

跟踪评级公告

联合[2017] 1557号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持永泰能源股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；并维持“16永泰能源CP004”、“16永泰能源CP005”、“16永泰能源CP006”、“17永泰能源CP001”、“17永泰能源CP002”、“17永泰能源CP003”和“17永泰能源CP004”的信用等级为A-1，维持“15永泰能源MTN001”和“15永泰能源MTN002”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

永泰能源股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 永泰能源 CP004	8 亿元	2016/08/01-2017/08/01	A-1	A-1
16 永泰能源 CP005	10 亿元	2016/10/27-2017/10/27	A-1	A-1
16 永泰能源 CP006	10 亿元	2016/11/18-2017/11/18	A-1	A-1
17 永泰能源 CP001	10 亿元	2017/02/22-2018/02/22	A-1	A-1
17 永泰能源 CP002	10 亿元	2017/03/21-2018/03/21	A-1	A-1
17 永泰能源 CP003	10 亿元	2017/05/03-2018/05/03	A-1	A-1
17 永泰能源 CP004	15 亿元	2017/07/05-2018/07/05	A-1	A-1
15 永泰能源 MTN001	14 亿元	2015/10/22-2020/10/22	AA ⁺	AA ⁺
15 永泰能源 MTN002	14 亿元	2015/11/27-2020/11/27	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2017 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	64.12	78.23	87.53	77.34
资产总额(亿元)	521.09	875.56	981.13	991.06
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	291.31	292.97
短期债务(亿元)	172.04	228.74	295.98	300.59
长期债务(亿元)	154.89	327.75	338.51	342.75
全部债务(亿元)	326.93	556.49	634.49	643.34
营业收入(亿元)	79.12	107.84	136.99	53.17
利润总额(亿元)	6.39	12.94	11.46	1.85
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	56.51	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	40.65	8.46
营业利润率(%)	38.31	40.90	29.88	21.61
净资产收益率(%)	3.55	3.79	2.63	--
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.31	70.44
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.17	68.53	68.71
流动比率(%)	65.97	55.62	44.29	42.63
经营现金流流动负债比(%)	9.23	10.50	11.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	10.58	11.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	1.86	--

注: 公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”)是一家以电力生产及煤炭采掘为主的综合能源生产企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了,公司在资源禀赋、生产规模、管理水平、多元化产业链等方面具备综合优势。同时,联合资信关注到煤炭行业景气度的较大波动、公司大规模投资建设导致的资金压力加重、债务规模的快速增长、公司存在的短期支付压力等因素给公司信用基本面带来的负面影响。

跟踪期内,公司煤炭业务稳步发展,盈利能力处于业内优秀水平;同时随着华晨电力股份有限公司和华瀛石油化工有限公司被公司全资收购,公司业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域,业务多元化布局有助于公司抵御煤炭单一行业风险;另外受益于公司 2015 年和 2016 年两次非公开定向增发事项的完成,公司所有者权益大幅增长,资本结构有所改善。

综合以上,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定;并维持“16 永泰能源 CP004”、“16 永泰能源 CP005”、“16 永泰能源 CP006”、“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”和“17 永泰能源 CP004”的信用等级为 A-1,维持“15 永泰能源 MTN001”和“15 永泰能源 MTN002”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 公司是以煤炭采掘和电力生产为主,煤炭洗选、贸易为辅的大型民营上市企业。
2. 公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。同时公司煤质品种优良,煤炭主业盈利能力突出。
3. 2015 年华晨电力股份有限公司纳入合并范围后,公司业务拓展至电力领域,产业链得到延伸。

分析师

孙鑫 潘云峰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

4. 公司在完成非公开定向增发后,所有者权益大幅增长,资产流动性有所改善;公司经营活动现金流保持良好水平。
5. 跟踪期内,公司经营活动现金流入量对存续债券保护能力较好。

关注

1. 受煤炭价格大幅上涨及上网电价下调的影响,公司电力板块盈利能力有所下降。
2. 公司整体债务水平偏高,债务负担较重,存在一定资金周转压力;短期债务规模大,存在短期支付压力。
3. 公司资产受限规模较大,资产流动性较弱。
4. 大规模的多元化产业布局,给公司带来较大的资本支出压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由永泰能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永泰能源股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于永泰能源股份有限公司主体长期信用及存续期内“16 永泰能源 CP004”、“16 永泰能源 CP005”、“16 永泰能源 CP006”、“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”、“17 永泰能源 CP004”、“15 永泰能源 MTN001”和“15 永泰能源 MTN002”跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

永泰能源股份有限公司（以下简称“公司”或“永泰能源”）是经泰安市体改委 1988 年 11 月 6 日以泰经改发（1988）96 号文批准，以泰安润滑油调配厂作为发起人，改组为泰安鲁润股份有限公司。1998 年 5 月 13 日，公司在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：鲁润股份，股票代码：SH.600157），注册资本 5260.68 万元。

2010 年 10 月 22 日，公司名称变更为“永泰能源股份有限公司”，股票简称变更为“永泰能源”；公司经营范围变更为：煤矿及其他矿山投资，煤炭洗选加工，电厂投资，新能源开发与投资，股权投资；技术开发与转让，货物及技术进出口业务，房屋出租。至此，公司正式由油品经营转型进入煤炭工业领域。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2010]852 号文）核准，于 2010 年 6 月 30 日以非公开发行股票的方式向 7 名特定投资者发行了人民币普通股（A 股）3987.54 万股，共募集资金 6.40 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 6.21 亿元。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2011]213 号文）核准，于 2011 年 3 月 16 日至 2011 年 3 月 22 日以非公开发行股票的方式

向 7 名特定投资者发行了人民币普通股（A 股）8000 万股，共募集资金 18 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 17.55 亿元。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2012]80 号文）核准，于 2012 年 2 月 17 日至 2 月 28 日期间以非公开发行股票的方式向 6 名特定投资者发行了 31612.9032 万股人民币普通股（A 股），本次发行募集资金总额 49 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 48.29 亿元。

2014 年 5 月 28 日，公司以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股，共计转增 1767559530 股，每股面值 1 元，增加股本 1767559530.00 元，注册资本变更为人民币 3535119060.00 元，股本为人民币 35.35 亿元。公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2014]1427 号文）核准，于 2015 年 2 月 3 日至 2 月 13 日期间以非公开发行股票的方式向 5 家特定公司共发行了 507614.2131 万股人民币普通股（A 股），本次发行募集资金总额 100 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 98.64 亿元。

2015 年 6 月 5 日，公司根据 2014 年股东大会决议，对 2014 年利润分配方案进行实施。本次分配方案实施后，公司总股本及注册资本增加至 111.95 亿元。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2016]531 号文）核准，于 2016 年 5 月 23 日至 5 月 30 日期间以非公开发行股票的方式向 8 名特定投资者发行了 123115.5778 万股人民币普通股（A 股），本次发行募集资金总额 49 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 48.40 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司总股本 124.26 亿股，永泰控股集团有限公司（以下简称“永泰控股”）为公司第一大股东，持股比例 32.41%，

公司实际控制人为王广西先生。

截至2017年3月底,公司下设行政人事部、财务管理部、经营管理部、内控管理部、投融资管理部、证券事务部、监察审计部、生产建设部共8个部门。公司设有华熙矿业有限公司(原名:华瀛山西能源投资有限公司,以下简称“华熙矿业”)和山西康伟集团有限公司(以下简称“康伟集团”)等10个控股子公司。

截至2016年底,公司(合并)资产总额981.13亿元,所有者权益(含少数股东权益54.70亿元)291.31亿元;2016年公司合并口径实现营业收入136.99亿元,利润总额11.46亿元。

截至2017年3月底,公司(合并)资产总

额991.06亿元,所有者权益(含少数股东权益55.39亿元)292.97亿元;2017年1~3月,公司合并口径实现营业收入53.17亿元,利润总额1.85亿元。

公司注册地址:山西省晋中市灵石县翠峰镇新建街南110号;法定代表人:徐培忠。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至出报告出具日,公司存续期债券合计101亿元(详见表1)。跟踪期内,公司存续债券募集资金均已使用完毕,均已按期支付存续期债券利息。

表1 公司存续期内债券情况(单位:亿元、年)

