跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2200 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年九月一日

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期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^{+}　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 永泰能源 CP003	10 亿元	2016/7/8-2017/7/8	A-1	A-1
16 永泰能源 CP004	8 亿元	2016/8/1 2017/8/1	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 9 月 1 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	47.16	38.18	51.70	100.06
资产总额(亿元)	476.15	521.09	875.56	944.25
所有者权益(亿元)	134.20	136.53	259.82	289.35
短期债务(亿元)	173.77	186.54	228.74	250.08
全部债务(亿元)	299.74	341.43	556.94	599.04
营业收入(亿元)	98.43	79.12	107.84	43.06
利润总额(亿元)	9.07	6.39	12.94	4.76
EBITDA(亿元)	30.81	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	20.39	19.80	28.58	21.77
营业利润率(%)	29.72	38.31	40.90	35.90
净资产收益率(%)	4.68	3.55	3.79	--
资产负债率(%)	71.81	73.80	70.32	69.36
全部债务资本化比率(%)	69.07	71.43	68.19	67.43
流动比率(%)	69.84	65.97	55.62	72.56
全部债务/EBITDA(倍)	9.73	9.57	10.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.60	2.08	--
经营现金流动负债比(%)	10.17	9.23	10.50	--

注：现金类资产项目已扣除受限的货币资金；公司长期债务中包含长期应付款中的有息债务；公司 2016 年半年报未经审计。

分析师

潘云峰　孙 鑫

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、电力生产规模、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。

公司煤炭业务稳步发展，盈利能力处于业内优秀水平；同时随着华兴电力股份公司被公司全资收购，盈利能力较强的电力业务被纳入合并范围，公司业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域，业务多元化布局有助于公司抵御煤炭单一行业风险；另外受益于公司 2015 年和 2016 年两次非公开定向增发事项的完成，公司所有者权益大幅增长，资本结构有所改善。

综合以上，联合资信维持公司主体长期信用等级 AA^{+}，评级展望为稳定；并维持 “16 永泰能源 CP003”和“16 永泰能源 CP004”A-1 的信用等级。

优势

1. 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；受益于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较高。
2. 公司于 2015 年和 2016 年分别完成 100 亿元和 49 亿元的非公开定向增发事项，资本结构显著改善。
3. 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. 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. 公司整体债务水平偏高，债务负担较重，存在一定资金周转压力。
3. 公司财务费用高企，对利润侵蚀明显；非经常性损益对公司利润总额影响较大。
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至“16 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“16 永泰能源 CP003”和“16 永泰能源 CP004”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（[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。

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

截至 2016 年 6 月底，公司总股本 124.26 亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 41.67%，公司实际控制人为王广西先生。

截至 2016 年 6 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 12 家一级控股子公司。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 875.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益 55.22 亿元）259.82 亿元；2015 年公司合并口径实现营业收入 107.84 亿元，利润总额 12.94 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总

额 944.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益 50.21 亿元）289.35 亿元；2016 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 43.06 亿元，利润总额 4.76 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个

百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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。

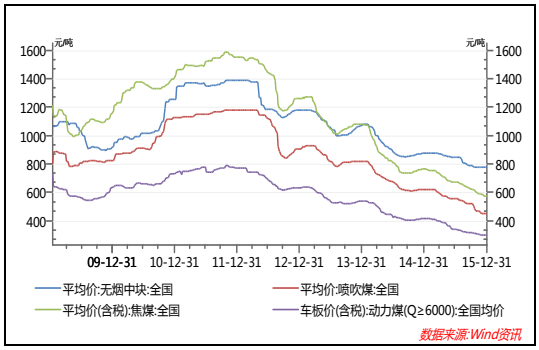
行业供需

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。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨

煤炭价格

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

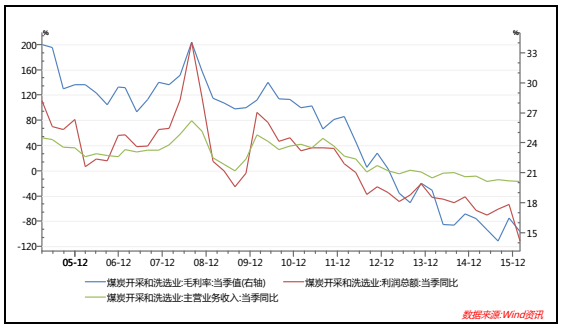
2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别

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12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27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468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

行业经济效益

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

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。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至 2011 年底，全国开采深度超过 1000 米的矿井共计 39 对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，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沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在2009年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在2012～2014年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于 2014 年 10 月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

