

跟踪评级公告

联合[2015] 2621 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
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 号中国人保财险大厦 17 层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

永泰能源股份有限公司短融跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 正面
上次评级结果: AA 评级展望: 正面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 永泰能源 CP001	18 亿元	2015/3/19-2016/3/19	A-1	A-1
15 永泰能源 CP002	15 亿元	2015/7/23-2016/7/23	A-1	A-1
15 永泰能源 CP003	12 亿元	2015/9/22-2016/9/22	A-1	A-1
15 永泰能源 CP004	15 亿元	2015/12/17-2016/12/17	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	25.44	47.16	38.18	55.10
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	186.54	249.64
全部债务(亿元)	201.63	299.74	341.43	563.75
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	75.85
利润总额(亿元)	17.03	9.07	6.39	9.90
EBITDA(亿元)	35.84	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(%)	6.97	4.68	3.55	--
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	71.43	68.98
流动比率(%)	108.19	69.84	65.97	58.28
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	9.73	9.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.61	1.60	--
经营现金流流动负债比(%)	14.55	10.17	9.23	--

注: 现金类资产项目已扣除受限的货币资金; 2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

李 嘉 潘云峰
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”)是一家以煤炭采掘及电力生产为主的综合能源生产企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在煤炭资源禀赋、生产管理水平、多元化产业链等方面具备综合优势。同时, 联合资信关注到大规模投资建设导致的资金压力、煤炭行业景气度低迷、债务规模快速增长、存在一定短期支付压力等因素给公司信用基本面带来的负面影响。

跟踪期内, 公司煤炭业务稳步发展, 盈利能力处于业内优秀水平, 近年业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域, 业务多元化布局有助公司抵御煤炭单一行业风险。同时, 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。

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

优势

1. 跟踪期内, 公司拥有优质的主焦煤, 煤炭储量丰富, 煤质品种优良, 资源优势突出; 受益涉煤税费改革及内部控制提升、煤炭产品质量优化, 公司煤炭采选业务毛利率回升
2. 跟踪期内, 公司完成 100 亿元非公开定向增发, 资本结构显著改善。
3. 跟踪期内, 公司完成重大资产重组, 收购华兴电力股份公司, 业务范围扩展至电力生产领域, 初步形成了煤电一体化的产业链布局。
4. 随着公司业务规模和盈利能力的增强, 公司经营活动现金流入量有望不断增长, 将

有效增强对存续期债券保障能力。

关注

1. 跟踪期内，受煤炭行业景气度低影响，公司煤炭板块利润总额持续下降。
2. 公司债务规模大，短期偿债压力大，债务结构有待改善。
3. 公司财务费用高企，对利润侵蚀明显。
4. 大规模的多元化产业布局，给公司带来较大的资本支出压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与永泰能源股份有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由永泰能源股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 永泰能源 CP004”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于永泰能源股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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

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

公司经中国证券监督管理委员会证监许可（[2011]213 号文核准），于 2011 年 3 月 16 日至 2011 年 3 月 22 日以非公开发行股票的方式向 7 名特定投资者发行了人民币普通股（A 股）8000 万股，共募集资金 18 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额约为 17.55 亿元。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可证监许可（[2012]80 号文核准），于 2012 年 2 月 17 日至 2 月 28 日期间以非公开发行股票的方式向 6 名特定投资者发行了 31612.90 万股人民币普通股（A 股），本次发行募集资金总额 49 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额 48.29 亿元。

2014 年 5 月 28 日，公司以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股，共计转增 1767559530 股，每股面值 1 元，增加股本 1767559530.00 元，注册资本变更为人民币

3535119060.00 元，股本为人民币 35.35 亿元。

公司经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]1427 号文核准，于 2015 年 2 月 3 日至 2 月 13 日期间以非公开发行股票的方式向 5 家特定公司共发行了 507614.21 万股人民币普通股（A 股），本次发行募集资金总额 100 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额 98.64 亿元。

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

截至 2015 年 9 月底，公司总股本 111.95 亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 46.26%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

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、安全监察部、销售管理部、监察审计部、证券事务部、内控管理部等 12 个职能部门，以及华熙矿业有限公司（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 个控股子公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 521.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益 36.84 亿元）136.53 亿元；2014 年，公司合并口径实现营业收入 79.12 亿元，利润总额 6.39 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 873.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益 54.25 亿元）253.56 亿元；2015 年 1~9 月，公司合并口径实现营业收入 75.85 亿元，利润总额 9.90 亿元。

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

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿

元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业经济环境

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一

次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“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。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国

内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2014年度煤炭总供给表现过剩量达4.04亿吨。

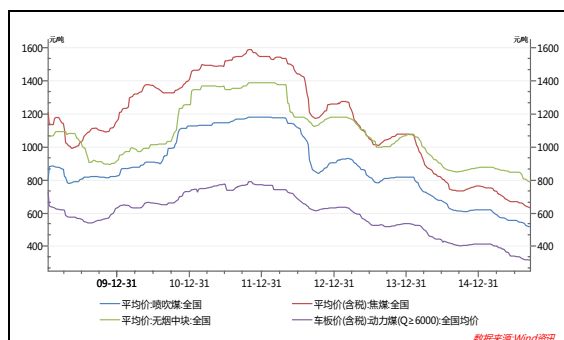
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

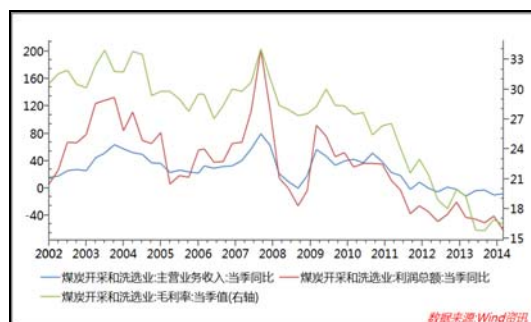
2014年以来,煤炭市场持续下滑趋势,据WIND资讯统计,截至2014年12月12日,全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤(Q≥6000)均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨,同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%,较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%,较2011年同期(本轮周期价格高点)分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年9月18日,全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤(Q≥6000)煤炭价格分别是520元/吨、633元/吨、790元/吨和316元/吨,分别较年初下降16.13%、16.82%、9.40%和23.67%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业,固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大,中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化,同质化的产品,同时煤炭生产成本调节空间较为有限,煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来,中国煤炭价格出现快速下降,中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%,从二季度开始,煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄;同时,煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下,煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年和2015年9月的财务报表看,大中型企业基本

