

信用等级公告

联合[2013]019号

永泰能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对永泰能源股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

永泰能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA+

永泰能源股份有限公司拟发行的 2013 年 38 亿元公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：孙明军 钟晓

二零一三年七月二十三日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

永泰能源股份有限公司

2013 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA+

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本期发行规模: 38 亿元

债券期限: 3+2 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2013 年 7 月 23 日

主要财务数据:

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	40.62	146.49	425.69	434.99
所有者权益(亿元)	7.88	36.99	171.12	173.99
长期债务(亿元)	9.35	45.18	101.19	138.26
全部债务(亿元)	28.14	93.80	201.63	231.76
营业收入(亿元)	27.95	20.62	77.18	20.17
净利润(亿元)	1.62	3.33	11.93	2.71
EBITDA(亿元)	4.75	11.57	34.08	--
经营性净现金流(亿元)	3.73	4.03	19.75	4.94
营业利润率(%)	15.21	57.21	38.94	34.77
净资产收益率(%)	23.42	14.84	11.46	1.57
资产负债率(%)	80.59	74.75	59.80	60.00
全部债务资本化比率(%)	78.12	71.71	54.09	57.12
流动比率(倍)	0.99	1.27	1.08	1.25
EBITDA 全部债务比	0.17	0.12	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	2.35	2.42	--
EBITDA/本期偿债倍数(倍)	0.30	0.46	0.90	--

注: 1、本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

2、公司长期应付款中的融资租赁借款计入长期债务。

3、2013 年 1 季报未经审计, 相关指标未年化。

分析师

刘洪涛 钟月光

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: //www.lianhecrediting.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”或“永泰能源”)的评级结果反映了其作为煤炭生产企业在山西省具有煤炭资源整合主体资格的优势, 以及公司在生产规模、资源储量、煤炭品种、盈利能力等方面具有的较强优势。同时, 联合评级也关注到公司收购煤矿所带来资本支出压力加大、煤矿企业特有的安全风险、近期煤炭行业景气度出现波动等因素可能对公司经营产生的不利影响。

公司制定的“煤、电、气”一体化发展战略正在稳步实施与推进, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还本息的风险很低。

优势

1. 煤炭行业属资源型产业, 虽然受宏观经济影响, 景气度有所波动, 但未来发展前景看好。

2. 公司在山西省具有华瀛山西、银源煤焦和康伟集团等三个煤炭资源兼并重组整合主体资格, 未来有望获得更多煤炭资源。

3. 公司煤炭资源储备较为丰富, 尤其在收购康伟集团之后更显突出, 公司主产煤炭品种(焦煤)具有一定的稀缺性。

4. 公司煤炭主业发展迅速, 随着技改矿的投产, 原煤产能逐年增长, 营业收入及利润总额保持快速增长。

关注

1. 未来资源税从价征收以及经济环境影响导致的煤炭价格波动将对煤炭行业的经营稳定性带来不利影响。

2. 公司对地方煤矿的整合易受安全事故的影响，存在安全压力。

3. 公司未来投资规划的实施可能进一步加大资本支出的压力。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与永泰能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与永泰能源股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因永泰能源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由永泰能源股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

永泰能源股份有限公司 2013 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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，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：600157），注册资本 5,260.68 万元。历经两次送红股后，截至 2007 年底，公司注册资本增至 17,044.62 万元。

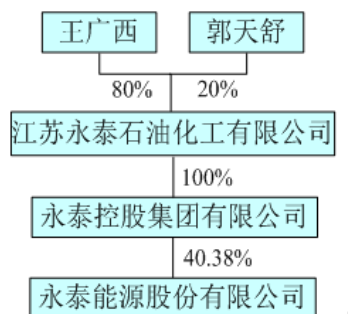
2007 年 11 月，江苏永泰地产集团有限公司（以下简称“永泰地产”）受让公司大股东中国石化山东泰山石油股份有限公司、第二大股东泰安鲁浩贸易公司所持有的公司股份共计 9,404.17 万股（占公司总股本的 55.18%）。2007 年 12 月 21 日公司完成股权分置改革。

2008 年 6 月，公司实施送红股后，注册资本增至 25,566.92 万元。2008 年 8 月，公司控股股东永泰地产更名为永泰投资控股有限公司。2010 年 7 月，公司向 7 名特定投资者发行了 3,987.54 万股人民币普通股，变更后的公司总股增至 29,554.46 万股。

2010 年 10 月，公司名称变更为：“永泰能源股份有限公司”；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。2011 年 3 月，公司向 7 名特定投资者发行了 8,000 万股人民币普通股，变更后的公司总股本为 37,554.46 万股。2011 年 6 月，公司实施送股、转增股本后，总股本变更为 56,765.07 万股。2012 年 3 月，公司向 6 名特定投资者发行了 31,612.90 万股人民币普通股，总股本变更为 88,377.98 万股。2012 年 4 月，公司实施资本公积金转增股本，注册资本增至 176,755.95 万元。2013 年 4 月，公司控股股东永泰投资控股有限公司更名为永泰控股集团有限公司（以下简称“永泰控股”）。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司总股本 176,755.95 万股，永泰控股为公司第一大股东，持股比例 40.38%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇（图 1）。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：煤矿及其他矿山投资，电厂投资，洗选精煤，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，煤制品、煤矸石的销售。

截至 2012 年底，公司下设办公室、人力资源部、经营管理部、财务管理部、融资管理部、证券事务部、项目发展部、生产建设部、安全监察局、机电管理部、销售管理部等 11 个职能部门（附件 1），以及华瀛山西能源投资有限公司（以下简称“华瀛山西”）、永泰能源运销集团有限公司（以下简称“运销集团”）、山西康伟集团有限公司（以下简称“康伟集团”）等 11 个全资或控股子公司（附件 2）。截至 2012 年底，公司拥有在职员工 11,946 人。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 4,256,863.56 万元，负债合计 2,545,679.48 万元，所有者权益合计 1,711,184.08 万元，其中归属母公司所有者权益 866,396.19 万元。2012 年公司实现营业

收入 771,832.98 万元，净利润 119,254.85 万元；经营活动产生的现金流量净额 197,482.84 万元，现金及现金等价物净增加额 838,185.83 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 4,349,894.90 万元，负债合计 2,610,003.09 万元，所有者权益（含少数股东权益）1,739,891.81 万元。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 201,737.25 万元，净利润（含少数股东损益）27,088.73 万元；经营活动产生的现金流量净额 49,390.04 万元，现金及现金等价物净增加额 34,705.42 万元。

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：王金余。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“永泰能源股份有限公司 2013 年公司债券”，发行规模为人民币 38 亿元。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，公司拟用于调整负债结构、降低财务费用。

三、行业分析

公司目前已从油品经销转型进入煤炭采选领域。煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1. 行业概况

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

中国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。据统计，中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.40%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源地区，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但由于地处西部内陆，运输不便；华东、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

中国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2%的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多属低硫煤，下部多属高硫煤。总体看，中国煤炭质量整体较好。

由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，

始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

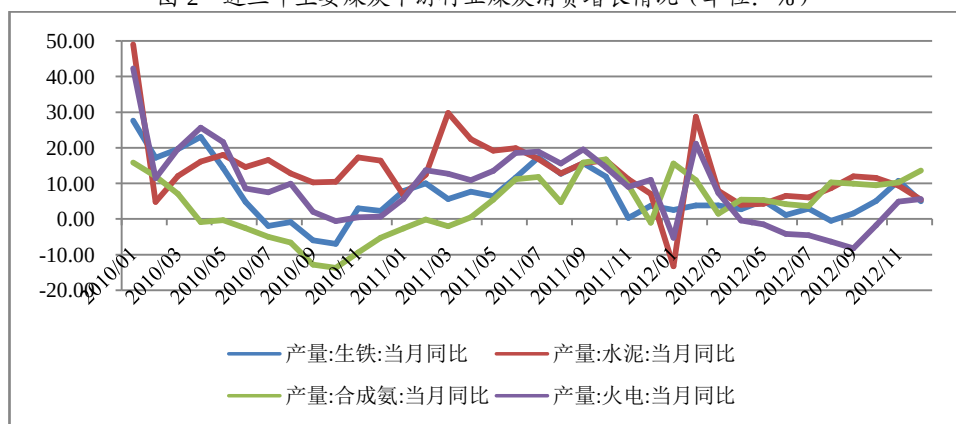
2. 煤炭供需

煤炭需求

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁、化工四大行业，约占煤炭总需求的 88.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%，化工约占 6.00%。

2010 年以来，煤炭下游主要消费行业增速逐步回落（图 2），作为“十一五”的收官之年，受制于节能减排目标影响，地方政府不同程度存在限产停产、拉闸限电等现象，导致短期内煤炭需求下滑。2011 年是“十二五”第一年，工业化、城镇化、市场化、国际化进程加快，我国经济社会继续保持较快发展，国内煤炭需求保持适度增长。同时，随着国家推进经济结构调整和节能减排、淘汰落后产能，抑制高耗能产业发展，煤炭需求增幅减缓。2012 年以来，国际国内经济形势严峻复杂，国际经济持续下滑，国际煤炭市场价格大幅下降，致使国内进口煤炭量增加。同时，国内经济增长速度放缓，经济下行压力加大。受国内外经济环境影响，冶金、建材、化工等主要用煤行业煤炭需求不旺，煤炭市场供求关系出现转换。

图 2 近三年主要煤炭下游行业煤炭消费增长情况（单位：%）



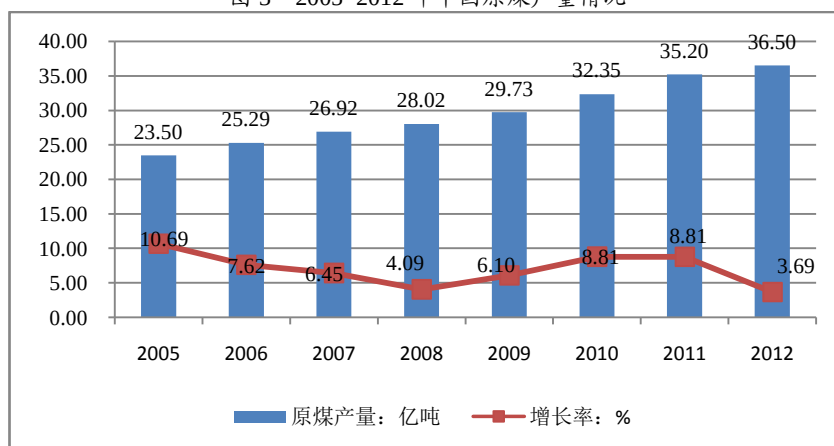
资料来源：wind 资讯

煤炭供应

近年，我国原煤产量增长受下游需求及资源整合影响略有波动。2010 年得益于大型煤炭基地建设快速推进和大型现代化高效矿井陆续投产，全国原煤产量整体保持快速增长势头。2011 年煤炭产量延续增长势头，全年全国原煤产量完成 35.20 亿吨，同比增长 8.81%。2012 年由于经济形势的影响，煤炭产量虽然保持上升态势，但是增速大幅下降 5.12 个百分点，增速降为 3.69%（图 3）。

随着原煤产量持续增长，煤炭生产向西北地区集中趋势仍在延续，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽运来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本。