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。

去产能政策的推进

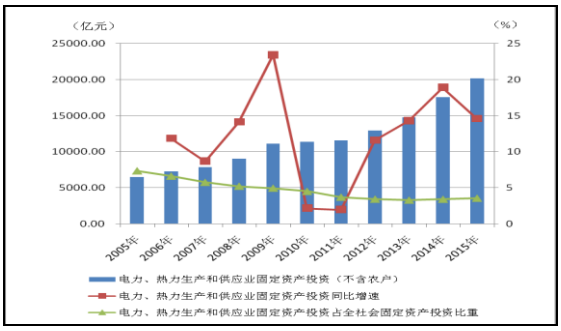
2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号)，制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

（二）电力行业

1．发电行业运行概况

2005 年～2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 3　近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

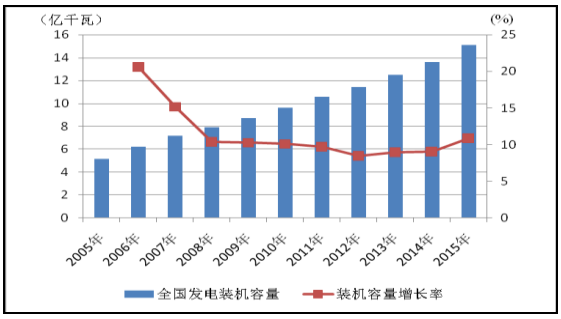
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

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。根据Wind资讯数据，2015年，全国电源基本建设完成投资4091亿元，同比上升10.98%。其中，火电完成投资1396亿元，同比上升21.96%，所占比重为34.13%；水电完成投资782亿元，同比下降16.99%，所占比重为19.13%；风电完成投资1158亿元，同比上升26.57%，所占比重为28.33%；核电完成投资560亿元，同比上升5.15%，所占比重为13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至2015年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到61.14%，与上年相比有所下降。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千

瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千瓦，同比增长 73.7%。清洁能源装机占比达到了 34.35%，且增幅较快。

图 4　近年中国发电装机容量变动情况



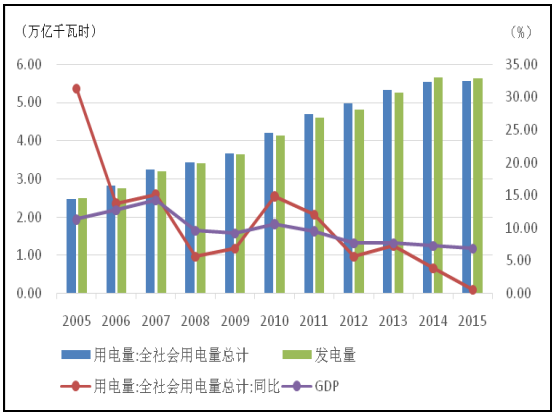
资料来源：中电联电力工业统计快报

2015年，全国全口径发电量56184亿千瓦时，比上年增长1.31%。分类型看，火电发电量42102亿千瓦时，同比上升0.89%，占全国发电量的74.94%，比上年降低0.26个百分点；水电发电量9960亿千瓦时，同比下降6.58%，占全国发电量的17.73%，比上年下降1.47个百分点。

2015年，受电力消费增速放缓影响，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3969小时，同比降低349小时。其中，火电设备平均利用小时4329小时，同比降低410小时；水电设备平均利用小时3621小时，同比减少48小时；核电7350小时，同比降低437小时；风电1728小时，同比降低172小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量55500亿千瓦时，同比增长0.5%，增速比上年回落3.3个百分点，增速为1974年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为2.5%、7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降1.4%，是40年来首次负增长。

图5　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，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；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中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的“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”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，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，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借

在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2．行业关注

进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。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。

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及电力生产为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。截至 2016 年 6 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 2016 年 6 月底，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；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。

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 月和 2016 年 5 月，公司共完成两次非公开增发，分别募集约 100 亿元和 49 亿元资金，资本金实力显著增强。

为了发展电力产业布局，推进能源领域多元化产业转型战略实施，形成新的业绩增长点，提升公司持续盈利能力，目前，公司已经收购了华兴电力股份公司（原三吉利，以下简称“华兴电力”）100%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，控股装机容量为 496.44 万千瓦，在建的装机容量 532 万千瓦，规划建设的装机容量 266 万千瓦，总装机容量 1294 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；南阳发电两台 100 万千瓦燃煤机组新建项目已获得核准，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，两台 40 万千瓦燃气机组已经核准；江苏永泰发电有限公司两台 66 万千瓦燃煤机组正在等待核准。

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

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 2015 年底，有关本次收购三吉利公司 53.125%股权已办理完成相关工商变更手续，同时办理完成本次股权收购相关的修订《公司章程》等工商备案工作，并在上海证券交易所网站进行了披露。

