	(1) 标的公司下属广州蓝天燃机、无锡蓝天燃机于2015年末投入运营，并在2016年产能逐步稳定，导致16年末天然气预付款增加。(2) 2016年末预付淄矿煤炭采购款7,963万元。
其他应收款	24,639.82	10,420.66	136.45	增加原因主要是标的公司2016年支付的麻黄梁风电场项目前期款8,364万元；永城再生项目投标保证金5,000万元。
其他流动资产	7,893.94	11,849.20	-33.38	2015年末广州蓝天、无锡蓝天投入运营后，2016年逐步抵扣以前年度的增值税留底税额。
长期股权投资	102,919.39	27,473.88	274.61	2016年新增对徐州金租投资7.35亿元投资成本。
在建工程	72,217.48	44,684.33	61.62	增加主要是2016年收购国电中山燃机项目合并新增在建工程28,332.70万元。
无形资产	97,993.10	37,229.81	163.21	确认了土耳其地热一项地热开发权，原值51,487.49万元。
长期待摊费用	348.60	255.58	36.40	新增装修费、电测仪成本摊销等。
递延所得税资产	5,251.38	3,813.45	37.71	2016年单独计提坏账准备的应收款项增加以及递延收益增加，导致递延所得税资产增加。

其他非流动资产	38,727.02	3,975.69	874.09	2016年中马分布式、南京燃机，昆山分布式等项目预付工程款、设备款金额较大。
短期借款	245,575.48	170,330.25	44.18	随着生产经营规模的扩大，短期借款上升。
预收款项	4,153.58	6,263.38	-33.68	燃料公司2015年4季度开始大幅减少了煤炭贸易业务，使得报告期内预收煤炭款大幅减少。
其他流动负债	53,964.00	121,919.33	-55.74	2016年短期债券部分到期偿还67,955.33万元。
应付债券	148,873.16	-	-	2016年发行15亿中期债券。
递延收益	17,863.48	12,211.13	46.29	2016年取得长沙市国家节能减排财政政策综合示范城市奖励资金2,400万元以及中央循环经济发展专项资金1,500万元，使得期末计入递延收益的政府补贴较2015年末增加较多。
其他综合收益	-1,409.11	-	-	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额减少。
盈余公积	3,009.05	-	-	2015年因企业合并导致资本公积中的股本溢价不足冲减的部分，由盈余公积全额冲减。导致2016年年末金额较2015年末高。
未分配利润	71,805.33	29,671.58	142.00	主要是2015年因权益性股权交易导致资本公积中的股本溢价不足冲减的部分由留存收益继续冲减，导致2016年末较2015年末呈现上升态势。
少数股东权益	142,190.76	108,879.16	30.60	增加的原因主要是2016年合并土耳其地热和国电中山新增的少数股东权益。
利润表项目	2016年	2015年	变动幅度	主要变动原因
研发费用	4,392.12	-	-	主要2016年发生的广州蓝天燃机技术研究费用3,771万元。
资产减值损失	5,651.77	2,036.74	177.49	增加原因主要是因为2016年确认在建工程减值损失3,911.28万元。
投资收益	3,129.09	17,148.02	-81.75	2015年投资收益较高主要是因为苏州保利协鑫光伏电力投资有限公司分红，形成可供出售金融资产在持有期间的投资收益17,824.23万元。

营业外支出	3,633.62	13,624.58	-73.33	2015 年金额较大的原因主要为标的公司处置徐州西区热电的土地使用权、房屋及建筑物和专用设备产生损失 12,442.32 万元。
所得税费用	31,849.57	23,989.38	32.77	与利润总额变动趋势一致。
少数股东损益	18,424.74	39,200.61	-53.00	2015 年下半年陆续收购 19 家子公司少数股东股权，导致 2016 年少数股东损益减少。
其他综合收益的税后净额	-1,133.31	-	-	境外公司汇率影响导致外币报表折算差额减少

综上所述，标的公司经营与财务状况正常，比较数据变动幅度 30% 以上的财务报表项目均具有合理的背景和原因，不存在异常变化和影响本次交易的重大不利因素。

（四）标的公司未来具备持续盈利能力

1、标的公司未来产品销售具有保障

标的公司投资的发电资产均为国家鼓励的发电业态，享有优先调度、全额上网、固定电价等扶持政策。标的公司的热电联产机组遵循“以热定电”的生产原则，在满足工业企业和居民用热需求的前提下，其所发电量在电改文件中明确为国家一类优先保障收购。标的公司下属风电厂、生物质发电厂、垃圾发电厂所用能源均属于可再生能源，所发电量执行国家保障性全额收购制度，不受发电配额计划限制，电价保持长期稳定。因此，相对于其他发电业态，标的公司的发电资产的机组利用小时数高、所执行的电价更加明确，进而保障标的公司稳定的盈利能力。

由于热电联产项目的选址对于周边热用户的热负荷要求高，且根据国家规定，在一定的供热半径内不重复规划建设热电联产项目。因此，热电联产项目的先发优势会为企业创造区域排他性优势，区域内蒸汽用户通常同标的公司签署长期供热协议。同时，标的公司在清洁能源发电及热电联产业务的丰厚经验使得标的公司可以在开发区规划阶段介入能源网的布局，从而为未来的项目运营创造区域垄断优势。