图 3 2005~2012 年中国原煤产量情况



资料来源: wind 资讯

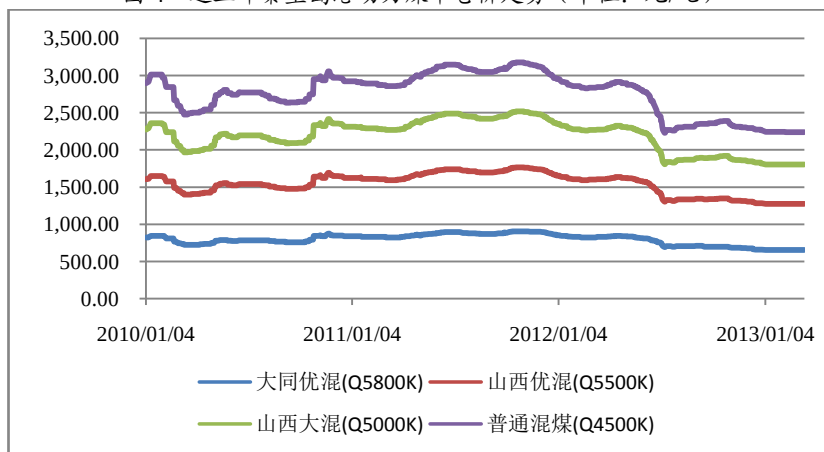
2011 年煤炭资源整合进入一个新的阶段。从国内市场看,山西、河南等主要产煤省区的地方整合煤矿在 2011 年陆续迎来投产,煤炭资源整合成效进一步得到体现;随着包西、太中银等多条铁路运输通道的投入运营,陕西北部及内蒙西部的煤炭产能逐步得以释放。2011 年全国煤炭资源供应总量比 2010 年有所增加,煤炭稳定供应能力提高。

2012 年以来,由于经济运行趋缓、南方降水增加,电力需求量的不足传导至煤炭供应链各环节,导致煤炭积压。由于煤炭市场疲软,煤炭供应的增加量超过煤炭需求的增加量,造成煤炭库存大幅度增加,全社会煤炭库存一直处于较高的水平。据统计,截至 2012 年 12 月中旬,全国煤炭库存在 3 亿吨以上,处于历史高位。

3. 煤炭价格

2010 年以来,煤炭维持小幅震荡格局,受制于节能减排冲刺阶段,第二、三季度煤炭价格低迷;四季度以来,煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下,温和上升(图 4)。2011 年煤炭需求依然旺盛,特别是在国际煤价高位震荡、国内物价整体上涨的压力下,中国煤炭价格持续上涨。2012 年以来,从全国来看,由于煤炭市场疲软,严重供过于求,造成煤炭交易价格大幅度下滑,煤炭生产地、中转地、消费地的煤炭价格下滑幅度都很大。内蒙古、山西、陕西、河南等煤炭主要生产省区的煤炭出矿价下滑幅度都超过 10%以上,下滑幅度最高者达到 30%以上。

图 4 近三年秦皇岛港动力煤平仓价走势(单位:元/吨)



资料来源: wind 资讯

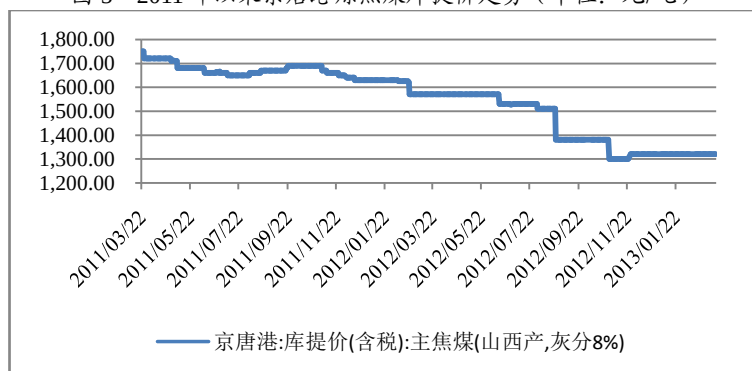
焦煤

炼焦煤是用来冶炼焦炭的煤，主要包括焦煤、1/3 焦煤、气煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤等煤种，属中变质烟煤。近年，在国内煤炭产量大幅上涨的同时，焦煤产量并未出现平稳上涨的情况，炼焦煤产量占中国原煤产量比例整体处于下降趋势。

而作为煤炭资源中的稀缺品种，炼焦煤是钢铁企业不可或缺的原料，尤其是焦煤作为炼焦用煤的主焦煤，目前我国这一煤种的产量较小。同时，随着我国工业化、城市化进程的推进，以及钢铁企业高炉大型化趋势的加速，对优质焦煤的需求呈现刚性增长的态势，这直接影响到我国炼焦煤对外依存度上升。

从炼焦煤的价格走势来看，与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显。同时随着炼焦煤进口增加，国际市场对国内价格的影响日益加大，2010 年下半年国际市场铁矿石、炼焦煤价格的上涨在很大程度上带动了国内价格走高；另一方面，关闭大量小煤矿、煤炭企业集中度提高以及部分炼焦煤矿区矿难频发也在一定程度上支撑了炼焦煤价格，促使炼焦煤价格随着钢价上涨而上涨。2011 年炼焦煤的价格走势以高位徘徊为主。2012 年由于受到总体经济环境的影响，焦煤价格呈回落走势。2013 年以来焦煤价格处于低位延续状态（图 5）。

图 5 2011 年以来京唐港炼焦煤库提价走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

炼焦煤的稀缺性使得其日益成为全球争夺的战略性资源，结合全球煤炭贸易格局判断，未来中国、印度炼焦煤进口量将快速增长，并取代日韩成为最大的进口国，各国抢夺焦煤资源的程度将会逐步加剧。因此，这也决定了焦煤价格的中长期上涨趋势。

4. 煤炭产业政策

总体规划

2012 年 3 月，国家发改委下发煤炭工业发展“十二五”规划。根据规划，到 2015 年，煤炭调整布局和规范开发秩序取得明显成效，生产进一步向大基地、大集团集中，现代化煤矿建设取得新进展，安全生产状况显著好转，资源回采率明显提高，循环经济园区建设取得重大进展，矿区生态环境得到改善，企业“走出去”取得新成效，矿工生活水平明显提高，基本建成资源利用率高、安全有保障、经济效益好、环境污染少和可持续发展的新型煤炭工业体系。

①“十二五”期间我国煤矿建设将按照上大压小、产能置换的原则，合理控制煤炭新增规模。东部（含东北）地区建设接续煤矿，中部地区适度放缓建设，西部地区重点开发建设，内蒙古、陕西、山西、甘肃、宁夏、新疆为重点建设省（区），新开工规模 6.5 亿吨/年，占全国的 87%。

②在运煤通道上，负责蒙煤外运的集通线将大扩容，同时蒙冀线也将建成，如此将极大释放

内蒙煤炭产能。预测 2015 年，煤炭调出省区净调出量 16.6 亿吨，其中晋陕蒙宁甘地区 15.8 亿吨，主要调往华东、京津冀、中南和东北地区，少量调往川渝地区；煤炭调入省区净调入 16.6 亿吨，其中华东、京津冀、中南和东北地区 16.2 亿吨，主要由晋陕蒙宁甘、云贵地区供应。可见，内蒙和山西等地煤炭外运是其主要内容。

③大力推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，发展大型企业集团，提高产业集中度，提升安全保障能力，有序开发利用煤炭资源，有效保护矿区生态环境。通过兼并重组，全国煤矿企业数量控制在 4,000 家以内，平均规模提高到 100 万吨/年以上。预计十二五期间随着国家对煤炭整合的深入，未来煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，煤炭企业对煤价的掌控能力将明显增强。

实施关闭小煤矿计划

自 2008 年 10 月国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门联合发出《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》以来，煤炭产业整合在整体行业下滑之际如期加速，各地政府也纷纷出台相关配套政策，对区域内小煤矿进行整合。此举一方面有利于解决当时行业内产能过剩问题，另一方面通过加大结构调整力度，也可以起到提高资源利用率，并稳定供给结构，改善安全生产环境的作用。

其中，山西省政府发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》，要求到 2010 年全省矿井个数控制在 1,500 座以内，使大集团控股经营的煤炭产量达到全省总产量的 75%以上。2009 年 4 月，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》出台，其核心内容之一就是全力推进山西煤炭产业整合：到 2011 年，山西全省煤炭矿井总数由 2,598 座减少到 1,000 座，到 2015 年减到 800 座，保留矿井要全部实现以综采为主的机械化开采；兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产 300 万吨，单井生产规模原则上不低于 90 万吨。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正推进资源整合。

进出口政策：以关税引导，平抑价格

煤炭产品出口方面，中国目前实行煤炭出口配额制。自 2006 年 9 月 15 日起，中国取消了煤炭出口退税政策，2006 年 11 月 1 日起对煤炭产品加征 5% 的出口关税，2007 年 6 月 1 日起，中国煤炭进口税率由 3%~6% 调至 0%~3%。2008 年 8 月 20 日起，焦炭出口税率从 25% 上调至 40%，炼焦煤税率从 5% 上调至 10%，此外，开征其他八类烟煤出口关税，税率分别暂定在 10%。自 2012 年 1 月 1 日起，我国进出口关税将进行部分调整，将对包括成品油、煤炭等在内的 730 多种商品实施较低的进口暂定税率，平均税率为 4.4%，比最惠国税率低 50% 以上。

根据国务院关税税则委员会第十次全体会议审议通过，并报国务院批准的《2013 年关税实施方案》，2013 年焦炭关税由上年的 40% 变为取消。焦炭出口税取消有助于恢复焦炭出口竞争力，从而焦煤需求量增价升的确定性更大。

国家鼓励煤炭进口、减少出口的政策导向对煤炭出口造成了较大影响。该政策期望通过税收引导，改变长期以来的资源出口模式，同时希望能够通过减少煤炭出口扩大国内供应量，以期平抑价格。

启动稀缺资源保护

2009 年 1 月 7 日，国土资源部发布《全国矿产资源规划（2008~2015 年）》，提出对国民经济具有重要价值的特殊煤种和稀缺煤种实行保护性开采，合理控制开采规模，加强焦煤、肥煤、气煤等的保护和合理利用。推进建立包括特殊煤种和稀缺煤种在内的矿产资源储备，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力。2012 年出台的煤炭工业发展“十二五”规划再次提出提高资源保障程度，未来有望出台具体相关政策。2012 年 12 月底，国家发改委发布《特殊和稀缺煤类开

发利用管理暂行规定》，将对焦煤、无烟煤等特殊和稀缺煤类实行总量控制，新建矿 10 年内不得提高产能，而且规定资源开发需中方控股，回采率不达标将吊销煤炭生产许可证。上述各项稀缺资源保护政策的出台有利于部分特殊煤种和稀缺煤种企业长期发展。

5. 行业关注

行业内对中小煤矿的整顿，将造成供给量和结构的变化

以山西省为代表的中小煤矿整合计划在 2009 年启动，国内大规模的整合对短期供给产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善山西地区的煤炭供应结构。一方面行业安全生产水平将得到提高，另一方面行业集中度将得到提高。煤炭行业议价能力会得到改观。同时关停产能在整合后将进行扩产改造重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期。

煤炭和煤化工产品价格仍将与油价保持一定联动关系

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油保持高度联动。煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径。国内煤化工、煤制油行业的快速发展，使煤炭对石油原料的可替代性进一步增强，但未来油价仍将与煤炭价格保持一定的联动。