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

2016 年 4 月 15 日，华瀛石化通过上述挂牌转让取得的华兴电力 36.875%股权已在北京市工商行政管理局海淀分局办理完成了股权过户相关的工商备案手续。截止 2016 年 6 月底，永泰能源与华瀛石化分别向华兴电力现金增资 44.94 亿元和 45.46 亿元，华兴电力注册资本已由原 9.6 亿元变更为 100 亿元，相关工商变更手续已全部完成。目前，华兴电力的股权结构为：公司直接持有华兴电力 51%股权，公司通过全资子公司华瀛石化持有华兴电力 49%股权。公司实际持有华兴电力 100%股权。

本次资产重组后，公司电力业务板块初步

成型，煤电一体化布局有望提升公司的综合抗风险能力。

2. 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2×100万千瓦发电项目。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. 2015年非公开定向增发事项

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

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

根据公司2016年4月21日公告，2016年4月20日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准永泰能源股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]531号），就公司2015年度非公开发行股票事项批复如下：（1）核准公司非公开发行不超过1231155778股新股。（2）本次发行股票应严格按照报送中国证监会的申请文件实施。（3）本批复自核准发行之日起6个月内有效。（4）自核准发行之日起至本次股票发行结束前，公司如发生重大事项，应及时报告中国证监会并按有关规定处理。

根据公司2016年6月1日在上交所的公告，经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）出具《验资报告》（和信验字【2016】000052号）验证，截至2016年5月25日，公司本次非公开发行股票共募集资金总额为人民币4899999996.44元，扣除各项发行费用人民币60000000元，实际募集资金净额为人民币4839999996.44元。公司于2016年5月26日完成资金到账和验资程序，并于2016年5月30日完成股权登记程序。

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

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

张家港沙洲电力项目计划建设2台100万千瓦级国产超超临界燃煤发电机组，同步配套建设烟气脱硫及脱硝设施。工程总投资（含码头工程投资）85.37亿元，该项目使用本次募集资金13.70亿元，剩余建设资金由公司自筹解决。预计2017年4月第一台机组投产发电，2017年8

月第二台机组投产发电。按年利用小时5200h，项目建成后年发电量1040000万千瓦时，投资方财务内部收益率为17.30%，项目投资回收期（税前）8.10年，总投资收益率14.14%，预计可实现年均销售收入约34.28亿元，净利润约6.81亿元，经营性净现金流约15.29亿元。

周口隆达发电项目计划建设2台66万千瓦级国产超超临界燃煤发电机组，同步配套建设烟气脱硫及脱硝设施，工程总投资51.50亿元，该项目使用本次募集资金21.30亿元，剩余建设资金由公司自筹解决。预计2017年7月第一台机组投产发电，2017年11月第二台机组投产发电。按年利用小时5000h，项目建成后年发电量660000万千瓦时，投资方财务内部收益率为15.31%，项目投资回收期（税前）7.84 年，总投资收益率11.57%，预计可实现年均销售收入约21.21亿元，净利润约3.99亿元，经营性净现金流约9.06亿元。

表1　募集资金电力项目对公司未来经营情况预测

（单位：万千瓦、亿千瓦时、万元）

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
运行控股装机容量	496	828	828
上网电量	192	290	381
发电收入	644600	942500	1238000
发电毛利润	226960	329870	433240
经营性净现金流入	254400	397300	507400

资料来源：公司提供

本次非定向增发的成功实施对公司财务状况带来积极影响，公司资本结构有所改善。

4、收购国投南阳发电有限公司51%股权的事项

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

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，随着电力业务被公司纳入合并范围，公司经营规模呈波动上涨的趋势，近三年公司营业收入年均复合增长 4.67%。2015 年，公司实现营业收入 107.84 亿元，同比增长 36.30%；同期，公司实现利润总额 12.94 亿元，同比上升 102.48%，公司收入和利润大幅增长的主要原因系盈利能力较强的电力业务板块被纳入公司主营业务所致。2015 年公司煤炭采选板块实现收入 52.51 亿元，较 2014 年有所下降，主要系煤炭市场低迷，煤炭价格进一步下降所致，占主营业务收入比为 49.05%；电力业务板块实现收入 50.04 亿元，占主营业务收入比为 46.74%，煤炭贸易收入大幅下降至 4.51 亿元，占主营业务收入比为 4.22%。从收入构成来看，煤炭板块业务和电力板块业务的收入已成为公司主营业务收入的主要来源。

从盈利情况看，2013~2015 年公司主营业务毛利率保持稳定增长的趋势。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，生产成本大幅下降，煤炭业务盈利能力有所提高，2015 年毛利率达到 44.42%，较 2014 年的 40.72%上升 3.70 个百分点。2015 年，受国内经济增速放缓，煤炭产能过剩及进口煤炭库存持续高位等因素影响，国内煤炭价格继续低迷，但是公司通过自有筛选系统、提高综合回收率，提高煤炭质量，提供更好煤质的产品以稳定价格，同时生产成本进一步有所控制，煤炭生产成本有所下降，所以同期公司