名称	发行额度	期限	到期日	募集资金用途	还本付息方式
16 永泰能源 CP004	8	1	2017/08/01	补充流动资金和偿还银行借款	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
16 永泰能源 CP005	10	1	2017/10/27	补充流动资金和偿还银行借款	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
16 永泰能源 CP006	10	1	2017/11/18	偿还到期债务和银行借款	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
17 永泰能源 CP001	10	1	2018/02/22	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
17 永泰能源 CP002	10	1	2018/03/21	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
17 永泰能源 CP003	10	1	2018/05/03	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
17 永泰能源 CP004	15	1	2018/07/05	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息,附交叉违约条款
15 永泰能源 MTN001	14	5年(附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权)	2020/10/22	偿还银行借款	每年付息一次,于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息
15 永泰能源 MTN002	14	5年(附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权)	2020/11/27	补充流动资金和偿还银行借款	每年付息一次,于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

资料来源:Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,我国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资稳中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指

数(CPI)保持温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,全国一般公共预算收入15.96万亿元,较上年增长

4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市

回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

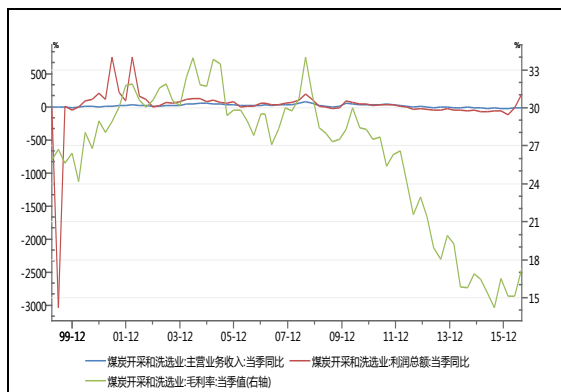
五、行业及区域经济环境

(一) 煤炭行业

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损(微利)状态。2016年下半年，受国家煤炭去产能政策影响，煤炭价格显著提升，大中型煤炭企业盈利能力有所回暖。

图1 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

煤炭价格

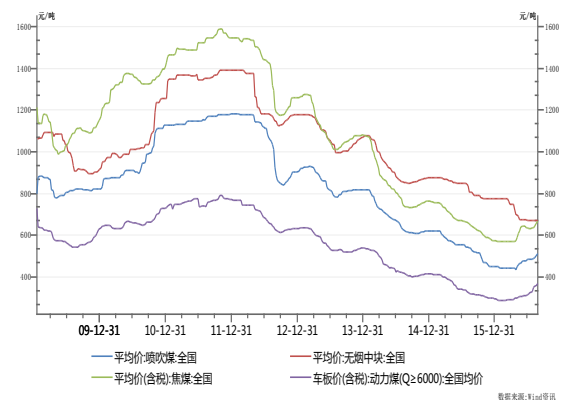
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价

格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、

50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年8月26日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是514元/吨、668元/吨、672元/吨和371元/吨，分别较2015年底增长14.48%、16.58%、-13.18%和24.92%。

行业政策

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来

淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

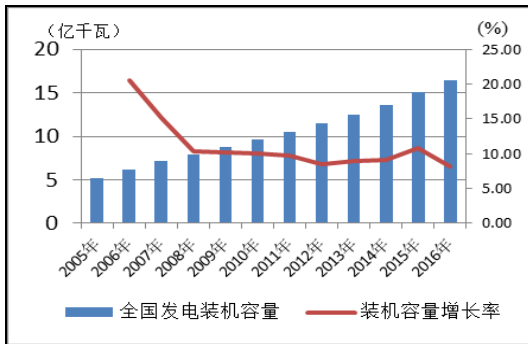
（二）电力行业

1. 行业概况

2006年~2016年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2016年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资8855亿元、同比增长3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015~2020年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资5426亿元、同比增长16.9%；电源工程建设完成投资3429亿元，同比下降12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，火电完成投资1174亿元，水电完成投资612亿元，核电完成投资506亿元，风电完成投资896亿元。

2006年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在8.0%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至2016年底，全国全口径发电装机容量达到16.5亿千瓦，同比增长8.2%。其中，火电装机容量10.5亿千瓦（含气电），占全部装机容量的63.6%，同比增长6.1%；水电装机容量3.3亿千瓦（含抽水蓄能2669万千瓦），占全部装机容量的20.2%，同比增长3.9%；核电装机容量0.34亿千瓦，同比增长30.77%；并网风电装机容量1.5亿千瓦，同比增长16.28%；并网太阳能发电装机容量0.77亿千瓦，同比增长79.07%。清洁能源装机占比达到了36.0%，且增幅较快。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

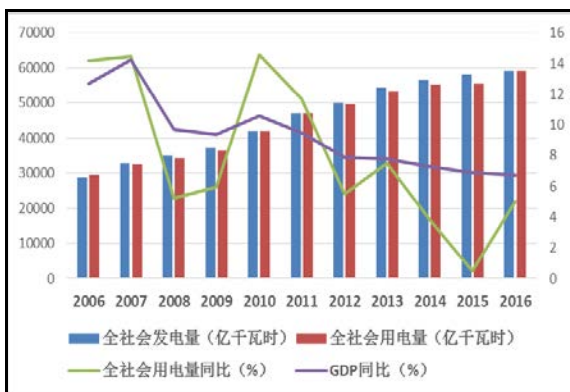


资料来源：中电联电力工业统计快报

2016年，全国全口径发电量59897亿千瓦时，比上年增长5.2%。分类型看，火电发电量42886亿千瓦时，同比上升2.4%，占全国发电量的71.6%，比上年降低1.9个百分点；水电发电量11807亿千瓦时，同比增长6.2%，占全国发电量的19.7%，比上年提高0.2个百分点。

2016年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降，为3785小时，同比降低203小时，是1964年以来最低水平。其中，火电设备平均利用小时4165小时，同比降低199小时；水电设备平均利用小时3621小时，同比增加31小时；核电设备平均利用小时7042小时，同比降低361小时；风电设备平均利用小时1742小时，同比增加14小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求增长趋缓，同时火电设备平均利用小时数减少，而主要清洁能源发电设备平均利用小时数小幅增长，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图4 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：Wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2016年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量59198亿千瓦时，同比增长5.0%，大幅超过2015年全社会用电量仅0.5%的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量1075亿千瓦时，同比增长5.3%；第二产业用电量42108亿千瓦时，同比增长2.9%；第三产业用电量7961亿千瓦时，同比增长11.2%；城乡居民生活用电量8054亿千瓦时，同比增长10.8%。工业用电量41383亿千瓦时，同比增长2.9%；其中，轻工业用电量7016亿千瓦时，同比增长4.4%，重工业用电量34367亿千瓦时，同比增长2.6%。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，随着电煤价格的低位盘整，火电上网电价呈现逐步下降趋势。根据《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》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力。

但进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。2017年一季度，煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格高位波动，截至2017年3月29日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为609元/吨。近期电煤价格的回升进一步加剧了电力企业的经营压力。

2016年是“十三五”开局之年，国家一方面在电力体制各个层面的政策频出，另一方面各

地电改试点也全面推进。截至2016年底，中国电力体制改革试点已覆盖29个省（区、市）（含新疆生产建设兵团）。2016年3月1日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，标志着中国电力市场建设迈出关键一步，此后，各地电力交易中心纷纷组建。2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。输配电价方面，有安徽、湖北、北京、冀北等11家省级电网输配电价标准已获得国家发改委批复执行；有15家省级电网正处于输配电价测算阶段。此外，南方电网公司也在五省区开展了改革，这意味着2017年中国将实现输配电价改革试点在省级电网全覆盖。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。同时，国家也在陆续颁布相关政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业展望

2016年11月，国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确主要目标和重点任务，是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标，供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长

3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安；节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

六、基础素质分析

公司2010年由油品经营转型进入煤炭采选领域，目前形成了以电力生产及煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。截至2017年3月底，公司共有煤炭资源保有储量32.46亿吨。其中，在山西省境内拥有焦煤保有储量9.54亿吨；陕西境内拥有优质动力煤保有储量11.45亿吨；新疆境内拥有焦煤保有储量4456万吨；内蒙古境内拥有优质动力煤保有储量3.21亿吨；澳大利亚境内拥有优质动力煤保有储量7.81亿吨。公司有19座矿井，其中生产矿井15座、在办手续4座；已投入煤炭生产的矿井生产规模为1095万吨/年。资源储量及产能规模已跨入国内煤炭骨干企业行列。