煤炭资源税从量征收到从价征收改革

2010 年 6 月 1 日财政部印发了《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》的通知（财税[2010]54 号），规定自 6 月 1 日起在新疆对原油、天然气资源税实行从价计征，税率为 5%。2010 年 7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院召开西部大开发工作会议，明确将对煤炭、原油、天然气等资源税由从量征收改为从价征收，这意味着 6 月初实施的针对新疆地区的资源税改政策将推广到西部 12 个省份。资源税改革能有效对煤炭品质和税负进行挂钩，但煤企税负将明显加重。考虑到资源税的从价征收有可能与煤炭领域税费改革一并进行，同时煤炭行业有一定能力将部分税负向下游进行转嫁，实际税负将比预期低。但若在煤炭供给较为宽松情况下出台，新增税赋无法有效向下游转嫁，煤炭行业盈利水平将受到较大影响。

进口冲击

2009 年中国由煤炭资源净出口国转为净进口国，全年实现煤炭净进口量 1.03 亿吨，进口煤炭对南方沿海地区煤炭价格造成了一定冲击。2009 年进出口的转换主要原因为中国经济在 4 万亿投资计划刺激下先于西方主要经济体快速复苏，国内煤炭资源整合也在一定程度上限制了供给量，维持了内外一定的价差空间。2011 年以来，中国超越日本成为全球最大的煤炭进口国，据海关信息网统计，2012 年我国进口煤炭 2.89 亿吨，价值 287 亿美元，与去年同期相比分别增长 29.8%和 20.2%；进口平均价格为每吨 99.5 美元，下跌 7.4%。

煤炭进口增长的关键在于国内外的价格差异，考虑到中国目前煤炭净进口量已占世界可贸易煤炭量的较大比例，西方主要经济体的复苏也将增加对煤炭的需求，未来加大进口将拉高国际市场价格，并与铁矿石争夺海运运力，中期看煤炭进口规模继续扩大空间较为有限，中国煤炭资源整合产能的延后扩大效应也将一定程度上平抑进出口差额。总之，煤炭进口量增加和进口价格的下降对国内煤炭市场产生一定的冲击。

6. 行业前景

整体供大于求，运输能力趋紧，导致季节性区域供给偏紧

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，运输扮演供给中重要角色。从供给、下游耗煤需求等方面来分析，2012 年煤炭基本处于供大于求的状态：煤炭供给增量主要来自蒙陕，山西改扩建矿

释放产能缓慢，另外进口煤炭的增加使得煤炭供给方面还是出现了一定幅度的增长；需求方面，火电、焦炭、钢铁、建材、化工仍保持一定的增速，但增速有所放缓，主要考虑国家进行产业结构调整，导致煤炭主要下游行业产量增速下降引致耗煤增速下降。考虑到未来 1~2 年运输增量仍旧不多，运输能力不能满足新增产能，季节性区域供给略紧张。

行业集中度继续提升

根据国家发改委 2010 年新发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》及“十二五”规划意见稿，预计十二五期间随着国家对煤炭整合的深入，未来煤炭行业集中度和规模产量将进一步提高，煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，煤炭企业对煤价的掌控能力将明显增强。此举将有利于区域内大型煤炭企业集团的发展，特别是国有企业发挥规模优势。

产业链逐步完善提升企业盈利能力

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。煤电、煤化工、煤建材、煤焦化、煤气化等优势产业都受到国家政策鼓励支持。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体来看，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司 2010 年由油品经营转型进入煤炭采选领域，目前形成了以煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。截至 2012 年底，公司拥有煤炭资源权益保有储量 12.89 亿吨。其中，公司在山西省境内的 14 座煤矿共有煤炭权益保有储量 4.43 亿吨（主要是焦煤），公司已在山西地区形成了一定规模的焦煤生产能力；下属子公司陕西亿华矿业开发有限公司（以下简称“亿华矿业”）拥有优质动力煤权益保有储量 8.01 亿吨；下属子公司新疆双安煤矿拥有气煤权益保有储量 4,456 万吨。公司煤炭主业下辖 16 座矿井（其中 6 座生产矿井、其余均为基建技改矿井）、配套大型选煤厂 5 座（洗煤能力合计 600 万吨/年）、正在建设年选煤 180 万吨项目 1 座。

目前，公司控股 16 家煤矿企业，经备案后的焦煤及其配煤保有储量为 72,109.50 万吨，焦煤及其配煤生产规模合计为 1,095 万吨/年；优质动力煤保有储量 114,453.00 万吨，生产规模为 600 万吨/年。

公司全资子公司华瀛山西和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。2012 年 3 月，公司完成非公开增发募集资金约 49 亿元，资本金实力显著增强，进一步提升了公司进行煤炭资源兼并重组整合的竞争实力。

综合来看，虽然公司进入煤炭行业的时间不长，但煤炭生产规模提升的空间较大，随着非公开增发资金的陆续使用，公司未来竞争力有望获得较大的提升。

2. 技术及装备水平

公司技术研发工作的重点是生产环境建设和安全保障。由于公司转型煤炭工业采取的是收购煤矿的方式，公司对所收购煤矿坚持“高起点设计、高标准要求、高质量施工、高水平装备”的原则进行改造建设，通过大力推广综采、机采、综掘，加大机电运输、防排水、通风等系统的升

级改造力度，更新和完善安全监测监控系统、井下人员定位系统、通讯联络系统、压风自救系统及供水施救系统，并建设了智能化、数字化生产调度指挥中心。

目前公司已安装 8 个综采工作面机械化采煤设备，分别适用于薄煤层、中厚煤层以及放顶煤开采，极大的提高了公司开采不同赋存条件下煤层的能力，同时也提高了公司的采煤机械化程度。

公司的生产矿井均采用高档普采工艺或综合机械化采煤工艺，其它改造矿井均按照综合机械化采煤工艺进行建设。公司生产设备与同行业企业相比具有一定的先进性，如所用的采煤机是电牵引大功率采煤机，割煤速度快，事故率低，产量高；所用的可弯曲刮板输送机、装载机、可伸缩胶带运输机均为型号新、技术先进、性能领先的新型设备。

综合来看，公司煤矿改造建设的起点高，在建煤矿所使用的生产装备在国内属较高水平。

3. 资源优势

公司的生产矿井主要集中在山西省境内，生产的煤种主要是焦煤及其配煤，目前在灵石县拥有焦煤权益保有储量 3.54 亿吨，2012 年重大资产重组收购的康伟集团在长治市的三个矿权益保有储量 0.89 亿吨。

我国目前查明的炼焦煤储量约为 2,800 亿吨，占世界炼焦煤查明资源量的 13%，占我国煤炭资源储量的 26.63%。资源主要集中在华东、华北，其中尤以山西省储量最大，查明储量为 1,551.84 亿吨，占全国资源储量的 55.53%。

公司所在的灵石县煤炭资源丰富，全县含煤面积 860 平方公里，地质储量 91 亿吨，多为肥煤、焦煤、瘦煤和气煤。灵石县是我国主焦煤的主要产地之一，该地域煤岩组分以亮煤、镜煤为主；煤岩类型以半光亮型、光亮型煤为主；煤层主要为条带状结构、层状构造；具有裂纹少、抗碎强度大、抗磨性好的特点；原煤热量平均值均大于 36MJ/kg，属高热值——特高热值煤种。

焦煤是炼焦用煤中之主焦煤，变质程度中等，结焦性和粘结性最佳。经过洗选加工后成洗精煤，适用于炼钢、煤气等行业，还可造气和电石。炼焦产生的焦油和焦炉气可作为燃料，还能提炼数十种化工产品。

公司全资子公司华瀛山西和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，具有该资格的煤炭企业拥有优先参与市场重组权，优先开发未开发的煤炭资源，优先享有国家及山西省的优先扶持权，优先通过资源重组进行资源配置等。因此，公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。

2013 年 1 月 8 日，公司全资子公司华瀛山西能源投资有限公司接到国土资源部《中标通知书》，确定华瀛山西为国土资源部页岩气探矿权出让招标项目（项目编号：GT2012YQTKQCR0001）对应区块——贵州凤冈页岩气二区块的探矿权中标人。

总体看，公司主要煤种属稀缺煤炭资源，经济价值较高；公司拥有三个具有山西省煤矿企业兼并重组整合主体资格的企业，有利于公司进一步获取煤炭资源、扩大经营规模；页岩气开发有望成为公司未来新的利润增长点。

4. 地质条件

灵石县位于山西省中南部，为低山丘陵区，平均海拔标高多在 797~1,032 米，区内波浪式平缓褶皱较为发育，地层倾角一般 2~9 度，地质构造属于简单型。区内没有大的地表水体，各沟谷基本常年无水，仅在雨季汇聚短暂性的洪流，属于季节性沟谷河流。地下水体流向为由北向南，接受大气降水补给后顺岩层倾向径流，部分由矿井水排泄，区内地表水对煤炭开采没有影响，水防治理工程简单，水文地质属简单型。

灵石县区域内煤炭资源丰富，储量大、分布广、品种全、质量优、易开采。区内煤层埋藏较浅（地标下 300~800 米），煤层厚度高，可采掘面积广。区内瓦斯绝对涌出量为 0.48~0.69 立方米/分钟，二氧化碳绝对涌出量 0.27~1.16 立方米/分钟，区内煤层属于低瓦斯矿，瓦斯含量不大，未发现地温、地压异常现象，区内矿井近年来未发生过瓦斯爆炸突发事件。

由于灵石县的地质条件较好，煤层薄厚适中，有利于机械化开采，因此公司对所收购煤矿在改造中采用综合机械化开采工艺进行建设，有利于公司降低开采成本、控制安全风险。

综上，公司焦煤主要生产所在地的地质条件较好，有利于公司降低开采成本、控制安全风险。

5. 人员素质

由于业务范围发生大的变化，近年来公司从国有大型煤炭企业引入大量煤炭行业的高级管理人才和技术骨干，人员构成渐趋合理。

公司董事长王金余先生，现年 56 岁，曾任大屯煤电（集团）有限公司党委书记、上海能源股份有限公司副董事长，中煤第五建设公司总经理、党委副书记；中国中煤能源集团有限公司总经理助理，中煤建设集团有限公司执行董事、总经理、党委副书记；现兼任永泰控股集团有限公司董事、总裁。

公司董事、总经理符小民先生，现年 54 岁，曾任江苏煤矿安监局副局长；现兼任公司子公司华瀛山西总经理。

公司总工程师郭夕祥先生，现年 50 岁，曾任上海大屯能源股份有限公司姚桥煤矿生产副矿长、总工程师，中煤能源新疆松树头煤业有限公司执行董事、总经理、总工程师，中煤能源新疆天山煤业有限公司董事。

截至 2012 年底，公司拥有在职员工 11,946 人，其中生产人员占 78.85%，技术人员占 3.50%，销售人员占 1.15%，行政人员占 15.17%，财务人员占 1.34%；从文化程度看，中专（含高中）及以下学历占 91.64%，大专学历占 5.99%，本科及以上学历占 2.37%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的煤炭行业工作背景和管理经验，对行业发展趋势把握较准，经营驾驭公司的能力较强。公司员工以生产人员为主，文化程度偏低，符合煤炭生产企业的特点。

