跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1050 号

永泰能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”、“16 永泰 03”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十二日

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
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
13 永泰债	35.9 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2017.5.27
16 永泰 01	7.6 亿元	3 年	AA+	AA+	2017.5.27
16 永泰 02	13.9 亿元	3 年	AA+	AA+	2017.5.27
16 永泰 03	18.5 亿元	3 年	AA+	AA+	2017.5.27

本次跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	981.13	1,071.73	1,072.26
所有者权益（亿元）	291.31	287.89	290.00
长期债务（亿元）	338.51	387.16	389.34
全部债务（亿元）	634.49	714.20	721.62
营业收入（亿元）	136.99	223.88	46.69
净利润（亿元）	7.65	8.67	5.30
EBITDA（亿元）	56.51	60.56	--
经营性净现金流（亿元）	40.65	45.82	18.28
营业利润率（%）	29.88	25.90	22.67
净资产收益率（%）	2.78	2.99	1.83
资产负债率（%）	70.31	73.14	72.95
全部债务资本化比率（%）	68.53	71.27	71.33
流动比率（倍）	0.44	0.51	0.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	1.75	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.74	0.80	--

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注明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化；4、本报告中已将长期应付款的债务部分计入长期债务中；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，永泰能源股份有限公司（以下简称“公司”或“永泰能源”）作为一家以电力生产及煤炭采掘为主营业务的综合能源生产企业，在电力机组单机装机容量、煤炭资源储备等方面继续保持较强的竞争优势；2017 年，煤炭行业景气度大幅回升，运营电力装机规模有所增加，公司收入规模明显扩大，盈利能力保持稳定，现金流表现良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到动力煤价格上涨挤压电力板块盈利能力，煤炭板块环境保护和治理压力较大，以及公司债务负担重、短期偿债压力大、财务费用对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司电力板块在建机组的投产，供给侧改革带给煤炭行业持续利好以及惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产，公司的抗风险能力及市场竞争能力均有望增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”、“16 永泰 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．跟踪期内，公司运营电力装机规模有所增加，处于国内发电行业中等水平；平均单机装机容量较大，在单位发电能源消耗、平均厂用电率等发电业务经济性指标方面，处国内领先水平。

2．跟踪期内，公司继续保持煤炭资源优势。随着煤炭行业供给侧改革，煤炭价格大幅回升，公司煤炭板块收入及利润规模明显增长。

3．跟踪期内，公司收入规模稳定增长，盈利能力保持稳定，现金流表现良好。

4．公司惠州大亚湾大型燃料油调和配送中

心项目油品仓储规模大且具有配套码头，项目地处国家重要石化产业基地，区位优势明显，目前该项目建设接近尾声，建成投产后，有利于带动公司收入规模及盈利的提升。

关注

1．随着综合能源发展战略的实施，公司下属企业不断增多，组织结构更加复杂化、业务种类更加综合化，在管理水平和管理效率等方面对公司提出了更高要求。

2．跟踪期内，煤炭价格的大幅上涨将给公司煤电板块成本控制带来较大压力，进一步压缩公司盈利空间。

3．公司作为煤炭企业，存在较大的安全风险，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大；同时，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。

4．公司目前债务负担重，债务结构有待改善，财务费用对公司利润的侵蚀明显。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

余瑞娟
电话：010-85172818
邮箱：yurj@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

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.SH），股本 5,260.68 万元。历经两次送红股后，截至 2000 年底，公司股本增至 17,044.62 万元。

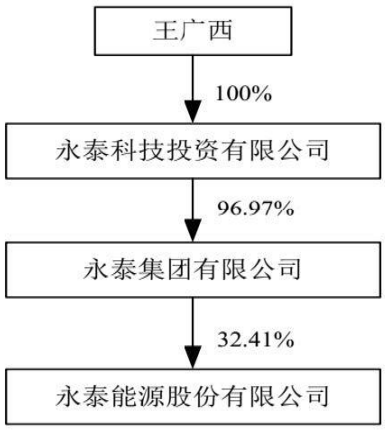
2007 年 11 月，江苏永泰地产集团有限公司（以下简称“永泰地产”）受让公司原大股东中国石化山东泰山石油股份有限公司、原第二大股东泰安鲁浩贸易公司所持有的公司股份共计 9,404.17 万股（占公司总股本的 55.18%）。2007 年 12 月 21 日公司完成股权分置改革。

2010 年 10 月，公司名称变更为现用名；股票简称变更为“永泰能源”，股票代码仍为“600157.SH”。2015 年 5 月，公司收购华晨电力股份公司（原“北京三吉利能源股份有限公司”，以下简称“华晨电力”）。

公司控股股东永泰地产历经数次更名，2018 年 2 月更名为永泰集团有限公司（以下简称“永泰集团”）。

公司成立至今，经历数次非公开发行股票、资本公积转增股本等变更事项后，截至 2018 年 3 月底，公司总股本 1,242,579.53 万股，永泰集团为公司第一大股东，持股比例 32.41%，公司实际控制人为王广西，如下图所示：

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化，组织结构无变化；截至 2017 年底，公司拥有 9 家子公司及 96 家孙公司；公司拥有在职员工 8,311 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,071.73 亿元，负债合计 783.84 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）287.89 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 243.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 223.88 亿元，净利润（含少数股东损益）8.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 45.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.61 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,072.26 亿元，负债合计 782.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 290.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 247.83 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.69 亿元，净利润（含少数股东损益）5.30 亿元，其中归属于母公司所有者的

净利润 5.11 亿元;经营活动产生的现金流量净额 18.28 亿元,现金及现金等价物净增加额 8.91 亿元。

公司注册地址：山西省灵石县翠峰镇新建街南 110 号；法定代表人：徐培忠。

二、债券发行及募集资金使用情况

1.“13 永泰债”

2013 年 8 月 6 日，公司发行 38 亿元公司债券，债券票面利率为 6.80%，期限为 5（3+2）年。该期债券的付息日为 2014 年至 2018 年每年的 8 月 6 日，到期日为 2018 年 8 月 6 日，兑付日期为 2018 年 8 月 6 日。该期公司债券已于 2013 年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“13 永泰债”，证券代码“122267.SH”。跟踪期内，“13 永泰债”已于 2017 年 8 月 2 日按时足额付息。

“13 永泰债”为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权（3+2 年期）。2016 年 6 月 27 日，公司发布了《关于“13 永泰债”公司债票面利率调整的公告》，决定上调该期债券的票面利率 50 个基点,即该期债券存续期后 2 年的票面利率为 7.30%并固定不变。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“13 永泰债”回售申报登记的统计，本次回售有效申报数量为 210,000 手（1 手为 10 张），回售金额为 210,000,000 元。“13 永泰债”在上海证券交易所上市并交易的数量由 3,800,000 手变更为 3,590,000 手。“13 永泰债”本金余额为 35.90 亿元。

2.“16 永泰 01”

2016 年 3 月 29 日，公司发行 7.60 亿元公司债券，债券票面利率为 7.5%，期限为 3 年。该期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 3 月 30 日；到期日为 2019 年 3 月 30 日，兑付日期为 2019 年 3 月 30 日。该期公司债券已于 2016 年 4 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 永泰 01”，证券代码“136351.SH”。跟踪期内，“16 永泰 01”已于 2018 年 3 月 30 日按时足额付息。

3.“16 永泰 02”

2016 年 5 月 18 日，公司发行 13.90 亿元公司债券，债券票面利率为 7.5%，期限为 3 年。该期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 5 月 19 日；到期日为 2019 年 5 月 19 日，兑付日期为 2019 年 5 月 19 日。该期公司债券已在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 永泰 02”，证券代码“136439.SH”。跟踪期内，“16 永泰 02”已于 2018 年 5 月 21 日按时足额付息。

4.“16 永泰 03”

2016 年 7 月 8 日，公司发行 13.50 亿元公司债券，票面利率为 7.50%，期限为 3 年，该期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 7 月 7 日；到期日为 2019 年 7 月 7 日。该期公司债券已在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 永泰 03”，证券代码“136520.SH”。跟踪期内，“16 永泰 03”已于 2017 年 7 月 7 日按时足额付息。