处于亏损(微利)状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效,资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》(2013年6月),中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%,排世界第三,煤炭资源总储量丰富;但储采比仅为40,远低于世界平均储采比100的水平;同时,国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况,资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看,2010年实际煤炭产量约为33亿吨,远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划,2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年,行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。但从目前情况来看,2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年,远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性,现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期,部分煤企存在违规超采的冲动,存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题,结构性过剩与区域阶段性偏紧共存,部分地区较为突出。

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。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

资源税改革

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

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进

一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

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

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业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。

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。

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。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长

期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（二）电力行业

1. 发电行业运行概况

2012年~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014年，全国电源基本建设完成投资3646亿元，同比下降1.91%；其中，水电完成投资960亿元，同比下降22.95%，

所占比重为26.33%，与上年同期相比减少7.19个百分点。火电完成投资952亿元，同比上升2.59%；所占比重为26.11%，与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元，同比下降6.57%；所占比重为15.61%，与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993亿元，同比上升57.40%；所占比重为27.24%，与上年同期相比上升10.27个百分点，主要受价格政策调整影响，2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年前三季度，全社会用电量为41344亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落3.1个百分点。结合2014年和2015年前三季度数据来看，用电量增速明显放缓，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，

全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2014年，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，价格下滑，煤价持续走低，这一趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了火电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

2013年末开始，火电电价多次下调，发改委公布2014年9月1日起实施火电上网电价调整方案，全国平均将下调0.0093元/千瓦时（相当于2%）。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力。

2015年11月30日，为贯彻落实《中共

中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(中发〔2015〕9号),推进电力体制改革实施工作,由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定,经报请国务院同意,并经经济体制改革工作部际联席会议(电力专题)审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括:《关于推进输配电价改革的实施意见》;《关于推进电力市场建设的实施意见》;《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》;《关于有序放开发用电计划的实施意见》;《关于推进售电侧改革的实施意见》;《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来,在国家节能调度的政策下,火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉,环保设施投入标准高时间紧,投资运营成本大幅增加;部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面,近期煤炭市场供应总体平和,电煤价格低位盘整,有利于发电企业控制燃料成本;在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下,有利于争取更多的财政、信贷支持,降低资金成本。同时,国家也在陆续颁布国家政策,不断加速和深化电力体制改革,未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

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,随着节能调度、上大压小、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。

五、基础素质分析

公司2010年由油品经营转型进入煤炭采选领域,目前形成了以煤炭采掘为主,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。目前,公司控股19家煤矿企业,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10.13亿吨(主要是焦煤),现有的焦煤及其配煤生产规模合计为1095万吨/年,公司已在山西地区形成了一定规模的焦煤生产能力;截至2015年9月底,下属子公司隰县华鑫煤焦有限公司和山西瑞德焦化有限公司分别在山西临汾地区隰县和浮山县拥有详查资源储量为15401万吨和18327万吨的焦煤、贫瘦煤探矿权;下属子公司陕西亿华矿业开发有限公司(以下简称“亿华矿业”)拥有动力煤保有储量11.44亿吨,生产规模为600万吨/年;下属子公司新疆双安煤矿拥有气煤权益保有储量4456万吨,生产规模为120万吨/年;下属子公司呼伦贝尔天厦矿业有限公司在内蒙古呼伦贝尔牙克石地区拥有动力煤保有储量3.21亿吨。

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。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。

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，公司收购了华兴电力股份公司（原三吉利，以下简称“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的在建的和取得“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 万千瓦以及两台 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 万千瓦燃煤发电机组已获得核准，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。

综合来看，公司进入煤炭行业时间较短，煤炭生产规模快速提升，随着在建技改矿井的陆续投产，公司有望进入稳定的投资回收期，规模优势得以进一步巩固，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及高管人员方面均无重大变化。

七、重大事项

1. 收购华兴电力相关事宜

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

日召开第九届董事会第二十一次、第二十二次会议和 2015 年第四次临时股东大会，审议通过了有关收购北京三吉利能源股份有限公司（以下简称“三吉利公司”，后更名为“华兴电力股份公司”，以下简称“华兴电力”）53.125%股权的重大资产购买事项相关议案。截至目前，有关本次收购三吉利公司 53.125%股权已办理完成相关工商变更手续，同时办理完成本次股权收购相关的修订《公司章程》等工商备案工作，并在上海证券交易所网站进行了披露。

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

2. 收购徐州垞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。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。

3. 非公开定向增发预案

公司于 2015 年 8 月 7 日和 2015 年 8 月 24 日召开第九届董事会第三十次会议和 2015 年第八次临时股东大会，通过公司关于 2015 年度非公开发行业股票的预案。本次非公开发行尚需获得中国证监会的核准。

本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 150 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将计划用于：（1）以 60 亿元投资张家港沙洲电力有限公司建设 2x100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；（2）以 36 亿元投资周口隆达发电有限公司建设 2x66 万千瓦超超临界燃煤

发电机组项目；(3)以 14 亿元投资上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）与感知集团有限公司合资组建感知科技有限公司；(4)以不超过 40 亿元偿还公司和子公司的债务。本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以银行贷款、自有资金或其他方式自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法律法规的程序予以置换。

为了加快推进 2015 年度非公开发行工作，公司根据当前市场行情和实际情况，于 2015 年 10 月 9 日召开第九届董事会第三十三次会议，审议通过了《关于对公司 2015 年度非公开发行相关议案进行修订的议案》、《关于公司符合向特定对象非公开发行股票条件的议案》、《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》、《关于本次非公开发行股票募集资金使用可行性报告（修订案）的议案》、《关于〈公司 2015 年度非公开发行股票预案（修订案）的议案〉》等相关议案，对发行价格、发行数量、募集资金总额和募集资金用途进行调整。2015 年 10 月 26 日，公司 2015 年第十一次临时股东大会通过的有关非公开发行的修订方案。上述调整后的方案尚需获得中国证监会的核准。