公司全资子公司华熙矿业和灵石银源煤焦开发有限公司（以下简称“银源煤焦”）以及控股子公司康伟集团均具有煤炭资源兼并重组整

合主体资格，使得公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。2015年2月和2016年5月，公司共完成两次非公开增发，分别募集约100亿元和49亿元资金，资本金实力显著增强。

为了发展电力产业布局，推进能源领域多元化产业转型战略实施，形成新的业绩增长点，提升公司持续盈利能力，目前，公司已经收购了华晨电力100%股权。华晨电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务，目前控股运营装机容量480万千瓦，在建装机容量532万千瓦，施工准备阶段装机容量80万千瓦，规划建设装机容量132万千瓦，总装机容量1224万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省，公司所属发电企业规模已达到中等电力企业规模。其中裕中能源运营两台103万千瓦、两台32万千瓦燃煤机组；周口隆达两台66万千瓦燃煤机组扩建项目已获得核准，正在建设中；南阳发电两台100万千瓦燃煤机组新建项目已获得核准，正在建设中；沙洲电力运营两台63万千瓦燃煤机组，另有两台100万千瓦燃煤电机组已获得核准，正在建设中；张家港华兴电力运营两台39万千瓦燃气机组，另有两台40万千瓦燃气机组已获得核准，施工准备中；江苏永泰发电有限公司两台66万千瓦燃煤机组正在等待核准。

综合来看，公司进入煤炭行业时间不长，但近几年公司煤炭生产规模快速提升，规模优势得以巩固，另外随着公司业务板块扩展至电力生产，公司煤电产业链延伸有助于公司抵御煤炭单一行业风险。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制及高管人员等方面均无重大变化。

八、重大事项

1. 收购华晨电力相关事宜

根据公司2015年5月12日的公告，公司分别于2015年3月26日、4月9日、4月28

日召开第九届董事会第二十一、第二十二次会议和2015年第四次临时股东大会，审议通过了有关收购北京三吉利能源股份有限公司（以下简称“三吉利公司”，后更名为“华兴电力股份公司”，以下简称“华兴电力”，后再次更名为“华晨电力”）53.125%股权的重大资产购买事项相关议案。截至2015年底，有关本次收购三吉利公司53.125%股权已办理完成相关工商变更手续，同时办理完成本次股权收购相关的修订《公司章程》等工商备案工作，并在上海证券交易所网站进行了披露。

根据公司2016年4月16日公告，公司分别于2015年12月14日、2015年12月30日召开公司第九届董事会第三十六次会议和2015年第十三次临时股东大会，审议通过了《关于公司子公司华瀛石油化工有限公司参与竞拍华兴电力股份公司36.875%股权的议案》，同意由公司全资子公司华瀛石油化工有限公司（以下简称“华瀛石化”）参与竞拍国家开发投资公司（以下简称“国开投”）公开挂牌转让的华兴电力36.875%股权。2016年1月15日华瀛石化与国开投就上述华兴电力36.875%股权挂牌转让事项签署了《产权交易合同》。

2016年4月15日，华瀛石化通过上述挂牌转让取得的华兴电力36.875%股权已在北京市工商行政管理局海淀分局办理完成了股权过户相关的工商备案手续。截至2016年9月底，永泰能源与华瀛石化分别向华兴电力现金增资44.94亿元和45.46亿元，华兴电力注册资本已由原9.6亿元变更为100亿元，相关工商变更手续已全部完成。目前，华兴电力（现名为“华晨电力”）的股权结构为：公司直接持有华晨电力51%股权，公司通过全资子公司华瀛石化持有华晨电力49%股权。公司实际持有华晨电力100%股权。

本次资产重组后，公司电力业务板块初步成型，煤电一体化布局有望提升公司的综合抗风险能力。

2. 2015年非公开定向增发事项

本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 49 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将计划用于：（1）以 13.70 亿元投资张家港沙洲电力有限公司建设 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；（2）以 21.30 亿元投资周口隆达发电有限公司建设 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；（3）以不超过 14 亿元偿还公司和子公司的债务。本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以银行贷款、自有资金或其他方式自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法律法规规定的程序予以置换。

本次非公开发行实际募集资金不能满足上述项目投资需要的部分将由公司自筹资金解决。在上述募集资金投资项目范围内，公司董事会可根据项目的实际需求，按照相关法规规定的程序对上述项目的募集资金投入金额进行适当调整。

根据公司 2016 年 4 月 21 日公告，2016 年 4 月 20 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准永泰能源股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]531 号），就公司 2015 年度非公开发行股票事项批复如下：

（1）核准公司非公开发行不超过 1231155778 股新股。（2）本次发行股票应严格按照报送中国证监会的申请文件实施。（3）本批复自核准发行之日起 6 个月内有效。（4）自核准发行之日起至本次股票发行结束前，公司如发生重大事项，应及时报告中国证监会并按有关规定处理。

根据公司 2016 年 6 月 1 日在上交所的公告，经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）出具《验资报告》（和信验字【2016】000052 号）验证，截至 2016 年 5 月 25 日，公司本次非公开发行股票共募集资金总额为人民币 4899999996.44 元，扣除各项发行费用人民币 60000000 元，实际募集资金净额为人民币

4839999996.44 元。公司于 2016 年 5 月 26 日完成资金到账和验资程序，并于 2016 年 5 月 30 日完成股权登记程序。

本次非公开发行股票的发行价格为 3.98 元/股，公司共向华安未来资产管理（上海）有限公司、北信瑞丰基金管理有限公司、天治基金管理有限公司、嘉兴民安投资合伙企业（有限合伙）、申万菱信基金管理有限公司、兴业财富资产管理有限公司、泰达宏利基金管理有限公司和西藏兆能新能源开发有限公司定向发行 1231155778 股普通股 A 股股票。

本次非公开发行所募集的资金主要投资项目为张家港沙洲电力有限公司建设 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目（以下简称“张家港沙洲电力项目”）和周口隆达发电有限公司建设 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目（以下简称“周口隆达发电项目”）。

张家港沙洲电力项目计划建设 2 台 100 万千瓦级国产超超临界燃煤发电机组，同步配套建设烟气脱硫及脱硝设施。工程总投资（含码头工程投资）85.37 亿元，该项目使用本次募集资金 13.70 亿元，剩余建设资金由公司自筹解决。预计 2017 年 4 月第一台机组投产发电，2017 年 8 月第二台机组投产发电。按年利用小时 5200h，项目建成后年发电量 1040000 万千瓦时，投资方财务内部收益率为 17.30%，项目投资回收期（税前）8.10 年，总投资收益率 14.14%，预计可实现年均销售收入约 34.28 亿元，净利润约 6.81 亿元，经营性净现金流约 15.29 亿元。

周口隆达发电项目计划建设 2 台 66 万千瓦级国产超超临界燃煤发电机组，同步配套建设烟气脱硫及脱硝设施，工程总投资 51.50 亿元，该项目使用本次募集资金 21.30 亿元，剩余建设资金由公司自筹解决。预计 2017 年 7 月第一台机组投产发电，2017 年 11 月第二台机组投产发电。按年利用小时 5000h，项目建成后年发电量 660000 万千瓦时，投资方财务内部收益率为 15.31%，项目投资回收期（税前）7.84 年，总投资收益率 11.57%，预计可实现年均销售收入

约21.21亿元，净利润约3.99亿元，经营性净现金流约9.06亿元。

本次非定向增发的成功实施对公司财务状况带来积极影响，公司资本结构有所改善。

3. 收购国投南阳发电有限公司 51%股权的事项

根据公司2016年8月25日公告，2016年8月24日，公司全资子公司华晨电力与中誉国信签署了《股权转让协议》，由华晨电力以现金方式收购中誉国信持有的南阳电厂51%股权。经交易双方协商同意，本次交易标的转让价格为中誉国信持有南阳电厂51%股权的成本价格10358万元。该事项业经公司第九届董事会第五十次会议审议通过，根据《公司章程》的授权，本次股权收购事项在经公司董事会批准后即可实施。8月25日，上述股权已办理完成工商变更登记手续。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着电力业务被公司纳入合并范围、煤炭贸易业务规模的扩大及公司新拓展石化贸易业务，公司经营规模呈上涨的趋势，2016年，公司实现主营业务收入136.31亿元。2016年，公司煤炭贸易板块实现收入17.98亿元，较2015年大幅上升，占主营业务收入13.19%，占比较2015年上涨；2016年公司煤炭采选业务规模有所下降，为41.08亿元，主要系公司为响应国家去产能政策，主动减少原煤产销量所致；电力业务板块实现收入66.88亿元，占主营业务收入比为49.06%；2016年，公司新增石化贸易业务，石化贸易业务实现收