2、未来燃料价格对标的公司的影响将降低

标的公司主要燃料天然气、煤炭价格存在明显的周期性波动，在目前的政策监管体制下，行业内公司生产经营所需燃料的采购价格与电力、蒸汽产品的销售价格存在一定程度的联动机制，价格管理部门会根据燃料价格波动情况不定期调整电力、蒸汽的销售价格。虽然有时价格调整存在力度不足、滞后等情况，但可以一定程度上平抑燃料价格波动对标的公司经营业绩的影响。

标的公司报告期内不再新投运燃煤热电联产项目，同时目前在建、拟建的风力发电、垃圾发电项目较多，大力开展综合能源服务业务，该类业务受燃料成本影响较小，随着此等业务收入占比的提高，燃料价格波动对标的公司经营的影响将逐步降低。

3、标的公司行业经验丰富优质储备项目较多

标的公司专注于清洁能源项目的开发、投资和运营管理，以及相关领域的综合能源服务，现已成为中国领先的非公有制清洁能源发电及热电联产运营商和服务商之一，在清洁能源发电及热电联产行业有先进的生产管理经验。标的公司建立了从项目预评审、初评审到投资评审的完整项目评审体系，针对风电项目的投资收益率有明确要求，并根据公司管理制度将重大项目提交董事会、股东会审议。各事业部负责指导区域分公司以及其他单位的项目开发指引和技术支持，为开发优质项目进行初步把关；各专业职能部门依托长期积累的项目管理经验以及行业数据，对项目各项投资条件进行审核；标的公司管理层和专家凭借其行业经验及专业知识，负责对项目投资进行评审，超出授权的项目在通过投资评审后报董事会或股东会进行审议。基于上述完善的筛选评审机制，确保标的公司持有了一批优质储备项目。

4、标的公司未来两年多个在建项目将陆续投产

标的公司在建、储备项目较多，纳入本次评估预测范围的国电中山、永城再生、阜宁再生、中马分布式、天雷风电等项目均为建设投入金额较大、完工比例相对较高的成熟在建项目，未来 1-2 年将进入达产高峰期，新项目产能释放后将实现利润快速增长，这与标的公司近年来资产规模快速扩大、在建项目逐年增多的趋势一致。标的公司已经结合自身资金情况、项目建设进度等因素针对每个纳入评估单位的在建项目制定了资金投入计划或预算安排，以满足未来的运营需

要。

5、标的公司未来将采取多种措施提升盈利能力

标的公司将采取进一步优化业务结构、加强项目筛选和建设管理、强化成本管控提升经营效率等措施防范毛利率下滑。标的公司将采取拓展股权融资渠道、丰富融资工具，积极探索在子公司层面引入投资者，积极开展合作开发、轻资产运营的经营模式，加强项目筛选、合理控制新项目投建节奏、对重点在建项目按照投入计划推进，加强日常经营管理、增强内部造血能力、充实经营活动现金流等措施进一步改善资本结构、充实偿债能力，降低财务费用负担。

综上，虽然标的公司 2017 年以来业绩有所下滑，但对标的公司持续盈利能力不构成重大不利影响。通过本次交易，上市公司盈利能力将得到大幅提升，有利于保护全体股东特别是中小股东的利益，实现利益相关方共赢的局面。协鑫智慧能源亦将获得 A 股融资平台，可进一步推动协鑫智慧能源的业务发展，提升其在行业中的综合竞争力和行业地位，实现上市公司股东利益最大化。

四、标的公司目前不存在对持续盈利能力构成重大不利影响的情形

标的公司目前不存在以下对持续盈利能力构成重大不利影响的情形：

（一）经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化，并对标的公司的持续盈利能力构成重大不利影响；

（二）行业地位或所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化，并对标的公司的持续盈利能力构成重大不利影响；

（三）最近 1 个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖；

（四）最近 1 个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；

（五）在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；

（六）其他可能对持续盈利能力构成重大不利影响的情形。

五、独立财务顾问的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司 2017 年、2018 年 1-9 月业绩的波动主要来自于燃料市场价格波动引起的生产成本增加以及积极开发投资清洁能源项目而产生的前期资金成本上升；标的公司 2018 年业绩预计情况系根据过往经营状况、发展现状并结合市场环境等因素，以 2018 年 1-9 月已实现业绩为基础确定，综合考虑 2018 年 4 季度的实际经营情况作出；标的公司所处行业具有较强的周期性，从同行业可比公司收入、净利润平均值的变动趋势来看，标的公司的变动情况与行业可比公司情况基本相符。标的公司核心业务、经营环境、主要指标均未发生重大不利变化，报告期内报表项目不存在异常变动。综合来看，标的公司目前不存在对持续盈利能力构成重大不利影响的情形，经营业绩下滑对持续盈利能力不构成重大不利影响。

（本页无正文，系《华泰联合证券有限责任公司关于协鑫智慧能源股份有限公司经营业绩下滑是否对持续盈利能力构成重大不利影响的专项核查意见》之签章页）

财务顾问主办人： _____

宋 健

阎洪霞

华泰联合证券有限责任公司

2019 年 3 月 3 日