五、公司管理

1. 治理结构

自永泰控股成为公司控股股东以来，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规和《上海证券交易所股票上市规则》的要求，不断完善公司治理结构和内部控制制度，增强股东大会、董事会和监事会的议事能力和决策能力，规范公司运作，公司治理水平得到提升。

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 8 名成员组成，其中 3 名为独立董事，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名监事组成，任期三年，监事会设监事会主席 1 名，由半数以上监事选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司法人治理的实际状况基本符合相关规范要求。

2. 管理体制

公司从油品业务转为以煤炭采选为主后，对决策、经营、财务、人力资源等方面的规章制度进行了清理、修订、完善，目前已初步形成了制度配套、管理规范、流程有序的内部管理体制。

公司下设办公室、人力资源部、经营管理部、财务管理部、融资管理部、证券事务部、项目发展部、生产建设部、安全监察局、机电管理部、销售管理部等 11 个职能部门，以及华瀛山西、运销集团和康伟集团等 11 个全资或控股子公司。公司各职能部门分工明确，对下属煤矿的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规范制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属煤矿建立了相应的经营计划和内部控制制度。

财务管理方面，公司建立了财务集中控制体系，规范了资金管理职权。公司实行财务集中管理和分级负责制，下属各单位法人代表或主要负责人是财务工作的第一责任人，下属煤矿实行财务负责人和财务人员委派制，公司财务总监或分管财务工作的负责人对财务人员和财务行为实行垂直管理。公司财务收支事项实行联签制，由单位负责人与委派的财务负责人等两人以上联合签署，大额资金支出必须报经公司董事长、总经理审批。公司出台的《资金管理办法》明确了各单位资金管理权限和程序，落实管理责任，做到资金统一管理、统一运作、统一筹集。根据公司《财务预算管理办法》，公司及各矿根据年度经营计划，严格控制预算外支出；加强成本管理，尤其是人工成本、材料消耗、及各项费用支出；严格履行预算审批制度，以提高资金运作能力和资本运营效率。

安全管理方面，公司成立了公司本部、下属煤矿两级安全生产管理委员会，对安全生产工作进行全面领导，对重大安全事项进行决策。公司明确一名副总经理专职负责安全工作，并成立安全监察部，行使安全生产综合管理与监督职能；由公司向各矿派驻一名专职安全副矿长，并设立安全监察科。公司先后制定了《安全生产责任制》、《安全奖罚实施细则》、《安全质量标准化管理制度》、《领导带班下井制度》、《隐患排查实施办法及责任追究规定》、《安全教育与培训制度》、《探放水特别规定》等 18 项安全生产管理制度，为规范化安全管理提供了保证。公司以安全质量标准化建设为主要措施，制订了安全质量标准化年度规划、季度计划，并对各矿安全质量标准化工作进展情况逐月考核落实。公司建立了安全目标责任考核体系，公司与各矿、各部门责任人签订了《安全生产目标责任书》，落实安全管理责任、加大安全综合考核力度，使安全管理进一步得到加强。

煤炭产品质量管理方面，公司成立煤炭质量考核领导小组，对各矿产品质量情况进行考核。公司在各矿设立煤质化验室，每日由领导小组下设的办公室会同煤矿相关人员，依照国家有关标准对商品煤质量进行现场抽查，并在化验室当时化验回收率。考核办公室每月将所有化验结果加权平均计算出当月平均回收率，经领导小组签字后，报经营管理部对煤矿进行月度考核。

综合来看，公司引入具有煤炭行业工作背景和管理经验的人才后，加强煤矿安全管理，重视产品质量控制，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实现。

六、经营分析

1. 经营概况

自 2009 年 3 月永泰控股改组公司以来，公司逐步由油品经营转型进入煤炭采选领域。2009 年 10 月，公司现金收购华瀛山西 40% 的股权（华瀛山西持有荡荡岭煤矿股权和冯家坛煤矿 100% 股权），此次收购标志着公司正式进入了煤炭采掘领域。2010 年 7 月，公司实施 2009 年度定向增发，收购了华瀛山西 30% 股权并对其进行增资；增资后，华瀛山西投资设立山西灵石华瀛金泰

源煤业有限公司（以下简称“华瀛金泰源”），并由华瀛金泰源收购整合金泰源等七座煤矿采矿权及夏门堡二坑煤矿的固定资产；经多次股权变动后，华瀛山西成为公司全资子公司。

2010年12月，公司剥离了油品经销等业务。2011年3月，公司实施定向增发，收购了山西灵石孙义煤业有限公司等4座煤矿。2012年3月，公司再次定向增发，收购了亿华矿业和山西灵石银源安苑煤业有限公司（以下简称“银源安苑”）、山西灵石银源新生煤业有限公司（以下简称“银源新生”）等3座煤矿。2012年3月，公司收购了康伟集团65%的股权。至此，公司已成功实现向煤炭业务为主的能源类公司转型，形成了以煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。

自剥离油品经销等业务以来，公司煤炭经营规模呈高速增长的趋势。2012年，公司实现营业收入771,832.98万元，同比大幅增长274.36%；实现利润总额170,320.18万元，同比大幅增长223.30%。公司营业收入中的煤炭采选收入538,268.94万元，占比69.74%；煤炭贸易收入229,572.21万元，占比29.74%，公司煤炭主业十分突出。

表1 近两年公司主营业务收入、成本、毛利率情况（单位：万元）

项目	2011年			2012年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
煤炭采选	181,957.38	62,249.94	65.79%	538,268.94	230,530.53	57.17%
煤炭贸易	22,807.33	20,832.47	8.66%	229,572.21	222,431.13	3.11%
其他	--	--	--	2,542.90	1,580.43	37.85%
合计	204,764.71	83,082.41	59.43%	770,384.05	454,542.09	41.00%

资料来源：公司年报

从盈利情况看，由于公司剥离毛利率较低的油品经销等业务，转型后2011年公司主营业务毛利率达到59.43%，较2010年的15.22%大幅提高。2012年，受国际煤炭价格震荡下行，国内经济增速放缓但煤炭产能不断释放及进口量大幅增长等因素影响，国内煤炭价格大幅波动，公司煤炭采选和煤炭贸易的毛利率均出现下降（表1）；同时，由于毛利率较低的煤炭贸易收入占比提高，使得公司主营业务毛利率下降至41.00%。受益于经营规模的扩大，2012年公司煤炭采选和煤炭贸易分别实现毛利307,738.41万元和7,141.08万元，分别同比大幅增长了157.08%和261.60%，盈利规模显著提升。

2013年1~3月，公司实现营业收入201,737.25万元、净利润27,088.73万元，分别同比增长了107.93%和84.95%，增长的主要原因是公司煤炭销量同比大幅增长。

总体看，公司煤炭资源整合速度较快，带动了收入和盈利水平大幅增长。

2. 资源储备

近年来，公司以华瀛山西为平台加大资源整合力度，在山西省灵石县获取了一定规模的优质主焦煤资源。同时，公司按照“以山西为中心、以陕蒙为接续、以新疆为储备”的煤炭发展战略，在陕西、新疆也获取了规模较大的煤炭资源。2012年公司收购银源煤焦和康伟集团，使得焦煤资源储量大幅增长。截至2012年底，公司共有煤炭资源权益保有储量12.89亿吨（表2）。其中，在山西省境内，华瀛山西位于灵石的11座煤矿和康伟集团位于长治的3座煤矿合计焦煤权益保有储量4.43亿吨；亿华矿业拥有优质动力煤权益保有储量8.01亿吨；新疆双安煤矿拥有焦煤权益保有储量4,456万吨。

表 2 2012 年底公司煤炭资源情况 (单位: 万吨、%)

地区/煤矿	年产能 (万吨)	煤种	保有储量 (万吨)	权益保有 储量(万吨)	权益年产能 (万吨/年)	控股比例 (%)	煤矿现状
荡荡岭	60	焦煤	2,543.00	2,543.00	60.00	100	生产矿井
冯家坛	45	焦煤	1,622.00	1,622.00	45.00	100	生产矿井
金泰源	90	焦煤	7,587.00	6,828.30	81.00	90	取得小验收批文 ¹
集广	60	焦煤	3,048.00	1,554.48	30.60	51	取得大验收批文 ²
柏沟	60	焦煤	4,398.00	2,242.98	30.60	51	取得小验收批文
孙义	60	焦煤	3,238.00	3,238.00	60.00	100	取得大验收批文
银源安苑	60	焦煤	2,987.00	2,987.00	60.00	100	取得小验收批文
银源新生	60	焦煤	3,217.00	3,217.00	60.00	100	取得大验收批文
银源兴庆	90	肥煤	11,317.50	5,771.93	45.90	51	技改矿井
银源新安发	60	焦煤	3,959.00	2,019.09	30.60	51	生产矿井
银源华强	60	焦煤	6,661.00	3,397.11	30.60	51	生产矿井
康伟孟子峪	60	焦煤	2,144.00	1,393.60	39.00	65	生产矿井
康伟南山	90	焦煤	8,004.00	5,202.60	58.50	65	取得小验收批文
康伟森达源	120	焦煤	6,928.00	2,296.63	39.78	33.15	技改矿井
山西-合计	975	--	67,653.50	44,313.72	671.58	--	--
双安矿	120	焦煤	4,456.00	4,456.00	120.00	100	生产矿井
新疆-合计	120	--	4,456.00	4,456.00	120.00	100	--
亿华矿业	600	优质动力煤	114,453.00	80,117.10	420.00	70	前期工作
陕西-合计	600	--	114,453.00	80,117.10	420.00	70	--
合计	1,695	--	186,562.50	128,886.82	1,211.58	--	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司煤炭资源储备较为充足, 随着公司对三个煤炭资源兼并重组整合主体资格的充分利用, 资源储备的后续发展有一定保障。

3. 煤炭生产

公司现有 16 座矿井, 其中生产矿井 6 座、技改矿井 9 座、在办手续 1 个。目前公司已投入煤炭生产的 6 座矿井生产规模为 405 万吨/年。截至 2012 年底, 公司的 9 座技改矿井中已有 3 个矿井通过大验收、待领批文; 4 个矿井拿到小验收批文; 2 个矿井正在技改。

表 3 近两年公司主要产品产销情况

期间	煤炭种类	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
2011 年	原煤	263	259	98.48%
	精煤	82	82	100.00%
2012 年	原煤	846	852	100.70%
	精煤	402	406	101.10%

资料来源: 公司提供

注: 1、公司原煤销量数据包括公司内部销售原煤, 用于洗选精煤后对外销售。

2、由于 2012 年新合并的康伟集团存货的原因导致公司外销量大于产量。

2012 年以来, 伴随着对煤矿企业的收购, 以及技改矿井陆续开始生产, 公司煤炭产量大幅增长。2012 年公司的原煤产量达到 846 万吨 (表 3), 同比大幅增长 221.67%; 同期, 由于洗煤能力

¹ 系指建设工程中的阶段性验收。

² 系指建设工程全部完成后的验收。

由 2011 年的 120 万吨/年大幅提高到 2012 年的 600 万吨/年，公司洗精煤产量达到 402 万吨，同比大幅增长了 390.24%。

开采技术方面，公司已陆续对下属各煤矿进行综采工艺改造，加之新建改造的矿井均计划采取综采工艺，因此公司 2012 年整体综合机械化程度和全员效率较 2011 年有所提升（见表 4）。

