

信用等级公告

联合[2015]762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 2016 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+，评级展望为“稳定”

永泰能源股份有限公司拟发行的 2016 年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：

二零一五年十二月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

永泰能源股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 40 亿元

债券期限：不超过 5 年期

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2015 年 12 月 30 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	425.69	476.15	521.09	873.20
所有者权益(亿元)	171.12	134.20	136.53	253.56
长期债务(亿元)	101.19	125.97	154.89	314.10
全部债务(亿元)	201.63	299.74	326.93	561.46
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	75.85
净利润(亿元)	11.93	6.28	4.84	7.70
EBITDA(亿元)	34.08	30.81	35.68	--
经营性净现金流(亿元)	19.75	20.39	19.80	20.48
营业利润率(%)	38.94	29.72	38.31	40.92
净资产收益率(%)	11.46	4.11	3.58	3.95
资产负债率(%)	59.80	71.81	73.80	70.96
全部债务资本化比率(%)	54.09	69.07	70.54	68.89
流动比率	1.08	0.70	0.66	0.58
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.10	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	1.85	1.60	--
EBITDA/本次发行额(倍)	0.85	0.77	0.89	--

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本报告中数据如无特别说明均为合并口径。③2015 年前三季度数据未经审计，相关指标未经年化。④本报告中已将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务中。

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“永泰能源”或“公司”）的评级反映了公司作为一家以电力生产及煤炭采掘为主的综合能源生产企业，在多元化产业链、燃煤机组单机容量、煤炭资源储备等方面存在的优势。同时联合评级也关注到在煤炭市场疲软、价格下行等不利市场因素的影响下，公司煤炭板块收入和利润均有所下滑；环境保护和治理压力较大；财务费用较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

2015 年 2 月，受益于非公开定向增发事项，公司所有者权益大幅增长，资本结构相应改善。2015 年 8 月，公司拟非公开发行股票募集资金不超过 49 亿元，若本次非公开发行成功，公司资本实力将得到有效提升。

未来随着公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略的逐步实施，公司未来的盈利能力、抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司确定了由相对单一煤炭主业向“能源、物流、投资”多元化产业转型的发展战略，产业布局由山西、陕西等中西部地区向广东、江苏等沿海地区跨区域拓展，多元化、跨区域发展优势逐步显现。

2. 公司目前的煤炭产品包括焦煤及其配煤、动力煤，其中优质炼焦煤资源储量较大，价格优势明显。

3. 2015 年公司完成重大资产重组，收购华兴电力股份公司，控股装机容量 491 万千瓦，已取得国家相关部门核准开工和取得“路条”进行前期工作的装机容量 412 万千瓦，总

装机容量 903 万千瓦，单机容量较大，达到国内发电行业中等规模，具备一定规模优势，初步形成了煤电一体化的产业链布局，利润空间得到有效提升。

4. 2015 年 2 月公司通过非公开发行股票成功募集了大量资金，增强了公司资本实力。公司资产规模稳定增长，整体资产质量较好，公司经营活动现金流规模较大且基本稳定。

关注

1. 随着国内经济发展进入新常态，经济增速从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，以及替代能源的快速发展，煤炭市场将会持续疲软，供大于求的压力继续加大，全社会库存依然处于高位，煤炭价格将处于低位运行，行业整体盈利水平大幅下降，行业形势将更加严峻。

2. 随着多元化发展战略的实施，公司所属企业不断增多，企业规模扩大化、组织结构复杂化、业务种类多元化将使得公司管理子公司的难度提高，这在管理水平、提高管理效率、实现管理整合等方面对公司提出了更高要求。

3. 为了适应公司战略发展需求，公司未来外部融资需求将进一步增加，需持续关注公司的债务承载能力变化。

4. 随着债务规模的扩大，公司财务费用高企，2014 年达到 22.90 亿元，财务费用对公司盈利水平影响较大，费用控制能力有待提升。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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、评级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。

联合评级与评级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信用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永泰能源股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



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），股本 5,260.68 万元。历经两次送红股后，截至 2007 年底，公司股本增至 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”）受让公司原大股东中国石化山东泰山石油股份有限公司、原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”；股票简称变更为“永泰能源”，股票代码仍为 600157；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，股本增至 176,755.95 万元。

2013 年 4 月，公司第一大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“永泰控股集团”）。

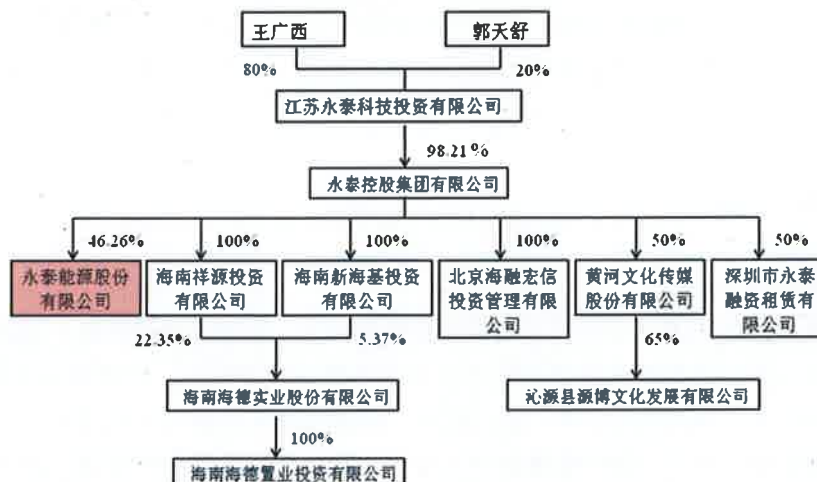
2014 年 5 月，经股东大会审议通过，公司以资本公积转增资本，向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后总股本变更为 353,511.91 万股。

2015 年 2 月，公司通过非公开发行股票 559,825.83 万股，募集资金总额 100.00 亿元，总股本增至 861,126.12 万股。

2015 年 6 月，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。此次分配方案实施后，公司总股本及注册资本增加至 1,119,463.95 万元。

截至 2015 年 9 月底，公司总股本 1,119,463.95 万股，永泰控股集团为公司第一大股东，持股比例 46.26%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇，如下图所示：

图1 截至2015年9月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司下设办公室、人力资源部、经营管理部、战略发展部、财务管理部、投融资管理部、生产技术部、安全监察局、销售管理部、证券事务部、内控管理部、监察审计部等 12 个职能部门，以及华兴电力股份公司（以下简称“华兴电力”）、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 13 家控股一级子公司。

公司经营范围为：综合能源开发，大宗商品物流，新兴产业投资；煤矿机械设备、电气设备、工矿配件制造、修理、销售、租赁、安装及技术咨询服务，矿山支护产品生产、销售。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 521.09 亿元，负债合计 384.56 亿元，所有者权益合计 136.53 亿元（含少数股东权益）。2014 年公司实现营业收入 79.12 亿元，净利润 4.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.69 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 873.20 亿元，负债合计 619.63 亿元，所有者权益合计 253.56 亿元（含少数股东权益）。2015 年前三季度，公司实现营业收入 75.85 亿元，净利润 7.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.44 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。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“永泰能源股份有限公司 2016 年公司债券”，发行规模不超过 40 亿元，发行期限为不超过 5 年期。本次债券拟分期发行，首期发行规模不超过 30 亿元。本次债券票面金额为 100 元，按面值发行。本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金用途拟用于调整公司债务结构、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业分析

2012~2014 年公司主要经营煤炭采选及销售，但近年来煤炭行业景气度持续下滑，为了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，2015 年公司收购华兴电力，华兴电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务。目前电力板块已成为公司重要的业务板块之一，整体看，公司业务涉及电力和煤炭行业。

（一）电力行业

1. 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业，是关系国计民生的基础产业，是世界各国经济发展战略中的优先发展重点。世界电力工业经过 100 多年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了极大的变化，已经形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之大幅增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特点。依据动力不同，目前，

我国火电、水电、核电和风电的发电量在总发电量中分别占比约70%、25%、3%和2%。

我国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定。其中，五大发电集团的装机容量占总装机容量约45%，在行业中处于领先地位；非国电系国有发电企业主要有华润集团、神华集团、三峡集团等，其中三峡集团是水电装机容量最大的开发企业；近年来，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

根据中国电力企业联合会发布的数据，2014年，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55,233亿千瓦时，同比增长3.8%，比上年回落3.8个百分点；全口径发电量55,459亿千瓦时，同比增长3.6%，比上年回落4.1个百分点。截至2014年底，全国发电装机容量13.60亿千瓦，比上年增长8.7%。全年发电设备平均利用小时数为4,286小时，同比下降235小时；受电力消费增速放缓和水电发电量快速增长等因素影响，全年火电设备平均利用小时数同比下降314小时，为4,706小时。总体而言，2014年全国电力供需形势总体宽松，运行比较稳定。

总体看，作为基础能源产业之一，近年来我国电力行业在供需两端均有较大增长，电力投资以国有资本为主，总体发展比较平稳。

2. 行业供需状况

2000年以来，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，电力需求总量迅速上升，电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。

供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。2003年底全国发电装机容量为3.59亿千瓦，2011年已突破10亿千瓦，2012年，全国发电装机容量达到11.45亿千瓦。2013年，全国发电装机容量达到12.5亿千瓦，同比增长9.17%，我国发电装机容量首次跃居世界第一；2014年，全国发电装机容量13.60亿千瓦，比上年增长8.7%。大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电，缺电范围明显减少。在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。

2012年，受经济增长放缓等因素影响，全国电力消费增长平缓，全年呈现出前三季度低速增长、第四季度趋稳回升的总体态势。据中电联统计，2012年全国发电量49,865亿千瓦时，同比增长5.41%。其中，水电发电量8,556亿千瓦时，同比增长28.06%；火电发电量39,255亿千瓦时，同比增长0.65%；核电、并网风电发电量分别为983亿千瓦时和1,030亿千瓦时，同比分别增长12.75%和39.15%；太阳能发电量为36亿千瓦时，同比大幅增长494.22%。

据中电联统计，2013年，全国全口径发电量53,721亿千瓦时；比上年增加7.73%，其中，水电发电量8,921亿千瓦时；比上年增长4.27%，火电发电量42,216亿千瓦时；比上年增长7.54%，核电、并网风电发电量分别为1,115亿千瓦时和1,383亿千瓦时；分别比上年增长13.41%和34.17%；太阳能发电量为84亿千瓦时，同比增长132.96%。

2014年，全国全口径发电量55,459亿千瓦时，比上年增长3.6%。分类型看，水电发电量10,661亿千瓦时，同比增长19.7%，占全国发电量的19.2%，比上年提高2.6个百分点；火电发电量41,731亿千瓦时，同比下降0.7%，占全国发电量的75.2%，比上年降低3.3个百分点；核电、并网风电和并网太阳能发电量分别为1,262亿千瓦时、1,563亿千瓦时和231亿千瓦时，同比分别增长13.2%、12.2%和171%，占全国发电量的比重分别比上年提高0.2个、0.2个和0.3个百分点。

图 5 2009~2014 年中国发电量及其增速 (单位: 万亿千瓦时, %)



资料来源: 中国电力企业联合会, 联合评级整理。

由于国内75%以上的用电需求来自工业, 因此电力行业发展对宏观经济变化的敏感度较高。根据中电联数据, 2013年, 全国全社会用电量53,423亿千瓦时, 比上年增长7.58%。其中, 第一产业用电量1,027亿千瓦时, 比上年增长2.28%, 第二产业39,332亿千瓦时, 比上年增长7.10%, 第三产业6,275亿千瓦时, 比上年增长10.21%, 城乡居民生活6,789亿千瓦时, 比上年增长8.89%。2014年, 全国全社会用电量55,233亿千瓦时, 同比增长3.8%。其中, 第一产业用电量994亿千瓦时, 同比下降0.2%; 第二产业40,650亿千瓦时, 同比增长3.7%; 第三产业6,660亿千瓦时, 同比增长6.4%; 城乡居民生活6,928亿千瓦时, 同比增长2.2%。工业用电量39,930亿千瓦时, 同比增长3.7%, 其中, 轻、重工业用电量分别为6,658亿千瓦时和33,272亿千瓦时, 分别比上年增长4.2%和3.6%。