上述债券募集资金均已按照相关募集说明书中约定用途使用完毕。

三、行业分析

跟踪期内，公司主要经营发电和煤炭采掘业务，涉及电力和煤炭行业。

1. 电力行业

（1）行业概况

我国电源结构以火力发电为主，近年来，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，火电装机容量增速明显放缓，加之非化石能源使用的政策性推广，非化石能源装机及发电量快速增长，我国电源结构持续优化。需求层面，2017 年受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量同比增速较上年小幅增长。

自 2016 年 9 月起，国内煤炭价格持续上涨，进入 2017 年后，煤炭价格有所回落但整体煤炭价格较上年平均价格大幅上涨，受此影响，国内电力行业整体盈利水平较上年大幅下降，整体经营情况及财务指标均明显弱化。

总体看，我国火力发电装机容量较为稳定，新增装机容量增速放缓，但新能源机组容量占比及发电规模大幅增长。由于煤炭价格保持高位，国内电力行业企业的整体经营情况及财务状况均明显弱化。

（2）电力行业运行状况

受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国全口径装机容量及火电装机容量增速均明显放缓。截至 2017 年底，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦，同比增长 7.6%，同比增速降低 0.6 个百分点；其中，火电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 4.3%，同比增速降低 1.0 个百分点；火电装机容量占比 62.2%，同比下降 2.00 个百分点；非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 37.8%，同比提高 2.1 个百分点。全国新增发电装机容量 1.34 亿千瓦，其中，火电年内新增装机 3,855 万千瓦，同比减少 142 万千瓦；新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，均创历年新高；新增水电装机 1,287 万千瓦，其中，抽水蓄能 200 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，其中 82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。

在发电机组有效利用程度方面，受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增长 23 小时；水电 3,579 小时，同比减少 40 小时。受国家对非化石能源推广力度的不断加大，非化石能源的设备利用小时数明显增加，其中全国并网风电设备利用小时 1,948 小时，同比提高 203 小时；全国并网太阳能发电设备利用小时 1,204 小时，同比提高 74 小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时；核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。

从发电量看，2017 年，我国实现全口径发电量 64,179 亿千瓦时，同比增长 6.5%，其中火电发电量 45,513 亿千瓦时，同比增长 5.2%，占全国发电量的 70.92%，比上年下降 0.68 个百分点；水电发电量 11,945 亿千瓦时，同比增长 1.7%，占全国发电量的 18.61%，比上年下降 1.10 个百分点；核电、并网风电以及并网太阳能发电量占比均较上年有不同程度提高。

国内电力消费方面，2017 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，我国火电装机容量增速出现了一定程度的下降，同时，随着 2017 年宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局改善。

（3）电煤价格

受煤炭行业去产能政策的影响，2017 年，煤炭价格同比大幅上升，但环比相对稳定，整体呈波动下降趋势。其中，2017 年环渤海动力煤（Q5500K）的综合平均价格指数周均价格为 585.31 元/吨，较上年大幅增长 27.36%。受此影响，火力发电企业成本控制压力明显加大，并使得国内整体电力行业盈利水平和盈利规模明显下降。

总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年，煤炭价格高位波动且周均价格较上年大幅增长，电力行业企业整体经营情况及财务指标均明显弱化。

（4）燃煤电价

2016 年以来受动力煤价格连续上涨影响，煤电企业盈利空间不断受到挤压，但 2017 年初国家发改委表示，根据煤电价格联动计算公式测算，2017 年煤电标杆上网电价全国平均应上涨每千瓦时 0.18 分钱（未达每千瓦时 0.20 分钱调整线），全国煤电标杆上网电价故此未作调整。进入 2017 年后，国内煤价维持高位运行，同时受直购电试点展开（以山东省电改方案为例，2017 年参与市场交易的用电量计划达全省用电量的 30%），火电企业受煤企和市场化用户两头挤压，盈利能力进一步减弱，火电企业全面亏损。此情形下，国家发改委发于 2017 年 6 月下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知中称，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价。

总体看，2017 年国内煤价维持高位运行；燃煤上网电价小幅增长。

（5）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情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017 年 3 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。 通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75%以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓减项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而且列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并并网发电。	2017 年 9 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点，此外，现阶段我国政府通过加快电网络建设、化解过剩产能及电力市场改革等举措，积极化解我国电力供需不平衡以及火电产能相对过剩情况，可保证我国电力行业的稳定、向

好发展。

（6）行业关注

宏观经济波动对发电力需求侧影响

电力生产行业具有相当强的周期性。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。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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。2017 年煤炭价格高位运行，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

淘汰落后机组影响规模较小发电企业运营

经过近年持续的快速扩张，我国的电力紧缺局面已经得到明显改善，但由此带来的煤电产能相对过剩局面逐步显现。同时随着环保政策趋严，国家对能耗高、污染重的落后煤电机组的要求越来越严格，对于平均装机规模较小的发电企业，存在较大的关停淘汰风险。

（7）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”和“售电侧改革”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。

2. 煤炭行业

（1）行业概况

2016 年为煤炭行业供给侧改革元年。2016 年 3 月以来，受煤炭行业供给侧改革尤其是“276 个工作日”限制等政策因素影响，我国原煤产量出现阶段性急剧下降，煤炭港口库存及电企电煤库存储备随之偏紧；在下游需求整体保持相对稳定的情况下，2016 年 9 月起，煤炭价格保持持续上涨趋势；之后随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年，煤炭价格有所回落但仍处于较高水平，受此影响，煤炭行业企业的营业收入和净利润规模有所增长，销售毛利率明显上升，整体经营情况及财务指标均有所改善，资产负债率略有下降但仍处于较高水平，未来去杠杆将仍是煤炭行业重点。

整体看，得益于煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格于 2016 年四季度开始大幅回升，煤

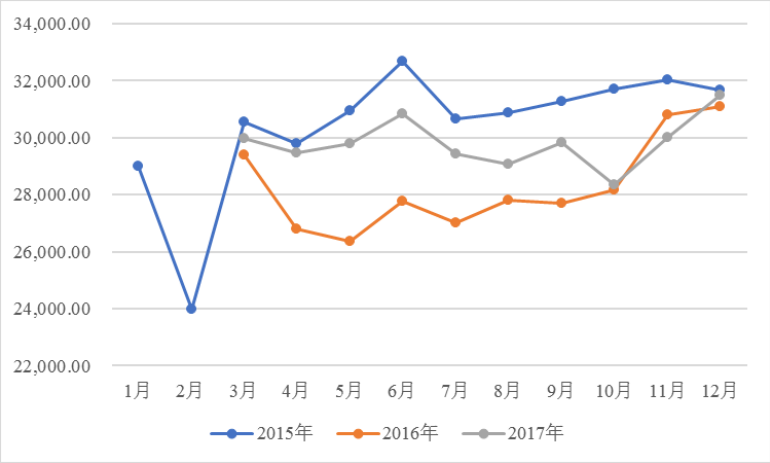
炭企业经营状况随之大幅好转，整体资产负债率仍处于较高水平，未来供给侧改革和煤炭行业去杠杆将仍是重点。

（2）煤炭供需

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），标志着煤炭行业供给侧改革正式开始，《意见》提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。从政策实施效果看，2016 年的目标为 2.5 亿吨，最后实际完成 2.9 亿吨，而 2017 年要退出 1.5 亿吨以上，到 11 月已经提前完成。截至 2017 年末，全国煤矿总产能 53.08 亿吨，较 2015 年末的 57.00 万吨减少 3.92 亿吨，其中正常生产煤矿产能 32.64 亿吨，较 2015 年末减少 6.32 亿吨；改扩建与新建煤矿产能 15.18 亿吨，较 2015 年末减少 0.22 亿吨；长期停产停建煤矿产能 5.26 亿吨，较 2015 年末减少 2.18 亿吨。

煤炭产量方面，受供给侧改革影响，2016 年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%，具体看，受“276 个工作日”影响，4~10 月煤炭产量同比出现大幅下降，降幅均在 10%左右，其中 6 月下降幅度最大为 15.05%。9 月，276 个工作日限制逐步放开，10 月以后，政策效果逐步显现，煤炭产量大幅回升；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，较上年同比增长 3.20%至 35.20 亿吨。