煤炭采选业务毛利率有所上升；同时，由于毛利率较低的煤炭贸易收入占比进一步大幅下降，公司整体业务的盈利能力相比 2014 年有所上升。

2016 年 1~6 月，公司经营情况保持基本稳定，主营业务收入 42.85 亿元，其中，煤炭贸易业务实现收入 1.45 亿元；煤炭采选业务实现收入 11.22 亿元，由于 2016 年上半年煤炭价格持续下跌，同时为响应国家去产能政策，公司 2016 年上半年主动减少原煤的产销量，导致公司 2016 年上半年煤炭板块收入大幅下滑；同期由于主动减产影响规模效应，公司原煤单位成本有所上升，加上 2016 年上半年煤炭价格持续下跌，导致公司煤炭业务整体毛利率大幅下滑。2016 年 1~6 月，公司共实现电力收入 30.05 亿元，同期，电力板块受 2016 年国家下调电价影响，毛利率下降至 36.79%。由于在 2016 年上半年，煤炭业务板块收入规模大幅缩小，毛利率大幅下滑；同期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，公司整体业务的毛利率相比 2015 年有所下降。2016 年 1~6 月，公司主营业务毛利率为 38.77%。

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，公司整体竞争力有所增强。

表 2　2013~2016 年 6 月公司主营业务收入及毛利率构成情况　（单位：万元、%）

业务板块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 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	299023.51	1.09	224519.29	6.87	45132.19	2.85	14464.56	5.87
煤炭采选	664548.09	45.45	555159.29	54.97	525149.86	55.84	112166.19	48.38
其他	17358.39	9.42	8348.22	3.93	2005.21	-166.84	1359.58	32.25
电力	--	--	--	--	500382.22	37.03	300521.88	36.79
合计	**980929.99**	**31.29**	**788026.80**	**40.72**	**1072670.48**	**44.42**	**428512.21**	**38.77**

资料来源：公司提供

注：电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

煤炭业务

近三年，公司煤炭产量有所增长，主要是煤矿技改完成，产能释放所致。2015 年公司煤炭采选收入合计 52.51 亿元，占营业收入的 49.05%。2016 年 1~6 月，公司煤炭采选收入合计 11.22 亿元，为 2015 年煤炭采选收入的 21.36%，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均低于 2015 年同期。

近几年公司煤炭销量上升快，2015 年公司实现原煤产量 1145 万吨，同比增长 0.29%，同期原煤销量 1072 万吨，同比增长 5.51%；2015 年洗精煤产量 58 万吨，同比下降 32.14%，同期洗精煤销量为 58 万吨，同比下降 29.27%。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。2016 年 1~6 月，公司生产原煤 319.36 万吨，占 2015 年全年原煤产量的 27.89%，公司 2016 年煤炭产量大幅下降主要系受国家去产能政策影响，公司主动减产所致；同期原煤销量 311.85 万吨，占 2015 年全年原煤销量的 29.09%。

表 3　2013~2016 年 6 月公司原煤销量及价格情况　（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 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	607	554.09	1016	583.35	1072	540.43	311.85	422.32
洗精煤	446	989.25	82	691.91	58	607.09	13.90	547.97

资料来源：公司提供

注：表中价格为含税价。

产品结构方面，2015 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 95.26%，洗精煤销量大幅下降。

商品煤价格方面，2015 年公司原煤销售均价分别为 540.43 元/吨，同比下降 7.36%，洗精煤销售均价为 607.09 元/吨，同比下降 12.26%，公司煤炭板块的主要业务是原煤销售，公司原煤质量好，价格保持相对稳定。

2016 年 1~6 月，受行业景气度影响，公司原煤和洗精煤销售价格均进一步下降，且价格下跌幅度较大，商品煤销售结构仍以原煤为主。

表 4　2013~2016 年 6 月生产指标情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
整体机械化程度(%)	95	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)	8.78	9.62	9.83	7.86
死亡率(人/百万吨)	0	0	0	0

资料来源：公司提供

生产指标方面，公司生产机械化程度保持行业领先地位，全员工作效率有所提升，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 2015 年整体毛利率较 2014 年有所回升；2016 年 1~6 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下跌较快，公司煤炭采选毛利率有所下降。