入9.99亿元，占主营业务收入7.33%。从收入构成来看，煤炭板块业务（包括煤炭采选和煤炭贸易业务）和电力板块业务为公司主营业务收入的主要来源。

从盈利情况看，2016年，受煤炭价格上涨的影响，公司煤炭采选业务毛利率有所提升，为61.84%；电力板块受煤炭价格上涨及上网电价下调的影响，毛利率有所下降，为27.65%。公司整体毛利率受毛利率较低的煤炭和石化贸易收入占比大幅提升及电力板块毛利率下降的影响，较2015年将低11.88个百分点，为32.54%。公司整体业务的盈利能力相比2015年有所下降。

2017年1~3月，公司经营情况保持基本稳定，主营业务收入52.97亿元，其中，煤炭贸易业务实现收入7.61亿元；煤炭采选业务实现收入13.48亿元，受煤炭价格上涨的影响，煤炭采选业务毛利率较2016年有所上涨，为73.51%；同期，电力板块实现收入17.00亿元，受煤炭价格处于高位的影响，毛利率进一步下降至14.09%；石化贸易板块收入大幅提升，实现收入14.76亿元。由于在2017年第一季度中，电力收入和石化贸易收入占公司主营业务收入比重较大，而电力业务和贸易收入毛利率相比较煤炭采选业较低，所以公司整体的毛利率受到一定影响，公司整体业务的毛利率相比2016年有所下降。2017年1~3月公司主营业务毛利率为23.35%。

总体看，跟踪期内，公司煤炭和电力主业突出，同时受煤炭价格上涨的影响，煤炭业务具有较好的竞争优势；但同时电力板块受煤炭价格上涨及上网电价下调的影响，毛利率有所下降，同时公司扩大了毛利率较低的贸易板块的规模，公司整体盈利能力有所下降。

表2 2015~2017年3月公司主营业务收入及毛利率构成情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2015年		2016年		2017年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭采选	525149.86	55.84	410801.58	61.84	134768.77	73.51
电力	500382.22	37.03	668793.99	27.65	170041.17	14.09
煤炭贸易	45132.19	2.85	179781.22	1.84	76139.94	0.40

石化贸易	--	--	99863.79	0.16	147561.01	0.29
其他	2005.21	-166.84	3839.73	29.86	1205.11	-4.43
合计	1072670.48	44.42	1363080.31	32.54	529715.99	23.35

资料来源：公司提供

注：电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

煤炭采选业务

跟踪期内，公司煤炭产量有所下降，主要系受国家去产能政策影响，公司煤炭减产所致。2016 年公司煤炭采选收入合计 41.08 亿元，占主营业务收入的 30.14%，占比较 2015 年有所下降。2017 年 1~3 月，公司煤炭采选收入合计 13.48 亿元，为 2016 年煤炭采选收入的 32.81%。

受国家去产能政策的影响，2016 年公司实现原煤产量 880.92 万吨，同比减少 23.06%，同

期原煤销量 884.98 万吨，同比减少 17.45%，其中对外销售 805.17 万吨，内部销售 79.81 万吨。为强化公司煤炭开采主业，公司近年来逐渐剥离洗精煤业务，2016 年洗精煤产量 50.10 万吨，同比下降 9.26%，同期洗精煤销量为 52 万吨，同比下降 10.34%。2017 年 1~3 月，公司生产原煤 207.83 万吨，较 2016 年同期增长 81.01%；同期原煤销量 204 万吨，占 2016 年全年原煤销量的 23.05%。

表 3 2015~2017 年 3 月公司原煤销量价格情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	销量	平均价格（含税）	销量	平均价格（含税）	销量	平均价格（含税）
原煤	1072	540.43	885	545.30	204	780.93
洗精煤	58	607.09	52	798.05	11	1413.87

资料来源：公司提供

商品煤价格方面，2016 年公司原煤销售均价为 545.30 元/吨，同比增长 0.90%，洗精煤销售均价为 798.05 元/吨，同比增长 31.46%，公司煤炭板块的主要业务是原煤销售，公司原煤质量好，价格保持相对稳定。

2017 年 1~3 月，受煤炭价格上涨的影响，公司原煤和洗精煤销售价格进一步提升，且价格上升幅度较大，商品煤销售结构仍以原煤为主。

表 4 2016 年公司煤采选前五名客户明细
（单位：万元、%）

客户名称	金额	占煤炭采选业务收入比重
晋中晋煤煤炭销售有限公司	159437.76	38.81
山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	11260.38	2.74
山西昌茂源煤炭经销有限公司	10734.92	2.61
山西德广宇能源有限公司	7309.69	1.78
襄汾县星原钢铁集团有限公司	10651.68	2.59
合计	199394.43	48.54

资料来源：公司提供

下游客户方面，公司主要与通过煤炭贸易商签订长期合作协议，保证了商品煤的稳定的下游需求，从客户集中度看，2016 年公司前五大客户合计销售占比达 48.54%，公司产品销售存在一定的客户集中风险。

表 5 2014 年~2016 年生产指标情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
整体机械化程度(%)	95	95	95
采煤机械化程度(%)	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100
全员效率(吨/工)	9.62	9.83	9.90
死亡率(人/百万吨)	0	0	0

资料来源：公司提供

生产指标方面，公司生产机械化程度保持行业领先地位，全员工作效率稳步提升，死亡率保持为 0，安全保障程度高。

总体看，跟踪期内，受国家去产能政策的影响，公司原煤产量有所下降；煤炭价格大幅提升，同时公司煤质品种较好，以及公司适时

调整商品煤销售结构，提升全员效率，公司煤炭业务盈利能力大幅改善。

电力业务

公司电力业务主要经营主体为全资子公司华晨电力；截至目前，公司持股比例为100%，为其实际控制人。

跟踪期内，公司主要可控燃煤机组装机容量为396万千瓦，可控燃气机组装机容量为78万千瓦；此外，公司可控光伏发电装机容量合计6.00万千瓦。目前公司控股装机总容量为480万千瓦。在建的装机容量532万千瓦，施工准备阶段装机容量80万千瓦，规划建设的装机容量132万千瓦，总装机容量1224万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省。其中裕中能源运营两台103万千瓦和两台32万千瓦燃煤机组；沙洲电力运营两台63万千瓦燃煤机组；张家港电力运营两台39万千瓦燃气机组。

表6 截至2017年3月底公司可控装机规模

(单位: 万千瓦)

发电企业	装机容量	机组类型	投产日期	主要发电设备
裕中能源	32.00	燃煤机组	2007年1月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	32.00		2007年7月	
	103.00		2012年3月	
	103.00		2012年7月	
沙洲电力	63.00		2006年3月	
	63.00		2006年8月	
张家港电力	39.00	燃气机组	2005年6月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	39.00		2006年1月	
江苏新能源	2.808	光伏发电	2015年11月	光伏电池板
河南新能源	3.19	光伏发电	2015年12月	光伏电池板
合计:	480			

资料来源: 公司提供

(1) 电力生产与销售

华晨电力的电力业务收入主要来自煤机发电收入和天然气发电收入。2016年，华晨电力

的电力业务收入为66.88亿元，其中煤机发电收入为54.60亿元，煤机发电占比较高，是华晨电力电力业务板块主要收入来源。2017年1~3月，华晨电力电力业务收入总计17.00亿元，其中煤机发电收入12.76亿元。

2016年，华晨电力天然气发电销售价格有所下降，为0.5750元/千瓦时；跟踪期内，受国家下调上网电价的影响，公司煤机发电销售价格下降至0.3751元/千瓦时。

2017年1~3月华晨煤机发电和天然气发电销售价格分别为0.3949元/千瓦时和0.5750元/千瓦时，销售价格总体保持稳定。

表7 华晨电力电力业务收入结构

(单位: 亿元、%、元/千瓦时)