图 2　2015~2017 年我国原煤产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind
注：2016 及 2017 年 1 月、2 月 Wind 未统计当月原煤产量

下游需求方面，煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的 51%、11%、12%和 4%。进入 2016 年后，随着我国整体经济环境的回暖，煤炭行业下游需求有所增长，但增幅有限。具体来看：

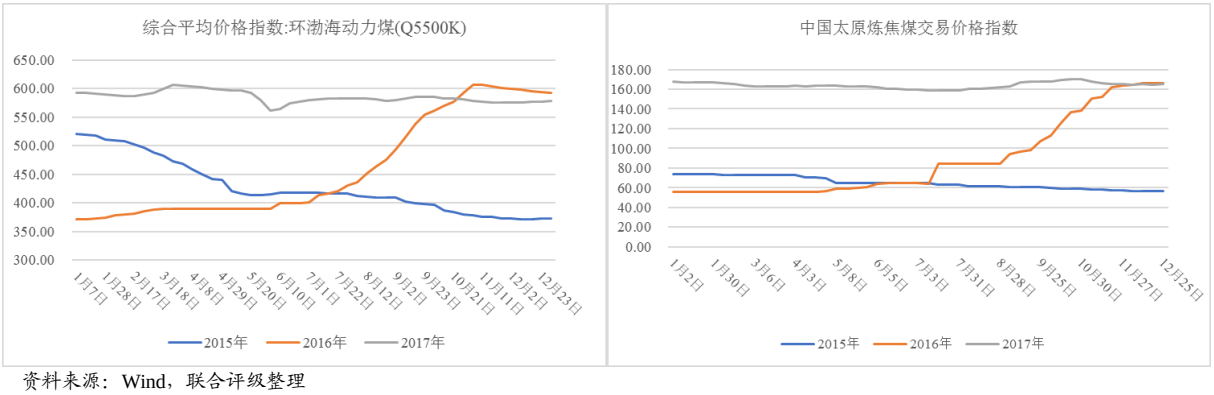
2016 年我国火电发电量为 4.40 万亿千瓦时，同比增长 4.41%；2017 年火电发电量 4.61 万亿千瓦时，同比增长 4.60%，增速基本保持稳定。进入 2016 年，随着供给侧改革全面实施，钢铁行业去产能初见成效，当年粗钢产量 8.08 亿吨，较上年小幅增长 0.56%；2017 年，粗钢产量有所回升，为 8.32 亿吨，较上年小幅增长 2.97%，但随着钢铁行业供给侧改革的持续实施，未来钢铁产量增幅有限。

整体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革带来的供需失衡之后，2017 年，随着“276 个工作日”等政策的逐步放开，煤炭供不应求的状况有所改善，但供给侧改革的持续实施支撑 2017 年煤炭价格仍整体高位波动。

（3）煤炭价格

虽然 2016 年 2 月，供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于 7 月中旬便达到 31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于 9 月中旬达 4.27%，9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图 3　2015~2017 年国内动力煤及炼焦煤价格情况（单位：点）



资料来源：Wind，联合评级整理

整体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格高位波动。

（4）行业政策

我国煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为标志开始，随后，我国出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要包括 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列稳定煤价的政策措施。进入 2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换、职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。从政策效果看，煤炭 2016 年化解过剩产能 2.9 亿吨、2017 年化解 2.5 亿吨，共化解过剩产能 5.4 亿吨。

2018 年 3 月 5 日发布的政府工作报告指出中国计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。此外，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等。

总体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性，2018 年供给侧改革将持续推进，同时加快先进产能的释放以保证煤炭供应，此外煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

（5）行业关注

行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017 年供给侧改革的

持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升，但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，而下游火电企业普遍亏损，未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定性产生重要影响。

安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重；近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出，同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

（6）未来发展

政策支持行业景气度保持稳定，逐步实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本保持稳定情况下，煤炭价格大幅上涨，短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的投产，煤炭行业供给将有所增长，随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小，加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸。

四、管理分析

跟踪期内，除 2018 年 5 月 2 日公司董事会聘任裴余一女士为公司副总经理外，公司其他董事、监事、高级管理人员无变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，主营业务收入占营业收入比重仍在 99%以上，公司主营业务仍突出。2017 年，公司实现营业收入 223.88 亿元，较上年增长 63.43%，主要系年内煤炭价格上涨，运营发电装机规模增加以及石化贸易规模扩大带动各板块收入增长所致；实现净利润 8.67 亿元，较上年增长 13.30%。

分业务板块来看，2017 年，受煤炭价格上涨影响，公司煤炭采选业务收入规模增长 38.59%至 81.85 亿元；公司新增电力机组竣工投产带动电力收入增长 23.21%至 82.40 亿元；煤炭及电力业务仍为公司主要收入来源，分别占比 36.78%和 37.03%，较上年有所下降，主要系公司石化贸易规模大幅增长所致。2017 年，公司石化贸易业务收入大幅增长，较上年增长 443.74%至 54.30 亿元，主要系子公司华瀛石油化工有限公司（以下简称“华瀛石化”）惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目即将建成投产，为配合该项目的运营、开拓市场，公司提前市场布局，储备战略客户，尝试开展石化贸易业务，贸易量同比增加所致。2017 年，公司其他业务收入大幅增加，主要系公司将美国 LFM 公司纳入合并范围，新增医疗业务收入所致。

表 2　近两年公司主营业务收入、占比、毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
煤炭	59.06	43.33	43.57	81.85	36.78	52.54	38.59	提高 8.97 个百分点
电力	66.88	49.06	27.65	82.40	37.03	18.57	23.21	下降 9.08 个百分点
石化贸易	9.99	7.33	0.16	54.30	24.40	0.40	443.54	提高 0.24 个百分点
其他	0.38	0.28	29.86	4.00	1.80	75.38	952.63	提高 45.52 个百分点
合计	**136.31**	**100.00**	**32.54**	**222.54**	**100.00**	**27.65**	**63.26**	**下降 4.89 个百分点**

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2017 年公司煤炭业务毛利率较上年提升 8.97 个百分点至 52.54%，主要系随着煤炭行业供给侧改革政策逐见成效，煤炭价格快速上涨所致；公司电力板块毛利率于 2017 年大幅下降，主要系动力煤价格大幅上涨压缩公司火电业务利润空间所致；公司石化贸易业务毛利率较低，对公司毛利贡献较低。2017 年，公司其他业务毛利率大幅提高，但受该部分业务收入规模很小的影响，对公司整体盈利水平的贡献作用小。综合以上因素，2017 年公司主营业务毛利率较上年下降 4.89 个百分点至 27.65%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.69 亿元，较上年同期下降 12.19%，主要系煤炭贸易业务下降所致；实现净利润 5.30 亿元，较上年同期增长 275.81%，主要系出售华昇资产管理有限公司（以下简称“华昇资管”）导致投资收益增加所致。毛利率方面，受期内煤炭贸易规模下降影响，公司煤炭业务毛利率较上年提升 5.31 个百分点至 57.85%，同期由于电力采购燃料价格上涨导致电力业务毛利率下降 3.70 个百分点至 14.87%，公司其他业务毛利率下降幅度较大，主要系出售华昇资管后，公司其他业务中毛利率较高的医疗收入已不再纳入合并范围所致，综上，公司主营业务毛利率下降至 24.73%。

总体看，2017 年，受益于煤炭价格上涨，运营发电装机规模增加以及石化贸易规模扩大等因素，公司营业收入大幅增长；同时，动力煤价格上涨导致电力业务毛利率有所下降，加上石化贸易毛利率较低，公司综合毛利率有所下降。

2. 电力业务

公司电力业务经营主体为全资子公司华晨电力股份公司（以下简称“华晨电力”）。华晨电力的电力业务收入主要来自煤炭发电和天然气发电收入。受新增发电机组投产影响，2017 年，华晨电力煤炭发电和天然气发电总收入为 78.22 亿元，较上年增长 22.22%。其中煤炭发电占比为 82.94%，仍为华晨电力业务板块主要收入来源。

从毛利率看，2017 年，受动力煤价格大幅上涨影响，煤炭发电毛利率较上年下降 12.35 个百分点至 18.43%；由于上海、江苏地区燃气机组同时受用电高峰和用气高峰双峰调控，气价电价联动机制较好，华晨电力天然气发电毛利率较为稳定。