电力业务

公司电力业务经营主体主要为全资子公司华兴电力股份公司；截至目前，公司持股比例为 100%，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、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；此外，公司可控光伏发电装机容量合计 5.44 万千瓦。目前公司控股装机总容量为 496.44 万千瓦。在建的装机容量 532 万千瓦，规划建设的装机容量 266 万千瓦，总装机容量 1294 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；南阳发电两台 100 万千瓦燃煤机组新建项目已获得核准，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，两台 40 万千瓦燃气机组已经核准；江苏永泰发电有限公司两台 66 万千瓦燃煤机组正在等待核准。

表5　截至2016年6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	30.00	燃煤机组	2007 年 1 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	30.00		2007 年 7 月	
	100.00		2012 年 3 月	
	100.00		2012 年 7 月	
沙洲电力	63.00		2006 年 3 月	
	63.00		2006 年 8 月	

周口隆达	13.50 13.50		2003 年 8 月 2004 年 3 月	
张家港电力	39.00 39.00	燃气机组	2005 年 6 月 2006 年 1 月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
江苏新能源	2.25	光伏发电	2015 年 11 月	光伏电池板
河南新能源	3.19	光伏发电	2015 年 12 月	光伏电池板
合计：	**496.44**			

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。2013~2015 年，华兴电力电力总收入分别为 100.68 亿元、90.26 亿元和 71.86 亿元，其中火力发电收入分别为 87.25 亿元、77.95 亿元和 56.35 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。2016 年 1~6 月，华兴电力电力业务收入总计 30.93 亿元，其中火力发电收入 26.35 亿元。

近三年，华兴电力天然气发电销售价格稳步上升，从 2013 年 0.5853 元/千瓦时增长到 2015 年 0.7066 元/千瓦时。同期火力发电销售价格波动下降，2013-2015 年，火力发电销售价格分别是 0.4467 元/千瓦时、0.4407 元/千瓦时和 0.4411 元/千瓦时；受国家 2016 年下调电价的影响，2016 年 1-6 月华兴电力火力发电和天然气发电销售价格分别下降至 0.3614 元/千瓦时和 0.5750 元/千瓦时。销售价格总体保持稳定。

表6 华兴电力电力业务收入结构

（单位：亿元、%、元/千瓦时）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
天然气发电的收入	13.43	12.31	15.51	4.58
火力发电的收入	87.25	77.95	56.35	26.35
天然气发电销售价格（含税）	0.5853	0.6060	0.7066	0.5750
火力发电销售价格（含税）	0.4467	0.4407	0.4411	0.3614
天然气发电业务毛利率	18.20	14.56	11.92	17.72
火力发电业务毛利率	25.26	28.72	40.48	37.76

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，2013~2015 年华兴电力天然气发电业务毛利率不断下降，从 2013 年 18.20%大幅下降至 2015 年 11.92%。2016 年 1~6 月，天然气发电毛利率继续上升至 17.72%。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 2013 年 25.26%大幅上升至 2015 年 40.48%，2016 年 1~6 月，受动力煤价格逐步企稳和国家下调电力销售价格的影响，火力发电毛利率下降至 37.76%。总体看，火力发电业务收入对电力收入贡献突出。

随着国家宏观经济进入“新常态”，社会用电需求增速有所下降，近三年华兴电力上网电量持续下降。2013~2015 年，华兴电力发电量分别为 236.18 亿千瓦时、209.23 亿千瓦时和 191.86 亿千瓦时，售电量分别为 224.28 亿千瓦时、198.73 亿千瓦时和 182.55 亿千瓦时。同期，华兴电力发电机组运行效率也相应大幅下降，三年分别为 4810.15 小时、4261.21 小时和 3906.67 小时。2016 年 1~6 月，华兴电力实现发电量 94.95 亿千瓦时，上网电量 90.20 亿千瓦时，平均利用小时数为 1926.12 小时，占 2015 年总数的 49.30%。总体看，公司机组运转效率较高。

表7 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
发电量	236.18	209.23	191.86	94.95
上网电量	224.28	198.73	182.55	90.20
发电设备平均利用小时	4810.15	4261.21	3906.67	1926.12
综合厂用电率	5.38	5.33	5.30	5.22
供电标准煤耗	310.79	310.29	303.84	300.67
平均上网电价 -江苏（含税）	0.4579	0.4488	0.4783	0.3547

平均上网电价 -河南（含税）	0.4381	0.4343	0.4058	0.3524

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。2015 年，华兴电力综合厂用电率为 5.30%，同比下降 0.03 个百分点；供电标准煤耗为 303.84 克/千瓦时，同比下降 6.45 克/千瓦时。2016 年 1~6 月，华兴电力综合厂用电率基本保持稳定，为 5.22%，供电标准煤耗降至 300.67 克/千瓦时，供电标准煤耗进一步降低。总体看，华兴电力发电效率有所提高。