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

本次非公开发行实际募集资金不能满足上述项目投资需要的部分将由公司自筹资金解决。在上述募集资金投资项目范围内，公司董事会可根据项目的实际需求，按照相关法规规

定的程序对上述项目的募集资金投入金额进行适当调整。

如果本次非定向增发预案成功实施将会对公司财务状况带来重大影响，联合资信将会持续关注此次增发事宜的进展并及时披露相关情况。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，由于华兴电力被公司纳入合并范围，公司主业以煤炭和电力业务为主。2014 年，公司实现营业收入 79.12 亿元，同比下降 19.62%，收入下降的主要原因系企业进行煤炭业务结构调整，增加原煤销量业务，大幅减少洗精煤业务所致；实现利润总额 6.39 亿元，同比下降 29.52%。公司煤炭采选实现收入 55.52 亿元，占营业收入比为 70.46%；煤炭贸易收入 22.45 亿元，占营业收入比为 28.49%。

2015 年 1~9 月，公司经营情况稳定，主营业务收入 75.51 亿元，其中，煤炭贸易业务实现收入 3.62 亿元，煤炭采选业务实现收入 39.83 亿元。公司继续优化产品结构，提供更好的原煤来稳定价格并逐渐剥离洗精煤业务，煤炭采选业务毛利率持续提升；2015 年 5-9 月，公司共实现电力收入 31.17 亿元，由于电力业务被并入合并报表后，电力收入占公司主营业务收入比重较大，而电力业务毛利率相比较煤炭采选业较低，所以公司整体的毛利率受到一定影响，但公司整体业务的毛利率相比 2014 年有所上升。2015 年 1-9 月公司主营业务收入毛利率为 44.54%。

总体看，公司煤炭主业突出，公司通过继续优化产品结构，并增强自身工艺水平，煤炭业务在同行业中具有较好的竞争优势；同时随着盈利能力较强的电力业务被纳入合并报表，公司整体竞争能力有所增强。

表 1 2012~2015 年 9 月公司主营业务收入构成情况

(单位: 万元、%)

业务板块	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭贸易	229572.21	3.11	299023.51	1.09	224519.29	6.87	36217.06	2.34
煤炭采选	538268.94	57.17	664548.09	45.45	555159.29	54.97	398340.49	57.39
其他	2542.90	37.85	17358.39	9.42	8348.22	3.93	8882.24	14.70
电力	--	--	--	--	--	--	311662.06	33.87
合计	770384.05	41.00	980929.99	31.29	788026.80	40.72	755101.85	44.54

资料来源: 公司提供

煤炭业务

跟踪期内, 2014 年公司实现原煤产量 1141.63 万吨, 同比增长 5.60%, 同期原煤销量 1016.36 吨, 同比增长 67.44%; 2014 年洗精煤产量 85.47 万吨, 同比减少了 80.95%, 同期洗精煤销量为 81.86 万吨, 同比减少 81.65%。洗

精煤产量和销量大幅下降的原因主要是公司逐渐剥离洗精煤业务所致。2015 年 1~9 月, 公司生产原煤 840.66 万吨, 占 2014 年全年原煤产量的 73.63%; 同期原煤销量 801.29 万吨, 占 2014 年全年原煤销量的 78.84%。

表 2 2012~2015 年三季度公司商品煤销量价格情况

(单位: 万吨、元/吨)

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	销量	平均价格(含税)	销量	平均价格(含税)	销量	平均价格(含税)	销量	平均价格(含税)
原煤	293.00	641.16	607.00	554.09	1016.36	583.35	801.29	550.70
洗精煤	406.00	1088.1	446.00	989.25	81.86	691.91	37.61	627.25

资料来源: 公司提供

产品结构方面, 2014 年公司商品煤销售结构出现重大调整, 原煤直接对外销售比例显著上升, 占商品煤总销量的 91.28%, 洗精煤销量大幅下降。

商品煤价格方面, 2014 年公司原煤销售均价分别为 583.35 元/吨, 同比上升 5.28%, 洗精煤销售均价为 691.91 元/吨, 同比下降 30.05%, 公司的主要业务是原煤销售, 公司原煤质量好, 价格保持稳定。

2015 年 1~9 月, 受行业景气度影响, 公司原煤和洗精煤销售价格持续下降, 商品煤销售结构仍以原煤为主。

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

总体看, 公司原煤产量保持稳定, 公司较好的煤质品种, 支撑了原煤销售价格, 同时, 公司适时调整商品煤销售结构, 以及全员效率的提升, 公司 2014 年整体毛利率较 2013 年有所回升; 2015 年 1~9 月, 受行业景气度持续低迷影响, 公司原煤价格和洗精煤价格有所下跌, 受益于公司持续进行煤炭产品结构调整, 公司煤炭采选毛利率有所提升。

电力业务

跟踪期内, 由于华兴电力被公司纳入合并范围, 公司电力业务规模不断扩大, 电力业务已经成为公司业务的重要板块。

公司电力业务板块的经营主体为控股子公司华兴电力股份公司; 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

表 3 2012~2015 年 9 月生产指标情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
整体机械化程度(%)	85	95	95	95
采煤机械化程度(%)	100	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100	100
全员效率(吨/工)	7.47	8.78	9.62	9.59
死亡率(人/百万吨)	0	0	0	0

资料来源: 公司提供

发电、燃气发电两类，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，即煤粉燃烧加热锅炉使锅炉中的水变为水蒸汽，利用蒸汽推动汽轮机发电，公司主要可控燃煤机组装机容量为 413 万千瓦；燃气发电主要产品为电力，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，公司可控燃气机组装机容量为 78 万千瓦。公司控股装机总容量 491 万千瓦。另外公司已取得国家相关部门核准开工在建的和取得“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 万千瓦以及两台 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。