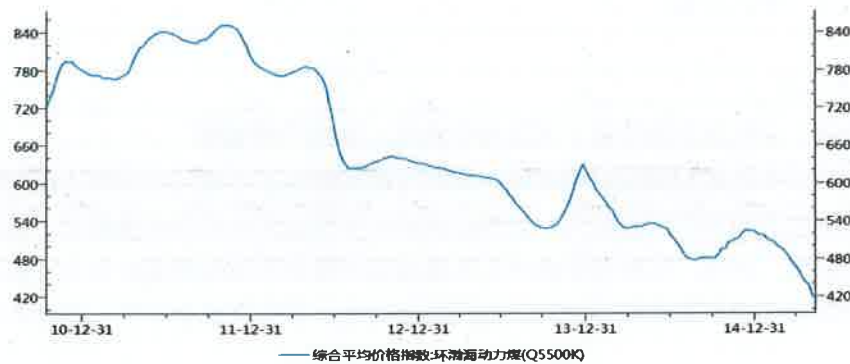
按照能源“十二五”规划, 为促进行业发展, 发改委鼓励发展热电联产, 提能源利用效率。具备技术经济可行性条件的新建发电项目, 应实行热电联产; 鼓励已建成运行的煤、气发电项目根据热力市场和技术经济可行性条件, 实行热电联产改造。2015年一季度以来, 全国热电联产项目新建审批超过20,000MW, 改造项目审批超过10,000MW, 主要集中在新疆、内蒙等电力建设重点区域, 南方热电联产电力建设新增涨幅达到15.1%, 主要集中在浙江、广东、福建等电力短缺省市。

总体看, 近年来, 我国宏观经济景气度较低, 电力行业运行平稳, 总体供需平衡。

3. 电煤价格

随着全球经济形势严峻、页岩气等新能源崛起、国际煤价暴跌、以及进口煤炭大量倾销国内市场, 使得国内煤炭市场持续低迷, 2012年下半年, 电煤供需逐步趋缓, 电煤价格在全国范围内维持低位稳定。2013年初, 国家发改委取消对合同电煤价格涨幅和市场交易电煤最高限价的有关规定, 电煤由供需双方自主协商定价, 国内煤价正式走向市场化。2014年煤炭价格不断刷新历史新低, 一季度急速下跌、二季度缓慢爬升、三季度再次深度探底、四季度阶梯型攀升, 截至2014年底, 环渤海动力煤价格指数5,500K价格报收525元/吨, 与年初610元/吨下跌85元/吨。进入2015年以来, 环渤海动力煤价格指数一路下跌, 2015年5月13日报收416元/吨, 较年初下跌109元/吨。

图 6 2010 年 10 月以来环渤海动力煤综合平均价格指数（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

在经济结构调整背景下，高耗能产业难以再次出现快速增长；同时在节能减排巨大压力下，化石能源消费将受到更多限制，未来1~2年煤炭需求增速将出现下滑。受国内外经济增速放缓、煤电并轨、进口煤增长及能源供应结构变化等因素的影响，2015年电煤价格有望继续维持供略大于需的较低位区域，但是否能长期维持较低位置具有不确定性。

总体看，近年来，煤炭价格呈下跌趋势，有利于降低电力行业特别是火电行业的采购成本，提高其盈利能力。

4. 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年来电力行业的主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
节能减排“十二五”规划	国务院	加强用能节能管理，健全节能环保法律和标准等一系列环保要求。	2012 年 8 月
关于扩大脱硝电价政策试点范围有关问题的通知	国家发改委	规定自 2013 年 1 月 1 日起，将脱硝电价试点范围扩大为全国，增加的脱硝资金暂由电网企业垫付。	2012 年 12 月
国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知	国家发改委	分资源区制定光伏电站标杆电价；制定了分布式光伏发电项目电价补贴标准；明确了相关配套规定；明确了政策适用范围。	2013 年 8 月
国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知	国家发改委	从 2013 年 9 月 25 日开始，降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硝标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；在上述电价基础上，通过提高上网电价鼓励企业采用新技术提高环保标准。	2013 年 9 月
关于进一步疏导环保电价矛盾的通知	国家发改委	疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。	2014 年 5 月
关于促进抽水蓄能电站健康有序发展有关问题的意见	国家发改委	促进电站建设步伐适度加快，计划到 2025 年，全国抽水蓄能电站总装机容量达到约 1 亿千瓦，占全国电力总装机的比重达到 4%左右。	2014 年 11 月
关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知	国家发改委	自 4 月 20 日起，将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱。同时，全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。电价调整后，继续对对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、惩罚性电价和阶梯电价政策，促进产业结构升级和淘汰落后产能。	2015 年 4 月

资料来源：联合评级整理

总体看，目前我国电力行业政策总体上鼓励清洁能源发展，对火电行业在环保和产业结构升级等方面提出了更高要求。

5. 行业关注

宏观经济下行时发电量的减少对发电企业收入造成不利影响

电力生产行业具有相当强的周期性。周期性运行的电力行业与宏观经济的关联度非常高，电力行业与宏观经济的发展息息相关。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国火电占比约七成，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

2013年10月15日，国家发展改革委颁发《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“通知”），决定在保持销售电价水平不变的情况下适当调整电价水平。根据通知，自2013年9月25日起，国家将降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，同时适当降低跨省、跨区域送电价格标准。上网电价下调将会对火力发电企业的利润空间产生一定的影响。

电煤价格的波动是影响火电企业稳定经营的主要因素

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，煤炭价格变动剧烈。2012年，由于宏观经济增速的放缓，上半年对煤炭的需求减少，煤炭价格出现了较大幅度的下跌，发电企业的盈利能力有所好转。进入2013年，国家正式取消重点合同，取消电煤双轨制，电煤价格由企业双方自主协商确定，使得电煤价格符合市场要求，改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014年以来，煤炭价格呈震荡下跌趋势，进一步缓解了电力行业的成本压力。

总体看，目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定负面影响，而且上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业的影响也值得关注。

6. 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐

步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

（二）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭行业是我国重要的能源基础行业。我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我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。

我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，我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。晋陕蒙将是我国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但地处西部内陆，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。

我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低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，我国煤炭质量较好。

由于我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。我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，我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。

总体看，我国煤炭资源的种类丰富，国内供需区域分布不均。

2. 煤炭供需

煤炭供应

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 2 2008~2014 年我国原煤产量情况单位（亿吨）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。
注：左轴代表产量；右轴代表增速。

2011 年以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业对投资进度和产出规模进行相应调整，2012 年全国原煤产量达到 36.50 亿吨，同比增长 3.69%，增速显著放缓。2013 年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，全年原煤产量为 36.80 亿吨，同比仅增加 0.82%，增速达到六年来最低值。2014 年，各地环保政策出台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量达到 38.70 亿吨，同比增长 5.16%，如上图所示。虽然原煤产量增速有所回升，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

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。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业，约占煤炭总需求的 82.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%。2011 年开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，如下图所示。《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》提出，2020 年煤炭消费总量控制在 42 亿吨左右，目前煤炭产能远远超过该限定值。

图 3 2011 年以来煤炭下游行业煤炭消费当月同比增长情况（单位：%）



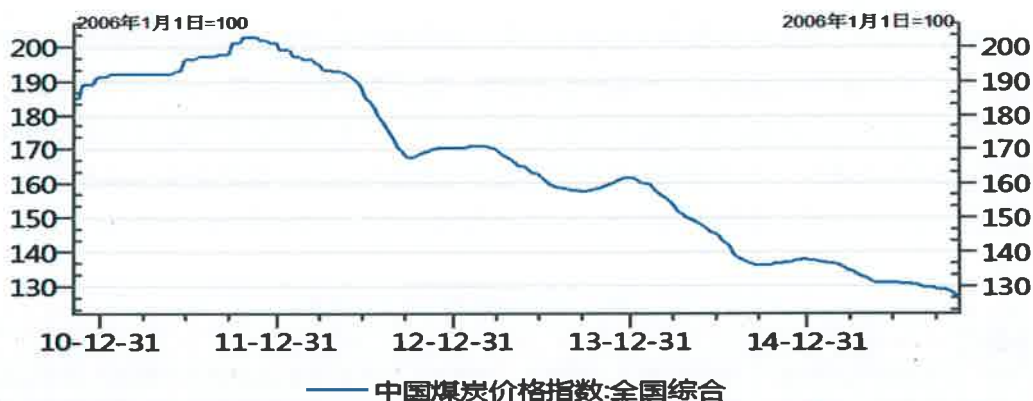
资料来源：wind 资讯，联合评级整理。
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得，为便于比较，此处省略其 1、2 月数值。

总体看，近年来煤炭市场景气度下滑，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求增速放缓，煤炭产品需求增长有所抑制。

3. 煤炭价格

2012年以来，全国综合煤炭价格指数震荡下降，如下图所示。从动力煤方面来看，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格震荡下降，尽管2013年末电煤合同谈判中煤炭大型集团提价带动动力煤价格回升至660.00元/吨，但由于缺乏下游需求有利支撑，动力煤价格下行压力依旧不减。至2015年11月4日~11月11日这一周，秦皇岛港动力煤(Q5800K)平仓价为420.00元/吨。从焦煤方面来看，焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。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。但由于焦煤下游钢铁行业需求不振，使焦煤价格在2011年后进入震荡下降通道，至2015年11月6日~11月13日这一周，焦煤价格（全国含税平均价）已跌至590.00元/吨。

图4 2011年以来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源: wind 资讯

总体看，由于国内煤炭行业库存高企，下游行业需求不振，煤价整体处于震荡下行通道，煤炭企业盈利能力有所下滑。

4. 行业竞争

近年来，煤炭行业处于供大于求的市场状态，煤炭行业的持续疲软，煤炭产能快速释放、进口量屡创新高。煤炭行业面临外部多重压力，煤炭价格持续走低、煤炭铁路运价的上调，煤企的销售压力进一步增大。在残酷的市场竞争压力下，煤炭价格远远低于中小型煤炭企业的盈亏平衡点。中小型煤炭企业普遍采取限产保价，甚至停产的措施应对外部不利环境，导致铁路装车和港口的资源供给主要集中在大型煤炭企业手中。大型煤炭企业为了确保市场份额，让利不让市场，虽然也面临成本倒挂的压力，但生产和销售煤炭数量保持增势，对中小煤炭企业形成生存压力。随着大型煤企的产销量大增，其市场的话语权也随之增强。大型煤炭企业具有优先配置铁路资源的优势，容易形成一体化产运销体系，并降低成本，减少营业支出。而中小煤企由于资源有限，融资困难，开始出现资金断裂的情况，资金压力是造成中小煤企被兼并的重要原因之一。大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面的优势将会更加明显。从行业排名来看，近年来煤炭企业排名相对稳定，2014年我国煤炭企业营业收入前五名如下表所示：

表 2 2014 中国煤炭企业营业收入前五名（单位：万元）

排名	企业名称	地区	主要产品或服务	营业收入
1	神华集团有限责任公司	北京	煤炭、电力、航运、铁路、煤化工	36,781,691
2	山西焦煤集团有限责任公司	山西	煤炭、焦化、贸易、建筑建材、电力	23,608,769
3	冀中能源集团有限责任公司	河北	煤炭、制药、航空、机械制造、物流	22,990,319
4	山东能源集团有限公司	山东	煤炭、物流、化工、机械制造、医疗器械	22,972,301
5	晋能有限责任公司	山西	煤炭、物流	22,801,762

资料来源：中国煤炭工业协会

为促进煤炭企业规范生产，国家政策进一步推动大型煤炭企业（集团）建设和转型升级，促进煤炭工业平稳运行和持续健康发展。近年来，国内大型煤炭企业呈现出以下几点特征：经营规模扩张放缓，非煤产业有所扩大；煤炭产量增加，煤业收入利润下降；盈利能力明显下滑，资本运营效率继续下降；兼并重组继续推进，整合式成长效果显著。

总体看，我国煤炭行业竞争严酷，大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面具有较为明显的优势。未来，大型煤炭企业将逐步兼并中小煤企，煤炭企业生产经营将逐步规范化。

5. 行业政策

2014 年以来，环境污染整治工作提上日程，政府陆续发布多条限制煤炭供给与使用量的相关政策，在煤炭质量等方面做出了严格的指标要求，鼓励使用替代能源，进一步整合煤炭企业。2014 年，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且行业内停止征收煤炭等矿产资料补偿费，此举将增加税收弹性，在当前煤炭市场价格持续走低的情况下，降低企业的税收负担，同时还可以调节企业税费结构，避免重复征收。近年来煤炭行业的主要政策如下表所示：