表 3　近两年华晨电力发电收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭发电	54.60	80.80	30.78	65.42	82.94	18.43
天然气发电	9.40	13.90	11.41	12.80	16.22	13.36
合计	**64.00**	**99.04**	**27.94**	**78.22**	**99.16**	**17.60**

资料来源：公司提供
注：上表中电力收入未包括太阳能发电和供热收入。

总体看，华晨电力主要发电业务收入来源于煤炭发电；2017 年，受新增发电机组投产影响，电力收入有所增长，但受动力煤价格上升影响，发电业务的盈利水平较上年下降明显。

（1）发电机组

截至 2018 年 3 月底，华晨电力发电机组总装机容量 1,224 万千瓦。其中，正在运营的发电装机容量 812 万千瓦，较 2017 年初新增 332 万千瓦，主要为位于张家港两台 100 万千瓦和周口两台 66 万千瓦燃煤发电机组投产所致；华晨电力运营的发电装机容量主要分布在河南、江苏两省，包括燃煤机组装机容量 728 万千瓦、燃气机组装机容量 78 万千瓦、光伏发电装机容量 6 万千瓦；在建的装机容量 280 万千瓦，包括张家港华兴两台 40 万千万燃气机组，以及国投南阳两台 100 万千瓦燃煤机组；施工准备阶段的装机容量 20 万千瓦，为丹阳华海两台 10 万千瓦燃机热电联产机组；规划建设的装机容量 132 万千瓦，为江苏永泰发电有限公司的两台 66 万千瓦燃煤机组已取得路条但尚未核准。

总体看，2017 年，华晨电力发电装机容量规模有所增长，仍主要为燃煤机组，且平均装机容量较大。

（2）燃煤发电

煤炭采购

华晨电力煤炭采购方式主要由各电厂与煤炭供应商就煤价进行谈判，上报华晨电力，经华晨电力比价平台确认价格合理后予以批准采购。目前，华晨电力下属电力企业的煤炭采购一般采用先货后款方式结算，账期一般为 30 天左右，主要通过汽运及船运方式进行运输。

2017 年华晨电力标煤采购量大幅上升 13.79%至 612.68 万吨，主要系燃煤机组竣工投产，对煤炭需求增加所致。从采购价格看，2017 年公司煤炭采购价格增长 32.47%至 668.63 元/吨，主要系受煤炭供给侧改革影响，动力煤价格上涨所致。

表 4　近两年华晨电力煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨、%）

指标	2016 年	2017 年	变动情况
标煤采购总量	538.41	612.68	13.79
标煤采购平均单价	504.73	668.63	32.47

资料来源：公司提供
注：标煤采购平均单价含运费

华晨电力的供应商相对稳定，2017 年，华晨电力从前五大供应商采购煤炭占比为 37.90%，集中度较上年有所下降。

总体看，2017 年，受燃煤机组竣工投产，对动力煤需求增加影响，华晨电力采购规模有所增长；同时受 2016 年下半年煤炭供给侧改革影响，煤炭采购价格有所上升，不利于公司成本控制。

电力生产和销售

2017 年，受宏观经济形势向好、电力需求增长影响，火力发电设备利用小时数升至 4,410 小时。同时受公司运营燃煤机组规模扩大影响，2017 年，华晨电力火力发电量和售电量均有所增长，分别为 252.80 亿千瓦时和 240.00 亿千瓦时。

2017 年，华晨电力火力发电上网电价有所提高，主要系 2017 年下半年全国多地上调燃煤发电标杆上网电价所致。其中，河南省平均上网电价较上年提高 0.64%至 0.3608 元/千瓦时，江苏省平均上网电价较上年提高 5.11%至 0.4218 元/千瓦时，如下表所示：

表 5　近两年华晨电力发电指标

指标		2016 年	2017 年
发电量（亿千瓦时）	河南	114.14	114.42
	江苏	90.37	138.38
	合计	**204.51**	**252.80**
售电量（亿千瓦时）	河南	107.68	107.83
	江苏	86.43	132.17
	合计	**194.11**	**240.00**
发电设备平均利用小时（小时）		4,307	4,410
综合厂用电率（%）		5.15	4.92
供电标准煤耗（克/千瓦时）		302.12	297.30
平均上网电价（元/千瓦时）	江苏	0.4012	0.4218
	河南	0.3584	0.3608

资料来源：公司提供

2017 年，华晨电力燃煤综合厂用电率及供电标准煤耗均较上年有所下降，仍处于行业先进水平。

总体看，2017 年，受新发电机组竣工投产影响，华晨电力发电及售电规模有所增长；同时，受全国多地上调燃煤发电标杆上网电价影响，公司上网电价略有提高；受新增大容量发电机组投运影响，公司整体燃煤发电机组运行指标明显提升，整体发展趋势较好。

（3）燃气发电

天然气采购

华晨电力本身不具备天然气储存能力，华晨电力下属企业所用天然气主要通过中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司供应，双方签有长期天然气销售协议，天然气采购价格由国家发改委直接定价。另外华晨电力还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，2017 年，动力煤价格上涨，公司燃煤发电替代燃气发电指标的规模下降，公司燃气发电量有所增长，天然气采购量随之增加。如下表所示：

表 6　近两年华晨电力天然气采购量（单位：亿立方米、元/立方米）

指标	2016 年	2017 年
天然气采购总量	3.32	4.94
采购价格	2.00	2.14

资料来源：公司提供

燃气发电销售

2017 年，华晨电力燃气发电量和上网电量分别为 25.81 亿千瓦时和 25.31 亿千瓦时，均较上年大幅增长，主要系公司获批天然气发电小时数增长，燃气发电量有所增长所致。

表 7　近两年华晨电力燃气发电指标

指标	2016 年	2017 年
发电量（亿千瓦时）	17.17	25.81
上网电量（亿千瓦时）	16.84	25.31
发电设备平均利用小时（小时）	2,201	3,308
综合厂用电率（%）	2.32	2.10
平均上网电价（元/千瓦时）	0.5750	0.5750

资料来源：公司提供

2017 年，华晨电力天然气发电销售价格较上年无变化。

总体看，2017 年，公司燃气发电规模有所增长。

3. 煤炭业务

（1）煤炭储备

截至 2018 年 3 月底，公司共有煤炭资源保有储量 32.38 亿吨，较上年保持稳定，主要为主焦煤、配焦煤和优质动力煤。其中，在山西省境内，公司合计焦煤资源保有储量 9.41 亿吨；在山西省境外，在陕西拥有优质动力煤资源保有储量 11.45 亿吨、在新疆拥有焦煤资源保有储量 0.45 亿吨、在内蒙古拥有动力煤资源保有储量 3.21 亿吨、澳洲拥有动力煤资源保有储量 7.86 亿吨。

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，优质焦煤炭资源主要分布在山西，煤炭资源以优质焦煤和动力煤为主，可保障公司战略发展需求。

（2）煤炭生产

截至 2017 年底，公司有 19 座矿井，其中生产矿井 15 座、在办手续 4 个。2017 年，公司原煤产量有所增加，主要系煤炭市场价格维持高位，公司加强生产组织，提升煤炭产量所致；精煤产量大幅增加，主要系兴庆洗煤厂建成投产，公司煤炭洗选能力由上年的 120 万吨/年增至 360 万吨/年所致。

表 8　近两年公司主要产品生产情况（单位：万吨）

2016 年		2017 年	
原煤	精煤	原煤	精煤
880.92	50.10	949.48	150.34

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，近两年均为 95%，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，近两年死亡率为 0，安全保障程度较高。2017 年，公司煤炭安全生产形势稳定，未出现重大伤亡事故。

总体看，2017 年，受煤炭市场价格维持高位影响，公司加强生产组织，煤炭产量有所增长；同时，随着公司煤炭洗选能力的提升，公司精煤产量大幅增长；公司机械化程度保持行业领先地位，安全生产稳定。

（3）煤炭销售

公司煤炭销售模式较上年无变化，仍主要为以产定销。2017 年，公司销量随产量有所增长，产销率持续保持在较高水平；公司原煤内部销售规模较大，主要系兴庆洗煤厂建成投产，部分原煤被生产成精煤出售所致。