平均上网电价方面，华兴电力江苏区域的上网电价波动上升，2013~2015 年华兴电力江苏区域平均上网电价分别是 0.4579 元/千瓦时、0.4488 元/千瓦时和 0.4783 元/千瓦时；同期华兴电力河南区域的上网电价持续下降，2013~2015 年华兴电力河南区域平均上网电价分别为 0.4381 元/千瓦时、0.4343 元/千瓦时和 0.4058 元/千瓦时。2016 年 1~6 月，受国家下调上网电价影响，华兴电力江苏和河南区域的平均上网电价均大幅下降，分别下降至 0.3547 元/千瓦时和 0.3524 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。

2013~2015 年华兴电力采购煤炭总量分别为 627.46 万吨、562.55 万吨和 481.53 万吨，其中 2016 年 1~6 月共采购煤炭 255.20 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 2013 年 689.73 元/吨下降至 2015 年 442.69 元/吨，2016 年 1~6 月采购煤炭价格进一步下跌至 382.61 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 8 华兴电力主要燃煤采购指标

（单位：万吨、元/吨）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
煤炭采购总量	627.46	562.55	481.53	255.20
煤炭采购平均单价(含税)	689.73	599.58	442.69	382.61

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 2015 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、神华销售集团华东能源有限公司、内蒙古满世煤炭集团股份有限公司、伊泰能源投资（上海）有限公司和上海中煤华东有限公司。华兴电力对以上五家供应商采购金额共计 11.70 亿元，成本占比 24.66%。

表 9 2015 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（不含税）	成本占比
1	郑州煤电股份有限公司	燃煤	4.34	9.15%
2	神华销售集团华东能源有限公司	燃煤	2.22	4.68%
3	内蒙古满世煤炭集团股份有限公司	燃煤	2.10	4.43%
4	伊泰能源投资（上海）有限公司	燃煤	1.79	3.77%
5	上海中煤华东有限公司	燃煤	1.25	2.63%
合计	--	--	**11.70**	**24.66%**

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。

煤炭贸易

煤炭贸易业务目前主要是通过所属贸易公司来完成开展。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，把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，由原来的分散式经营模式向规模化经营模式转变；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。

近年来，煤炭贸易业务一直是主营业务重要的组成部分，但随着煤炭市场持续低迷，贸易板块的盈利能力逐渐下降，公司正逐渐压缩煤炭贸易规模；同期，随着电力业务被纳入合并范围，煤炭贸易业务占比正逐渐下降。

表 10　2013~2016 年 6 月煤炭贸易量和收入情况

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1~6 月
煤炭贸易量（万吨）	330	247	63.89	54.59
煤炭贸易收入（亿元）	29.90	22.45	4.51	1.45

资料来源：公司提供

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

采购方面，公司结合客户需求和市场行情，主要销售自产煤炭产品，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。

截至到 2015 年，公司主要的上游客户为徐州正邦能源发展有限公司、国电榆次热电有限公司等，上游客户结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1-6 个月，公司上游客户前五大占比为 100%。

截至到 2015 年，公司主要的下游客户为：马鞍山钢铁股份有限公司原燃料采购中心、晋中方合圆商贸有限公司等。下游客户的结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1-6 个月，下游客户前五大占比为 100%，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，减少不必要的存货风险。

在企业外部，按照市场细化的要求，采取强强联合、求同存异、优势互补等多种方式，

加快物流信息系统网络化建设，实现物流信息化。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。

2. 经营效率分析

近三年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动下降，总资产周转次数持续下降，上述指标三年平均值分别为2.14次、13.67次和0.17次。2015年上述三项指标分别为2.05次、15.01次和0.15次，相比2014年，销售债权周转次数和存货周转次数都有不同程度上升，分别增加0.35次和5.55次；同期总资产周转次数下降0.01次。

整体看，公司经营效率一般。

3. 在建工程及未来发展

截至 2016 年 6 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和燃料油调和配送中心及配套码头项目，项目总投资 221.63 亿元，截至 2016 年 6 月底已投资 63.32 亿元，2016 年 7~12 月预计投资 43.60 亿元，2017 年预计投入 44.33 亿元。整体看，公司未来资本支出压力较大，为了满足公司未来资本支出较大的需求，公司对外部融资依赖程度较高，但公司通过资本市场进行直接融资将有助于缓解公司资本支出压力。

表 11　截至 2016 年 6 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 2016 年 6 月已投入	2016 年 7-12 月投资额	2017 年
陕西榆林海则滩项目	490000	前期规划阶段	36630	500	1000
贵州页岩气项目	43700	勘探阶段	36255	2445	5000
孟子峪巷道建设项目	37650	建设	6990	0	0
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	515000	建设	111568	122510	175960
江苏沙洲电厂二期 2*1000MW 扩建工程	826700	建设	351419	183000	176000
燃料油调和配送中心及配套码头项目	303238	建设	90369	127521	85348
合计	**2216288**	--	**633231**	**435977**	**443308**