指标	2015年	2016年	2017年1-3月
天然气发电的收入	15.26	9.40	3.24
煤机的收入	54.04	54.60	12.76
天然气发电销售价格(含税)	0.7066	0.5750	0.5750
煤机发电销售价格(含税)	0.4411	0.3751	0.3949
天然气发电业务毛利率	10.81	11.41	10.49
煤机发电业务毛利率	39.22	30.78	16.23

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自2015年5月并入公司合并报表。

2016年，华晨电力天然气发电业务毛利率有所下降，为11.41%。2017年一季度天然气发电毛利率下降至10.49%，主要系天然气价格上涨所致。同期，由于煤炭价格不断上涨，煤机发电成本不断增加，煤机发电业务毛利率有所下降，2016年为30.78%，2017年一季度进一步下降到16.23%。

2016年，华晨电力发电量为204.51亿千瓦时，售电量为194.11亿千瓦时。同期，华晨电力发电机组运行效率有所波动，为4307小时。2017年1~3月，华晨电力实现发电量49.46亿千瓦时，售电量46.91亿千瓦时。公司平均利

用小时数为 1040 小时，占 2016 年总数的 24.15%。总体看，公司机组运转效率较高。

表8 华晨电力主要发电指标

(单位: 亿千瓦时、小时、%、克/千瓦时、元/千瓦时)

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
发电量	209.23	191.86	204.51	49.46
售电量	198.73	182.55	194.11	46.91
发电设备平均利用小时	4261	3907	4307	1040
综合厂用电率	5.06	4.87	5.15	5.19
供电标准煤耗	310.29	303.84	302.12	295.48
平均上网电价-江苏(含税)	0.4488	0.4783	0.4012	0.4356
平均上网电价-河南(含税)	0.4343	0.4058	0.3584	0.3593

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

2016 年，华晨电力综合厂用电率有所上升，为 5.15%，同比增长 0.28 个百分点；供电标准煤耗为 302.12 克/千瓦时，同比下降 1.72 克/千瓦时。2017 年 1~3 月，华晨电力综合厂用电率基本保持稳定，为 5.19%，供电标准煤耗进一步下降到 295.48 克/千瓦时。总体看，跟踪期内，华晨电力发电效率有所提高。

平均上网电价方面，2016 年，受国家下调上网电价的影响，华晨电力江苏和河南区域的平均上网电价均大幅下调。2016 年，华晨电力江苏区域平均上网电价 0.4012 元/千瓦时；同期华晨电力河南区域的上网电价持续下降，为 0.3584 元/千瓦时。2017 年 1~3 月，华晨电力江苏和河南区域的平均上网电价均有所提升，

分别为 0.4356 元/千瓦时和 0.3593 元/千瓦时。

电价结算方面，华晨电力发电业务结算客户为各省电力公司结算，一般本月电费下月现金结算，不会拖欠，应收账款余额与上月发电量密切相关，不会由此产生大量应收账款。

(2) 原材料采购

煤炭采购

华晨电力煤炭采购方式主要由各电厂与煤炭供应商就煤价进行谈判，上报华晨电力，经华晨电力比价平台确认价格合理后予以批准采购。煤炭采购一般不采取预付款的方式，一般采用后付款方式。

2016 年华晨电力采购煤炭总量为 538.41 万吨，较去年增加 56.88 万吨，2017 年 1~3 月共采购煤炭 120.70 万吨。同期受煤炭价格上升的影响，煤炭的采购价格有所上升，2016 年为 504.73 元/吨，2017 年 1~3 月采购煤炭价格进一步上升至 716.17 元/吨。煤炭采购价格的不断上升对公司电力业务的盈利能力产生较大负面影响。

表9 华晨电力主要燃煤采购指标

(单位: 万吨、元/吨)

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
标煤采购总量	562.55	481.53	538.41	120.70
标煤采购平均单价(含税) ¹	599.58	442.69	504.73	716.17

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

华晨电力煤炭主要来源于附近较大煤炭产业基地以及市场采购。截至 2016 年底，华晨电力主要的煤炭供应商分别为郑州煤电股份有限公司、郑州煤炭工业(集团)有限公司、江苏能源投资有限公司、神华销售集团华东能源有限公司、内蒙古满世煤炭集团股份有限公司等。

¹标煤采购平均单价包含运输费用。

表 10 2016 年华晨电力板块主要 5 大供应商
(单位: 亿元、%)

	供应商	采购原料	金额 (不含税)	成本 占比
1	郑州煤电股份有限公司	煤炭	5.79	11.91
2	中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司	天然气	4.96	10.18
3	江苏能源投资有限公司	煤炭	3.89	7.99
4	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	煤炭	3.00	6.17
5	神华销售集团华东能源有限公司	煤炭	2.90	5.96
合计	--		20.54	42.20

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

总体看, 华晨电力煤源相对广泛, 煤源稳定; 2016 年下半年以来, 煤炭价格不断上涨, 采购成本显著上升。

天然气采购

华晨电力本身不具备天然气储存能力, 华晨电力下属企业所用天然气均为中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司供应, 双方签有长期天然气销售协议, 天然气采购价格由国家发改委直接定价。另外华晨电力未来还将增加中石化作为天然气供应商, 由此将提高天然气的供气稳定性。

总体看, 跟踪期内, 华晨电力电力装机规模保持相对稳定, 受国家上网电价下调、电力供需相对过剩以及煤炭价格大幅上升的影响, 华晨电力天然气发电业务和火电业务营业收入有所下降, 电力成本不断上升, 华晨电力盈利能力有所下降。未来随着华晨电力装机规模的

提升, 盈利能力有望得到改善。

煤炭贸易业务

煤炭贸易业务目前主要是通过所属贸易公司开展来完成。盈利模式是通过向外部煤炭企业购进煤炭, 通过自有的销售网络平台, 把煤炭产品销售到全国各地的焦化企业、钢铁企业及部分煤炭贸易公司。

营销方式方面, 由原来的分散式经营模式向规模化经营模式的转变; 由完全依托外部物流运输向内部大物流运输方式转变。公司将对现有业务进行全面整合, 形成以煤炭营销为主体、物流运输为辅助、大宗物资贸易和易货贸易为补充的大物流贸易格局。

近年来, 煤炭贸易业务一直是主营业务重要的组成部分。2016 年, 随着煤炭行业去产能效果的显现, 煤炭市场逐步转暖, 煤炭价格大幅回升, 公司扩大煤炭贸易规模。

表 11 2015 年~2017 年 3 月煤炭贸易量和收入情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
煤炭贸易(万吨)	63.89	398.04	233.41
煤炭贸易收入 (亿元)	4.51	17.98	7.61

资料来源: 公司提供

公司通过发展“大客户、直供客户和长期客户”等销售策略, 构建和完善销售网络, 拓展采购与销售渠道, 加强与已有煤炭需求客户和上游煤矿企业联系, 通过与煤炭需求客户签订购销合同或协议, 然后进行煤炭采购和销售等商业模式运作。

采购方面, 公司结合客户需求和市场行情, 主要向省内外的主要煤炭销售公司采购原煤, 精煤及其他煤种。

截至 2016 年底, 公司主要的上游客户包括山煤国际能源集团(上海)销售有限公司、抚顺北祖煤炭有限公司、云南纳古工贸(集团)股份有限公司等, 上游客户结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票, 平均账期在 1~6 个月, 公司上游客户前五大占比为 54.98%。截至 2016

年底，公司下游客户主要包括北京昊华鑫达商贸有限公司、江苏庭申能源有限公司、徐州汉泽能源有限公司等。下游客户的结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1~6 个月，下游客户前五大占比为 80.66%，客户集中度较高。目前，公司已在江苏、湖南、浙江、山东、辽宁、北京、山西等地区拓展了煤炭销售业务，建立了较为完善的购销网络。

石化贸易业务

为分散经营风险，公司于 2016 年开始开展石化贸易业务，为大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头建成后的运营准备。石化贸易主要为外购石化产品，主要为混合芳烃、燃料油和汽油。2016 年公司实现石化贸易 30.43 万吨，实现石化贸易业务收入 9.99 亿元。