表 9　近两年公司自产煤炭产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目		2016 年			2017 年		
		销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率
原煤	外部销售	805.17	545.30	100.46	729.81	775.38	100.07
	内部销售	79.81	--		220.32	--	
洗精煤	外部销售	51.52	789.05	104.00	150.92	1,063.62	100.39

资料来源：公司提供

注：煤炭平均价格为含税价；产销率为公司原煤外部和内部销售量之和与原煤总产量的比值。

销售价格方面，2017 年煤炭价格有所提升，主要系 2016 年下半年开始煤炭价格大幅上涨并于 2017 年处于高位所致，与市场价格走势一致。2017 年，公司原煤和洗精煤销售均价分别上涨至 775.38 元/吨及 1,063.62 元/吨，分别较上年上涨 42.19%及 34.80%。

销售客户方面，2017 年，公司前五大客户销售占销售收入比重由上年的 50.36%下降至 10.77%，，公司煤炭销售的客户集中度大幅下降，主要系公司开拓市场，增加客户所致；结算方式方面，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，到期后以票据结算。

总体看，2017 年，销量随产量有所增长，产销率持续保持在较高水平；受公司煤炭洗选能力提升影响，公司精煤销售规模有所增长；受供给侧改革影响，公司煤炭销售价格有所上涨；公司客户集中度有所下降。

（4）煤炭贸易

公司在经营煤炭采选业务的同时，也利用区位及经验优势开展煤炭贸易业务，煤炭贸易业务目前主要通过所属贸易公司开展。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，电厂及部分煤炭贸易公司。

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，受 2016 年下半年煤炭价格大幅上涨影响，公司加大了煤炭贸易量，但毛利率水平较低。

表 10　近两年公司煤炭贸易量及收入情况（单位：万吨、亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
煤炭贸易量	398.04	461.81
煤炭贸易收入	17.98	19.76
毛利率	1.84	0.52

资料来源：公司提供

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。结算方面，上游客户结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1~6 个月；下游客户的结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1~6 个月，与上游保持一致。

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。

总体看，公司煤炭贸易以煤炭产品为主，通过在全国范围内构建销售网络，具备了一定的贸易实力，2017 年，受煤炭价格大幅上涨影响，公司加大了煤炭贸易量，但毛利率水平较低。

4. 石化贸易及其他业务

（1）石化贸易

公司石化贸易业务经营主体为子公司华瀛石化及其下属企业。2016 年起，公司为配合惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心的运营、开拓市场，提前市场布局，储备战略客户，开展石化贸易业务。2017 年，公司加大石化贸易规模，收入较上年增长 443.74%至 54.30 亿元，由于 2017 年公司石化贸易业务仅为单纯的贸易业务，不提供垫资服务，故毛利率水平较低，仅为 0.4%。

2017 年，公司石化贸易的产品为主要为油品（燃料油、汽油等）和石油化工产品（乙二醇、混合芳烃等）。结算方式主要以现汇为主，客户账期一般在 30 天以内。

公司在建的华瀛石化惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目地处国家重要石化产业基地，该区域下游需求旺盛，区位优势明显，该项目投产后将成为华南地区最大规模的公用油品仓储项目之

一，项目总仓储能力为 115 万立方米，同时配套一座 30 万吨级油品码头和三座 2 万吨级油品码头。项目建成后，将形成 1,000 万吨/年燃料油的调和生产能力、2,000 万吨/年码头吞吐能力和 1,000 万吨/年油品动态仓储能力。

该项目预计于 2018 年下半年完工投入试运转，在战略布局上，华瀛石化将利用已形成的大规模仓储、码头设施，采取自营、代储、对外运输相结合的运营模式，打造上下游、内外贸、产销一体化的格局，发展前景较好。

总体看，2017 年公司石化贸易业务迅速扩大，未来随着惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产运营，有望提升公司经济效益，公司业务将进一步多元化，抗风险能力将进一步提高。

（2）其他业务

2017 年，公司其他业务实现收入 4.00 亿元，较上年大幅增加 3.61 亿元，主要系美国 LFM 公司（持股比例 51%）纳入合并范围，新增医疗服务收入所致。

表 11　2017 年公司其他业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	收入	占比	毛利率
医疗服务	31,905.19	79.84	85.96
电量转移	3,301.13	8.26	100.00
电力检修	2,567.44	6.43	-33.97
酒店服务等	2,186.39	5.47	12.11
合计	**39,960.15**	**100.00**	**75.38**

资料来源：公司提供

公司其他业务收入主要由医疗服务收入构成，占比 79.84%。公司医疗服务业务由华昇资管下属美国 LFM 公司运营。截至 2017 年底，LFM 公司拥有九个辅助生殖治疗诊所，三个辅助生殖相关的手术中心以及四个胚胎实验室，其患者来自美国、亚洲（主要中国大陆）、西欧、澳大利亚等国家。2017 年，LFM 公司实现营业收入 4,750.10 万美元，营业成本 666.78 万美元。2018 年一季度，公司出售华昇资管后，公司已无医疗服务业务。

总体看，2017 年，公司其他业务收入主要为医疗服务收入，毛利率水平较高，对公司利润形成一定的补充。2018 年一季度，公司出售华昇资管后，公司已无医疗服务业务。

5. 重要事项

（1）出售华昇资管

2017 年 10 月 27 日，公司全资子公司西藏华晨医疗科技有限公司（以下简称“西藏华晨”）与西藏永泰投资管理有限公司（以下简称“西藏永泰”）签署了《股权转让协议书》，西藏华晨将以 15.30 亿元的价格向西藏永泰转让所其持有的华昇资管 100%股权，华昇资管主要拥有辅助生殖医疗板块资产和业务。本次交易对价为 15.30 亿元，2018 年 1 月，西藏华晨已收到西藏永泰支付的上述华昇资管 100%股权全部转让价款 15.30 亿元，华昇资管 100%股权已在中国（上海）自由贸易试验区市场监管局办理完成了股权过户相关的工商备案手续。

总体看，公司出售华昇资管有助于提高公司资产流动性。

（2）与海德资产管理有限公司（以下简称“海德资管”）签署《债转股合作协议》

2018 年 4 月 26 日，公司与海德资管签署《债转股合作协议》，由海德资管为本公司及下属子公司拟实施总规模不超过 120 亿元的债转股工作提供服务。海德资管为公司控股股东永泰集团控股子公司海南海德实业股份有限公司全资子公司，本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组。本次

交易已于 2018 年 4 月 26 日、5 月 18 日公司召开第十届董事会第二十五次会议和 2017 年年度股东大会审议通过。

总体看，本次债转股实施后将有助于公司降低债务负担，优化融资结构，提升盈利能力，但尚存在一定不确定性。

6．经营效率

随着煤炭行业景气度上升，高周转率的电力业务及石化贸易规模的扩大，2017 年，公司应收账款周转率较上年提升 3.27 次至 5.87 次；公司存货周转率由上年的 26.01 次提升至 33.23 次；公司总资产周转率较由上年的 0.15 次提升至 0.22 次。

总体看，2017 年，公司经营效率有所提升。

7．在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目为张家港华兴二期 2×400MW 工程、丹阳华海 2×100MW 工程、国投南阳 2×1,000MW 工程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 121.53 亿元，截至 2018 年 3 月底，已投资 50.67 亿元。

表 12　截至 2018 年 3 月底公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目	项目预算	工程进度	截至 2018 年 3 月底已投入	2018 年 4~12 计划投资额	计划投产时间
大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头项目	27.06	90.16	22.59	6.55	2018 年下半年试运转
国投南阳 2×1,000MW 工程	55.91	39.34	21.99	23.22	2019 年
张家港华兴二期 2×400MW 工程	27.55	10	5.88	8.05	2019 年
丹阳华海 2×100MW 工程	11.01	1.97	0.21	4.23	2019 年
合计	**121.53**	--	**50.67**	**42.05**	--

资料来源：公司提供

公司在建项目是实现公司未来业务转型的具体措施。其中，广东惠州大亚湾燃料油调和配送中心项目，建成后有望成为国内最大的船用燃料油调配中心，包含 1 座 30 万吨级原油品码头和 3 座 2 万吨级成品油码头，最终形成 2,000 万吨/年码头吞吐能力，1,000 万吨/年油品动态仓储能力。随着该项目的投产，将为公司带来新的收入和利润增长点。