表 3 近年来煤炭行业主要政策

时间	法条	主要内容
2014 年 12 月	《重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法》	指在北京市、天津市、河北省、山东省等重点区域规定煤炭消费量目标，通过淘汰落后产能、压减过剩产能、提高煤炭等能源利用效率直接减少煤炭消费。利用可再生能源、天然气、电力等优质能源替代煤炭消费。
2014 年 11 月	《关于进一步加强资源整合技改煤矿建设项目安全监管监察工作的通知》	推进小煤矿资源整合、兼并重组工作，加强整合技改煤矿建设项目管理，加大整顿关闭力度，淘汰落后产能。
2014 年 10 月	《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》	自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理。
2014 年 10 月	《关于实施煤炭资源税改革的通知》	自 2014 年 12 月 1 日起，全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，税率幅度为 2%~10%。
2014 年 9 月	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。
2014 年 8 月	《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

进口政策方面,2014年8月,我国取消褐煤的零进口暂定税率,恢复实施3%的最惠国税率。2014年10月,取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率。煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口,缓解进口煤对国内市场的冲击。

总体看,行业限产政策的落实有助于控制煤炭产量的盲目增长。

6. 行业关注

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价格保持高度联动。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。

产业结构失衡

我国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题,部分地区较为突出。具体而言,一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低,生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大,东部煤炭资源日渐枯竭,产量萎缩;中部受资源与环境约束的矛盾加剧,煤炭净调入省份增加;资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡,运输成本成为影响煤炭价格的重要因素,不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。从供需角度看,总量上,中国煤炭行业产能过剩严重,但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布,运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。

煤炭运输通道建设制约行业发展

我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅,陆路与水运相结合的方式,铁路运输量占我国煤炭总运量的比重一直在50%以上,铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展,因此煤炭运输瓶颈问题一直存在,影响了煤炭行业的健康发展。

进口冲击

煤炭进口增长的关键在于国内外的价格差异,考虑到我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,我国煤炭资源整合产能的延后扩大效应也将在一定程度上平抑进出口差额。

7. 未来发展

兼并重组深化,行业集中度提升

2011年四季度以来,受资源整合、产能集中释放及下游需求减缓影响,国内煤炭市场价格出现持续下跌,煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期,煤炭企业的抗风险能力受到集中考验,行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大,且融资能力弱,给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇,煤炭行业兼并重组提速,行业供给将加速集中。具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持,随着煤炭产能的不断集中,处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

供过于求短期内难以逆转,行业景气度将持续低迷

需求方面,随着生产要素价格上升,中国经济潜在增速已经开始下降,投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续,经济结构调整成为宏观经济调控的主线。

中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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不景气，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改善，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，未来煤炭行业集中度将有所提升，供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷。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改善。

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，近三年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 2015 年 9 月底，公司拥有煤炭资源保有储量 25.24 亿吨。其中，公司在山西省境内的 16 座煤矿共有煤炭权益保有储量 10.14 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；此外，公司在陕西地区的亿华矿业煤炭保有量 11.45 万吨。

公司全资子公司华熙矿业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。2013 年 1 月 8 日，华熙矿业接到国土资源部《中标通知书》，确定华熙矿业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。2015 年 2 月，公司完成非公开增发募集资金约 100 亿元，资本金实力显著增强，开始向“能源、物流、投资”多元化产业转型。

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，公司于 2015 年收购了华兴电力 53.125% 股权。华兴电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务，控股装机容量 491 万千瓦，已取得国家相关部门核准开工建设和取得“路条”进行前期工作的装机容量 412 万千瓦，总装机容量 903 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 100 万千瓦、两台 30 万千瓦燃煤机组；周口隆达运营两台 13.5 万千瓦燃煤机组，另有两台 66 万千瓦燃煤机组扩建项目已获得核准，目前此项目正在建设中；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，目前该项目也在建设中；张家港电力运营两台 39 万千瓦燃气机组，另有两台 40 万千瓦燃气机组尚

待核准。上述收购构成上市公司重大资产重组，已于 2015 年 5 月 11 日完成股权过户。

总体看，公司电力产业规模较大，发电机组平均单机容量大；煤炭资源储量充足，地理位置优越；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；未来，页岩气开发有望成为公司新的利润增长点。另外随着公司业务扩展至电力生产及燃料油配送领域，公司业务向煤电产业化延伸有助公司抵御煤炭单一行业风险。

2. 技术及装备水平

电力业务

由于华兴电力 600MW 及以上等级机组容量占比较高，且近年来节能技改成效明显，华兴电力能耗控制水平逐年提升。2014 年，华兴电力燃煤机组累计供电煤耗 310.29 克/千瓦时，比全国供电煤耗低 7.71 克/千瓦时，处于五大发电集团的中等水平。

华兴电力在建机组中，沙洲电力两台 100 万千瓦燃煤机组主要指标设计值与同类型机组相比处于先进水平，设计供电煤耗为 275.3 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 1,000MW 级超超临界机组前 20% 平均值；周口隆达两台 66 万千瓦燃煤机组投产发电后在同类机组中能耗较也属低，设计供电煤耗为 280.7 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 600MW 级超超临界机组前 20% 平均值，机组投产后在能耗方面均有较强竞争优势。为达到了减少环境污染目的，上述工程实施超净排放技术，同步建设高效的脱硫设施、低氮燃烧器和高效的 SCR 脱硝装置，采用高效电袋复合除尘器和湿式静电除尘器，污染物排放浓度：烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 5、35、50 毫克/立方米，达到燃机排放水平，实现燃煤机组超净排放。

煤炭采掘

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。

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、可伸缩胶带输送机均为型号新、技术先进、性能领先的新型设备。

总体看，华兴电力单机机组容量较高，电力能耗控制水平逐年提升，在建机组均可实现燃煤机组超净排放；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. 资源及地质（地理）环境

电力资源

公司所属电力项目主要分布于江苏、河南两省，以上省份均是我国经济大省、用电大省。同时，江苏是资源小省，能源供应一直比较紧张；河南省虽然电力供应呈现“整体平衡”态势，但“局部紧张”状态难以缓解。为此，以上两个省份均有较高的用电需求。

江苏省是我国国民经济最发达的省份之一，经济增长速度高于全国平均水平，随着国民经济的发展，全省电力需求呈较快增长趋势。江苏省“十二五”期间全社会用电量和最高用电负荷年

均增长率分别为 7.7% 和 8.2%，预计到 2015 年，全社会用电量为 $5,600 \times 10^8$ 千瓦时，最高用电负荷为 9,500 万千瓦；“十三五”期间全社会用电量和最高用电负荷年均增长率分别为 5.1% 和 6.5%，到 2020 年，全社会用电量为 $7,200 \times 10^8$ 千瓦时，最高用电负荷为 13,000 万千瓦。

河南省地处中原经济区，是全国人口大省，经济发展后劲强，随着其经济的不断发展，用电需求也将持续增加。根据电力规划设计总院设计报告负荷预测，预计 2015 年和 2020 年河南省全社会用电量将达到 $3,300 \times 10^8$ 千瓦时和 $4,600 \times 10^8$ 千瓦时，“十二五”和“十三五”期间年均增长 7.0% 和 6.9%；最大负荷将达到 5,900 万千瓦和 8,500 万千瓦，“十二五”和“十三五”期间年均增长 8.9% 和 7.6%。

煤炭资源

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保有储量 5.07 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拥有焦煤保有储量 1.71 亿吨。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。灵石县是国内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。

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，二氧化碳绝对涌出量 0.27~1.16/立方米，区内煤层属于低瓦斯矿，瓦斯含量不高，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，煤层厚度适中，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。

总体看，公司所属电力业务主要分布于江苏和河南境内，以上两省属于国家电力“负荷中心”，电力市场的刚性需求将维持公司电力业务良好的增长态势；公司主要煤种属稀缺煤炭资源，经济价值较高；受益于较好的地质开采条件，公司煤炭开采成本较低，在行业内具备一定相对竞争优势。

4. 人员素质

由于业务范围发生较大变化，近年来公司从国有大型电力及煤炭企业引入大量高级管理人员和技术骨干，人员构成渐趋合理。

公司董事长徐培忠先生，现年 52 岁，硕士研究生学历，教授级高级工程师。曾任中煤大屯煤电集团有限责任公司姚桥矿党委书记、副矿长，中煤大屯煤电集团有限责任公司铁路管理处处长，中煤大屯煤电集团有限责任公司实业公司总经理，中煤第一建设有限公司安监局长，子公司华熙矿业董事长、公司副董事长；现任公司董事长，子公司江苏永泰发电有限公司董事长。

公司董事、总经理常胜秋先生，现年 49 岁，硕士研究生学历，教授级高级工程师。曾任中煤第五建设公司副总工程师、安监局副局长，中煤建设集团有限公司副总工程师、安监局副局长，子公司华熙矿业总工程师、子公司山西康伟总经理、子公司灵石银源煤焦开发有限公司董事长；现任公司董事、总经理，子公司华瀛石油化工有限公司董事长。

截至 2015 年 9 月底，公司拥有在职员工 9,214 人。从文化程度来看，硕士及以上员工占比 0.87%；本科员工占比 12.85%；大专及以下员工占比 86.28%。从岗位构成来看，管理人员占比

15.37%；技术人员占比 14.55%；生产人员占比 65.65%；销售人员占比 2.72%；其他占比 1.70%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的能源行业工作背景和管理经验，公司员工以生产人员为主，符合能源生产企业的特征。

五、公司管理

1. 治理结构

自永泰控股集团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，公司法人治理结构较为规范，符合上市公司规范要求。

2. 管理体制

公司从油品业务转为以煤炭采选为主后，至目前进一步转型为综合能源企业以来，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。

截至 2015 年 9 月底，公司下设办公室、人力资源部、经营管理部、战略发展部、财务管理部、投融资管理部、生产技术部、安全监察局、销售管理部、证券事务部、内控管理部等 11 个职能部门。公司各职能部门分工明确，对下属企业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，各下属企业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，下属企业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、下属企业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；由公司向各单位派驻一名专职安全负责人，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，并对各单位安全质量标准化工作进展情况进行逐月考核落实。公司建立了安全目标责任考核体系，公司与各单位、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，公司引入具有能源行业工作背景和管理经验的人才后，加强电厂和煤矿安全管理，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

2009 年以来，公司多次通过定向增发等方式先后收购了华熙矿业、灵石银源煤焦开发有限公司（简称“银源煤焦”）等煤矿企业，逐步由油品经营转型进入煤炭采选领域，形成了以煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。2012 年以来，煤炭价格持续下滑，煤炭市场持续低迷，2014 年以来公司剥离部分洗精煤业务，削减煤炭业务规模，同时着手布局电力产业；2015 年以来，公司大力拓展电力业务，电力业务板块初步成型。

从近三年的收入情况来看，近三年公司营业收入年均复合增长 1.25%。2014 年，公司实现主营业务收入 78.80 亿元，同比下降 19.67%，收入下降的主要原因系企业进行煤炭业务结构调整，公司减少洗精煤业务所致。分业务板块来看，2012~2014 年，公司以煤炭板块为主。受煤炭市场持续低迷、煤炭价格持续下滑影响，2014 年公司逐步剥离洗精煤业务，削减煤炭业务经营规模，2014 年公司实现煤炭采选业务收入 55.52 亿元，占比 70.45%，实现煤炭贸易业务 22.45 亿元，占比 28.49%；其他业务板块收入占比不大，如下表所示。

表 4 近三年公司主营业务收入、占比、毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
		营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
煤炭	煤炭采选	53.83	69.87	57.17	66.45	67.75	45.45	55.52	70.45	54.97	39.83	52.75	57.39
	煤炭贸易	22.96	29.80	3.11	29.90	30.48	1.09	22.45	28.49	6.87	3.62	4.80	2.34
	合计	76.78	99.67	41.01	96.36	98.23	31.68	77.97	98.94	41.11	43.46	57.55	52.80
电力		--	--	--	--	-	-	--	--	--	31.17	41.27	33.87
其他		0.25	0.33	37.85	1.74	1.77	14.41	0.84	1.06	3.93	0.89	1.18	14.70
合计		77.04	100.00	41.00	98.09	100.00	31.32	78.80	100.00	40.72	75.51	100.00	44.54

资料来源：公司年报

从盈利情况看，2012~2014 年公司主营业务毛利率呈波动趋势，煤炭采选及贸易毛利率波动趋势一致。2013 年公司主营业务毛利率大幅下降主要系煤炭行业景气度持续下滑，致使公司盈利能力下降；2014 年公司通过提高全员效率、提高原煤质量和严控成本费用开支等措施；同时受国