表4 公司煤炭生产指标情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
综合机械化程度（%）	--	80%	85%
采煤机械化程度(%)	66%	100%	100%
掘进机械化程度(%)	26%	100%	100%
全员效率(吨/工)	4.3	2.39	6.88
死亡率(人/百万吨)	0	0	0

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司转型煤炭工业以来，坚持“安全高于一切，安全重于一切，安全先于一切”的经营理念，通过加大安全投入，实现了设备、系统的升级改造，矿井安全保障能力明显得到增强，为实现安全生产、高产高效生产提供了强有力的保证。同时，公司积极推进安全质量标准化，公司煤矿安全质量标准化工作在山西晋中地区属先进行列。截至目前，公司煤炭安全生产形势稳定，安全指标完成情况良好，未出现伤亡事故。

虽然公司安全生产形势平稳有序，但是联合评级同时关注到，公司在资源整合过程中，建设改造的煤矿较多，未来仍面临较大的安全管理压力。

4. 产品销售

公司煤炭销售采用以直销为主，代理销售为辅的销售模式。公司全资子公司运销集团承担煤炭销售职责，包括销售合同签订、煤炭发运、资金回笼等业务由运销集团统一运作。

公司煤炭销售采取以产定销的方式。在公司煤炭产量大幅增长的同时，公司面临 2012 年煤炭供大于求、煤炭价格波动下行等复杂多变的外部环境。公司通过积极开发新客户，加强与大型钢厂、焦化厂建立战略合作关系，减少中间环节，实现了煤炭销量的大幅增长。2012 年公司实现原煤销售 852 万吨（含内部销量），同比大幅增长 228.96%，产销率达到 100.70%。由于 2012 年以来公司选煤厂产能释放，洗精煤产量增幅较大，使得洗精煤销售比重由 2010 年的 7%大幅上升至 2012 年的 70%（表 5），公司煤炭产品销售结构显著优化。2012 年，公司实现精煤销售 406 万吨，同比大幅增长 395.12%，产销率达到 101.10%。

表5 公司煤炭销售品种占比情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
原煤占比	93%	50%	30%
洗精煤占比	7%	50%	70%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

销售价格方面，由于受宏观经济影响造成的煤炭价格波动和销售困难，公司取消了原来由内部煤炭销售价格委员会按季度制定一次销售价格的定价方式，改为采用更加灵活的定价策略，遇市场价格出现异常变化时，公司召开临时定价会议，随市场行情进行调整。受煤炭需求下降影响，公司原煤平均售价（客户坑口自提价）由 2011 年的 673 元/吨下降至 2012 年的 548 元/吨（表 6）；

洗精煤平均售价（客户自提价和到厂价的加权平均价）由 2011 年的 1,126 元/吨下降至 2012 年的 930 元/吨。

表 6 公司自产煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨）

项 目	2010 年		2011 年		2012 年	
	销量	平均价格	销量	平均价格	销量	平均价格
原煤	95	618	134	673	293	548
洗精煤	7	1,155	82	1,126	406	930

资料来源：公司提供

销售客户方面，2011 年以来，公司的销售策略有所变化，谋求大客户成为公司的销售战略。由于公司的产能和产量的不断扩大，公司煤炭供应能力大幅提高，先后与济钢、莱钢、河北钢铁、武钢和本钢等大型钢铁企业建立了长期合作关系，保证了公司煤炭销量的增长。从客户集中度看，2012 年公司前五大客户合计销售占比达 49.35%，公司产品销售存在一定的客户集中风险。

销售结算方式方面，公司通过宣传、打造“永泰品牌”，得到了客户对公司的产品信任、依赖。目前除了给予大型钢厂及大型焦化厂一定的账期，采用每月滚动结算的方式以外，对于新开拓的客户基本采取先款后货的结算方式。

运输方式方面，公司目前的煤炭运输方式主要是铁路运输和公路运输，省内销售及铁路运输不便的情况下采用公路运输方式。公司目前拥有两个自有铁路站台，与中宝富源、冷泉、南关三个代发铁路站台合作，铁路站台发运能力能够满足公司正常销售需求需要。

总体看，随着产能的逐步释放，公司通过积极开发新客户，加强与大型钢厂、焦化厂建立战略合作关系，煤炭销量快速增长，产销率保持较高水平。

5. 经营效率

受益于公司煤炭经营规模的不断扩大，2010~2012年，公司营业收入和利润总额的复合增长率分别达到66.18%和164.30%，公司发展速度很快。

随着公司营业收入的大幅增长，公司各项资产的运营效率得到提高，存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率分别从2011年的16.55次、6.23次和0.22次提升至2012年的23.26次、6.81次和0.27次。

从同行业对比看，公司存货周转率处于行业较好水平（表 7）；应收账款周转率和总资产周转率处于行业较低水平。

表 7 煤炭行业主要上市公司 2012 年 1~9 月经营效率比较

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
煤气化	6.25	5.54	0.33
西山煤电	6.30	12.44	0.55
露天煤业	10.58	3.87	0.58
兰花科创	3.53	230.23	0.36
永泰能源	11.22	4.29	0.19

资料来源：Wind 资讯。

注：1、Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2、因相关公司未公告 2012 年年报，故本表选取 1-9 月数据。

公司以产定销的经营模式使公司存货周转率处于较高水平。目前公司煤炭销售收款多以银行承兑汇票结算，虽然公司应收账款周转率指标处于行业内较低水平，但应收账款回收的时间和进度有保障。

总体看，公司发展速度很快，整体经营效率较高。未来随着技改矿井陆续投产，公司整体经营效率有望获得提高。

6. 关联交易

2012 年，公司与关联公司深圳市永泰融资租赁有限公司发生了金额为 2.34 亿元的融资租赁交易，定价原则采用协议定价，交易价格与市场参考价格不存在差异。目前，公司与控股股东、其他控股股东子公司等关联方的关联交易很少，对公司的正常运营影响很小。

7. 重要事项

(1) 中标页岩气探矿权

2013 年 1 月 8 日，公司全资子公司华瀛山西接到国土资源部《中标通知书》，确定华瀛山西为国土资源部页岩气探矿权出让招标项目（项目编号：GT2012YQTKQCR0001）对应区块——贵州凤冈页岩气二区块的探矿权中标人。未来，页岩气开发有望成为公司新的利润增长点。

(2) 转让山西灵石昕益致富煤业有限公司、灵石县华瀛农业开发有限公司

为了整合公司所属煤矿企业，减少非控股煤矿企业，2012 年 12 月 7 日，公司与山西晋唐煤焦物流有限公司签署了《股权转让协议书》，公司将以 30,337.00 万元的价格转让 2010 年度非公开发行使用募集资金 16,954.00 万元收购的山西灵石昕益致富煤业有限公司（以下简称“致富煤业”）49% 的股权。致富煤业的许可生产规模为 45 万吨/年，现处于技改中，尚未产生效益。为了进一步整合公司经营业务，剥离辅业资产，突出煤炭主营业务，同日，公司向灵石县旭日昇矿产品经销有限公司转让公司所持有的灵石县华瀛农业开发有限公司 100% 股权。

8. 未来发展

公司自 2009 年进入煤炭采掘领域以来，已连续三次通过增发所募资金收购煤炭资源，从而使公司处于快速成长扩张期。截至 2012 年底，公司拥有生产矿井 6 座、技改矿井 9 座，9 座技改矿井中已有 3 个矿井通过大验收、待领批文；4 个矿井拿到小验收批文；2 个矿井正在技改。上述技改矿井将于 2013 年～2014 年陆续投产，将使公司经营规模继续保持快速增长。

从中长期来看，公司制定了“煤、电、气”一体化的发展战略，并力争发展成为国内具有较强竞争力的优质能源类公司。公司将充分利用国家西部大开发等战略机遇，以山西煤炭开发为中心，以陕蒙煤炭开发为接续，以新疆煤炭开发为储备，投资建设以优质焦煤和动力煤为主要产品的煤矿项目。公司规划依托现有煤炭生产经营优势，通过收购重组等方式迅速提升煤炭产业生产规模，在山西形成年产千万吨规模的以焦煤为主的煤炭生产基地。公司以此为依托，在陕蒙、新疆等地异地开发建设大型煤炭生产项目，力争到 2020 年末形成 3,000 万吨以上原煤生产规模。同时，公司以煤炭产业为依托，大力推进煤电一体化，筹划建设大型燃煤机组和热电机组，力争到 2020 年形成 7,000MW 发电能力；加快推进页岩气项目。

总体看，公司制定的“煤、电、气”一体化发展战略正在稳步实施与推进。随着公司发展目标的逐步实施，公司未来在行业内的影响力及竞争力将显著增强，但形成产业规模和生产能力尚需要一个较长的过程，同时将面临资金需求压力的挑战。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2010 年~2012 年度财务报告经山东正源和信有限责任公司会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

2012 年，公司将灵石银源煤焦开发有限公司、山西康伟集团有限公司、陕西亿华矿业开发有限公司等企业纳入了合并报表范围（表 8）；同时，灵石县华瀛农业开发有限公司不再纳入合并范围。公司 2012 年合并报表范围变化较大，可比性不强，以下财务分析以 2012 年审计报告为主。

表 8 2012 年公司合并范围情况（单位：万元）

单位名称	期末净资产	本期净利润
新纳入合并范围		
灵石银源煤焦开发有限公司	101,752.67	4,571.01
山西康伟集团有限公司	492,871.14	43,539.20
灵石县骏马煤化发展有限公司	322.95	-239.50
灵石县力源煤化有限公司	4,629.49	-214.90
灵石县强盛煤化有限公司	104.80	-57.78
陕西亿华矿业开发有限公司	584,996.78	-3.23
安徽永泰能源销售有限公司	5,000.00	--
山西永泰统配煤炭销售有限公司	1,962.95	-37.05
不再纳入合并范围		
灵石县华瀛农业开发有限公司	825.80	-134.30

资料来源：公司年报

截至 2012 年底，公司合并资产总额 4,256,863.56 万元，负债合计 2,545,679.48 万元，所有者权益合计 1,711,184.08 万元，其中归属母公司所有者权益 866,396.19 万元。2012 年公司实现营业收入 771,832.98 万元，净利润 119,254.85 万元；经营活动产生的现金流量净额 197,482.84 万元，现金及现金等价物净增加额 838,185.83 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 4,349,894.90 万元，负债合计 2,610,003.09 万元，所有者权益（含少数股东权益）1,739,891.81 万元。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 201,737.25 万元，净利润（含少数股东损益）27,088.73 万元；经营活动产生的现金流量净额 49,390.04 万元，现金及现金等价物净增加额 34,705.42 万元。

2. 资产质量

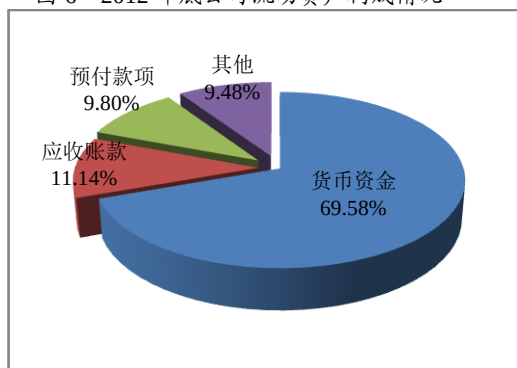
2010 年~2012 年公司资产规模增长较快，三年复合增长率为 223.74%，其主要原因是公司自 2009 年确立向以煤炭业务为主的能源类公司转型的发展战略后，通过非公开发行股票和发行公司债券等融资方式持续收购煤炭资源，使得资产规模快速增长。截至 2012 年底，公司资产总额 4,256,863.56 万元，其中流动资产合计占 34.50%，非流动资产合计占 65.50%。