表4 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	机组类型	投产日期	主要发电设备
裕中能源	30	燃煤机组	2007年1月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	30		2007年7月	
	100		2012年3月	
	100		2012年7月	
沙洲电力	63	燃煤机组	2006年3月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	63		2006年8月	
周口隆达	13.5		2003年8月	
	13.5		2004年3月	
张家港电力	39	燃气机组	2005年6月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	39		2006年1月	
总计	491	--	--	--

资料来源：公司提供

1) 电力生产与销售

华兴电力的电力业务收入分别来自火力发电收入和天然气发电收入。2012~2014，华兴电力电力总收入分别为 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。2015 年 5~9 月，华兴电力电力业务收入总计 31.17 亿元，其中火力发电收入 22.53 亿元。

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 5-9 月销售价格进一步上升至 0.6900 元/千瓦时。同期火力发电销售价格有所微降，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；受国家下调电价的影响，2015 年 5-9 月华兴电力火力发电销售价格下降至 0.4000 元/千瓦时。销售价格总体保持稳定。

表5 华兴电力电力业务收入结构

(单位: 亿元、%、元/千瓦时)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5-9 月
天然气发电收入	24.66	13.43	12.31	8.64
火力发电收入	80.83	87.25	77.95	22.53
天然气发电销售价格(含税)	0.5813	0.5853	0.6060	0.6900
火力发电销售价格(含税)	0.4648	0.4467	0.4407	0.4000
天然气发电业务毛利率	22.99%	18.20%	14.56%	11.74%
火力发电业务毛利率	17.52%	25.26%	28.72%	34.06%

资料来源：公司提供

注：电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

由于天然气成本持续增加，2012-2014 年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%。2015 年天然气发电毛利率继续下降至 11.74%。同期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 17.52%大幅上升至 2014 年 28.72%，2015 年 5-9 月的火力发电毛利率进一步上升至 34.06%，火力发电业务收入对电力收入贡献突出。

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,近三年华兴电力上网电量波动增长。2012~2014 年,华兴电力发电量分别为 207.51 亿千瓦时、236.18 亿千瓦时和 209.23 亿千瓦时,售电量分别为 197.08 亿千瓦时、224.28 亿千瓦时和 198.73 亿千瓦时,2013 年发电量增长突出。同期,华兴电力发电机组运行效率也相应波动增长,三年分别为 4226.26 小时、4810.15 小时和 4261.21 小时。2015 年 5-9 月,华兴电力实现发电量 84.58 亿千瓦时,上网电量 80.56 亿千瓦时。公司平均利用小时数为 1721.51 小时,占 2014 年总数的 40.40%。总体看,公司机组运转效率较高。

表6 华兴电力主要发电指标

(单位:亿千瓦时、小时、%、克/千瓦时、元/千瓦时)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5-9 月
发电量	207.51	236.18	209.23	84.58
上网电量	197.08	224.28	198.73	80.56
发电设备平均利用小时	4226.26	4810.15	4261.21	1721.51
综合厂用电率	5.85	5.38	5.33	5.35
供电标准煤耗	316.90	310.79	310.29	307.07
平均上网电价(含税)	0.4648	0.4467	0.4407	0.4531

资料来源:公司提供

注:电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

发电效率方面,随着近年来发电量的逐步提高、机组技术改造的推进以及机组运行方式的优化,华兴电力综合厂用电率逐步下降。2014 年,华兴电力综合厂用电率为 5.33%,同比下降 0.05 个百分点;供电标准煤耗为 310.29 克/千瓦时,同比下降 0.50 克/千瓦时。2015 年 5-9 月,华兴电力综合厂用电率保持稳定,为 5.35%,供电标准煤耗降至 307.07 克/千瓦时。总体看,华兴电力发电效率呈提高趋势。

平均上网电价方面华兴电力上网电价有所下降。2012-2014 年华兴电力平均上网电价分别为 0.4648 元/千瓦时、0.4467 元/千瓦时和 0.4407 元/千瓦时。2015 年 5-9 月,受益于天然气发电销售价格的上涨,华兴电力平均上网电

价有所上升至 0.4531 元/千瓦时。

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

2) 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,煤炭采购一般不采取预付款的方式,一般采用后付款方式。

2012-2014 年华兴电力采购煤炭总量分别为 500.82 万吨、627.46 万吨和 562.55 万吨,其中 2015 年 5-9 月共采购煤炭 203.73 万吨。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 5-9 月采购煤炭价格进一步下跌至 415.39 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,有效提高公司盈利能力。未来,中国国内物流运力建设的推进以及公司煤炭采购市场化力度的继续加强,同时受煤炭市场景气度持续低迷影响,公司采购成本的降低有望进一步得到稳固。

表7 华兴电力主要燃煤采购指标

(单位:万吨、元/吨)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5-9 月
煤炭采购总量	500.82	627.46	562.55	203.73
煤炭采购平均单价	819.93	689.73	599.58	415.39

资料来源:公司提供

注:电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

华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。截至 2014 年底,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主要 5 大供应商
(单位: 亿元)

	供应商	采购物品	金额	成本占比
1	郑州煤电股份有限公司	燃煤	8.09	14.56%
2	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	燃煤	5.39	9.70%
3	河南华能物资贸易有限公司	燃煤	2.77	4.99%
4	陕西省煤炭运销集团有限责任分公司	燃煤	1.53	2.75%
5	河南永锦能源有限公司	燃煤	1.32	2.38%
合计	--	--	19.10	34.38%

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

总体看, 华兴电力煤源相对广泛, 煤源稳定; 近年来国内煤炭市场低位运行, 同时公司各大型供煤集团展开合作, 采购成本显著下降。未来, 随着基础设施建设推动及区域煤炭市场竞争强化以及公司煤炭采购模式的改进, 公司采购成本降低的优势有望得到稳固。

3) 天然气采购

华兴电力本身不具备天然气储存能力, 华兴电力下属企业所用天然气均为中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司单方供应, 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, 由此将提高天然气的供气稳定性。