家税费改革减免企业税负的影响，公司生产成本有所下降，盈利能力同比有所提高，2014 年公司主营业务毛利率达到 40.72%。

2015 年以来，公司大力拓展电力业务，于 2015 年 5 月成功收购华兴电力，将电力业务纳入合并范围，带动收入规模大幅增长。截至 2015 年 9 月底，公司形成了以电力和煤炭采选为主营业务的业务布局。2015 年前三季度，公司主营业务收入 75.85 亿元，同比增长 23.38%，其中，煤炭业务实现收入 43.46 亿元，电力业务实现收入 31.17 亿元。煤炭业务综合毛利率与电力业务毛利率分别为 52.80%和 33.87%，处于较好水平。考虑到华兴电力并表时间不长，且部分在建电力项目尚未投产，电力收入及利润年化规模未体现。2015 年 5 月，公司公告收购江苏省能源投资有限公司持有的徐州垞城电力有限责任公司（以下简称“垞城电力”）44.75%股权，股权转让双方计划利用垞城电力所拥有的机组关停容量指标和煤炭替代量指标在江苏徐州沛县共同建设 2x100 万千瓦发电项目，未来公司电力业务收入规模将进一步提升。

总体看，2012~2014 年煤炭业务是公司的核心业务，2014 年公司剥离部分洗精煤业务，主营业务收入规模有所缩减；同时，公司严控成本费用开支，煤炭业务综合毛利率有所回升。2015 年公司大力拓展电力业务，主营业务收入随之上升，公司盈利能力也有所提升。公司电力业务板块初步成型，未来公司电力业务将成为公司主营业务第一大板块，煤电一体化布局将进一步提升公司的盈利水平以及综合抗风险能力。

2. 电力业务

公司电力业务经营主体为控股子公司华兴电力，截至 2015 年 9 月底，公司持股比例为 63.125%，为其实际控制人。华兴电力下属企业电力生产主要包括燃煤发电和燃气发电，其中燃煤发电采用燃煤作为一次能源，通过送煤、燃烧、锅炉蒸汽、汽轮机带动发电机、输配电等环节；燃气发电采用天然气作为一次能源，通过燃气——蒸汽联合循环发电机组发电。

华兴电力的电力业务收入主要来自火力发电和天然气发电收入。如下表所示，2012~2014 年，华兴电力总收入分别为 105.49 亿元、100.68 亿元和 90.26 亿元，其中火力发电收入分别为 80.83 亿元、87.25 亿元和 77.95 亿元，火力发电占比较高，是华兴电力电力业务板块主要收入来源，近三年业绩波动主要系周口隆达两台燃煤机组于 2014 年关停所致。

表 5 2012~2014 华兴电力发电业绩情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
火力	80.83	17.52	87.25	25.26	77.95	28.72
天然气	24.66	22.99	13.43	18.20	12.31	14.56

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2012~2014 年，由于煤炭价格不断下跌，火力发电成本不断下降，火力发电业务毛利率不断上升，从 2012 年的 17.52%大幅上升至 2014 年 28.72%，火力发电业务带动了电力业务整体盈利水平的提升。同期，由于天然气成本持续增加，华兴电力天然气发电业务毛利率不断下降，从 2012 年 22.99%大幅下降至 2014 年 14.56%。

总体看，华兴电力收入主要来自火力发电收入，近三年运营相对平稳。未来随着新建燃煤机组的投产运营，华兴电力业务收入有望进一步提升。

(1) 发电机组

公司发电机组总装机容量 903 万千瓦，主要分布在河南、江苏两省，其中控股装机总容量 491 万千瓦，包括燃煤机组装机容量 413 万千瓦和燃气机组装机容量 78 万千瓦；已取得国家相关部门核准开工建设和取得“路条”进行前期工作的发电机组装机容量 412 万千瓦，其中沙洲电力运营两台 100 万千瓦燃煤机组，周口隆达运营两台 66 万千瓦燃煤机组，以上四台在建机组预计 2017 年投产，张家港华兴有两台 40 万千瓦的燃气机组已取得路条但尚未核准。此外，下属子公司江苏吉新电力有限公司拥有太阳能电站 1.91 万千瓦；汝阳三吉利新能源有限公司拥有太阳能电站 3 万千瓦。

表 6 截至 2015 年 9 月底公司可控装机规模（单位：万千瓦）

发电企业	装机容量 (万千瓦)	机组类型	投产日期	主要发电设备
裕中能源	30	燃煤机组	2006 年 12 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	30	燃煤机组	2007 年 4 月	
	100	燃煤机组	2012 年 3 月	
	100	燃煤机组	2012 年 7 月	
沙洲电力	63	燃煤机组	2006 年 4 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	63	燃煤机组	2006 年 9 月	
周口隆达	13.5	燃煤机组	2003 年 9 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	13.5	燃煤机组	2004 年 3 月	
张家港华兴	39	燃气机组	2005 年 7 月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	39	燃气机组	2006 年 1 月	
总计	491	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，华兴电力发电机组主要为燃煤机组，燃煤机组单机容量较大。

(2) 燃煤发电

煤炭采购

华兴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，上报华兴电力，经华兴电力比价平台确认价格合理后予以批准采购。因近年煤炭销售形势不佳，电厂处于强势地位，煤炭采购一般采用后付款方式。

2012~2014 年和 2015 年 1~9 月华兴电力采购煤炭总量分别为 500.82 万吨、627.46 万吨、562.55 万吨和 366.41 万吨（如下表所示）。同期受煤炭行业的低迷和华兴电力采购策略的影响，煤炭采购价格不断下降，从 2012 年 819.93 元/吨下降至 2014 年 599.58 元/吨，2015 年 1~9 月采购煤炭价格进一步下跌至 461.15 元/吨。煤炭采购价格的不断下降，有利于公司业务成本的控制以及公司盈利能力的提高。

表 7 华兴电力近三年煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
煤炭采购总量	500.82	627.46	562.55	366.41
煤炭采购平均单价	819.93	689.73	599.58	461.15

资料来源：公司提供

华兴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，供应商相对稳定。2014 年华兴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、河南华能物资贸易有限责任公司、陕西省煤炭运销集团有限责任公司黄陵分公司和河南永锦能源有限公司。华兴电力对以上五家供应商采购金额共计 19.10 亿元，成本占比 34.38%。

表 8 2014 年华兴电力煤炭采购前五大供应商（单位：亿元、%）

前五大煤炭供应商	金额	占比
郑州煤电股份有限公司	8.09	14.56
神华销售集团华东能源有限公司	5.39	9.70
内蒙古满世煤炭集团股份有限公司	2.77	4.99
郑州煤炭工业（集团）有限责任公司	1.53	2.75
伊泰能源投资（上海）有限公司	1.32	2.38
合计	19.10	34.38

资料来源：公司提供

总体看，华兴电力采购煤源相对广泛，煤源稳定；近年来国内煤炭市场低位运行，同时华兴电力与各大供煤集团展开合作，采购成本显著下降。

火电生产和销售

随着江苏和河南经济的不断发展，相对应的用电需求也有所增长，近三年华兴电力火力发电上网电量波动增长。2012~2014 年，华兴火力发电量分别为 207.51 亿千瓦时、236.18 亿千瓦时和 209.23 亿千瓦时，上网电量分别为 197.08 亿千瓦时、224.28 亿千瓦时和 198.73 亿千瓦时，2014 年发电量与上网电量双双下跌，主要受周口隆达燃煤机组关停影响。

受电力行业产能相对过剩以及电力体制改革等行业环境影响，近三年华兴电力火力发电上网电价有所下降，2012~2014 年，火力发电销售价格分别是 0.4648 元/千瓦时、0.4467 元/千瓦时和 0.4407 元/千瓦时；2015 年火力发电销售价格有所回升至 0.4516 元/千瓦时，如下表所示：

表 9 近三年华兴电力火力发电指标（单位：亿千瓦时、小时、%、克/千瓦时、元/千瓦时）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
发电量	河南	86.2	133.70	118.76
	江苏	121.31	102.48	90.46
	合计	207.51	236.18	209.22
上网电量	河南	80.26	125.98	112.02
	江苏	116.82	98.30	86.71
	合计	197.08	224.28	198.73
发电设备平均利用小时	4,226.26	4,810.15	4,261.21	2,951.62
综合厂用电率	5.07	5.07	5.06	4.87
供电标准煤耗	316.90	310.79	310.29	304.82
平均上网电价	江苏	0.4961	0.4579	0.4488
	河南	0.4391	0.4381	0.4343

资料来源：公司提供

近三年，随着近年来发电机组技术改造的推进以及机组运行方式的优化，华兴火力发电机组运行效率指标随着发电量的波动下降而相应波动下降。2014 年，华兴电力综合厂用电率为 5.06%；供电标准煤耗为 310.29 克/千瓦时。2015 年 1~9 月，华兴电力综合厂用电率进一步下降至 4.87%，供电标准煤耗降至 304.82 克/千瓦时。总体看，华兴电力发电效率基本保持平稳。

2015年1~9月，华兴电力实现发电量144.92亿千瓦时，上网电量137.90亿千瓦时。

总体看，华兴电力运营平稳，发电量与售电量总体呈增长态势；供电标准煤耗及厂用电率逐年下调，整体发展趋势较好。

(3) 燃气发电

天然气采购

华兴电力本身不具备天然气储存能力，华兴电力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单方供应，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。另外华兴电力未来还将增加中石化作为天然气供应商，由此来提高天然气的供气稳定性。从采购量上看，由于气价较高导致天然气发电成本居高不下，随着天然气发电需求的减少，华兴电力天然气采购总量也逐年减少，如下表所示：

表 10 华兴电力近三年天然气采购量（单位：亿立方米）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
天然气采购总量	7.77	4.58	3.65	3.65

资料来源：公司提供

燃气发电销售

2012~2014年，华兴电力燃气发电量呈大幅下降趋势，三年分别为41.05亿千瓦时、23.94亿千瓦时和18.92亿千瓦时，上网电量分别为40.29亿千瓦时、23.44亿千瓦时和18.55亿千瓦时，呈逐年下降趋势，主要系2012年燃气管道周围地区燃煤机组分布较少，随着燃煤机组的投产运营，华兴电力燃气发电量锐减，2014年回归正常水平。

表 11 华兴电力燃气发电指标（单位：亿千瓦时、亿千瓦时、小时、%、元/千瓦时）

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
发电量	41.05	23.94	18.92	18.91
上网电量	40.29	23.44	18.55	18.55
发电设备平均利用小时	5,262.87	3,068.77	2,425.92	2,424.68
综合厂用电率（%）	1.94	2.30	2.28	2.12
平均上网电价	0.5813	0.5853	0.6060	0.6771

资料来源：公司提供

近三年，华兴电力天然气发电销售价格稳步上升，从2012年0.5813元/千瓦时增长到2014年0.6060元/千瓦时，2015年销售价格进一步上升至0.6771元/千瓦时。

总体看，由于燃气发电成本高于燃煤发电成本，华兴电力燃气发电量有所下降。未来华兴电力业务重心仍是燃煤发电。

3. 煤炭业务

(1) 煤炭储备

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，除在山西拥有丰富煤炭资源外，在陕西、新疆也获取了规模较大的煤炭资源。

截至2015年9月底，公司共有煤炭资源权益保有储量25.24亿吨，如下表所示，主要为焦煤

和长焰煤¹。其中，在山西省境内，公司合计焦煤权益保有储量 10.14 亿吨；在山西省境外，陕西亿华矿业拥有优质动力煤权益保有储量 11.45 亿吨、新疆双安煤矿拥有焦煤权益保有储量 0.45 亿吨、内蒙天厦矿业拥有动力煤权益保有权益储量 3.21 亿吨。