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产占同期资产总额比例分别为 53.63%、54.52%和 34.50%，2012 年流动资产占比下降幅度较大，主要是公司主业转型以后不断收购煤炭资产所带来的资产配置变化所致。2012 年底公司流动资产达到 1,468,601.53 万元，较上年增长了 83.87%，主要是来自于货币资金和应收账款的增加；公司流动资产以货币资金、应收账款和预付账款为主（图 6）。

截至 2012 年底，公司货币资金余额为 1,021,837.24 万元，占同期流动资产 69.58%，同比增长 456.40%，主要是公司销售收入增长，融资业务增加、银行借款和银行承兑汇票保证金增加所致；货币资金中，除现金和银行存款外，主要为使用受限的银行承兑汇票保证金，占比 82.10%。

图 6 2012 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2010~2012年，公司应收账款占同期流动资产比例分别为2.50%、7.11%和11.14%，占比逐年升高，主要是随着公司营业收入的增长导致应收账款的自然增长以及合并范围的增加所致。2012年底的应收账款为163,579.53万元，其中账龄在1年以内的占97.05%，公司累计提坏账准备2,579.27万元，坏账准备计提较为充分。公司应收账款的下游客户以山西晋唐煤焦物流有限公司、淮北矿业集团大榭煤炭运销有限公司等大型煤炭运销企业以及规模较大的钢铁企业为主，因此公司不存在应收账款大规模不能收回的风险。

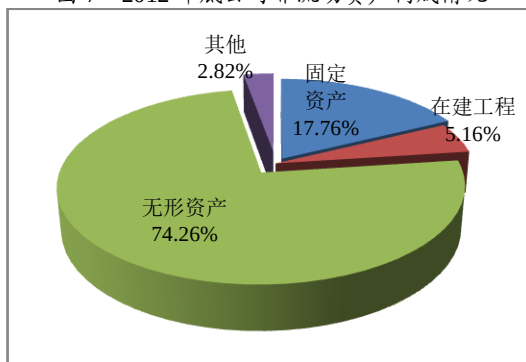
公司预付款项近三年呈现大幅波动的状态，2011年预付账款随着煤炭资源的持续收购而大幅增长，2012年则由于预付股权款转作长期股权投资从而又大幅下降。截至2012年底，公司预付款项为143,970.36万元，同比下降70.86%，近三年占流动资产比例分别为49.98%、61.86%和9.80%。

非流动资产

近年来，随着公司煤炭业务规模的快速扩张，公司非流动资产大幅增长，截至2012年底，公司非流动资产为2,788,262.03万元，较2011年底增长318.50%，主要是来自于无形资产和固定资产的增加。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产组成，2012年底非流动资产的构成情况如图7所示。

随着主营业务的转型，公司固定资产发生了较大的变化。2011年之前公司陆续将原有的房地产、石化、黄金等业务的子公司转让，其子公司拥有的固定资产一并转出。2011年以来，由于公司不断新收购子公司导致合并范围增加，从而公司固定资产大幅增加，截至2012年底，公司固定资产原值589,367.13万元，较2011年增长541.49%，主要是通过非公开发行募集资金收购煤矿企业及相关固定资产所致，其中房屋建筑物占70.54%，机器设备占25.56%，其他共计占3.90%。截至2012年底，公司固定资产累计计提折旧76,420.89万元，固定资产成新率为87.03%，成新率高。

图 7 2012 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

公司无形资产规模增长迅速，主要为采矿权的增加。2010~2012 年公司无形资产复合增长率为 296.57%，占同期非流动资产比例高，分别为 69.90%、65.15%和 74.26%，主要是收购煤矿采矿权增加所致。截至 2012 年底，公司无形资产原值共计 2,123,762.22 万元，主要是煤矿的采矿权（占比 99.67%），其余为土地使用权。2012 年底无形资产较 2011 年增长 377.01%，主要是合并范围增加带来的采矿权增加所致。截至 2012 年底，公司无形资产累计摊销 53,319.80 万元，公司无形资产未发生减值情形。

截至 2012 年底，公司在建工程金额为 143,897.26 万元，较年初增长 111.85%，主要原因是收购子公司改扩建工程尚未完工所致。

截至2013年3月底，公司资产总额为4,349,894.90万元，较年初小幅增长2.19%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化很小；流动资产中货币资金依然维持较高比例，应收票据较年初大幅减少61.44%，主要原因系本期煤炭销售收款以银行承兑汇票结算减少以及票据背书转让所致；存货较年初大幅增长55.53%，主要原因系本期煤炭库存增加所致。非流动资产中的各项资产构成较年初变化不大。

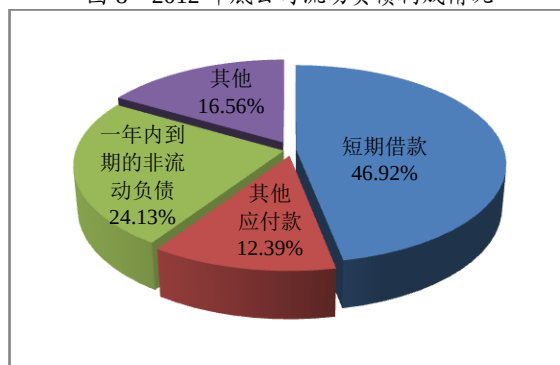
总体看，公司近三年处于快速扩张阶段，资产规模增长迅速；资产中采矿权等无形资产占比较高，公司的整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

公司确立向煤炭为主的能源型企业转型的发展战略后，不断加大煤炭资源收购及技改力度，受此影响公司负债规模大幅增长，2010~2012 年负债合计年均增长率达 178.87%。截至 2012 年底，公司负债合计 2,545,679.48 万元，资产负债率为 59.80%，负债水平较高。从负债结构上看，2010~2012 年底公司流动负债占负债合计的比例分别为 67.4%、57.60%和 53.32%，占比呈逐年下降趋势。截至 2012 年底，流动负债以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，具体构成情况如图 8 所示。

图 8 2012 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2012 年底，公司短期借款 636,940.00 万元，较 2011 年增长 58.37%，主要原因是收购煤矿流动资金需求增加，从而银行借款大幅增加所致，其中保证借款占 75.88%，其余为抵质押借款。

截至 2012 年底，公司其他应付款金额为 168,146.78 万元，其中 50,000.00 万元为信用证、43,081.59 万元为与山西天星能源产业集团有限公司的往来款、12,909.77 万元为应付自然人石敬仁的股权款，其余金额相对较小，以往来款为主。公司其他应付款近三年的年均增长率达到 169.36%，增长的主要原因是收购煤矿合并范围增加所致。

一年内到期的非流动负债 2012 年底的金额为 327,619.58 万元，其中 170,000 万元为中信信托质押借款，其余为一年内到期的保证借款。

非流动负债方面，公司近三年非流动负债复合增长率高达 233.71%，截至 2012 年底，公司非流动负债共计 1,188,218.43 万元；非流动负债主要以长期借款、应付债券和长期应付款为主。截至 2012 年底，公司长期借款为 670,625.00 万元，较 2011 年增长 74.53%，主要是公司对外借款增加所致，长期借款中，保证借款占 11.35%，其余均为抵质押借款。截至 2012 年底，公司应付债券为 208,956.61 万元，为 2011 年和 2012 年发行的公司债券。截至 2012 年底，公司长期应付款为 296,644.19 万元，较 2011 年增长 1,560.96%，主要是对外融资租赁借款及应缴资源价款增加所致。

从债务负担情况来看，由于公司 2012 年定向增发募集资金到账，使得公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率由 2011 年底的 74.75%、71.71%和 54.98%分别下降至 2012 年底的 59.80%、54.09%和 37.16%，债务负担有较大幅度的减轻。

2013 年 3 月底，公司负债合计 2,610,003.09 万元，较年初小幅增长 2.53%，流动负债占比下降到 46.57%，主要是公司短期借款和一年内到期的非流动负债的减少，以及长期借款和应付债券的增长。截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.00%、57.12%和 44.28%，与年初相比，负债总水平有所上升，负债规模整体仍保持在较高水平。

总体看，公司负债规模持续增长，但负债结构与资产结构基本匹配；虽然公司 2012 年募集资金到账，债务负担有所减轻，但整体负债水平仍属较高。

所有者权益

近三年，公司所有者权益快速增长，三年年均增长率为 365.91%，主要是公司 2011 年度和 2012 年度非公开发行股票溢价使得资本公积大幅增长所致。截至 2012 年底，公司所有者权益合计 1,711,184.08 万元，其中归属于母公司所有者权益 866,396.19 万元，占所有者权益合计的 50.63%，公司所有者权益中少数股东权益占比较大。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.40%，资本公积占 61.73%，专项储备占 1.38%，盈余公积占 1.51%，未分配利润占 14.98%，公司所有者权益的稳定性较强。

2013 年 3 月底，公司所有者权益为 1,739,891.81 万元，较年初微增 1.68%，主要是未分配利润有所增长。

4. 盈利能力

2011 年公司正式转型为煤炭企业以来，煤炭主业规模不断扩大，2012 年公司实现营业收入 771,832.98 万元，较上年增长 274.36%，由于煤炭业务的毛利率较高，2012 年实现利润总额为 170,320.18 万元，较上年大幅增长 223.30%。2012 年净利润为 119,254.85 万元，公司盈利规模显著扩大。

从期间费用看，2010~2012 年，公司销售费用、管理费用及财务费用三年年均增长率分别为 -1.13%、122.27%和 238.84%，费用总额的年均增长率为 177.96%，远低于营业收入增长速度，但是金额的绝对值仍然较快增长，反映出公司在大力扩张煤炭业务规模期间，相关费用增长较快，尤其是大规模的收购煤矿导致工资、税费等管理费用增长以及大规模的债务融资使得公司财务费用增幅较大。

从盈利指标看，2010~2012 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率整体呈下降趋势。2012 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.44%、10.37%和 11.46%，

较上年相比均有不同幅度的下降，主要原因是公司收购的大部分矿井需要进行大规模技改，以及煤炭价格下降，使得公司利润规模的增长速度低于资产规模的增长速度。

与国内同行业上市公司比较（表9），公司盈利能力总体处于一般水平，但由于公司提高洗精煤的比例，煤质提高同时节省运费，所以公司的销售毛利率处于行业较高水平。另外，由于公司大规模收购煤矿和债务融资导致公司的期间费用大幅增加，从而销售期间费用率处于较高水平。

表9 主要同行业上市公司2012年1-9月盈利能力比较

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率	销售期间费用率
煤气化	5.15	5.62	30.59	14.85
西山煤电	18.42	12.46	31.20	13.97
露天煤业	25.70	18.18	35.76	7.50
兰花科创	16.74	12.65	45.93	13.95
永泰能源	11.93	6.99	61.74	38.13

资料来源：Wind 资讯。

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 资讯数据。

2013年1~3月，公司实现营业收入201,737.25万元、净利润27,088.73万元，分别同比增长了107.93%和84.95%，增长的主要原因是公司煤炭销量同比大幅增长。