总体看, 华兴电力电力产能正不断增强, 华兴电力天然气发电业务和火电业务营业收入都将有所提升, 虽然价格有所波动, 但受煤炭行业持续低迷影响, 华兴电力电力成本不断下降, 华兴电力盈利能力有所增加; 同时华兴电力煤炭供应和天然气供应较为稳定, 为华兴电力电力发展提供了保障。未来随着华兴电力电力业务的不断发展和电力行业需求的不断增加, 电力业务未来可能对公司的收入和利润有较大影响。

2. 在建工程及未来发展

截至 2015 年 9 月底, 公司在建及技改煤矿相继完工, 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、孟子峪巷道建设项目、陕西榆林海则滩项目和燃料油调和配送中心及配套码头项目, 项目总投资 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。整体看, 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, 公司计划实施新一次总额为 49 亿元的非定向增发事宜, 若此次增发成功将会缓解公司资本支出压力。

表 9 截至 2015 年 9 月底公司主要在建工程 (单位: 万元)

项目	总投资额	工程进度情况	截至 2015 年 9 月已投入	2015 年 10-12 月投资额	2016 年
陕西榆林海则滩项目	490000	前期规划阶段	36200	1000	2000
贵州页岩气项目	43700	勘探阶段	34980	8720	--
孟子峪巷道建设项目	37650	建设	5200	--	--
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	515000	建设	34800	37400	234000
江苏沙洲电厂二期 2*1000MW 扩建工程	826700	建设	178000	50000	385000
燃料油调和配送中心及配套码头项目	303238	建设	62450	31600	138500
张家港华兴热管网工程	33300	建设	18860	12840	1600
合计	2249588	--	370490	141560	761100

资料来源: 公司提供

总体看,跟踪期内,公司在稳步发展煤炭主业的同时,通过非公开定向增发及对外收购,实现了对华瀛石化和华兴电力的控股。

其他对外投资方面,2015年2月,公司发布公告,出资30亿元参股成立上海润良泰物联网科技合伙企业,逐步进入物联网细分行业。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调查工作,总投资额合计4.37亿元。

公司近年业务结构出现大范围调整,基本贯彻了“能源、物流及投资”的多元化发展战略,产业链扩张布局初步形成。联合资信同时关注到,大规模的产业整合给公司带来了较大的投资支出压力,且公司对华瀛石化和华兴电力的收购整合效果还有待进一步检验,华瀛石化项目仍存在大额投资规划,仍将保持一定的外部融资需求,债务负担或将进一步加重,通过资本市场直接融资将成为公司优化资本结构的重要渠道。

九、募集资金使用情况

截至 2015 年 9 月底,“15 永泰能源 CP001”、“15 永泰能源 CP002”、“15 永泰能源 CP003”和“15 永泰能源 CP004”所募集资金均按照募集计划进行使用。

十、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表经山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。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,另外沁源县康泰煤化工有限公司被出售,不再纳入公司财务报表合并范围,合并范围变化对财务报表数据可比性影响小。

公司于 2015 年 2 月完成非公开定向增发,所有者权益增长 100 亿元,该次增发事项 98.64

亿元,该次增资已经由和信验字(2015)第 000008 号验资报告审验通过。

公司提供的 2015 年 9 月财务报表未经审计。相比 2014 年底,截至 2015 年 9 月底,公司合并报表范围新增子公司 4 家,分别是华兴电力股份公司、华瀛石油化工有限公司、华昇资产管理有限公司和华衍物流有限公司,以及 2 家由子公司华熙矿业有限公司收购的二级子公司,山东泰达能源有限公司和贵州新晋泰能源有限公司。另外永泰运销集团有限公司 100% 股权已被公司在 2015 年 4 月对外转让、榆林永泰煤电有限公司已被公司在 2015 年 8 月注销,上述两家公司均已被移除公司合并范围。此次合并范围的变化对公司影响较大,公司资产总额、负债和所有者权益都大幅增加。

截至 2014 年底,公司(合并)资产总额 521.09 亿元,所有者权益(含少数股东权益 36.84 亿元) 136.53 亿元;2014 年,公司合并口径实现营业收入 79.12 亿元,利润总额 6.39 亿元。

截至 2015 年 9 月底,公司(合并)资产总额 873.20 亿元,所有者权益(含少数股东权益 50.47 亿元) 253.56 亿元;2015 年 1~9 月,公司合并口径实现营业收入 75.85 亿元,利润总额 9.90 亿元。

1. 盈利能力

2014 年受煤炭行业景气度低迷因素影响,公司营业收入出现一定程度下降。2014 年公司实现营业收入 79.12 亿元,同比降低了 19.62%;营业成本合计 46.94 亿元,同比降低了 30.56%,受益于产品结构调整和减员增效,公司营业成本降幅速率大于营业收入降低速率,营业利润率较 2013 年有一定程度回升。

期间费用方面,2014 年公司财务费用大幅上升至 22.90 亿元,同比增长 62.12%,主要是因为本期融资规模增大导致借款利息支出增加所致。同时受营业收入降低影响,公司期间费用率上升至 34.10%,费用控制能力有待改

善。

非经常性损益方面，2014 年公司投资收益 0.99 亿元，对公司的盈利能力影响较小。营业外收益方面，2014 年营业外净收入合计 2.25 亿元。主要原因是本期公司收到康伟集团业绩补偿款所致。营业外收益公司利润总额影响较大。