表 12 截至 2015 年 9 月底公司煤炭资源情况（单位：万吨）

地区	主体企业	地区/煤矿	设计产能 (万吨/年)	煤种	保有储量 (万吨)	主体企业对 煤矿控股比例
山西	华熙矿业 (控股100%)	华瀛荡荡岭	60	焦煤	2,543.00	100%
		华瀛冯家坛	45	焦煤	1,622.00	100%
		华瀛金泰源	90	焦煤	7,587.00	90%
		华瀛孙义	60	焦煤	3,238.00	100%
		华瀛集广	60	焦煤	3,048.00	100%
		华瀛柏沟	60	焦煤	4,398.00	100%
		隰县华鑫	150	焦煤	15,401.00	100%
		山西瑞德	300	贫瘦煤	18,327.00	100%
		合计	825	--	56,164.00	--
	银源煤焦 (控股100%)	银源安苑	60	焦煤	2,987.00	100%
		银源新生	60	焦煤	3,217.00	100%
		银源新安发	60	焦煤	3,959.00	100%
		银源华强	60	焦煤	6,661.00	100%
		银源兴庆	90	肥煤	11,317.50	100%
		合计	330	--	28,141.50	--
	康伟集团 (控股65%)	孟子峪煤业	60	焦煤	2,144.00	100%
		南山煤业	90	焦煤	8,004.00	100%
		森达源煤业	120	焦煤	6,928.00	康伟集团持股51% 永泰能源持股49%
		合计	270	--	17,076.00	--
	山西一合计		1,425	--	101,381.50	--
新疆	新疆永泰兴业 (控股100%)	双安矿业	120	焦煤	4,456.00	100%
	新疆一合计		120	--	4,456.00	--
陕西	亿华矿业 (控股70%)		600	长焰煤	114,453.00	70%
	陕西一合计		600	--	114,453.00	--
内蒙古	华熙矿业 (控股100%)	天厦矿业	400	长焰煤	32,145.00	100%
	内蒙古一合计		400	--	32,145.00	--
总 计			2,545	--	252,435.50	--

资料来源：公司提供

总体看，公司所拥有的资源优势突出，整体煤炭资源储备量较大，煤炭资源以焦煤为主，可保障公司战略发展需求。

（2）煤炭生产

近三年，公司煤炭产量持续增长，主要是煤矿技改完成，产能释放所致。2014 年公司煤炭采选收入合计 55.52 亿元，占营业收入的 70.45%。2015 年 1~9 月，公司煤炭采选收入合计 39.83 亿元，为 2014 年煤炭采选收入的 71.74%，受行业景气度持续低迷、公司转型升级的影响，公司煤炭板块收入及盈利水平平均略低于 2014 年同期。

截至 2015 年 9 月底，公司拥有矿井 19 座，其中生产矿井 14 座、联合试运转矿井 1 座。近三年，公司原煤产量波动较大，2014 年公司的原煤产量达到 1,141.63 万吨（如下表所示）；2014

¹长焰煤属于动力煤的一种。

年公司精煤产量 85.47 万吨，同比大幅下降 80.95%，主要是由于公司为应对洗精煤利润空间下降的局面主动关停了部分选洗厂，导致洗精煤产量大幅下降。

表 13 近三年公司主要产品生产情况

期间	煤炭种类	产量（万吨）
2012 年	原煤	846
	精煤	402
2013 年	原煤	1,081.08
	精煤	448.69
2014 年	原煤	1,141.63
	精煤	85.47

资料来源：公司提供

从生产指标看，公司生产机械化程度保持行业领先地位，2014 年综合机械化程度达到 95%，近三年采煤与掘进机械化程度均为 100%；与此同时，全员工作效率有所提升，近三年死亡率为 0，安全保障程度较高（如下表所示）。

表 14 近三年公司生产指标

项目	2012	2013 年	2014 年
综合机械化程度（%）	85	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）	7.47	8.78	9.62
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 2015 年 9 月末，公司煤炭安全生产形势稳定，未出现重大伤亡事故。

总体看，近年来公司原煤产量呈波动趋势，2014 年公司大幅削减洗精煤产量，持续进行煤炭产品结构调整；公司机械化程度保持行业领先地位，安全生产形势稳定。

（3）煤炭销售

公司煤炭销售采用以产定销的方式，以直销为主，从销售合同签订、煤炭发运、资金回笼等业务由公司统一运作。近三年，受宏观经济形势放缓及经济产业结构调整等因素影响，国内煤炭市场持续疲软，下游行业景气度不断下降，市场需求不足，煤炭市场价格呈现下滑态势，加之行业竞争加剧，使得公司经营压力加大。面对不利的经营环境，公司根据市场形势，结合生产和销售实际，调整销售策略，拓宽煤炭销路，做好与大型用煤企业的促销工作，减少库存，保证产量平稳，并鼓励煤矿企业开展自产自销，增加煤炭销量。

近三年，公司煤炭销量增速放缓，2013 年和 2014 年公司煤炭销量分别同比增长 50.63%和 4.30%，其中，2014 年销量增长速度大幅降低，同比减少 46.33 个百分点，主要是公司大幅削减精煤业务规模所致。2014 年公司煤炭销量 1,098.22 万吨，产销率达 102.31%，处于较好水平，实现原煤销售 1,061.36 万吨，同比增长 67.48%，产销率达 100.67%；同期，公司仅销售精煤 81.86

万吨，同比下降 81.65%，产销率达 95.78%，精煤销售比例由 2013 年的 42.36% 降至 7.45%。2015 年 1~9 月，公司原煤销量 858.55 万吨，精煤销量 37.61 万吨，分别占 2014 年全年销量的 84.47% 和 45.94%，产销率分别达 102.13% 和 106.69%。

表 15 近三年公司自产煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率
原煤	293.00	641.16	100.70	606.87	554.09	90.41	1,016.36	583.35	100.67
洗精煤	406.00	1,088.10	101.10	446.06	989.25	99.41	81.86	691.91	95.78
合计	699.00	--	--	1,052.93	--	--	1,098.22	--	--

资料来源：公司提供

注：煤炭平均价格为含税价

销售价格方面，公司通过优化生产组织和强化煤质控制实现提质保价，通过优化筛选工艺，加强煤质管理，降低原煤含矸率，提高商品煤质量，对冲市场造成的价格下行压力。近三年，公司原煤销售价格先降后升，洗精煤销售价格加速下滑。2014 年公司原煤销售均价为 583.35 元/吨；洗精煤销售均价为 691.91 元/吨。2015 年 1~9 月，公司原煤销售价格保持稳定，精煤价格持续下降，商品煤销售结构仍以原煤为主。

销售客户方面，公司为实现资金快速回笼，2014 年公司以经销商为主，减少直供客户。公司主要客户为晋中晋煤煤炭销售有限公司、山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司、江苏中润华能能源发展有限公司、江苏西电能源燃料有限公司、山西煤炭运销集团长治沁源有限公司等，2014 年前五大客户销售占比达 92.63%，客户集中度高。结算方式方面，为应对目前煤炭行业整体趋势下滑、煤炭企业经营风险增大等不利情况，公司对小客户基本采取先款后货的结算方式，而大客户账期一般在 3~6 个月。

表 16 2012~2014 年公司销售前五大客户情况

年份	客户名称	金额（万元）	占比（%）
2012 年	山西晋唐煤焦物流有限公司	160,406.95	20.82
	晋中晋煤煤炭销售有限公司	74,273.07	9.64
	灵石县旭日升矿产品经销有限公司	65,489.04	8.50
	淮北矿业集团大榭煤炭运销有限公司	40,537.98	5.26
	江苏鑫利来商贸有限公司	40,168.80	5.21
合计		380,875.84	49.43
2013 年	晋中晋煤煤炭销售有限公司	181,303.54	18.48
	江苏中润华能能源发展有限公司	94,132.90	9.60
	山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	67,051.86	6.84
	山西煤炭运销集团长治沁源有限公司	47,387.13	4.83
	江苏西电能源燃料有限公司	43,029.14	4.39
合计		432,904.57	44.14
2014 年	晋中晋煤煤炭销售有限公司	375,891.45	47.50
	山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	105,469.05	13.33
	江苏中润华能能源发展有限公司	95,242.06	12.04
	江苏西电能源燃料有限公司	93,204.56	11.78
	山西煤炭运销集团长治沁源有限公司	63,078.42	7.97
合计		732,885.54	92.62

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司大量削减洗精煤业务规模导致煤炭销售量增长速度有所减缓，整体煤炭产销情况良好；公司原煤质量好，对销售价格起到一定支撑作用，受煤炭市场低迷影响，近三年公司煤炭销售价格有所下滑；公司客户以经销商为主，客户集中度高，公司运输能力能够满足正常销售需求。

(4) 煤炭贸易

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，将煤炭产品销售到全国各地区的焦化企业、钢铁企业及部分煤炭贸易公司。

营销方式方面，公司由原来的分散式经营模式向规模化经营模式的转变；另一方面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。

2012~2014年，公司煤炭贸易业务一直是主营业务重要的组成部分，煤炭贸易的收入增减直接影响着主营业务收入的变化，但随着电力业务被纳入合并范围，煤炭贸易业务占比正逐渐减少。2015年3月，公司处置了永泰能源运销集团有限公司，导致贸易量及贸易收入均大幅下降，如下表所示：

表 17 2012~2015 年 9 月公司煤炭贸易量及收入情况（单位：万吨、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
煤炭贸易	266	330	247	46
贸易收入	22.96	29.90	22.45	3.62

资料来源：公司提供

公司通过发展“大客户、长期客户”等销售策略，构建和完善销售网络，拓展采购和销售渠道，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，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，主要销售自产煤炭产品，并向山西省内的大型煤炭销售公司采购原煤，精煤及其他煤种。

截至 2014 年底，公司主要的上游客户为山煤国际上海销售公司、九兴能源实业有限公司等，上游客户结算方式主要为银行承兑汇票，平均账期在 3~6 个月，公司上游客户前五大占比为 57.51%。

截至 2014 年底，公司主要的下游客户为：晋中晋煤煤炭销售有限公司、山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司、江苏中润华能能源发展有限公司、江苏西电能源燃料有限公司等。下游客户的结算方式主要为银行承兑汇票，平均账期在 3~6 个月，下游客户前五大占比为 92.63%，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。

公司一直致力于煤炭供应链的建设，做好煤炭贸易和物流方面的工作，在贸易的持续性和物流的稳定性方面，转变发展模式，改变传统物流运作模式，缩短整体供应链中的物流沉淀，加速物流周转。公司建立了现代物流发展相配套的物流信息系统与网上交易系统，借助于准确的信息传递，将传统的、粗放式的物流送货形式，上升为“门到门”、“库到库”甚至“线到线”的精细

物流方式，实现物流信息化。并通过业务流程再造完善信息化管理，信息系统根据销售情况、储存成本、采购成本计算出最小储存量及最佳进货批量，分析商品是否适销，制定下一次采购计划。同时对管理模式进行以信息化为中心的重新设计，包括商品资源结构调整、业务流程重新梳理，并在实施过程中实行监控与调整。

总体看，公司煤炭贸易主要以加工煤炭产品为主，通过在全国范围内构建销售网络，具备了一定的贸易实力。但随着永泰能源运销集团有限公司的处置，公司贸易量及贸易额均有大幅回落，未来公司贸易业务或将大幅缩窄。

4. 重要事项

(1) 收购徐州垓城电力有限责任公司 44.75%股权

2015年5月9日，公司公告收购江苏省能源投资有限公司持有的徐州垓城电力有限责任公司（以下简称“垓城电力”）44.75%股权，股权转让双方计划利用垓城电力所拥有的机组关停容量指标和煤炭替代量指标在江苏徐州沛县共同建设2x100万千瓦发电项目。本次交易不构成关联交易。根据《公司章程》的授权，本次股权转让经公司董事长批准后即可实施。本次交易尚需履行相应的国有资产转让批准手续。本次股权收购事项尚需履行相应的国有资产转让批准手续。本次收购完成后，公司电力业务板块布局将更加完善。

(2) 收购华瀛石化 100%股权

根据公司2014年第三次临时股东大会审议通过的2014年度非公开发行相关方案，公司以募集资金40亿元收购惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司（以下简称“华瀛石化”）100%股权，并于2015年3月以募集资金22亿元对其进行增资，用于募投项目惠州大亚湾燃料油调和配送中心项目及配套码头项目的建设。公司利用本次非公开发行主动实施二次战略转型：加快实现跨区域能源产业布局，由相对单一煤炭主业向“能源、物流、投资”并举之多元化产业转型，快速发展成为焦煤年产量超1,000万吨，码头吞吐能力超2,000万吨/年、动态仓储能力1,000万吨/年、油品调和配送能力1,000万吨/年的全国性大型综合能源集团，进一步提升公司经营业绩和可持续发展能力。

(3) 投资物联网产业

为了进一步实现公司的产业转型，增强公司持续经营能力，更好布局物联网新兴产业领域的优质战略性项目，公司第九届董事会第十九次会议审议通过了《共同设立上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）的议案》，由全资子公司北京润泰创业投资管理有限公司出资人民币300,000万元作为普通合伙人，以投资方式与上海锡玉翔投资有限公司、天硕投资有限公司、深圳中裕投资有限公司、江苏双良科技有限公司、华有科技投资有限公司共同投资设立上海润良泰物联网科技合伙企业，之后由上海润良泰物联网科技合伙企业与感知集团有限公司（以下简称“感知集团”）合资组建感知科技有限公司（拟定名）。公司拟通过此次与感知集团的合作，涉足物联网行业，为公司未来业务形态的转变和业务空间的拓展提供了良好的途径，并提升公司未来的投资价值。联合评级将持续关注上述事项进展情况。