资料来源：公司提供

总体看，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，华兴电力仍存在大额投资规划，仍将保持一定的外部融资需求，债务负担或将进一步加重，通过资

本市场直接融资将成为公司优化资本结构的重要渠道。

九、募集资金使用情况

截至本报告出具日，“16 永泰能源 CP003”和“16 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

1. 财务质量及财务状况

公司提供的 2013~2015 年财务报表经山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)审计（出具标准无保留意见的审计结论）。2015 年，公司合并报表范围新增子公司 4 家，分别是山东泰达能源有限公司、华兴电力股份公司、华瀛石油化工有限公司和贵州新晋泰能源有限公司，另外公司新设立华昇资产管理有限公司等 7 家子（孙）公司；同期永泰能源运销集团有限公司被转让，不再纳入公司财务报表合并范围，榆林永泰煤电有限公司和郑州润泽能源有限责任公司予以注销，不再纳入合并范围。由于公司将华兴电力纳入合并范围，合并范围变化对公司财务报表影响大，财务报表数据不具有可比性，以下数据分析以 2015 年数据为主。公司提供的 2016 年上半年财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 875.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益 55.22 亿元）259.82 亿元；2015 年公司合并口径实现营业收入 107.84 亿元，利润总额 12.94 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总额 944.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益 50.21 亿元）289.35 亿元；2016 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 43.06 亿元，利润总额 4.76 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，受益于经营规模的不断扩大以及公司合并范围的变化，公司资产总额快速增长。截至 2015 年底，公司资产总额为 875.56 亿元，其中流动资产占 17.29%，非流动资产占 82.71%，公司资产以非流动资产为主，资产构成符合行业特点。

流动资产

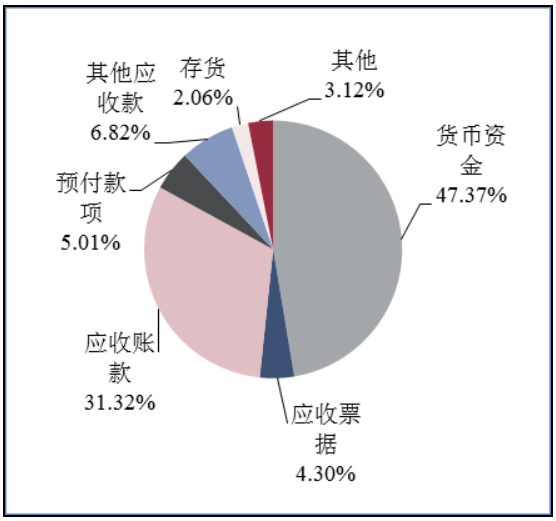
截至 2015 年底，公司流动资产总额为 151.40 亿元，主要由货币资金（占 47.37%）、应收票据(占 4.30%)、应收账款（占 31.32%）、预付款项（占 5.01%）、其它应收款（占 6.82%）和存货（占 2.06%）构成。

截至 2015 年底，受益于公司 2015 年初非公开发行的募集资金到位和华兴电力被纳入公司合并范围，公司货币资金规模大幅增长至 71.72 亿元，主要由银行存款（占比 35.21%）和其他货币资金（占比 64.78%）构成，其他货币资金中有 26.53 亿元为受限资金。

截至 2015 年底，公司应收票据规模下降至 6.50 亿元。公司应收票据主要由银行承兑票据（占比 46.15%）和商业承兑票据（占比 53.85）构成。

受货币资金大幅度上升影响，现金类资产占流动资产比例上升至 51.66%，公司受限货币资金为 26.53 亿元，资产流动性有所强化，受限资金占流动资产比例 17.52%。

图 6　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，由于华兴电力被纳入合并

范围，公司应收账款净额快速增长至47.42亿元，按账龄分析法计提坏账准备，公司共计提0.53亿元坏账准备，其中，1年以内款项占比71.70%，5年以上款项占比16.98%，5年的款项占比5.45%，计提比例1.38%，计提比例偏低。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额45.63亿元，占应收账款期末余额合计数的比例95.16%，相应计提的坏账准备期末余额汇总金额0.39亿元。

截至 2015 年底，公司预付账款快速下降至 7.58 亿元。公司预付账款快速下降主要系预付股权收购款已完成收购所致。按预付对象归集的期末余额前五名预付账款汇总金额 6.83 元，占预付账款期末余额合计数的比例 90.12 %。

截至 2015 年底，公司其他应收款波动增长至 10.33 亿元，增长原因主要系华兴电力被公司纳入合并范围所致。公司其他应收款主要为往来款、信托租赁保证金和质押股权分红款。