2014 年，公司实现利润总额 6.39 亿元，同比下降 29.52%；实现净利润 4.84 亿元，同比下降 22.89%。

盈利指标方面，2014 年公司营业利润率回升至 38.31%，总资本收益率为 5.47%，净资产收益率下降至 3.55%。

2015 年 1~9 月，公司营业收入为 75.85 亿元，受益于合并范围的变化，公司营业收入同比有所提升，占 2014 年全年营业收入的 95.87%。受益于商品煤结构调整和电力业务的高盈利能力，公司盈利能力继续提高，营业利润率上升至 40.92%。2015 年 1~9 月公司期间费用为 25.42 亿元，占比较 2013 和 2014 年大幅上涨，主要系合并范围变化和对外借款增加导致财务费用增长所致。2015 年 1~9 月，公司实现营业利润 7.04 亿元，营业外收入为 2.94 亿元，营业外收入主要系公司收到康伟集团原持有股东对康伟集团业绩补偿款，当期公司共实现利润总额 9.90 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所降低，商品煤结构调整导致营业利润率有所回升，但受财务费用急速增长影响，2014 年利润总额有一定程度的下降。煤炭行业景气低迷环境下，公司整体盈利能力持续维持较低水平。但随着 2015 年华兴电力股份公司被纳入合并范围，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。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014 年公司当期经营活动现金流入同比下降了 23.97%，为 79.35 亿元；

同期经营活动现金流出也相应降低，下降幅度为 29.08%。公司 2014 年经营活动现金流量净额同比降低了 2.91%，达到 19.80 亿元。跟踪期内，公司收入实现质量同比有所降低，2014 年为 94.33%。

从投资活动来看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，三年净流出的复合增长率为 16.58%，2014 年投资活动现金流出量达到 58.75 亿元，主要是当期投资支付煤矿股权收购款的现金大幅增长。近年来，由于公司在煤炭领域的快速扩张，投资活动逐年增加，上述投资活动产生的现金流量状况与公司处于扩张阶段相符。

从筹资活动来看，随着公司在煤炭领域的扩张，公司经营活动产生的现金流不能满足对外投资发展需要，有较大的外部融资需求。近两年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、债券融资和吸收权益性投资收到的现金，2014 年筹资活动现金流入量合计 319.73 亿元。2014 年公司筹资活动现金流出量合计 299.90 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 19.84 亿元。

2015 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 73.47 亿元，现金收入比为 96.86%，较 2014 年收现能力有所上升；公司经营活动现金流量净额为 20.48 亿元；同期投资活动现金流出合计 103.05 亿元，主要系投资活动支付的现金。投资活动现金流量净额合计 -95.83 亿元，公司资本支出压力较大；公司筹资活动产生的现金流量净额 103.80 亿元，筹资活动现金流出合计 286.36 亿元，主要为偿还到期贷款及融资租赁款。

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

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 521.09 亿元，同比增长 9.44%，其中流动资产占 27.17%，非流动资产占 72.83%，资产构成符合行业特点。

截至 2014 年底，公司流动资产总额为 141.56 亿元，同比上升了 1.10%，主要由货币资金（占 33.72%）、应收票据（占 11.57%）、应收账款（占 24.83%）、预付款项（占 24.29%）、其它应收款（占 1.86%）和存货（占 3.44%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金合计 47.73 亿元，同比下降 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预付款项迅速增加所致。应收票据合计 16.38 亿元，同比上升 40.27%。预付款项合计 34.38 亿元，同比上升了 104.29%。主要为煤炭贸易中煤炭采购预付款。同时受货币资金大幅度下降影响，现金类资产占流动资产比例下降至 45.29%，公司受限货币资金为 25.94 亿元，资产流动性有所弱化，受限资金占流动资产比例 18.32%。

2014年底公司应收账款净额35.15亿元，同比增长18.43%。按账龄分析法计提坏账准备，其中，1年以内款项占比64.20%，1~2年款项占比11.46%，2年以上的占24.34%。公司共计提0.53亿元坏账准备，计提比例1.48%，计提比例偏低。

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 2.64 亿元，同比下降 40.61%，主要为往来款和信托租赁保证金。下降原因系本期收回前期往来款项。

截至 2014 年底，公司存货账面价值合计 4.87 亿元，同比降低了 3.64%。存货中原材料占 26.28%，库存商品占 72.48%，公司未对存货计提跌价准备，考虑到 2015 年煤炭价格持续下行，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2015 年 9 月底，公司货币资金 90.63 亿元，相比 2014 年底增长 89.87%。增长主要

原因系公司本期非公开发行的募集资金到位，但其中受限资金为 40.39 亿元，受限资金比例较高；同期应收账款为 39.26 亿元，相比 2014 年底增长 11.70%。

截至 2015 年 9 月底，公司其他应收款为 14.03 亿元，相比 2014 年底增长 432.01%。公司其他应收款主要为煤矿整合保证金、安全抵押金及融资业务保证金。另外，预付款项规模大幅度降低，主要系前期预付股权收购款转入长期股权投资所致上升。

截至 2014 年底，公司非流动资产总额 379.54 亿元，同比增长 12.91%，主要由固定资产（占 16.25%），在建工程（占 5.96%）和无形资产（占 75.41%）构成，资产构成保持稳定，其中，无形资产主要是采矿权。公司各项科目随公司投资支出稳步增长。

截至 2015 年 9 月底，公司资产合计 873.20 亿元。其中非流动资产合计 705.65 亿元，较 2014 年底增长 85.93%，主要系合并范围变化导致固定资产、在建工程、无形资产、商誉和长期股权投资大幅增长所致。其中，固定资产、在建工程和长期股权投资大幅增长主要系华兴电力被公司纳入合并范围所致；无形资产增加主要系公司于 2015 年收购山东泰达能源有限公司和贵州新晋泰能源有限公司，新增页岩气探气权所致；商誉增加的主要原因系本期华瀛石化纳入合并范围导致合并商誉增加 32.17 亿元所致。

总体看，公司资产构成符合行业特点，流动资产中货币资金充足，但受限比例较高，资产流动性一般。非流动资产随投资支出稳步增长，整体资产质量尚可。2015 年公司完成非公开定向增发，整体资产规模有一定程度提升。

负债及债务结构

截至 2014 年底，公司负债合计 384.56 亿元，同比增长 12.46%，增长主要来自应付债券（同比增长了 87.07%），主要系本期新发行的债券所致。

截至 2014 年底，公司流动负债规模继续扩大，合计 214.57 亿元，较 2013 年底上升了

7.01%，主要是一年内到期的非流动负债和其他应付款上升所致。

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。

截至 2014 年底，公司的应付票据合计 7.61 亿元，同比增加了 98.96%。主要原因系本期开具的应付票据增加所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款合计 18.32 亿元，同比增加了 111.35%，主要原因系公司本期新增信用证业务所致。