(4) 2014年度非公开发行股票募集资金

2014年12月29日，中国证监会核发《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[2014]1427号），核准公司非公开发行不超过50.76亿股新股；2014年6月9日公司召开第九届董事会第七次会议，确定此次非公开发行价格为1.97元/股；募集资金用途为：a、以不超过40亿元（含40亿元）收购惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司100%股权，之后以不超过22亿元对惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司进行增资；b、以不超过38亿元用于偿还公司及

全资子公司债务。

截至 2015 年 2 月 12 日，公司此次非公开发行募集资金总额为 100 亿元，扣除此次发行费用后募集资金净额为 98.64 亿元，其中增加股本 50.76 亿元，增加资本公积 47.88 亿元。

(5) 2015 年度非公开发行股票预案

公司分别于 2015 年 8 月 7 日、2015 年 8 月 24 日召开董事会和股东大会，审议通过了公司关于 2015 年度非公开发行股票的预案；并于 2015 年 10 月 9 日、2015 年 10 月 26 日召开董事会和股东大会，审议通过了公司关于 2015 年度非公开发行股票的修订案。此次非公开发行尚需获得中国证监会的核准。

此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以 13.70 亿元投资建设张家港沙洲电力有限公司 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；以 21.30 亿元投资建设周口隆达发电有限公司 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；以不超过 14 亿元偿还公司和子公司的债务。

此次募集资金将主要用于大容量火力超超临界燃煤发电机组电力项目建设，符合国家能源、产业及环保政策。项目投产后将为公司带来持续稳定的营业收入，为公司业绩增长提供有力保证，进一步提升公司的盈利水平及股东回报能力，促进公司持续健康发展。另外，此次发行完成后，公司净资产规模将有所增加，有息负债规模得到控制，公司资产负债率和财务风险将降低，公司资本实力和资本结构得到优化，财务费用有所减少，对公司财务状况和经营业绩带来积极影响。

5. 经营效率

近两年，公司经营效率呈下降趋势。由于煤炭行业持续低迷，公司应收账款账期较长、规模较大，致使应收账款周转次数较低，2014 年为 2.41 次；受煤炭价格持续下滑影响以及公司煤炭销售规模增速大幅减缓影响，公司存货周转次数较低 2014 年为 9.46 次；同时，公司持续进行收购，采矿权的快速增加带动无形资产快速增长，公司总资产周转次数较低，2014 年为 0.16 次。与国内同行业上市公司比较，2014 年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于较低水平（如下表所示）。

表 18 主要同行业上市公司 2014 年经营效率比较（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
靖远煤电	5.87	6.89	0.55
西山煤电	6.76	7.08	0.52
安源煤业	9.61	42.60	1.15
恒源煤电	18.50	22.36	0.47
平煤股份	18.63	11.21	0.56
陕西煤业	9.84	19.03	0.48
兖州煤业	36.77	32.65	0.50
阳泉煤业	9.38	31.50	0.72
露天煤业	4.28	13.33	0.53
兰花科创	153.28	6.75	0.25
永泰能源	2.41	9.46	0.16

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，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率有待提高。

6. 重大项目

截至 2015 年 9 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、陕西榆林海则滩项目和惠州大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头项目等，项目预计总投资 224.96 亿元，截至 2015 年 9 月底已投资 37.05 亿元，2015 年 10~12 月预计投资 14.16 亿元，2016 年预计投入 76.11 亿元。

表 19 截至 2015 年 9 月末公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	工程进度	截至 2015 年 9 月已投入	2015 年 10~12 月计划投资额	2016 年计划投资额
陕西榆林海则滩项目	490,000	前期规划	36,200	1,000	2,000
贵州页岩气项目	43,700	勘探阶段	34,980	8,720	
孟子峪巷道建设项目	37,650	建设	5,200		
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	515,000	建设	34,800	37,400	234,000
江苏沙洲电厂二期 2*1000MW 扩建工程	826,700	建设	178,000	50,000	385,000
燃料油调和配送中心及配套码头项目	303,238	建设	62,450	31,600	138,500
张家港华兴热管网工程	33,300	建设	18,860	12,840	1,600
合计	2,249,588	--	370,490	141,560	761,100

资料来源：公司提供。

整体看，公司未来投资以电力为主，随着在建电厂项目的投产运营，公司电力业务收入将进一步提升。公司未来存在资本支出压力较大，为了解决公司未来资本支出压力较大的需求，公司计划实施 2015 年度非公开发行股票事项，募集资金总额不超过 49 亿元，若此次增发成功将会在一定程度上缓解公司资本支出压力。

7. 经营关注

(1) 随着国内经济发展进入新常态，经济增速从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，以及替代能源的快速发展，煤炭市场将会持续疲软，供大于求的压力继续加大，煤炭价格将处于低位运行，行业整体盈利水平大幅下降，行业形势将更加严峻，公司煤炭板块短期内或仍难走出低谷。

(2) 电力行业是支撑国民经济和社会发展的基础性产业，国家对电力行业发展较为重视，控制较严。若国家对电力行业政策有所调整，将对公司业务造成直接影响。

(3) 随着国家对环保要求的提高，各项环保政策的出台力度将逐步加大，公司的资本性支出和生产成本将可能进一步增加。随着公司积极扩张产业链，公司投资规模不断扩大，未来面临一定资金压力。

(4) 随着多元化发展战略的实施，公司所属企业不断增多，企业规模扩大化、组织结构复杂化、业务种类多元化将使得公司管理子公司的难度提高，这在管理水平、管理效率、企业整合等方面对公司提出了更高要求。

(5) 近三年，公司客户集中度有所提高，对大客户账期一般为 3~6 个月，近三年应收账款分别为 16.36 亿元、29.68 亿元和 35.15 亿元，应收票据分别为 7.15 亿元、11.68 亿元和 16.38 亿元，对公司资金形成一定占用，相关回收风险值得关注。

8. 未来发展

近年来,煤炭市场形势的持续走低对公司煤炭主业发展产生了较大影响。为了应对煤炭市场形势变化带来的冲击,抵御产业波动风险,公司在努力巩固煤炭业务经济效益的同时,积极调整业务产业结构,加快实现跨区域、多元化能源产业布局,并确定了由相对单一的煤炭主业向“能源、物流、投资”三大产业转型的发展战略,以增强公司市场竞争力和抗风险能力,提升公司的盈利水平,实现公司的可持续发展。2015年以来,公司在稳步发展煤炭主业的同时,通过非公开发行及对外收购,实现了对华瀛石化和华兴电力的控股,对二者资产收购分别是为了布局大宗商品物流产业和电力产业,进一步延伸、拓宽公司产业链。

从中长期来看,公司对“能源、物流、投资”三大产业做出了具体规划:

能源方面:稳定煤炭产量,加快电力和油气加工产业发展。未来三年内,规划形成1,000万吨/年焦煤、1,000万千瓦电力装机容量和1,000万吨/年油气加工能力,尽快形成综合性、跨区域能源产业集团。公司将紧跟电力体制改革和国企改革步伐,力争在售配电领域和混合所有制方面取得突破。

物流方面:加快大亚湾码头和仓储项目建设,尽快形成2,000万吨/年码头吞吐能力、1,000万吨/年油品动态仓储能力,建成国内最大的燃料油配送中心。

投资方面:公司将出资30亿元参股成立上海润良泰物联网科技合伙企业,并由该合伙企业与感知集团有限公司合资组建感知科技有限公司,布局具有广阔前景的物联网行业。页岩气方面,公司正在实施贵州凤岗二区块页岩气资源地质勘探工作,勘探投入总金额约4.37亿元。未来公司将持续稳妥推进感知科技物联网项目和贵州凤岗页岩气项目,形成新的经济增长点。

总体看,公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略逐步明晰。随着公司经营策略的逐步实施,公司未来的盈利能力、抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强,但部分项目的实施仍需一定时间和过程,经济环境、行业环境及市场环境可能带来不确定的影响因素,同时资金需求压力较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012~2014年度财务报告经山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)(原名:山东正源和信有限责任会计师事务所)审计,均出具了标准无保留审计意见,2015年1~9月财务报表未经审计。公司根据财政部2014年新颁布和修订的相关会计准则要求于2014年7月1日实施新的会计政策,此次调整仅对公司2014年可供出售金融资产和长期股权投资两个科目有所影响,对公司2013年度总资产、负债总额、净资产及净利润不产生任何影响。

2013年,公司合并报表范围新增子公司2家,分别是公司收购的西藏朗鑫矿产资源投资有限公司和新设立的贵州永泰能源页岩气开发有限公司,另外有7家企业不再纳入合并范围。2014年,公司合并报表范围新增子公司3家,分别是公司收购的山西中信泰和能源投资有限公司、澳大利亚永泰能源有限责任公司和新设立的山东润泰能源发展有限公司,另外有2家公司不再纳入合并范围。上述合并范围变化不改变公司主营业务,公司报表可比性较强。

2015年5月公司合并华兴电力,华兴电力单体规模较大,公司主营业务业务由煤炭采选转型为煤电一体化,财务数据较2014年可比性不强,因此下文分析将围绕2012~2014年以及2015前三季度做重点分析。

截至2014年底,公司合并资产总额521.09亿元,负债合计384.56亿元,所有者权益合计

136.53 亿元（含少数股东权益）。2014 年公司实现营业收入 79.12 亿元，净利润 4.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.69 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 873.20 亿元，负债合计 619.63 亿元，所有者权益合计 253.56 亿元（含少数股东权益）。2015 年前三季度，公司实现营业收入 75.85 亿元，净利润 7.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.44 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年公司资产规模持续稳定增长，三年复合增长率为 10.64%，其主要原因是公司通过非公开发行股票等融资方式持续收购煤炭资源，带动采矿权持续增加，资产规模随之持续增长。截至 2014 年底，公司资产总额 521.09 亿元，同比增长 9.44%，资产中的流动资产合计占 27.17%，非流动资产合计占 72.83%。截至 2015 年 9 月底，公司资产总额为 873.20 亿元，较 2014 年末增长了 67.57%，其中流动资产占比 19.19%，非流动资产占比 80.81%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产占同期资产总额比例分 34.50%、29.41%和 27.17%，占比持续下降，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。2014 年底公司流动资产达到 141.56 亿元，同比基本持平；公司流动资产以货币资金、应收账款、预付账款和应收票据为主，如下图所示。

图 7 公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2012~2014年，公司货币资金快速下降，年均复合下降31.65%。截至2014年底，货公司币资金为47.73亿元，较上年末减少28.50%，主要是公司通过自有资金收购所属煤矿少数股东权益和支付预付款项所致。货币资金中银行存款和现金占比7.11%，其余为其他货币资金，其中使用受限三个月以上资金为25.94亿元，受限资金占流动资产比例18.32%。

2012~2014年，公司应收票据快速增长，年均复合增长51.42%，系公司煤炭销售收款以票据结算的比重增加所致。截至2014年底，公司应收票据合计16.38亿元，较上年末增长40.27%。

2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长46.59%。截至2014年底，公司应收账款为35.15亿元，较上年底增长18.43%，主要受煤炭景气度下降、客户账期增长所致；其中账龄在1年以内的占95.01%，公司累计计提坏账准备0.53亿元，坏账计提比例为1.48%，计提较为充分。公司应收账款前五名应收账款汇总金额28.94亿元，占应收账款期末余额合计数的比例81.13%，均为公司主要的合作客户，预计形成坏账的风险较小。

2012~2014年，公司预付款项快速增长，年均复合增长54.53%，主要是由于随着公司收购资

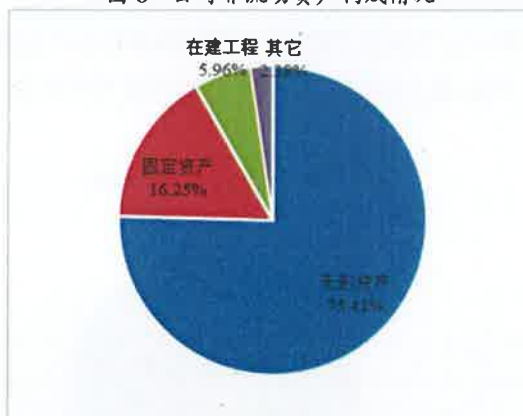
产规模不断扩大,预付股权款增加导致预付账款增加,截至2014年底,公司预付款项为34.38亿元。