总体看，公司盈利水平较高且呈不断增长的趋势，未来随着技改煤矿的陆续投产以及页岩气的开发，公司盈利能力有望得到显著提高。

5. 现金流

从经营活动看，近三年公司经营活动现金流量净额随着盈利规模的增长整体呈上升趋势，三年年均复合增长率为129.95%。2012年公司当期经营活动现金流入同比大幅上升324.73%，为836,365.72万元；同期经营活动现金流出也相应大幅增长，增长幅度为307.83%。随着公司煤炭销售规模的大幅增长，在公司多以先款后货的销售模式下，公司2012年经营活动现金流量净额同比增长390.47%，达到197,482.84万元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为101.00%、76.00%和96.48%，2011年现金收入比较低主要是公司2011年销售规模扩大和对大客户延长信用周期导致的应收账款增多所致，而2012年的现金收入比又回复正常水平。

从投资活动来看，2010~2012年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，三年净流出的复合增长率为85.48%，主要是当期投资支付煤矿股权收购款的现金大幅增长。近年来，由于公司在煤炭领域的快速扩张，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，随着公司在煤炭领域的扩张，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、债券融资和权益性投资收到的现金。2012年公司筹资活动现金流量净额为1,406,869.69万元，较上年增加了602,264.18万元。

2013年1~3月，公司经营规模继续扩大，经营活动的现金净流入49,390.04万元；投资活动现金净流出为31,416.36万元，主要用于购建固定资产和其他资产；筹资活动的现金净额为16,731.74万元，筹资规模有所减少。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，但是经营活动产生的现金流量净额仍不能够满足生产和投资需求，公司有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从财务构成情况看，近三年公司负债水平较高，但是随着公司多次定向增发募集资金到位呈现逐年下降趋势，2012 年底公司资产负债率为 59.80%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率近年也同步呈现下降趋势，截至 2012 年分别达到 54.09%和 37.16%。

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.08 和 1.06，短期支付能力尚可。近三年公司经营现金流动负债比率呈现波动状态，2011 年底经营活动现金流量对流动负债的覆盖程度较低是由于公司信用政策放宽，应收账款增幅较大，公司短期支付能力有所下降，而 2012 年底有所回升，经营现金流动负债比率为 14.55%。

从长期偿债能力指标看，2010~2012 年公司 EBITDA 分别为 47,492.63 万元、115,695.78 万元和 340,782.15 万元，增幅较大。2012 年公司利息债务扩大，EBITDA 利息倍数较 2011 年的 2.35 倍小幅上升到 2.42 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；EBITDA 全部债务比为 0.17，较上年的 0.12 倍有所上升，仍处于较低水平。考虑到随着公司技改煤矿陆续投产，公司未来盈利规模有望大幅增长，对债务的保障能力将获得提高，公司长期偿债能力较强。

截至 2012 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

公司与中国民生银行股份有限公司、中信银行股份有限公司、招商银行股份有限公司等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2012 年底，公司及控股子公司已获批准的授信额度 169.51 亿元，公司间接融资通道较为畅通。

总体看，随着2012年定增募集资金的到账，公司债务压力有所缓解。公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强。未来随着技改矿井的陆续达产以及页岩气开发的推进，公司盈利规模和盈利能力有望大幅提升，从而进一步提高公司的偿债能力及抗风险能力。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至 2013 年 3 月底，公司债务总额为 231.76 亿元，本期拟发行公司债额度为 38 亿元，相对于公司目前债务规模而言，本期公司债额度适中。考虑到募集资金在扣除发行费用后用于调整负债结构、降低财务费用，因此本期公司债券的发行对调整公司整体债务结构有一定的积极影响。

以2013年3月底的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为38亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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为 50.32%、60.79%和63.22%，负债水平有所上升。考虑到本期公司债券募集资金在扣除发行费用后用于调整负债结构、降低财务费用，本期债券发行后，整体负债水平仍处可控范围之内。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2012 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期发行的 38 亿元公司债券的保护倍数分别为 0.90 倍、2.20 倍和 0.52 倍；总体看，公司 EBITDA、经营活动现金净流量和经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度适中，对本期债券的覆盖程度尚可。

未来随着技改矿井和选煤厂的陆续达产，公司的盈利规模和盈利能力将会得到提高，同时偿债能力也将得到进一步的增强。

综合以上分析，并考虑到煤炭行业发展状况，公司规模及未来技改煤矿陆续投产所带来盈利规模的增长等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

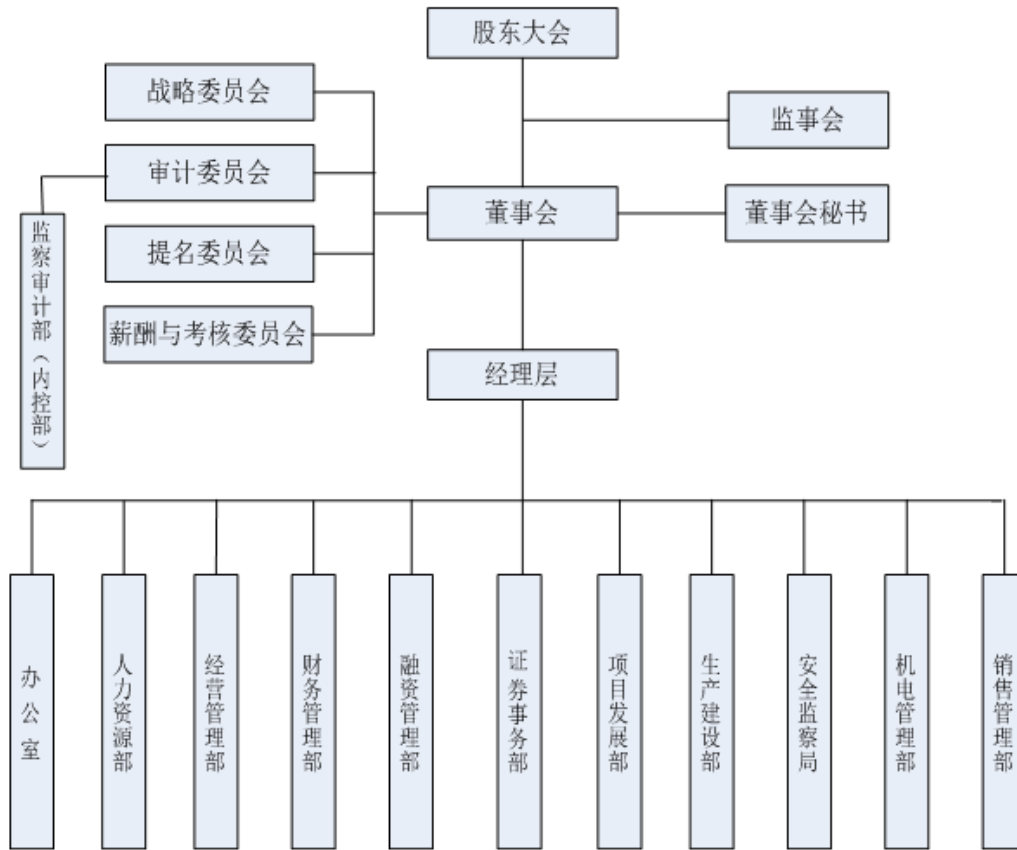
九、综合评价

煤炭行业属资源型产业，虽然受宏观经济影响，景气度有所波动，但未来发展前景看好。公司在山西省具有三个煤炭资源兼并重组整合主体的资格，有利于公司获取更多煤炭资源。公司在资源储量、煤炭品种等方面具有一定的优势。公司资产质量较高，盈利规模呈不断提高的趋势，经营活动现金流状况较好。公司偿债压力较大，未来随着改造建设的矿井陆续投产，盈利水平将大幅提高，整体偿债能力也将得到加强。同时，联合评级也关注到公司收购煤矿所带来对外融资压力的加大、煤矿企业特有的安全风险等因素对公司经营产生的不利影响。

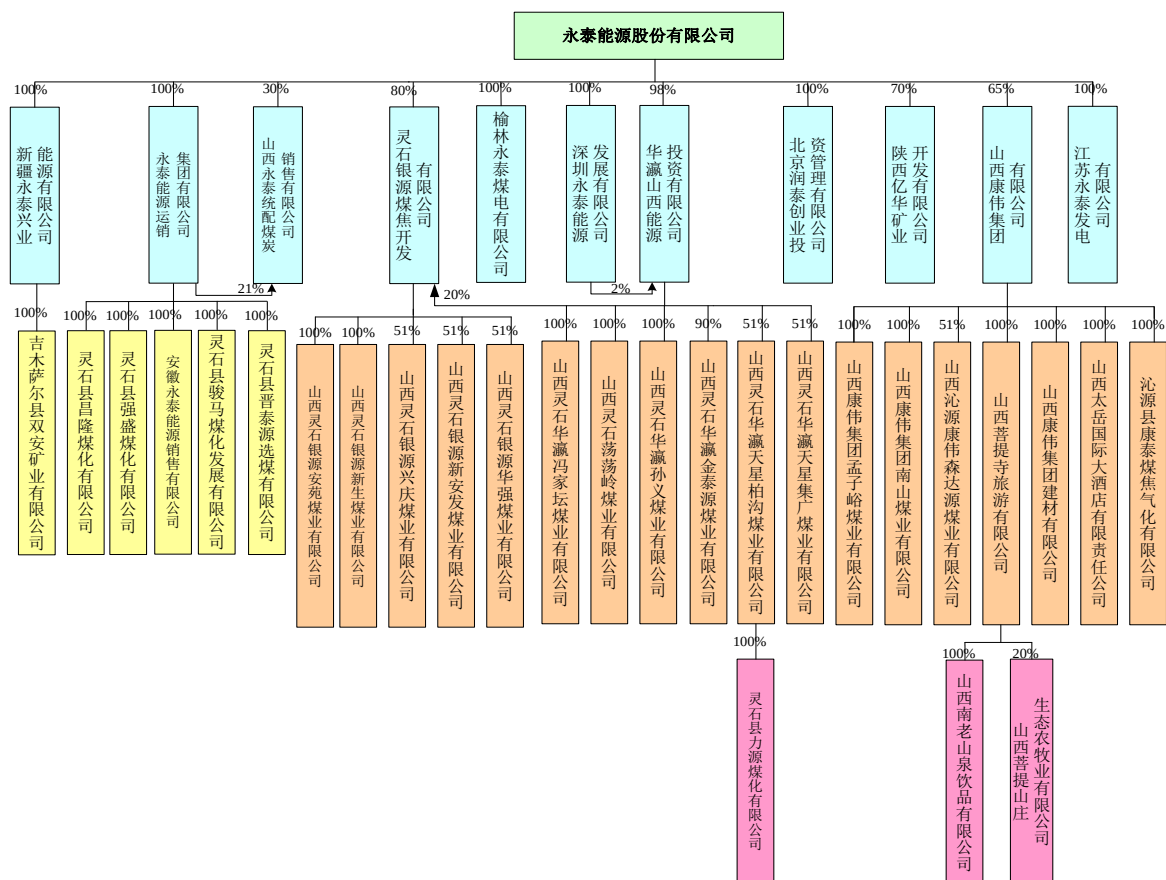
2012年3月，公司完成非公开增发募集资金约49亿元，资本金实力显著增强。公司制定的“煤、电、气”一体化发展战略正在稳步实施与推进，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，永泰能源本期拟发行的38亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 永泰能源股份有限公司组织结构图