总体看，目前，公司惠州大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头项目的建设工作接近尾声，随着该项目的投产，将为公司带来新的收入和利润增长点。公司未来投资将以电厂建设为主，剩余待投入规模较大，随着项目建设的推进，将增加公司外部融资，同时随着在建电厂项目的投产运营，公司电力业务收入也将进一步提升。

8．经营关注

（1）煤炭业务面临产能过剩风险

煤炭行业供给侧改革的实施一方面有利于提高公司煤炭销售价格，但也对公司煤炭产量造成一定影响。同时，煤炭行业产能过剩问题依然突出，供过于求的现状短期内难以逆转。

（2）电力业务面临上网标杆电价下调和原材料成本上涨风险

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。若国家对电力价格的调整，将对公司利润造成直接影响；此外，随着供给侧改革的实施，2016 年下半年以来煤炭价格大幅反弹，公司煤炭采购成本大幅上涨，将给公司电力业务带来一定经营压力。

（3）安全环保风险

安全生产方面，公司作为煤炭企业，存在较大的安全风险，尤其是随着主力矿井深采区的扩大，生产条件更为复杂，安全管理压力加大；同时，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。

（4）综合能源管理风险

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、业务种类增加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。

9. 未来发展

未来公司将紧紧围绕优质综合能源供应商发展战略，坚持“稳中求进、稳中有为”的发展原则，以经济效益为中心，紧紧抓住电力、煤炭、石化三大核心产业，深挖潜力，增加盈利，巩固公司稳步发展的管理基础，进一步提升公司整体经营业绩，促进公司持续健康发展。

公司将在稳定现有煤炭产业 1,000 万吨/年焦煤产量的基础上，加快电力、石化和新能源产业发展，尽快实现 1,000 万千瓦以上运营电力装机容量、1,000 万吨/年油品加工能力，巩固与夯实煤电一体化战略发展基础，形成综合性、跨区域能源产业集团。同时，公司将紧跟电力体制改革和国企改革步伐，力争在核电高科技和清洁能源领域、售配电领域和混合所有制方面取得进一步突破，促进公司能源产业结构的优化与转型发展。

同时，公司将通过广东惠州大亚湾码头和江苏张家港码头项目，大力拓展所属石化、煤炭相关的大宗商品物流业务，延伸产业链，增加附加值，提升公司综合竞争力。公司将逐步实现 2,000 万吨/年油品货运吞吐能力、1,000 万吨/年油品动态仓储能力，成为全国最大规模的民营油品仓储及保税油库之一；同时还将形成 1,000 万吨/年的煤炭货运吞吐能力，实现公司能源与物流业务的协调发展。

总体看，公司制定的以电力、煤炭、石化三大产业为核心的综合能源发展战略正得以逐步实施和实现，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。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2017 年度财务报告经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告，2018 年 1~3 月财务报表未经审计。公司根据 2017 年财政部修订《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》等规定进行损益科目间的调整，调整涉及“其他收益”、“营业外收入”、“终止经营净利润”及“资产处置收益”等科目，对公司损益、总资产、净资产不产生影响。

2017 年，公司合并范围内减少子公司 2 家，新增孙公司 21 家，主要为投资新设。总体看，2017

年，公司合并范围变动较大，但涉及子公司规模较小且主营业务未发生改变，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,071.73 亿元，负债合计 783.84 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）287.89 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 243.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 223.88 亿元，净利润（含少数股东损益）8.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 45.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.61 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,072.26 亿元，负债合计 782.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 290.00 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 247.83 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.69 亿元，净利润（含少数股东损益）5.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.91 亿元。

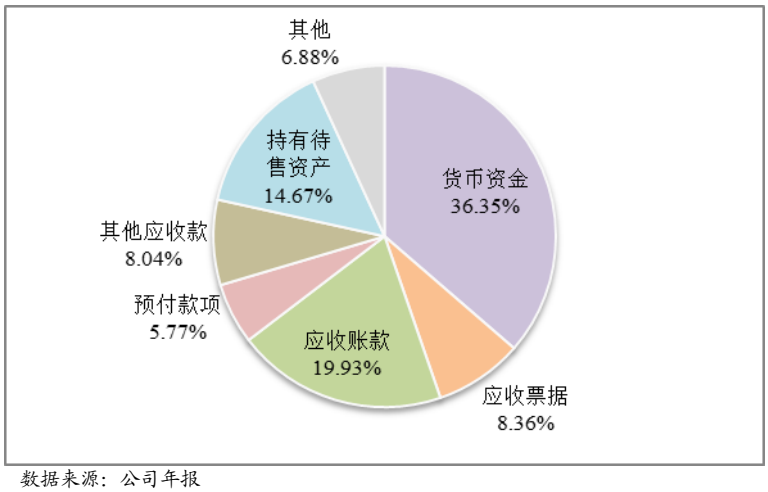
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 1,071.73 亿元，较年初增长 9.23%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致，其中流动资产占 18.67%，非流动资产占 81.33%，流动资产比重较年初有所上升，但以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 200.05 亿元，较年初增长 32.01%，主要系公司将华昇资管相关资产划入持有待售资产所致；公司流动资产主要由货币资金（占 36.35%）、应收票据（占 8.36%）、应收账款（占 19.93%）、预付款项（占 5.77%）、其他应收款（占 8.04%）和持有待售资产（占 14.67%）构成，如下图所示。

图 4　截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金 72.71 亿元，较年初基本无变化；其中，银行存款和库存现金占 23.80%，其他货币资金占 76.20%；货币资金中使用受限三个月以上资金为 23.43 亿元，比例为 32.22%，主要为质押存单和保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据 16.72 亿元，较年初增长 7.31%；其中，商业承兑汇票占 56.32%，银行承兑汇票占 43.68%，商票占比较高，需关注回收风险。

截至2017年底，公司应收账款39.88亿元，较年初增长13.00%，主要系公司营业收入增加，应收账款相应增加所致；公司应收账款主要由应收售电、售热款（占33.14%）及应收煤款（占61.57%）构成；公司按账龄法计提坏账准备的应收账款余额28.23亿元，主要为应收煤款和少量应收贸易款，

其中，账龄在1年以内的占77.86%，1~2年的占21.76%；其余应收账款主要为3个月以内的应收售电款及售热款，回收风险较小，未计提坏账准备；公司累计计提坏账准备0.63亿元，坏账计提比例为1.54%，计提较为充分。公司应收账款前五名应收账款汇总金额27.50亿元，占应收账款期末余额的67.89%，主要为大型国企和国家电网地方电力公司，账龄较短，预计形成坏账的风险较小。

截至2017年底，公司预付款项为11.54亿元，较年初大幅增长220.92%，主要系动力煤采购价格上涨，公司预付采购款增加所致，账龄主要在一年以内（占85.59%）。

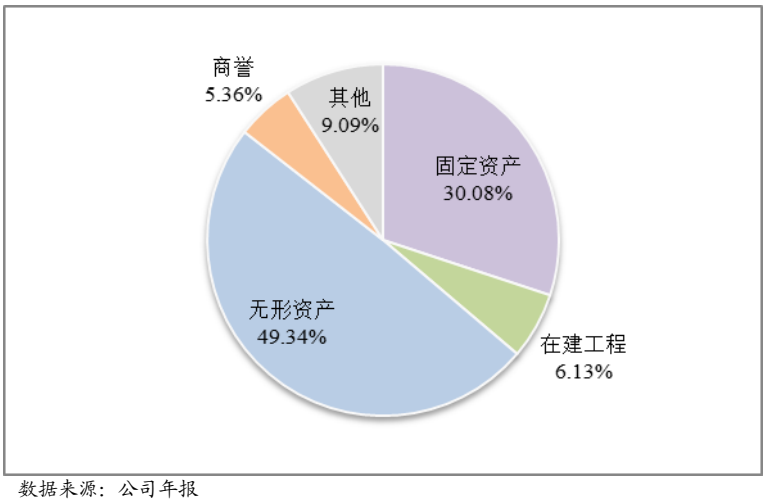
截至 2017 年底，公司其他应收款 16.09 亿元，较年初增长 9.94%；其他应收款余额 18.90 亿元，其中按账龄法计提坏账准备的其他应收款 14.82 亿元，1 年以内的占 54.64%，1~2 年的占 24.39%，2~3 年的占 1.79%，其余在 3 年以上累计计提坏账准备 2.81 亿元，计提金额较大。其他应收款主要由往来款（占 39.66%）、关联方往来款（占 35.96%）和保证金（占 17.74%）构成。截至 2017 年底，公司按欠款方归集的其他应收款前五名合计占 70.11%，主要为政府机关和地方国企，部分账龄较长，公司根据审慎原则，计提了相应的坏账准备。