截至2015年9月底,公司流动资产合计167.54亿元,较年初增加18.36%,资产构成以货币资金(占比54.09%)、应收账款(占比23.43%)和其他应收款(占比8.37%)为主。其中,货币资金合计90.63亿元,较年初大幅增长89.87%,主要系公司非公开发行股票募集资金到位及合并范围变化所致;应收账款39.26亿元,较年初增长11.70%;其他应收款14.03亿元,较年初大幅增长432.01%,主要系合并范围变化所致。此外,公司应收票据4.86亿元,较年初大幅减少70.34%,主要系公司以银行承兑汇票结算付款增加所致;预付款项7.98亿元,较年初大幅减少76.78%,主要系前期预付股权收购款转入长期股权投资所致;其他流动资产5.80亿元,较年初大幅增加5.43亿元,主要系公司购买理财产品增加所致。

非流动资产

近年来,随着公司煤炭业务规模的快速扩张,公司非流动资产有所增长,截至2014年底,公司非流动资产为379.54亿元,较上年底增长12.91%,主要是来自于无形资产的增加。公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和在建工程组成,如下图所示:

图8 公司非流动资产构成情况



数据来源:公司年报

公司固定资产主要为井巷建筑物、房屋建筑物和机器设备。近三年,固定资产规模逐年有所增长,年复合增长率为11.58%。截至2014年底,公司固定资产原值75.70亿元,较上年底增长1.57%。固定资产中井巷工程占41.83%,房屋建筑物占29.14%,机器设备占24.87%,其他共计占4.16%。截至2014年底,公司固定资产累计计提折旧12.30亿元,计提减值准备共计1.74亿元,固定资产成新率为81.45%,成新率较高。

近三年,公司在建工程逐年有所增长,年复合增长率为25.38%。截至2014年底,公司在建工程账面净值为22.62亿元,较上年底增长33.40%,主要系本期建设项目投入所致。

公司无形资产规模逐年增长,主要为采矿权的增加。2012~2014年公司无形资产复合增长率为17.58%,占同期非流动资产比例高,分别为74.26%、74.12%和75.41%,主要是收购煤矿采矿权增加所致。截至2014年底,公司无形资产原值共计286.23亿元,较上年底增加14.89%,主要是煤矿的采矿权(占比99.84%),其余主要为土地使用权。截至2014年底,公司无形资产累计摊销11.81亿元,公司未计提无形资产减值准备,若煤炭价格下降趋势延续,未来公司无形资产中采矿权存在一定减值风险。

截至2015年9月末,公司非流动资产合计705.65亿元,较年初大幅增加85.93%,主要系合并华兴电力带动固定资产、无形资产等大幅增加所致。非流动资产以固定资产(占比26.12%)、无形资产(占比52.92%)、商誉(占比5.94%)和在建工程(占比5.69%)为主。受合并华兴电

力、华瀛石化等影响，上述项目较年初均有所增长，其中固定资产账面价值 184.30 亿元，较年初大幅增长 198.88%；无形资产 373.41 亿元，较年初增长 30.46%；商誉 41.91 亿元，较年初大幅增加 41.49 亿元；在建工程 40.15 亿元，较年初大幅增长 77.48%。

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，应收账款及应收票据规模较大，对公司资金形成一定占用。公司资产仍以非流动资产为主，煤矿采矿权等无形资产占比较高，存在一定减值风险，公司整体的资产质量尚可。2015 年公司通过非公开发行股票形式募集资金和收购华兴电力带动资产规模的快速增长，业务也由煤矿采选转型为煤电一体化生产。

3. 负债及所有者权益

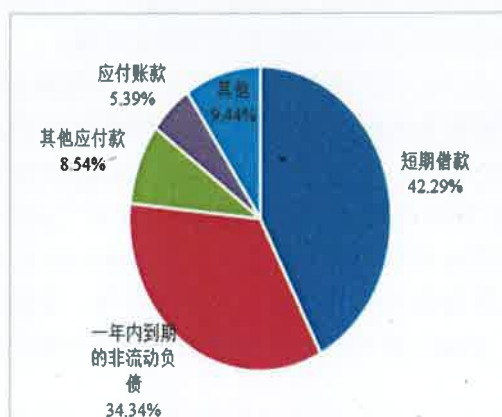
负债

随着发展战略的调整与实施，公司资金需求亦在不断增大，公司利用上市公司这一融资平台，借助资本市场的融资功能，积极进行直接融资，并不断创新融资方式，以进一步调整公司债务结构、降低资金成本。2012~2014 年，公司负债持续增长，年复合增长率达 22.91%，主要是由于公司债券发行规模的快速增加导致应付债券和一年内到期的流动负债快速增加。截至 2014 年底，公司负债合计 384.56 亿元，较上年底增加 12.46%。其中流动负债占 55.80%，非流动负债占 44.20%，流动负债占比相对较高。截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 619.63 亿元，较 2014 年末增长 61.13%，主要系借款增长所致，其中流动负债占比 46.39%，非流动负债占比 53.61%。

流动负债

近三年公司流动负债规模逐年减速增长，年复合增长率为 25.72%，占总负债比重逐年下降，其中 2014 年公司流动负债比重由 2013 年的 55.80%下降至 46.39%，下降幅度较大，主要是由于占比较大的短期借款规模大幅减少。截至 2014 年底，公司流动负债为 214.57 亿元，较上年底增加 7.01%，主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付账款，如下图所示。

图 9 公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 19.36%。截至 2014 年底，公司短期借款合计 90.74 亿元，较 2013 年底下降了 23.71%，主要为保证及信用借款。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 17.93%。截至 2014 年底，公司应付账款为 11.56 亿元，较上年底增加 0.39%，主要为应付工程设备款。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 49.97%。截至 2014 年底，公司

一年内到期的非流动负债合计 73.68 亿元，较上年底增长 44.50%，系一年内到期的长期负债增加所致。

2012~2014 年，公司其他应付款规模波动较大。截至 2014 年底，公司其他应付款金额为 18.32 亿元，较上年底增长 111.35%，主要系当期新增信用证业务所致。其中应付信用证兑付款 14.50 亿元，应付往来款 3.19 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司流动负债合计 287.48 亿元，较年初增长 33.98%，主要是由于短期借款和一年内到期流动负债大幅增长所致，流动负债构成以短期借款（占比 50.70%）、应付账款（占比 6.28%）和一年内到期的非流动负债（占比 34.18%）为主。其中，短期借款 145.76 亿元，较年初增长 60.62%，应付账款 18.06 亿元，较年初增长 56.22%，一年内到期的非流动负债 98.27 亿元，较年初增长 33.37%，以上流动负债大幅增长均为合并范围变化所致。

非流动负债方面，公司近三年非流动负债逐年增长，复合增长率为 19.61%。截至 2014 年底，公司非流动负债共计 170.00 亿元，较上年底增加 20.19%，以长期借款（占比 10.31%）、应付债券（占比 76.15%）和长期应付款（占比 12.89%）为主。

2012~2014 年，公司长期借款快速下降，年均复合下降 48.88%。截至 2014 年底，公司长期借款为 17.53 亿元，较上年年末减少 59.67%，主要是本期一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款中，保证借款占 43.11%，其余均为抵质押借款。

2012~2014 年，公司应付债券年均复合增长 148.90%。截至 2014 年末，公司应付债券为 129.45 亿元，较上年年末增加 87.07%，系新发行非公开定向债务融资工具所致。应付债券主要是 2011 年公司债券、2012 年一、二期公司债券、2013 年公司债券和 2014 年非公开定向债务融资工具，期限为 3~5 年。

2012~2014 年，公司长期应付款年均复合下降 14.07%。截至 2014 年末，公司长期应付款为 21.90 亿元，主要是应付融资租赁款及应缴资源价款。

截至 2015 年 9 月末，公司非流动负债合计 332.16 亿元，较年初增长 95.39%，主要系公司合并范围变化导致长期借款和长期应付款大幅加所致，非流动负债主要由长期借款（占比 40.85%）、应付债券（占比 39.38%）和长期应付款（占比 18.41%）构成，其中长期借款 135.67 亿元，较年初增加 674.16%；应付债券 130.81 亿元，较年初小幅增长；长期应付款 61.15 亿元，较年初增加 179.15%。长期借款及长期应付款增加均系合并范围变化所致。

从债务负担情况来看，由于公司并购规模不断扩大，全部债务有所增长，三年复合增长 39.13%。截至 2014 年末，公司全部债务为 326.93 亿元，其中短期债务占 52.62%，长期债务占 47.38%，公司债务结构中长短期债务较为均衡。近三年，公司债务指标逐年增长，截至 2014 年底，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 73.80%、70.54%和 53.15%，债务负担进一步加重。截至 2015 年 9 月末，公司全部债务合计 561.46 亿元，较年初增加 71.74%，其中短期债务占比 44.06%，长期债务占比 55.94%；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 70.96%、68.89%和 55.33%，随着非公开发行股票募集资金到位，公司负债率有所降低。

总体看，公司持续进行资产收购与兼并，导致负债规模持续增长，整体负债水平较高，流动负债比重持续下降。2015 年以来，公司持续进行收购与兼并，合并范围的变化导致债务负担进一步增加。

所有者权益

近三年，由于公司不断进行资产重组，公司所有者权益随着少数所有者权益的变化而有所波动。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 136.53 亿元，较上年底增加 1.74%，其中归属于母公司所有者权益 99.69 亿元，较上年底增加 1.40%，占所有者权益合计的比例为 73.02%，与 2013 年

的 73.26% 基本持平。归属于母公司所有者权益中，股本占 35.46%，资本公积占 47.27%（主要为股本溢价），专项储备占 1.19%，盈余公积占 2.00%，未分配利润占 14.08%，公司所有者权益的稳定性较强。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 253.56 亿元，较 2014 年底增加了 85.72%，主要系公司非公开发行股票所致；其中归属于母公司的所有者权益为 199.32 亿元，占所有者权益合计的比例为 78.61%。从权益构成上看，归属于母公司所有者权益中，股本占 43.28%，资本公积占 56.17%（主要为股本溢价），资本公积占 34.73%，盈余公积占 1.00%，未分配利润占 8.82%，公司所有者权益的稳定性较强。

总体看，通过定向增发，公司所有者权益和股本大幅增长，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.25%。2014 年起公司对煤炭主业进行了调整，将毛利率较低的煤炭洗选业务和煤炭贸易业务进行剥离和压缩，使得营业收入规模大幅下降。2014 年公司实现营业收入 79.12 亿元，较上年减少 19.62%；但公司通过“提质保价”措施降低煤炭价格下行带来的不利影响，营业利润率同比上升至 38.31%；受财务费用大幅上升影响，公司 2014 年实现利润总额和净利润分别为 6.39 亿元和 4.84 亿元，较上年分别下降 29.52% 和 22.89%，公司利润规模下降明显，净利润中归属于母公司的净利润 4.05 亿元。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 75.85 亿元，较上年同期增加 30.52%，主要系合并华兴电力所致；实现营业利润 7.04 亿元，净利润 7.70 亿元，其中归属于母公司的净利润 5.26 亿元。

从期间费用看，2012~2014 年，公司费用总额的年复合增长率为 28.70%，远高于营业收入增长速度，主要是占比较大的财务费用快速增长导致。从三费构成来看，财务费用与管理费用在期间费用中的占比较高，2014 年占比分别为 84.65% 和 15.04%。受益于公司降本增效等措施的实施，近三年公司管理费用波动下降，2014 年为 4.07 亿元。随着公司进行资产重组和收购兼并期间大规模的债务融资，使得公司财务费用近三年增幅较大，2014 年为 22.90 亿元。近三年，公司费用收入比分别为 21.16%、20.35% 和 34.20%，财务费用对利润影响较大，费用控制能力有待提升。2015 年 1~9 月，公司期间费用合计 25.42 亿元，其中财务费用 21.37 亿元，费用收入比为 33.52%。

近三年公司投资收益分别为 2.35 亿元、0.52 亿元和 0.99 亿元，2013 年公司处置股权投资收益减少，2014 年公司转让沁源县康泰煤焦气化有限公司 100% 股权形成的 0.79 亿元投资收益，带动投资收益同比增长。2012~2014 年，公司营业收入三年复合增长 189.17%，2014 年公司营业外收入 2.25 亿元，较上年增长 561.24%，主要由于公司收到山西康伟集团有限公司业绩补偿款增长所致。2014 年，公司投资收益及营业外收入分别占利润总额的 15.51% 和 35.24%，对公司利润总额影响较大。2015 年 1~9 月公司投资收益 1.68 亿元，较上年同期增长 69.58%，系处置股权所致；营业外收入 2.94 亿元，较上年同期增长 30.36%，系当期收到对康伟集团业绩补偿款同比增加所致。