公司石化贸易板块主要的上游客户包括深圳市华德石油化工有限公司、山东贤明油品有限公司、深圳兆方石油化工有限公司等，上游客户前五大采购金额占比为 94.26%；下游客户主要包括山东军胜化工集团有限公司、江西大洋洲化工有限公司、深圳市华德石油化工有限公司等，下游客户前五大销售金额占比为 79.34%，公司客户集中度较高。

公司在建的广东惠州大亚湾燃料油调和配送中心项目年调和配送燃料油 1000 万吨，建成后将成为国内最大的船用燃料油调配中心，填补了我国大型燃料油调和生产的空白，项目建

成后将形成较好的经济效益。

总体看，跟踪期内，公司新增石化贸易业务扩大公司营业收入规模，随着大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头建成，石化贸易业务将成为公司主营业务的重要组成部分。

2. 经营效率分析

近三年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所上升、总资产周转次数持续下降，上述指标三年平均值分别为 2.26 次、19.40 次和 0.15 次。2016 年上述三项指标分别为 2.61 次、26.01 次和 0.15 次，相比 2015 年，销售债权周转次数和存货周转次数都有不同程度上升，分别增加 0.57 次和 11.00 次；同期总资产周转次数保持稳定。

整体看，公司经营效率一般。

3. 在建工程及未来发展

截至 2017 年 3 月底，公司主要在建项目为河南周口电厂二期扩建工程、江苏沙洲电厂扩建工程和国投南阳 2*1000MW 工程项目，项目总投资 256.00 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 102.01 亿元，2017 年 4~12 月预计投资 63.80 亿元，2018 年预计投入 43.15 亿元。整体看，公司未来资本支出压力较大，为了满足公司未来资本支出较大的需求，公司对外部融资依赖程度较高。

表 12 截至 2017 年 3 月底公司主要在建工程（单位：万元）

项目	总投资额	截至 2017 年 3 月已投入	2017 年 4-12 月投资额	2018 年预计投资额
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	514465	219938	134901	37500
江苏沙洲电长二期 2*1000MW 扩建工程	853650	547082	143343	20000
张家港华兴二期 2*400MW 工程	275500	22089	73748	136954
燃料油调和配送中心及配套码头项目	291416	151128	107684	32604
国投南阳 2*1000MW 工程	625000	79904	178367	204475
合计	2560031	1020141	638043	431533

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司在稳步发展煤炭

主业的同时，通过非公开定向增发及对外收购，实现了对华瀛石化和华晨电力的控股。

公司近年业务结构出现大范围调整，基本贯彻了“能源、物流及投资”的多元化发展战略，产业链扩张布局初步形成。联合资信同时关注到，大规模的产业整合给公司带来了较大的投资支出压力，且华晨电力仍存在大额投资规划，仍将保持一定的外部融资需求，债务负担或将进一步加重，通过资本市场直接融资将成为公司优化资本结构的重要渠道。此外，受煤炭价格大幅提升，上网电价下调的影响，公司盈利能力受到较大影响。

十、财务分析

公司提供了2014年~2016年财务报表，山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报表进行了审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

2016年，国投南阳发电有限公司和西藏华铭实业有限公司纳入合并报表范围；2016年，华晨电力销售有限公司、北京三吉利电力燃料有限责任公司、山西中信泰和能源投资有限公司、西藏朗鑫矿产资源投资有限公司、北京润泰创业投资管理有限公司和新疆永泰兴业能源有限公司被转让，不再纳入公司财务报表合并范围。由于公司合并范围变化对公司财务报表影响大，财务报表数据可比性较低，以下数据分析以2015年及2016年数据为主。

截至2016年底，公司（合并）资产总额981.13亿元，所有者权益（含少数股东权益54.70亿元）291.31亿元；2016年公司合并口径实现营业收入136.99亿元，利润总额11.46亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额991.06亿元，所有者权益（含少数股东权益55.39亿元）292.97亿元；2017年1~3月，公司合并口径实现营业收入53.17亿元，利润总额1.85亿元。

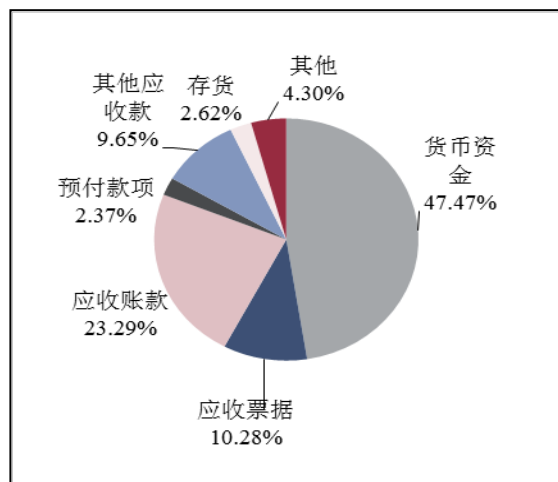
1. 资产及债务结构

2014~2016年，受益于经营规模的不断扩大以及合并范围的变化，公司资产总额快速增长。截至2016年底，公司资产总额为981.13亿元，其中流动资产占15.45%，非流动资产占84.55%，公司资产以非流动资产为主，资产构成符合行业特点。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产总额为151.54亿元，主要由货币资金（占47.47%）、应收票据（占10.28%）、应收账款（占23.29%）、预付款项（占2.37%）、其它应收款（占9.65%）和存货（占2.62%）构成。

图5 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为22.77%，主要系公司2015年初非公开发行的募集资金到位和2015年华晨电力被纳入公司合并范围所致。截至2016年底，公司货币资金为71.94亿元，主要由银行存款（占比38.22%）和其他货币资金（占比61.76%）构成，其他货币资金中有24.41亿元为受限资金。

截至2016年底，公司应收票据为15.59亿元，同比大幅增长，主要系票据结算增加所致。公司应收票据主要由银行承兑票据（占比41.29%）和商业承兑票据（占比58.71%）构成。

截至2016年底，公司应收账款账面余额为

35.81亿元，计提坏账准备0.51亿元，账面价值为35.29亿元，同比下降25.57%。账面余额中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占67.93%，其中账龄1年以内的占81.36%，1~2年的占18.09%，2~3年的占0.06%，3年以上的占0.49%。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额34.55亿元，占应收账款期末余额合计数的比例96.48%，相应计提的坏账准备期末余额汇总金额0.41亿元，应收账款集中度较高。截至2016年底，公司应收账款中有11.87亿元电费收费权质押。

截至2016年底，公司预付账款为3.60亿元，同比下降52.57%，主要系预付相关股权收购款转入长期股权投资所致。按预付对象归集的期末余额前五名预付账款汇总金额2.47元，占预付账款期末余额合计数的比例68.71%。

截至2016年底，公司其他应收款快速增长至14.63亿元，同比增长41.64%，增长原因主要系应收往来款大幅增加所致。公司其他应收款主要为往来款、保证金和备用金。

截至2016年底，公司存货账面余额为3.98亿元，未计提减值准备。存货主要为原材料（占94.47%）和库存商品（占3.64%）。

截至2017年3月底，公司流动资产总额147.56亿元，相比2016年底减少2.63%，主要系货币资金减少所致。

截至2017年3月底，公司货币资金56.31亿元，相比2016年底减少21.73%，主要系预付货款和工程款支出增加所致，公司货币资金中18.13亿元为受限资金，占货币资金总额的32.20%，受限资金占比较高；公司应收票据为21.04亿元，相比2016年底增长34.97%，主要系承兑汇票结算增加所致；公司预付款项为6.43亿元，相比2016年底增长78.80%，主要系预付采购款增加所致。

非流动资产

公司非流动资产受益于合并范围的变化快速增长，2014~2016年，公司非流动资产年均复合增长率为47.84%。截至2016年底，公司非流

动资产总额829.59亿元，主要由固定资产（占23.17%）、在建工程（占10.32%）、长期股权投资（占4.82%）和无形资产（占52.38%）构成。

截至2016年底，公司长期股权投资为40.03亿元，同比增长19.44%，增长主要系本期公司增加对外投资和合并范围变化所致，其中主要的对外投资是公司物联网项目。

截至2016年底，公司固定资产原值为277.70亿元，累计折旧83.71亿元，计提减值准备1.74亿元，固定资产净值为192.25亿元，同比下降0.09%。从构成来看，固定资产主要以机器设备（占比56.35%）、房屋及建筑物（占比23.65%）和井巷工程（占比19.37%）为主。固定资产受限部分为89.56亿元，主要为融资租赁租入和借款抵押。