截至2017年底，公司持有待售资产29.35亿元，全部为年内新增，主要系公司出于战略考虑，拟将华昇资管股权出售，根据会计准则规定将相关资产划入该科目所致；该部分资产已于2018年一季度完成出售。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 871.68 亿元，较年初增长 5.07%。公司非流动资产主要由无形资产（占 49.34%）、固定资产（占比 30.08%）、商誉（占比 5.36%）和在建工程（占 6.13%）组成，如下图所示：

图 5　截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2017 年底，公司长期股权投资 39.49 亿元，较年初变化不大；公司长期股权投资按权益法计量，目前主要投资标的包括珠海东方金桥一期股权投资合伙企业（有限合伙）、上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）、郑州裕中煤业有限公司、晋城银行股份有限公司、三峡金石（深圳）股权投资基金合伙企业（有限合伙）和徐州垞城电力有限责任公司，主要为公司向金融、物联网等新兴产业拓展的项目。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、井巷工程和机器设备。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 262.18 亿元，较年初增长 36.37%，主要系沙洲电力二期完工转固所致；其中，房屋及建筑物占

18.92%，井巷工程占 13.77%，机器设备占 66.85%，其他共计占 0.46%。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 97.07 亿元，计提减值准备共计 1.74 亿元，固定资产成新率为 72.63%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司在建工程 53.45 亿元，较年初减少 37.55%，主要系沙洲电力二期完工转固所致。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 430.05 亿元，较年初变化不大，主要为矿业权（占 98.79%），其余主要为土地使用权和海域使用权。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销 23.62 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司商誉规模较年初变化不大，为 46.74 亿元，主要为收购华瀛石化（32.17 亿元）和华晨电力（13.21 亿元）形成的商誉，截至 2017 年底，未计提减值准备。目前，华晨电力运营情况良好，华瀛石化预计于今年试运转，预期收益较好，商誉减值风险较小。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 428.28 亿元，占资产总额的 39.97%，受限比率较高，具体构成情况见下表。

表 13　截至 2017 年底公司受限资产构成情况（单位：亿元、%）

资产类别	受限规模	占该科目比重	占总资产比重	受限原因
货币资金	23.43	32.22	2.19	存单质押、保证金
应收票据	0.41	2.42	0.04	票据质押
应收账款	13.48	33.81	1.26	应收款项收费权质押
其他流动资产	0.05	0.61	0.00	复垦保证金
固定资产	238.28	90.89	22.23	融资租入、借款抵押
在建工程	30.61	57.26	2.86	融资租入、借款抵押
投资性房地产	0.64	19.31	0.06	借款抵押
无形资产	121.38	28.22	11.33	借款抵押
合计	**428.28**	--	**39.97**	--

数据来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 1,072.26 亿元，较上年底变化不大；其中，流动资产占 17.74%，非流动资产占 82.26%，仍以非流动资产为主。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产 190.24 亿元，较上年底下降 4.90%，主要系持有待售资产减少所致；其中，货币资金 89.43 亿元，较年初增长 23.00%，主要系期内公司完成短融等债券发行，收到募集资金所致；持有待售资产科目无余额，较年初减少 29.35 亿元，主要系完成华昇资管股权转让所致。公司非流动资产 882.02 亿元，较年初增长 1.19%，主要源于固定资产的增加。

总体看，2017 年，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主的资产构成符合行业特点。目前，公司货币资金充足，但受限比例较高；应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；固定资产及无形资产规模较大，固定资产成新率较高，煤矿矿业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。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 783.84 亿元，较年初增长 13.63%，主要来自于流动负债和非流动负债的共同增加；其中流动负债占 50.08%，非流动负债占 49.92%，较年初变化不大。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债为 392.57 亿元，较年初增长 14.73%，主要来自于应付票据和持有待售负债的增加；公司流动负债主要由短期借款（占 33.61%）、一年内到期的非流动负债（占 44.99%）和应付账款（占 5.89%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款合计 131.93 亿元，较年初增长 9.32%，其中，质押借款占 13.11%，保证借款占 29.15%，质押加保证借款占 30.92%，抵押质押保证借款占 26.45%。

截至 2017 年底，公司应付账款为 23.14 亿元，较年初增长 4.04%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 176.62 亿元，较年初增长 2.63%，主要由一年内到期的应付债券构成。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债共计 391.26 亿元，较年初增长 12.55%，主要来自于长期借款和应付债券的增加，公司非流动负债主要由长期借款（占 40.52%）、应付债券（占 40.37%）和长期应付款（占 18.79%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 158.54 亿元，较年初增长 8.33%；长期借款中，质押借款占 39.82%，抵押加质押借款占 27.71%，保证质押抵押借款占 25.28%。公司长期借款主要为电力板块基建项目贷款，该类贷款期限较长，一般为 10~15 年，还款期间主要分布在 2020~2033 年之间，平均年还款额为 11 亿元，集中偿债压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券 157.96 亿元，较年初增长 19.40%，主要系公司完成多笔债券发行所致；公司应付债券 2019 年到期 62.65 亿元，2020 年到期 95.31 亿元，存在一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 73.51 亿元，较年初增长 8.84%，主要为应付融资租赁款（占 88.65%）及应缴资源价款（占 11.35%）。

从债务负担情况来看，2017 年，由于公司融资和并购规模不断扩大，全部债务较年初大幅增长 12.56%至 714.20 亿元，其中短期债务占 45.79%，长期债务占 54.21%，长期债务比重较年初略有上升。2017 年，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 73.14%、71.27%和 57.35%，分别较上年上升 2.83 个百分点、2.74 个百分点、3.61 个百分点。总体看，公司债务负担有所加重；公司债务结构有所改善，但有待进一步调整。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 782.26 亿元，较年初变化不大。其中，流动负债占比 49.61%，非流动负债占比 50.39%。截至 2018 年 3 月底，公司持有待售负债科目无余额，较年初减少 17.23 亿元，主要系出售华昇资管股权，相关负债不再纳入合并范围所致，其余负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 721.62 亿元，较上年底增长 2.59%；其中短期债务占 46.05%，长期债务占 53.95%，较上年底变化不大。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 72.95%、71.33%和 57.31%，分别较上年底下降 0.18 个百分点、提高 0.06 个百分点和下降 0.04 个百分点，债务负担仍然较重。

总体看，2017 年公司债务负担有所加重，整体债务负担较重，短期偿债压力较大；债务结构有所改善，但有待进一步调整。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 287.89 亿元，较年初下降 1.17%，主要系少数股东权益减少所致。归属于母公司所有者权益 243.39 亿元，较年初增长 2.86%；主要由股本（占 51.05%），资本公积（占 38.63%，主要为股本溢价），盈余公积（占 1.39%）和未分配利润（占 9.58%）构成，公司所有者权益的稳定性较强。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 290.00 亿元，较上年底增长 0.73%，其中归属于母公司的所有者权益 247.83 亿元，较上年底增长 1.82%，所有者权益结构较年初变化不大，稳定性较强。

总体看，2017 年，公司权益规模较为稳定，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 223.88 亿元，同比增长 63.43%，主要系年内煤炭价格上涨，电力板块运营机组增加，以及石化贸易规模扩大所致；实现营业利润 11.39 亿元，同比增长 11.98%，小于收入增幅主要系石化贸易业务毛利率较低所致；实现净利润 8.67 亿元，同比增长 13.30%，其中归属于母公司的净利润 6.02 亿元。