从盈利指标看，受煤炭行业景气度持续走低的影响，近三年公司净利润逐年降低，而受借款规模大幅增长所致，公司计入财务费用的利息支出大幅增长。近三年公司盈利指标基本呈下降趋势，2014 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 5.82%、5.55% 和 3.58%。

如下表所示，与国内同行业上市公司比较，公司盈利能力总体处于中等水平，但由于公司加强节支降耗，所以公司的销售毛利率处于行业较高水平。另外，由于公司收购煤矿和债务融资导致公司的期间费用大幅增加，从而费用收入比处于较高水平。

表 20 主要同行业上市企业 2014 年盈利能力比较 (单位: %)

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率	费用收入比
靖远煤电	12.69	7.25	26.43	12.36
西山煤电	1.71	3.22	27.07	24.09
安源煤业	2.58	3.70	7.57	5.95
恒源煤电	0.23	1.16	15.11	13.25
平煤股份	1.73	1.92	17.33	13.98
陕西煤业	2.91	4.76	34.54	24.49
兖州煤业	5.84	3.69	19.11	14.02
阳泉煤业	6.14	3.88	17.20	10.79
露天煤业	8.53	8.35	25.94	11.12
兰花科创	0.69	1.14	30.30	23.33
永泰能源	4.09	5.26	40.67	34.20

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。

总体看, 近三年公司经营业绩有所波动, 在煤炭行业景气度低迷环境下, 公司煤炭业务整体盈利能力持续下降。但随着 2015 年华兴电力被纳入合并范围, 受益于盈利能力较强的电力业务, 公司 2015 年 1~9 月份营业收入和利润总额都有大幅上升, 公司盈利状况有所改善。未来随着华兴电力在建机组的投产以及公司其他并购计划的顺利实施, 公司盈利情况或将进一步得到提升。

5. 现金流

从经营活动看, 近三年公司经营活动现金流入波动减少, 年均复合减少 2.59%。2014 年公司当期经营活动现金流入同比减少 23.97%, 为 79.35 亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金 74.63 亿元; 近三年, 公司经营活动现金流出年均复合减少 3.45%, 2014 年为 59.55 亿元, 同比增长幅度为 29.08%, 其中支付其他与经营活动有关的现金 5.82 亿元, 主要为支付的往来款、管理费用和销售费用。2012~2014 年, 公司经营活动现金流量净额波动增长, 年均复合增长 0.13%。2014 年经营活动现金流量净额同比降低 2.91%, 达到 19.80 亿元。近三年公司收入实现质量逐渐降低, 2014 年为 94.33%。2015 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额为 20.48 亿元, 较上年同期增加 54.90%, 主要系合并范围变化所致, 电力业务现金回流情况较好。

从投资活动来看, 近三年, 由于公司持续进行资产收购与兼并, 投资活动资金支付规模较大导致公司现金流量净额持续呈现为净流出, 2014 年投资活动现金净流出量达到 53.32 亿元, 主要是当期投资支付股权收购款的现金大幅增长。近年来, 由于公司在能源领域的快速扩张, 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。2015 年前三季度, 公司投资活动现金流量为净流出 95.83 亿元, 较上年同期多流出 79.94 亿元, 主要系当期投资所支付的现金及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额同比增加所致。

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, 近三年公司筹资性现金流净额均呈现为净流入。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。近三年筹资活动现金净流入分别为 140.69 亿元、13.00 亿元和 19.84 亿元。2015 年前三季度, 筹资活动现金流量净额为 103.80 亿元, 较上年同期增长 859.22%, 主要系非公开发行股票募集资金及借款增加所致。

总体看, 公司经营活动产生的现金流规模较大且基本稳定, 但随着多元化转型战略的实施,

公司资本支出将快速增长,经营活动产生的现金流量净额不能够满足生产和投资需求,公司较大的外部融资需求。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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近三年公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均呈逐年下降趋势,短期支付能力有所下降。截至2014年底,公司流动比率和速动比率分别为0.66倍和0.64倍,现金短期债务比为0.37倍,短期偿债能力有所弱化。截至2015年9月末,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为0.58倍、0.57倍和0.39倍。

从长期偿债能力指标看,2012~2014年,公司利润总额逐年下降,但随着财务费用的增加,公司EBITDA分别为34.07亿元、30.81亿元、35.68亿元,呈波动增长趋势。2014年的EBITDA中计入财务费用的利息支出占比59.65%、利润总额占比17.92%。近三年公司EBITDA全部债务比分别为0.17倍、0.10倍和0.11倍,EBITDA对全部债务的保障程度一般。随着有息债务的增加,近三年公司EBITDA对利息的覆盖程度逐年减弱,2014年EBITDA利息倍数为1.60倍,EBITDA对利息的覆盖能力一般。随着年初非公开发行募集资金到账,截至2015年9月末,公司资产负债率为70.96%,负债率较2014年(73.80%)有所降低。考虑到2015年电力板块效益并表核算,电力业务将成为公司新的盈利增长点,盈利规模对债务的保障能力将获得提升,加之公司以采矿权为主的资产具有变现能力强的特点,公司长期偿债能力尚可。

截至2015年9月底,公司无重大诉讼仲裁事项。

截至2015年9月底,公司对外担保合计28.44亿元,担保比率11.22%,被担保企业主要永康泰能源运销集团有限公司15.90亿元。

根据中国人民银行企业信用报告(被查询机构信用代码G99140729000273000),截至2015年10月26日,公司无未结清的不良信贷记录;已结清的信贷信息中,有17笔关注类贷款记录,均已正常收回,2笔关注类银行承兑汇票记录,均已结清。

公司与中国民生银行股份有限公司、平安银行股份有限公司、中信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2015年9月底,公司及控股子公司已获批准的授信额度614.25亿元,剩余授信额度272.75亿元,公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司(SH.600157),具备资本市场直接融资渠道。

总体看,公司短期偿债能力一般,长期偿债能力尚可;公司非公开发行股票募集资金使债务压力有所缓解;目前,电力板块是公司新的利润增长点,盈利能力有望提升,从而进一步提高公司的偿债能力及抗风险能力。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年9月末,公司债务总额为561.46亿元,本次拟发行公司债券不超过40亿元(其中第一期发行规模不超过30亿元),占公司全部债务总额的7.12%,对公司债务结构影响不大。

截至2015年9月末,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70.96%、68.89%和55.33%,以2015年9月末财务数据为基础,在其他因素不变的情况下,本次公司债发行后,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将分别上升至72.23%、70.34%和58.27%,公司债务负担将有所加重。本期债券发行后,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将分别上升至 71.93%、68.20%和 53.90%。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，2014 年公司 EBITDA 为 35.68 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 0.89 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2014 年经营活动产生的现金流入 79.35 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 1.98 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高；经营活动现金净流入 19.80 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 0.50 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的覆盖程度较好。

2014 年公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入以及经营活动现金净流入对本期债券（30 亿元）的覆盖程度分别为 1.19 倍、2.65 倍和 0.66 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模及未来发电机组的投产、电力企业并购的进一步实施，以及定向增发事项，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

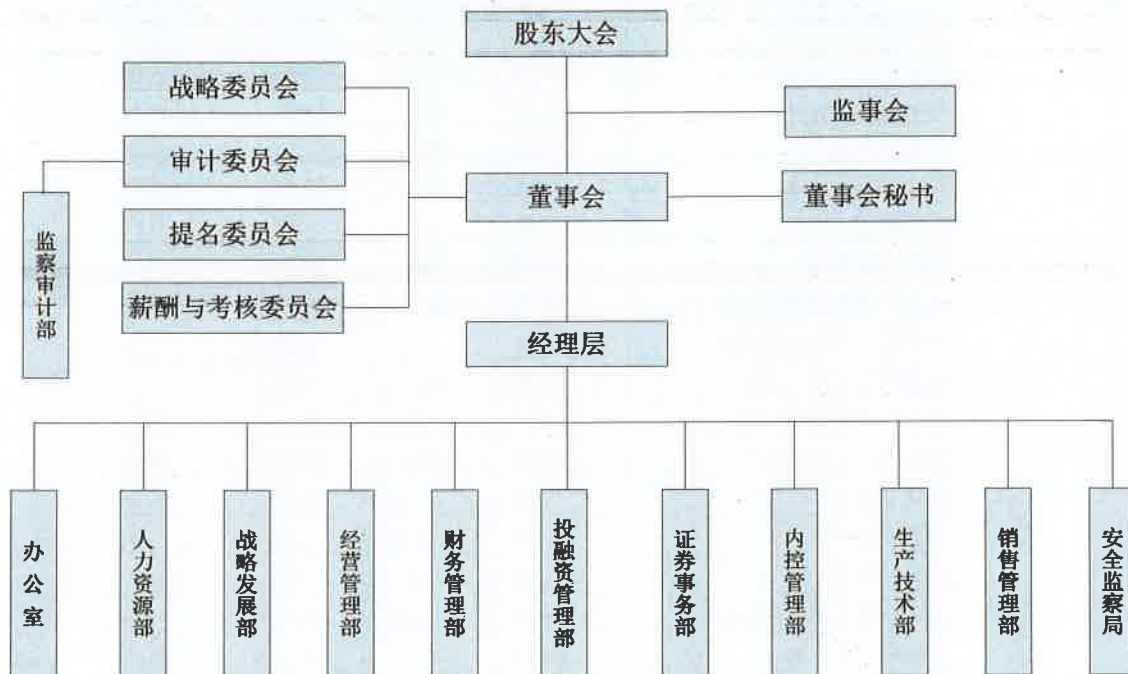
公司作为一家以电力生产及煤炭采掘为主的综合能源生产企业，在多元化产业链、燃煤机组单机容量、煤炭资源禀赋等方面存在一定的优势。同时联合评级也关注到在煤炭市场疲软、价格下行等不利市场因素的影响下，公司煤炭板块收入和利润均有所下滑；环境保护和治理压力较大；财务费用较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

2015 年 2 月，受益于 2014 年度非公开发行股票事项，公司所有者权益大幅增长，资本结构相应改善。2015 年 8 月，公司拟非公开发行股票募集资金不超过 49 亿元，若本次非公开发行成功，公司资本实力将得到有效提升。

未来随着公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略的逐步实施，公司未来的盈利能力、抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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 主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	425.69	476.15	521.09	873.20
所有者权益(亿元)	171.12	134.20	136.53	253.56
短期债务(亿元)	100.44	173.77	172.04	247.36
长期债务(亿元)	101.19	125.97	154.89	314.10
全部债务(亿元)	201.63	299.74	326.93	561.46
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	75.85
净利润(亿元)	11.93	6.28	4.84	7.70
EBITDA(亿元)	34.08	30.81	35.68	--
经营性净现金流(亿元)	19.75	20.39	19.80	20.48
应收账款周转次数(次)	6.81	4.21	2.41	--
存货周转次数(次)	23.26	16.60	9.46	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.22	0.16	0.11
现金收入比率(%)	96.48	98.05	94.33	96.86
总资本收益率(%)	9.78	5.57	5.82	1.20
总资产报酬率(%)	10.37	5.60	5.55	1.42
净资产收益率(%)	11.46	4.11	3.58	3.95
主营业务毛利率(%)	41.00	31.29	40.72	--
营业利润率(%)	38.94	29.72	38.31	40.92
费用收入比(%)	21.16	20.35	34.20	33.52
资产负债率(%)	59.80	71.81	73.80	70.96
全部债务资本化比率(%)	54.09	69.07	70.54	68.89
长期债务资本化比率(%)	37.16	48.42	53.15	55.33
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	1.85	1.60	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.10	0.11	--
流动比率(倍)	1.08	0.70	0.66	0.58
速动比率(倍)	1.06	0.67	0.64	0.57
现金短期债务比(倍)	1.09	0.45	0.37	0.39
经营现金流动负债比率(%)	14.55	10.17	9.23	7.13
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.85	0.77	0.89	--

附件 3 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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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 4 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

2016 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年永泰能源股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次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相关状况，如发现永泰能源股份有限公司或本次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，据以确认或调整本次债券的信用等级。

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。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送永泰能源股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月三十日