截至2016年底，公司在建工程余额为86.15亿元，减值准备0.56亿元，账面净值85.59亿元，同比大幅增长，主要系沙洲电力二期投入增加所致。在建工程中61.97亿元受限，主要为借款抵押。

截至2016年底，公司无形资产账面价值为434.50亿元，同比增长16.98%。公司的无形资产主要是探矿权（占98.57%）。无形资产中125.18亿元用于借款抵押。

截至2016年底，公司受限资产总计314.56亿元，占总资产的32.06%，受限资产占比较高，资产流动性较弱。

截至2017年3月底，公司资产合计991.06亿元。其中非流动资产合计843.51亿元，较2015年底上升1.68%，资产总额基本保持稳定。

总体看，公司资产构成符合行业特点，流动资产中货币资金充足，但受限比例较高，资产流动性一般。非流动资产随投资支出稳步增长，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计291.31亿元，相比2015年底增长12.12%，其中，归属于母公司所有者权益合计236.61亿元，同比增长15.65%，增长主要来自实收资本和资本

公积。截至 2016 年底，公司实收资本合计 124.26 亿元，相比 2015 年底增长了 11.00%，主要系非公开发行增加股份所致。同期，资本公积合计为 93.30 亿元，同比增长 35.33%，主要系 2015 年非公开发行资本溢价所致。截至 2016 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积及未分配利润分别占比 52.52%、39.43% 和 8.22%。整体看，公司所有者权益稳定性良好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 292.97 亿元，较 2016 年底上升 0.57%，构成较 2016 年底变化不大。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 689.81 亿元，同比增长 12.03%，其中流动负债占 49.60%，非流动负债占 50.40%，流动负债占比有所上升。公司目前以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债规模快速增长至 342.18 亿元，同比增长 25.71%，主要应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 35.27%）、应付账款（占比 6.50%）、一年内到期的非流动负债占（比 50.29 %）和其他应付款（占比 2.08%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 120.69 亿元，较 2015 年底下降 1.85%，其中保证借款 40.19 亿元，质押借款 20.09 亿元，质押加保证借款 15.70 亿元，抵押质押保证借款 39.93 亿元。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 22.24 亿元，同比增长 20.60%，主要为未结算的工程款和保证金。

截至 2016 年底，公司预收款项为 2.10 亿元，同比大幅增长，主要系预收货款增加所致。

截至 2016 年底，公司的其他应付款合计 7.12 亿元，较 2015 年底下降 49.50%，主要系支付前期往来款所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 172.09 亿元，较 2015 年底增长 68.60%，

主要系将于一年内到期兑付的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债列示所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债有所增长至 347.63 亿元，同比增长 1.19%，增长主要源自长期借款和长期应付款。公司非流动负债中，长期借款占 42.10%、应付债券占 38.05%、长期应付款占 19.43%。

截至 2016 年底，公司长期借款合计 146.35 亿元，同比增加 4.06%，其中质押借款 72.47 亿元、抵押加质押借款 37.27 亿元、保证质押抵押借款 22.11 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券合计 132.29 亿元，同比下降 6.63%，其中公司债 104.55 亿元、中期票据 27.74 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款合计 67.54 亿元，同比增长 16.52%，其中 59.87 亿元为金融租赁融资款，剩余为应付资源价款。

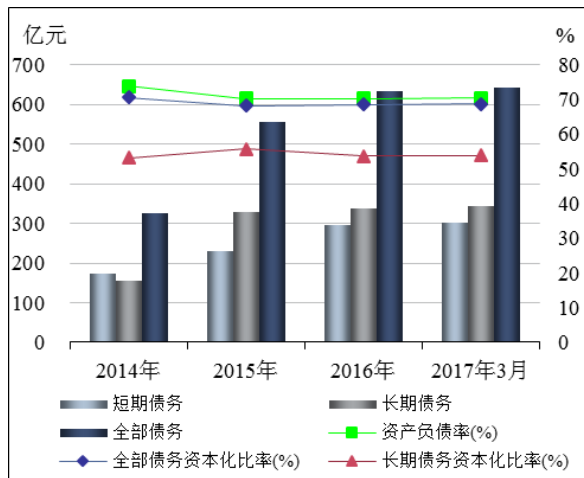
截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 698.09 亿元，较 2016 年底增长 1.20%。公司负债总额变化不大。从构成来看，流动负债占比 49.58%，非流动负债占比 50.42%，债务结构保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司整体负债压力有所加重，流动负债占比上升，公司债务结构有待改善。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务合计 634.49 亿元，同比增加 14.02%。其中，公司短期债务为 295.98 亿元，占全部债务的 46.65%；长期债务为 338.51 亿元，占全部债务的 53.35%。

债务指标方面，由于公司非公开发行的募集资金到位，导致公司权益有所增加，2016 年公司资产负债率和长期债务资本化比率分别下降至 70.31% 和 53.75%。由于公司全部债务有所增长，公司全部债务资本化比率小幅上升至 68.53%。公司整体负债水平较高，债务负担较重。

图6 近年公司债务指标情况



资料来源：联合资信整理

截至2017年3月底，公司全部债务为643.34亿元，同比增加1.39%，其中短期债务为300.59亿元，长期债务为342.75亿元，分别占全部债务的46.72%和53.28%；截至2017年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别上升至53.92%、68.71%和70.44%，相比2016年底债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，近年来公司有息债务规模快速增长，受益于公司2015年和2016年非公开定向增发资金到位，公司权益规模有所上升，但公司债务规模较大且大幅增长，公司整体债务水平偏高，债务负担较重。

2. 盈利能力

受益于贸易业务量同比增加和合并范围变化，2016年公司经营规模有所扩大，公司共实现营业收入136.99亿元，同比增长27.03%。同期，营业成本合计92.30亿元，同比增长53.86%，成本增速高于收入增速。2016年公司营业利润率为29.88%，较2015年下降11.02个百分点。

期间费用方面，随着公司合并范围的变化、会计政策变更以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长。2016年公司期间费用上升至39.41亿元，同比增长10.83%。其中公司财务费用增长较快，主要系合并范围

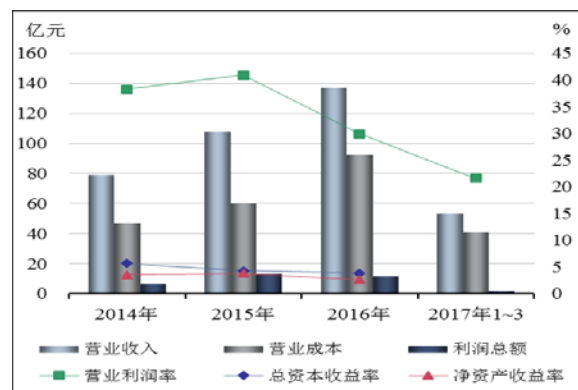
变化所致。从期间费用利用率来看，受益于公司2016年全年营业收入的增长，公司2016年期间费用率较2015年有所下滑至28.76%。总体来看，公司期间费用控制能力仍有待改善。

非经常性损益方面，2016年公司投资收益6.98亿元，同比大幅增长，主要系公司处置华夏银行股票产生收益增加所致。非经常性损益对利润影响较大。营业外收益方面，2016年营业外收入为3.44亿元，同比增长12.78%，主要为公司非流动资产处置利得和政府补助增长所致。营业外收入对公司利润总额影响较大。

受上述因素影响，公司2016年利润总额有所下降，共实现利润总额11.46亿元，同比下降11.49%。同期公司实现净利润7.65亿元，同比下降22.25%。

盈利指标方面，受合并范围变化，公司所有者权益增加的影响，公司2016年总资本收益率为3.88%，较2015年下降0.43个百分点；同期，净资产收益率下降至2.63%，整体上，盈利能力一般。

图7 近年公司盈利指标情况



资料来源：联合资信整理

2017年1~3月，公司营业收入为53.17亿元，占2016年全年营业收入的38.81%，较2016年同期大幅增长，主要系贸易业务及煤炭采选业务收入大幅增长所致。同期，受贸易业务和煤炭采选业务成本大幅上涨的影响，公司盈利能力有所下降，营业利润率下降至21.61%。2017年1~3月公司期间费用为9.83亿元，期间费用率为18.49%。2017年1~3月，公司实现营