截至 2014 年底，公司长期借款合计 17.53 亿元，同比下降 59.67%；公司长期应付款合计 21.90 亿元，同比下降了 20.77%。其中 7.91 亿元为金融租赁融资款，剩余为应付资源价款。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 619.63 亿元，较 2014 年底增长 61.13%。负债大幅增长的主要原因系华兴电力在 2015 年被公司纳入合并范围后，华兴电力其自身债务规模大，债务负担较重所致。

截至 2015 年 9 月底，公司流动负债合计为 287.48 亿元，较 2014 年底增长 33.98%，占比总负债 46.40%，相比 2014 年底，占比有所降低。公司流动负债的大幅增长主要系公司短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债科目大幅增长所致。截至 2015 年 9 月底，公司短期借款共计 145.76 亿元，较 2014 年底增长 60.62%；同期应付账款共计 18.06 亿元，较 2014 年底增长 56.22%；一年内到期的非流动负债共计 98.27 亿元，较 2014 年底增长 33.37%。

截至 2015 年 9 月底，公司非流动负债合计 332.16 亿元，较 2014 年底增长 95.39%，非流动负债增长主要系公司长期借款和长期应付款大幅增加所致。截至 2015 年 9 月，公司长期借款共计 135.67 亿元，较 2014 年底增长 674.16%；同期长期应付款共计 61.15 亿元，较 2014 年底增长 179.15%。

总体看，跟踪期内，由于华兴电力被公司纳入合并范围，公司债务规模大幅增加，公司

整体负债压力有所加重。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 341.43 亿元。其中，公司短期债务为 186.54 亿元，同比上升了 7.35%，占全部债务的 54.63%；长期债务为 154.89 亿元，同比增长 22.96%。公司债务负担较重，短期债务占比高，债务结构有待改善。

债务指标方面，2014 年公司债务指标呈全面上升趋势，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.15%、71.43%和 73.80%，同比增加明显，债务负担加重。

2015 年由于公司财务报表合并范围的变化，公司的有息债务大幅增加。截至 2015 年 9 月底，公司短期债务合计 249.64 亿元，长期债务合计 314.10 亿元，短期债务占全部债务比例为 44.28%。受益于非公开定向增发导致公司权益规模大幅上升，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别下降至 68.98%和 70.96%，但受公司合并范围的改变，公司长期有息债务大幅增加，长期债务资本化比率上升至 55.33%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，公司债务负担有所加重。但是受益于公司 2015 年非公开定向增发导致公司权益规模大幅上升，债务负担有所缓解。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 136.53 亿元，同比上升了 1.74%，其中，归属于母公司所有者权益合计 99.69 亿元，同比增加 1.40%，主要是实收资本和未分配利润增加所致。实收资本的增加主要是因为资本公积转增资本所致。另外少数股东权益合计 36.84 亿元，同比下降 2.66%。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 253.56 亿元，较 2014 年底增长 85.72%，所有者权益快速增长的原因系实收资本和资本公积的增加。截至 2015 年 9 月底，实收资本合计 111.95 亿元，相比 2014 年底增长了 216.67%。增长原因是本期非公开发行增加股份和实施利润分配

方案所致。另外资本公积合计为 69.21 亿元，相比 2014 年底增长了 46.89%。其变动原因是本期非公开发行资本溢价和实施利润分配方案所致。其中，归属于母公司所有者权益合计 199.32 亿元，少数股东权益合计 54.25 亿元，相比 2014 年底分别增长了 99.93%和 47.25%。截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益构成中，实收资本、资本公积及未分配利润分别占比 44.15%、27.30%和 6.93%。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性良好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 65.97%和 63.70%，；2015 年 9 月底分别为 58.28%和 57.03%。2014 年底，公司经营现金流动负债比为 9.23%。截至 2014 年底，公司现金类资产合计 64.12 亿元，剔除受限货币资金 25.94 亿元，为同期短期债务的 0.21 倍。截至 2015 年 9 月底，公司现金类资产合计 95.49 亿元，剔除受限货币资金 40.39 亿元，占货币资金总额的 44.57%，受限资金占比较高。扣除受限资金后的现金类资产为同期短期债务的 0.22 倍。公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 35.68 亿元，同比上升 15.79%，全部债务/EBITDA 下降至 9.57 倍，但受财务费用大幅增长影响，EBITDA 利息倍数由 2012 年 2.16 倍下降至 2014 年的 1.60 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保合计 28.44 亿元，占当期公司所有者权益的 11.22%。对外担保的主要原因系：1) 2015 年 4 月，公司办理完成永泰运销集团 100%股权转让事项，为此将公司对永泰运销集团担保金额 159000 万元从“公司对子公司担保”转为“公司对外担保”；2) 2015 年 4 月，公司完成对华兴电力控股股权的收购，华兴电力对原股东的担保金额为

24000 万元，对原参股企业担保金额为 101400 万元，在公司收购完成后上述担保转为“公司对外担保”。

截至 2015 年 9 月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行授信总额 614.25 亿元，未使用额度 272.75 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

公司为沪市上市公司（SH.600157），具备资本市场直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G9914072900027300O），截至 2015 年 12 月 17 日，公司无已结清和未结清不良信贷记录，过往履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

7. 存续债券偿还能力

跟踪期内，公司共有“15 永泰能源 CP001”、“15 永泰能源 CP002”、“15 永泰能源 CP003”和“15 永泰能源 CP004”，发行额度合计 60 亿元（以下简称存续期内短融）。截至 2015 年 9 月底，公司现金类资产为 95.49 亿元，考虑到公司现金类资产中受限规模较大，剔除受限资金后，是存续期债券的 0.92 倍，现金类资产对存续期债券的保护能力尚可。2014 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 79.35 亿元和 19.80 亿元，对存续期内短融的保护倍数分别为 1.32 倍和 0.33 倍。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券保护能力一般，现金类资产对存续期债券的保护能力尚可，但随着公司业务规模和盈利能力的增强，公司经营活动现金流