从期间费用看，2017 年，公司费用总额 45.87 亿元，较上年增长 16.40%，主要来自于管理费用和财务费用的增加。从期间费用构成来看，财务费用与管理费用占比较高，2017 年占比分别为 78.79%和 20.43%。2017 年，公司管理费用为 9.37 亿元，较上年大幅增长 51.81%，主要系公司合并范围扩大所致；2017 年，随着公司收购兼并期间较大规模的债务融资，使得公司财务费用较上年增长 8.93%至 36.14 亿元，公司财务费用规模较大，对利润侵蚀程度较大。2017 年，公司费用收入比由上年的 28.76%下降至 20.49%，考虑到 2017 年公司新增石化贸易收入规模较大，公司总体费用控制能力有待提升。

2016~2017 年，公司投资收益分别为 6.98 亿元和-0.02 亿元；2016 年，公司投资收益主要来自于处置华夏银行股票。2016~2017 年，公司营业外收入分别为 1.46 亿元和 0.08 亿元，2016 年，营业外收入主要来自政府补助。2016~2017 年，公司资产处置收益分别为 1.30 亿元和-0.05 亿元，2016 年规模较大主要来自于处置资产利得。2017 年，公司投资收益、资产处置收益及营业外收入合计占利润总额的比重 0.03%，2017 年上述损益对公司利润总额的贡献低。

从盈利指标看，受公司煤电业务协同效应较好的影响，2017 年，公司盈利指标整体保持稳定，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率为 4.13%、4.11%和 2.99%，公司整体盈利能力一般。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 46.69 亿元，同比下降 12.19%，主要系煤炭贸易规模下降所致；实现营业利润 6.59 亿元，同比增长 328.06%，主要系投资收益大幅增加（7.32 亿元，主要来自于处置华昇资管利得）所致；净利润 5.30 亿元，同比增长 275.81%，其中归属于母公司的净利润 5.11 亿元。

总体看，2017 年，公司营业收入快速增长，但由于营业成本的同步增长及财务费用的侵蚀，整体盈利能力较上年变化不大；公司利润对营业外收入及投资收益依赖程度较高的情况有所改善。未来随着华晨电力在建机组的投产，供给侧改革带给煤炭行业持续利好及惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产，公司盈利情况有望得到提升。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入 253.49 亿元，同比增长 53.90%，主要系营业收入增长所致；2017 年，公司经营活动现金流出 207.67 亿元，同比增长 67.39%，主要系公司业务规模扩大导致的营业成本增长所致。2017 年经营活动现金流量净额为 45.82 亿元，同比上升 12.74%。收入质量方面，2017 年公司现金收入比由 2016 年的 105.52%提升至 107.65%，收入实现质量仍属较高。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入为 1.09 亿元，较上年大幅减少 96.37%，主要

系 2016 年公司处置华夏银行股票以及投资理财产品到期收回导致投资活动现金流入较大，而 2017 年未有上述事项所致。2017 年，投资活动现金流出较上年下降 49.42%至 81.16 亿元，主要系公司投资规模下降所致。受上述因素影响，2017 年，公司投资活动现金净流出量为 80.07 亿元，净流出规模有所减少。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入量为 410.50 亿元，较上年减少 9.49%，公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、债券融资和股权融资收到的现金；筹资活动现金流出为 370.86 亿元，较上年小幅增长 2.63%。2017 年，筹资活动现金净流入为 39.65 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 18.28 亿元，投资活动现金流量净额为 0.97 亿元，筹资活动现金流量净额为-10.03 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流表现良好，随着公司重大投资项目接近尾声，公司投资规模有所下降，但考虑到公司目前债务规模较大，公司未来仍存在一定的再融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年，公司流动比率、速动比率分别由上年的 0.44 倍、0.43 倍升至 0.51 倍和 0.50 倍，现金短期债务比由上年的 0.30 倍下降至 0.27 倍。整体看，公司短期偿债压力较大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年，随着利息支出和折旧的增长，公司 EBITDA 由上年的 56.51 亿元增长至 60.56 亿元；2017 年的 EBITDA 中计入财务费用的利息支出占 51.07%，利润总额占 18.66%，折旧占 22.38%，摊销占 7.90%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍下降至 0.08 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 1.86 倍小幅下降至 1.75 倍，整体看，EBITDA 对全部债务和利息的覆盖能力一般。2017 年，公司经营现金债务保护倍数为 0.06 倍，较上年无变化，经营活动净现金流对全部债务的保障能力仍一般。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 7.25 亿元，占公司净资产的 2.50%，被担保企业主要为参股公司新密市恒业有限公司 4.00 亿元和新密市超化煤矿有限公司 3.25 亿元，担保到期日主要集中在 2026 年和 2027 年，被担保单位经营正常，代偿风险较小。

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 2018 年 5 月 22 日，公司无未结清的不良信贷记录。

公司与国家开发银行、中国民生银行股份有限公司、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 2018 年 3 月底，公司及控股子公司已获批准的授信额度 557.97 亿元，剩余授信额度 125.01 亿元，公司间接融资通道畅通。公司为上市公司，具备资本市场直接融资渠道。

总体看，公司偿债能力一般，但考虑到公司仍在扩张阶段，未来随着华晨电力在建机组的投产，供给侧改革带给煤炭行业持续利好及惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产，公司盈利规模对债务的保障能力将获得提升，公司整体偿债能力将有望增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产达 89.43 亿元，约为“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”和“16 永泰 03”存续本金合计（75.90 亿元）的 1.18 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 287.89 亿元，约为债券存续本金合计（75.90 亿元）的 3.79 倍，公

司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”和“16 永泰 03”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 60.56 亿元，约为债券存续本金合计（75.90 亿元）的 0.80 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 253.49 亿元，约为债券存续本金合计（75.90 亿元）的 3.34 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到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、经营现金净流入规模等方面具备优势，未来随着华晨电力在建机组的投产，供给侧改革带给煤炭行业持续利好及惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产，公司盈利规模对债务的保障能力将获得提升。联合评级认为，公司对“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”和“16 永泰 03”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为一家以电力生产及煤炭采掘为主营业务的综合能源生产企业，在电力机组单机装机容量、煤炭资源储备等方面继续保持较强的竞争优势；2017 年，煤炭行业景气度大幅回升，运营电力装机规模有所增加，公司收入规模明显扩大，盈利能力保持稳定，现金流表现良好。同时，联合评级也关注到动力煤价格上涨挤压电力板块盈利能力，煤炭板块环境保护和治理压力较大，以及公司债务负担重、短期偿债压力大、财务费用对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司电力板块在建机组的投产，供给侧改革带给煤炭行业持续利好以及惠州大亚湾大型燃料油调和配送中心项目的投产，公司的抗风险能力及市场竞争能力均有望增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”、“16 永泰 03”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　永泰能源股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2018 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	981.13	1071.73	1,072.26
所有者权益（亿元）	291.31	287.89	290.00
短期债务（亿元）	295.99	327.04	332.28
长期债务（亿元）	338.51	387.16	389.34
全部债务（亿元）	634.49	714.20	721.62
营业收入（亿元）	136.99	223.88	46.69
净利润（亿元）	7.65	8.67	5.30
EBITDA（亿元）	56.51	60.56	--
经营性净现金流（亿元）	40.65	45.82	18.28
应收账款周转次数（次）	3.27	5.87	--
存货周转次数（次）	26.01	33.23	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.22	0.04
现金收入比率（%）	105.52	107.65	135.33
总资本收益率（%）	4.11	4.11	--
总资产报酬率（%）	4.28	4.11	--
净资产收益率（%）	2.78	2.99	1.83
营业利润率（%）	29.88	25.90	22.67
费用收入比（%）	28.76	20.49	24.21
资产负债率（%）	70.31	73.14	72.95
全部债务资本化比率（%）	68.53	71.27	71.33
长期债务资本化比率（%）	53.75	57.35	57.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.86	1.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	--
流动比率（倍）	0.44	0.51	0.49
速动比率（倍）	0.43	0.50	0.47
现金短期债务比（倍）	0.30	0.27	0.31
经营现金流动负债比率（%）	11.88	11.67	4.71
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.74	0.80	--

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注明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化；4、本报告中已将长期应付款的债务部分计入长期债务中；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　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+长期应付款

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 3　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。