业利润 1.53 亿元，其中投资收益为 0.02 亿元，较 2016 年同期大幅下降，主要系本期处置股权投资产生收益较上年同期减少所致；同期，公司营业外收入为 0.34 亿元。2017 年 1~3 月，公司共实现利润总额 1.85 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于贸易业务量增加和合并范围变化，公司收入规模有所上升，公司盈利能力有所增强；同期，随着公司合并范围的变化、会计政策变更以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长，期间费用的控制能力有待改善。2017 年一季度，受贸易业务成本和煤炭采选业务成本上升的影响，公司盈利状况有所下滑。另外公司非经营性损益对利润总额贡献较大。公司整体盈利水平一般。

3. 现金流

经营活动方面，随着电力业务被纳入合并范围和公司新增石化贸易业务，公司经营规模有所扩大，2016 年公司当期经营活动现金流入同比增长 36.14%，为 164.71 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 144.55 亿元；同期，经营活动现金流出量也有所增长，公司经营活动流出现金共计 124.06 亿元，增幅略低于现金流入增幅，导致公司 2016 年经营活动现金流量净额增长至 40.65 亿元，同比增长幅度为 42.22%。从收入质量看，2016 年公司现金收入比为 105.52%，同比增加 2.12 个百分点，收入实现质量有所提高。考虑到公司未来新项目的建成投产，公司经营现金流有望持续稳定增长。

从投资活动来看，由于合并范围发生变化，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加；由于 2016 年公司调整经营战略，增加股权收购，公司投资支付现金大幅增加；上述因素造成公司 2016 年投资活动现金流出量达到 160.45 亿元，同比增长 22.27%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-130.52 亿元。近年来，由于公司在能源及其它领域的快速扩张，投资活动逐年增加，

上述投资活动产生的现金流量状况与公司处于扩张阶段相符。

从筹资活动来看，随着公司在能源领域的扩张，公司经营活动产生的现金流不能满足对外投资发展需要，有较大的外部融资需求。近两年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、债券融资和吸收权益性投资收到的现金，2016 年筹资活动现金流入量合计 453.56 亿元，同期公司筹资活动现金流量净额合计 92.22 亿元。

2017 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 52.69 亿元，现金收入比为 99.10%，较 2016 年收现质量有所下降；公司经营活动现金流量净额为 8.46 亿元；同期投资活动现金流出合计 16.97 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金。投资活动现金流量净额合计-16.56 亿元，公司资本支出压力较大；公司筹资活动产生的现金流量净额-1.26 亿元，筹资活动现金流出合计 89.31 亿元，主要为偿还到期贷款及融资租赁款。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模较大，经营获现能力较强，但经营活动现金流量净额无法满足投资需求，公司对外融资需求较大。公司作为上市公司，具备资本市场直接融资渠道，历年的股份增发在一定程度上缓解了公司的资金压力，但对银行借款、债券融资等渠道仍存在一定依赖。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别下降至 44.29%和 43.12%；截至 2017 年 3 月底，公司上述财务指标进一步下降至 42.63%和 41.38%。截至 2016 年底，公司现金类资产合计 87.53 亿元，其中受限 24.41 亿元，扣除受限资金后的现金类资产为同期短期债务的 0.21 倍。截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产合计 77.34 亿元，其中受限货币资金 18.13 亿元，扣除受限资金后的现金类资产为同期短期债务的 0.20 倍。公司存

在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，受益于营业收入的提升，公司 EBITDA 规模快速扩大，2016 年为 56.51 亿元；同期，EBITDA 利息倍数有所下降，为 1.86 倍；2016 年公司受债务规模大幅增加影响，全部债务/EBITDA 增长至 11.23 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 8.40 亿元，占当期公司所有者权益的 2.87%。对外担保的主要原因系：2016 年 4 月，公司完成对华晨电力股权的收购，公司将华晨电力对原股东及其参股企业的担保转为“公司对外担保”。

截至 2017 年 3 月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行授信总额 513.76 亿元，未使用额度 133.02 亿元。公司间接融资渠道尚可。

公司为沪市上市公司（SH.600157），具备资本市场直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G99140729000273000），截至 2016 年 6 月 21 日，公司已结清的贷款记录中不良类和关注类贷款共 23 笔，另外有 5 笔欠债息情况，其中不良类和关注类贷款和前三次欠息记录均为公司收购之前作为中石化下属企业发生的不良记录，时间均系 2000 年至 2007 年期间，另外两次欠息记录分别为 2014 年 11 月 28 日和 2016 年 1 月 15 日，发生原因系公司偿付贷款本金及利息时，银行支付系统升级或发生故障，导致网络受阻，交易无法正常完成所致。公司其他过往履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对煤炭行业和电力行业发展趋势的基本分析，公司经营及财务状况，以及公司在煤质煤种、发电区域等方面素质的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

7. 存续债券偿还能力

跟踪期内，公司共有“16 永泰能源 CP004”、“16 永泰能源 CP005”、“16 永泰能源 CP006”、“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”和“17 永泰能源 CP004”、“15 永泰能源 MTN001”和“15 永泰能源 MTN002”发行额度合计 101 亿元。但由于上述债券兑付时间不同，2017 年还款额度为 28 亿元，2018 年还款额度为 45 亿元，2020 年还款额度为 28 亿元，故对存续期债券保障指标测算以最高单年偿还金额 45 亿元为测算依据（以下简称“测算额度”）。2016 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 164.71 亿元和 40.65 亿元，对测算额度的保护倍数分别为 3.66 倍和 0.90 倍。2016 年，公司 EBITDA 为 56.50 亿元，对测算额度的保护倍数为 1.26 倍。

公司一年内到期的债券额度合计为 28 亿元，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产为 77.34 亿元，考虑到公司现金类资产中受限规模较大，剔除受限资金后，是 28 亿元的 2.11 倍，现金类资产对存续期债券的保障能力一般。2016 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额为 28 亿元的 5.88 倍和 1.45 倍。

表 13 公司存续期内债券情况（单位：亿元）

名称	到期兑付时间		
	2017 年	2018 年	2020 年
16 永泰能源 CP004	8		
16 永泰能源 CP005	10		
16 永泰能源 CP006	10		
17 永泰能源 CP001			10
17 永泰能源 CP002			10
17 永泰能源 CP003			10
17 永泰能源 CP004			15
15 永泰能源 MTN001			14
15 永泰能源 MTN002			14
合计	28	45	28

资料来源：Wind 资讯

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券保护能力较好，现金类资产对存续期债券的保护能力一般，但随着公司业务

规模和盈利能力的增强，公司经营活动现金流入量有望不断增长，将有效增强对存续期债券保障能力。

十一、结论

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；并维持“16永泰能源CP004”、“16永泰能源CP005”、“16永泰能源CP006”、“17永泰能源CP001”、“17永泰能源CP002”、“17永泰能源CP003”和“17永泰能源CP004”的信用等级为A-1，维持“15永泰能源MTN001”和“15永泰能源MTN002”的信用等级为AA⁺。

附件 2 主要财务计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	64.12	78.23	87.53	77.34
资产总额(亿元)	521.09	875.56	981.13	991.06
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	291.31	292.97
短期债务(亿元)	172.04	228.74	295.98	300.59
长期债务(亿元)	154.89	327.75	338.51	342.75
全部债务(亿元)	326.93	556.49	634.49	643.34
营业收入(亿元)	79.12	107.84	136.99	53.17
利润总额(亿元)	6.39	12.94	11.46	1.85
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	56.51	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	40.65	8.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.70	2.05	2.61	--
存货周转次数(次)	9.46	15.01	26.01	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	0.15	--
现金收入比(%)	94.33	103.40	105.52	99.10
营业利润率(%)	38.31	40.90	29.88	21.61
总资本收益率(%)	5.64	4.31	3.88	--
净资产收益率(%)	3.55	3.79	2.63	--
长期债务资本化比率(%)	53.15	55.78	53.75	53.92
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.17	68.53	68.71
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.31	70.44
流动比率(%)	65.97	55.62	44.29	42.63
速动比率(%)	63.70	54.47	43.12	41.38
经营现金流动负债比(%)	9.23	10.50	11.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	1.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	10.58	11.23	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息