入量有望不断增长，将有效增强对存续期债券保障能力。

十一、结论

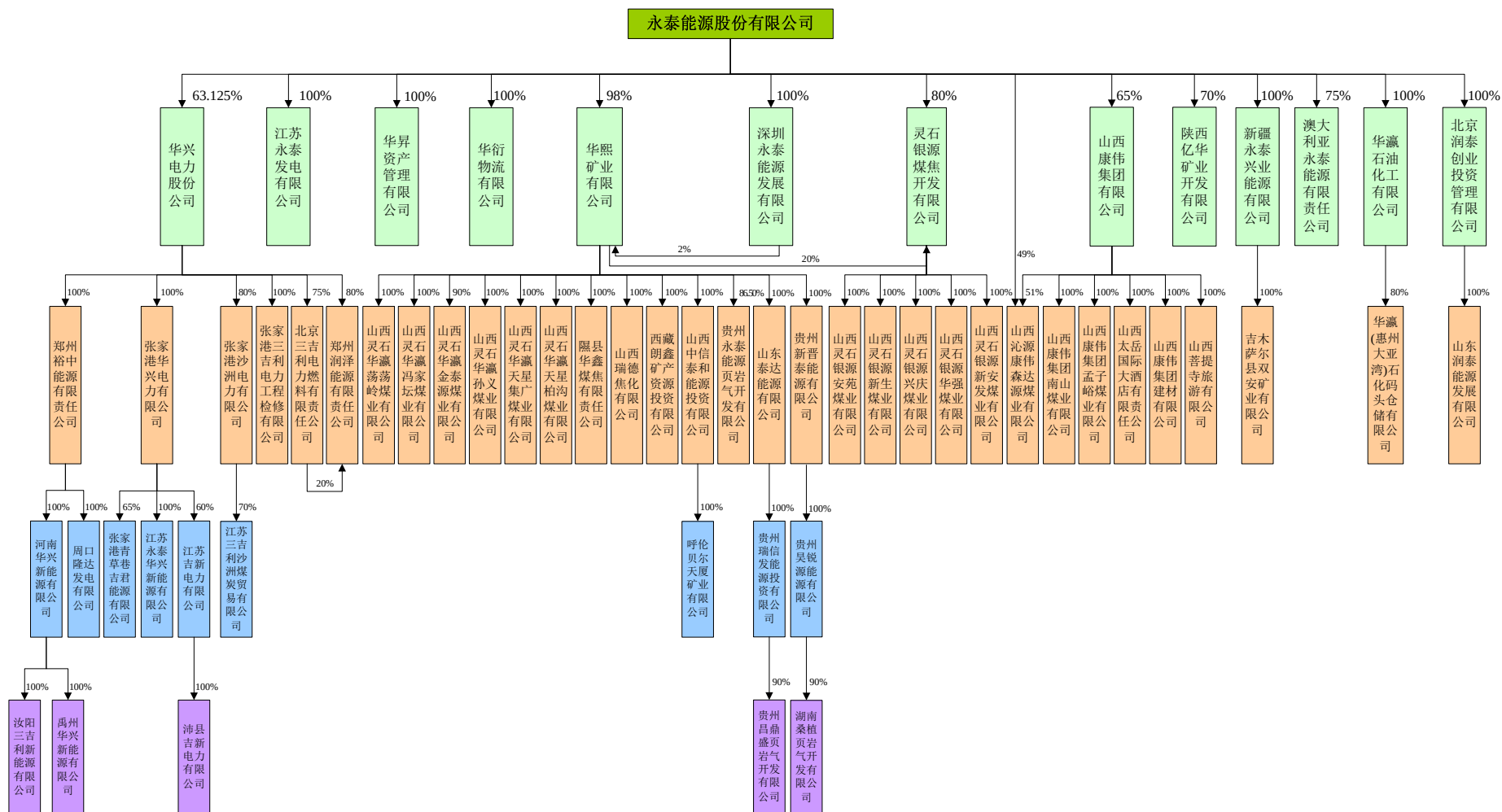
煤炭行业属资源型产业，虽然受宏观经济影响，景气度有所波动，但未来发展前景长期向好。公司具备山西省内煤炭资源整合主体资格，在煤炭品种、地质条件和管理水平等方面具备综合优势。

联合资信也关注到大规模资源收购和在建工程导致的资金压力、煤炭行业景气度低等因素给公司煤炭生产经营带来负面影响，同时公司债务规模快速增长，存在一定短期支付压力。

公司煤炭主业稳步发展，业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域，业务多元化布局有助公司抵御煤炭单一行业风险。同时，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。

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

永泰能源股份有限公司股权结构图



附件 2 主要财务计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.44	47.16	38.18	55.10
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	186.54	249.64
长期债务(亿元)	101.19	125.97	154.89	314.10
全部债务(亿元)	201.63	299.74	341.43	563.75
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	75.85
利润总额(亿元)	17.03	9.07	6.39	9.90
EBITDA(亿元)	35.84	30.81	35.68	--
经营性净现金流(亿元)	19.75	20.39	19.80	20.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.68	3.58	1.70	--
存货周转次数(次)	23.28	16.61	9.46	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.22	0.16	--
现金收入比(%)	96.48	98.05	94.33	96.86
营业利润率(%)	38.94	29.72	38.31	40.92
总资本收益率(%)	7.06	5.48	5.47	--
净资产收益率(%)	6.97	4.68	3.55	--
长期债务资本化比率(%)	37.16	48.42	53.15	55.33
全部债务资本化比率(%)	54.09	69.07	71.43	68.98
资产负债率(%)	59.80	71.81	73.80	70.96
流动比率(%)	108.19	69.84	65.97	58.28
速动比率(%)	105.91	67.31	63.70	57.03
经营现金流动负债比(%)	14.55	10.17	9.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.61	1.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	9.73	9.57	--

注：现金类资产项目已扣除受限的货币资金；2015 年三季度未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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

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

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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