附件 2 永泰能源股份有限公司股权投资图



附件 3-1 永泰能源股份有限公司
2010 年~2013 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	92,014.74	183,651.41	1,021,837.24	233.24	1,056,542.66
交易性金融资产					
应收票据	5,865.00	37,994.44	71,454.39	249.04	27,554.78
应收账款	5,436.21	56,813.49	163,579.53	448.55	172,105.42
预付款项	108,872.87	494,079.70	143,970.36	14.99	164,760.98
应收利息					
应收股利	94.17	4.03	0.00	-100.00	0.00
其他应收款	3,922.63	17,643.09	35,191.84	199.52	51,416.07
存货	1,626.44	8,511.21	30,848.51	335.51	47,979.25
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	819.67	--	898.14
其他流动资产	0.00	0.00	900.00	--	0.00
流动资产合计	217,832.07	798,697.38	1,468,601.53	159.65	1,521,257.30
非流动资产：					
可供出售金融资产	2,760.28	2,482.23	2,737.11	-0.42	2,609.67
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	120.00	25,465.25	409.18	84.66	409.18
投资性房地产	22,989.21	22,871.09	22,090.54	-1.97	21,891.74
固定资产	18,270.53	74,333.64	495,236.52	420.63	534,071.28
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	6,161.66	67,925.52	143,897.26	383.26	140,810.81
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	97.44
固定资产清理					
无形资产	131,651.44	434,043.22	2,070,442.42	296.57	2,068,621.77
开发支出					
商誉	3,243.37	3,343.17	4,847.25	22.25	4,847.25
长期待摊费用	2,989.16	32,252.64	40,008.43	265.85	43,628.48
递延所得税资产	149.34	3,529.53	8,593.32	658.56	11,649.99
其他非流动资产					
非流动资产合计	188,335.00	666,246.29	2,788,262.03	284.77	2,828,637.61
资产总计	406,167.07	1,464,943.67	4,256,863.56	223.74	4,349,894.90

附件3-2 永泰能源股份有限公司

2010 年～2013 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	107,700.00	402,190.00	636,940.00	143.19	592,430.00
交易性金融负债					
应付票据	55,200.00	43,975.00	39,825.00	-15.06	65,590.00
应付账款	6,296.42	16,741.78	83,096.39	263.28	74,163.72
预收款项	2,900.55	5,692.95	19,368.68	158.41	13,497.71
应付职工薪酬	526.90	4,004.02	11,764.12	372.52	6,852.19
应交税费	4,778.13	11,582.25	46,521.82	212.03	46,224.44
应付利息	60.22	4,046.25	5,247.92	833.54	4,766.96
应付股利	0.00	0.00	18,930.76	--	230.76
其他应付款	23,175.73	102,454.93	168,146.78	169.36	134,749.64
一年内到期的非流动负债	20,000.00	40,000.00	327,619.58	304.73	276,980.04
其他流动负债					
流动负债合计	220,637.94	630,687.18	1,357,461.05	148.04	1,215,485.46
非流动负债：					
长期借款	70,000.00	384,250.00	670,625.00	209.52	803,917.00
应付债券	0.00	49,684.70	208,956.61	--	302,937.60
长期应付款	23,506.09	17,859.78	296,644.19	255.24	275,699.68
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	2.59
预计负债					
递延所得税负债	13,192.10	12,513.97	11,992.62	-4.65	11,960.76
其他非流动负债					
非流动负债合计	106,698.19	464,308.44	1,188,218.43	233.71	1,394,517.63
负债合计	327,336.14	1,094,995.62	2,545,679.48	178.87	2,610,003.09
所有者权益：					
股本	29,554.46	56,765.07	176,755.95	144.55	176,755.95
资本公积	20,269.44	171,501.62	534,853.30	413.68	534,757.72
减：库存股					
专项储备	607.76	2,818.85	11,967.17	343.74	13,808.70
盈余公积	6,329.22	6,679.57	13,053.15	43.61	13,053.15
未分配利润	16,082.72	46,189.70	129,766.62	184.05	151,911.53
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	72,843.62	283,954.80	866,396.19	244.88	890,287.06
少数股东权益	5,987.32	85,993.24	844,787.89	1,087.84	849,604.76
所有者权益合计	78,830.93	369,948.04	1,711,184.08	365.91	1,739,891.81
负债和所有者权益总计	406,167.07	1,464,943.67	4,256,863.56	223.74	4,349,894.90

附件 4 永泰能源股份有限公司
2010 年~2013 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、营业收入	279,479.48	206,175.79	771,832.98	66.18	201,737.25
减: 营业成本	235,182.92	83,913.67	458,155.57	39.57	127,755.95
营业税金及附加	1,797.18	4,317.50	13,159.22	170.59	3,846.77
销售费用	2,102.80	1,115.15	2,055.71	-1.13	939.72
管理费用	8,760.61	19,904.40	43,279.61	122.27	9,785.73
财务费用	10,278.02	48,588.11	118,003.87	238.84	21,890.97
资产减值损失	493.07	3,222.73	-8,317.02	--	64.81
加: 公允价值变动收益					
投资收益	2,989.51	-4.18	23,537.49	180.60	1.81
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	23,854.39	45,110.06	169,033.51	166.20	37,455.12
加: 营业外收入	1,083.00	8,286.32	2,694.30	57.73	107.75
减: 营业外支出	554.57	714.98	1,407.63	59.32	534.36
其中: 非流动资产处置损失	-90.09	-107.68	570.70	--	32.39
三、利润总额	24,382.82	52,681.40	170,320.18	164.30	37,028.52
减: 所得税费用	8,141.29	19,385.41	51,065.33	150.45	9,939.79
四、净利润	16,241.53	33,295.99	119,254.85	170.97	27,088.73
其中: 归属于母公司所有者的净利润	13,206.47	32,230.64	98,788.30	173.50	22,144.91
少数股东损益	3,035.06	1,065.35	20,466.55	159.68	4,943.82

附件 5 永泰能源股份有限公司
2010 年~2013 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	282,272.70	156,687.63	744,694.53	62.43	254,172.34
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	21,564.94	40,231.03	91,671.19	106.18	36,742.34
经营活动现金流入小计	303,837.64	196,918.66	836,365.72	65.91	290,914.68
购买商品、接受劳务支付的现金	226,060.38	32,935.88	353,503.97	25.05	109,174.51
支付给职工以及为职工支付的现金	5,920.29	15,379.79	39,663.62	158.84	12,621.53
支付的各项税费	22,865.36	63,034.46	160,025.31	164.55	48,917.62
支付其他与经营活动有关的现金	11,645.64	45,304.14	85,689.97	171.26	70,810.98
经营活动现金流出小计	266,491.67	156,654.28	638,882.88	54.83	241,524.64
经营活动产生的现金流量净额	37,345.97	40,264.38	197,482.84	129.95	49,390.04
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	48,367.00	--	0.00
取得投资收益收到的现金	8.05	134.81	75.44	206.04	1.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.98	0.80	39.99	183.36	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	4,642.05	500.00	1,246.96	-48.17	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	900.00
投资活动现金流入小计	4,655.09	635.61	49,729.38	226.85	901.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	70,567.88	153,972.20	231,376.94	81.07	31,980.97
投资支付的现金	92,223.14	377,720.80	293,712.21	78.46	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	8,499.98	196,953.99	266,301.86	459.73	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	56,065.11	25,221.84	24,505.07	-33.89	337.20
投资活动现金流出小计	227,356.11	753,868.83	815,896.09	89.44	32,318.17
投资活动产生的现金流量净额	-222,701.02	-753,233.22	-766,166.71	85.48	-31,416.36
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	71,067.00	183,126.55	484,830.00	161.19	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	49,500.00	158,900.00	--	90,000.00
取得借款收到的现金	348,203.37	1,014,620.56	1,772,263.07	125.60	160,792.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	419,270.36	1,247,247.11	2,415,993.07	140.05	250,792.00
偿还债务支付的现金	159,399.00	392,596.40	882,428.60	135.29	191,512.77
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,952.06	43,179.44	118,268.06	263.47	39,049.85
支付其他与筹资活动有关的现金	1,891.29	6,865.76	8,426.72	111.08	3,497.64
筹资活动现金流出小计	170,242.35	442,641.60	1,009,123.38	143.47	234,060.26
筹资活动产生的现金流量净额	249,028.01	804,605.51	1,406,869.69	137.69	16,731.74
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	63,672.96	91,636.67	838,185.83	262.82	34,705.42
加: 期初现金及现金等价物余额	28,341.78	92,014.74	183,651.41	154.56	1,021,837.24
六、期末现金及现金等价物余额	92,014.74	183,651.41	1,021,837.24	233.24	1,056,542.66

附件 6 永泰能源股份有限公司
2010 年～2012 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	16,241.53	33,295.99	119,254.85	170.97
加: 资产减值准备	493.07	3,222.73	-8,317.02	--
固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧	6,457.54	4,822.41	17,510.97	64.67
无形资产摊销	3,416.54	5,987.68	15,812.39	115.13
长期待摊费用摊销	2,446.70	6,376.97	10,917.31	111.24
处置固定资产、无形资产和其他 长期资产的损失	-90.09	107.68	570.70	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	9,093.13	47,398.77	141,249.88	294.13
投资损失	-2,989.51	4.18	-23,537.49	--
递延所得税资产减少	31.95	-1,643.34	-5,063.79	--
递延所得税负债增加	-1,082.98	-678.13	-521.35	--
存货的减少	969.00	-3,468.33	-22,337.30	--
经营性应收项目的减少	-6,091.45	-153,937.46	136,150.65	--
经营性应付项目的增加	8,450.56	98,775.24	-184,206.95	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	37,345.97	40,264.38	197,482.84	129.95

附件 7 永泰能源股份有限公司

主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	47.49	6.23	6.81	--
存货周转次数(次)	19.17	16.55	23.26	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.22	0.27	0.05
现金收入比率(%)	101.00	76.00	96.48	125.99
盈利能力				
总资本收益率(%)	10.83	9.49	9.44	0.70
总资产报酬率(%)	11.70	10.53	10.37	0.86
净资产收益率(%)	23.42	14.84	11.46	1.57
主营业务毛利率(%)	15.77	59.43	41.00	--
营业利润率(%)	15.21	57.21	38.94	34.77
费用收入比(%)	7.56	33.76	21.16	16.17
财务构成				
资产负债率(%)	80.59	74.75	59.80	60.00
全部债务资本化比率(%)	78.12	71.71	54.09	57.12
长期债务资本化比率(%)	54.26	54.98	37.16	44.28
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.40	2.35	2.42	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.12	0.17	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.13	0.04	0.10	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.66	-0.76	-0.28	0.01
流动比率(倍)	0.99	1.27	1.08	1.25
速动比率(倍)	0.98	1.25	1.06	1.21
现金短期债务比(倍)	0.52	0.46	1.09	1.16
经营现金流动负债比率(%)	16.93	6.38	14.55	4.06
经营现金利息偿还能力(倍)	3.46	0.82	1.41	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-17.18	-14.50	-4.05	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.30	0.46	0.90	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 永泰能源股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年永泰能源股份有限公司公告年报后2个月内对永泰能源股份有限公司2013年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

永泰能源股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。永泰能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注永泰能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现永泰能源股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如永泰能源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至永泰能源股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）予以公布并同时报送永泰能源股份有限公司、监管部门、交易机构等。