截至 2015 年底，公司存货账面价值合计 3.12 亿元，公司继续保持低库存战略。存货中原材料占 86.22%，库存商品占 10.26%，公司未对存货计提跌价准备，考虑到 2016 年煤炭价格持续低迷，公司存货未来存在一定跌价风险。

截至 2016 年 6 月底，公司流动资产总额 211.91 亿元，相比 2015 年底增长了 39.97%，主要系货币资金、应收票据和其他应收款的增长所致。

截至 2016 年 6 月底，公司货币资金 122.87 亿元，相比 2015 年底增长 71.31%，受限资金为 34.77 亿元，受限资金比例较高；同期应收账款为 46.60 亿元，相比 2015 年底下降 1.73%。

截至 2016 年 6 月底，公司其他应收款为 14.41 亿元，相比 2015 年底增长 39.53%。公司其他应收款主要为业务往来款、煤矿整合保证金、安全抵押金及融资业务保证金。

非流动资产

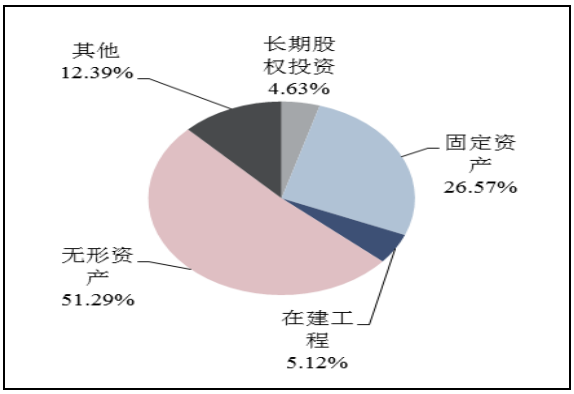
公司非流动资产受益于合并范围的变化快速增长。截至 2015 年底，公司非流动资产总额 724.16 亿元，主要由固定资产（占 26.57%）、在建工程（占 5.12%）、长期股权投资（占 4.63%）和无形资产（占 51.29%）构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资大幅增长至 33.51 亿元，增长主要系本期公司增加对外投资和合并范围变化所致，其中主要的对外投资是公司物联网项目。

截至 2015 年底，公司固定资产原值为 274.16 亿元，累计折旧 77.18 亿元，计提减值准备 4.55 亿元，固定资产净值为 192.43 亿元。从构成来看，固定资产主要以机器设备（占比 57.89%）、房屋及建筑物（占比 23.49%）和井巷工程（占比 17.87%）为主。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 371.43 亿元，无形资产快速增长主要系合并范围变动所致，公司的无形资产主要是探矿权。同期公司商誉账面价值合计为 45.80 亿元，商誉大幅增长主要系华瀛石化和华兴电力被纳入公司合并范围导致合并商誉大幅增加所致。

图 7　2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 6 月底，公司资产合计 944.25 亿元。其中非流动资产合计 732.34 亿元，较 2015 年底增长 1.13%。

总体看，跟踪期内，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 年由于公司分别完成非公开定向增发和华兴电力收购，整体资产规模有一定程度提升。

3. 负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 259.82 亿元，相比 2014 年底上升 90.30%，其中，归属于母公司所有者权益合计 204.60 亿元，同比增长 105.24%，大幅增长主要来自实收资本和资本公积。截至 2015 年底，公司实收资本合计 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 68.94 亿元，相比 2014 年底增长了 46.32%。其变动原因是 2015 年非公开发行股票资本溢价增长和实施利润分配方案所致。截至 2015 年底，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 43.09%、26.53%和 7.01%。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益合计 289.35 亿元，较 2015 年底增长 11.36%，主要来自股本的增加，构成较 2015 年底变化不大。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性良好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 615.73 亿元，其中流动负债占 44.21%，非流动负债占 55.79%，流动负债占比有所下降。公司目前以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债规模快速增长至 272.21 亿元，主要是由于合并范围发生变化从而导致各负债科目大幅增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 45.17%）、应付账款（占比 6.77%）、一年内到期的非流动负债占（比 37.50 %）和其他应付款（占比 5.18%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 122.96 亿元，较 2014 年底上升 35.50%，主要系合并范围变化所致，其中质押借款 20.93 亿元；保证借款 33.36 亿元；质押加保证借款 34.91 亿元；抵押质押保证借款 32.06 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 18.44 亿元，主要为未结算的工程款和保证金。

截至 2015 年底，公司的其他应付款合计 14.10 亿元，较 2014 年底下降 23.01%。下降主要系公司偿还信用证所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 102.07 亿元，较 2014 年底增长 38.52%，大幅增长的主要原因系公司将于一年内到期的债券增加所致

截至 2015 年底，公司非流动负债大幅增长至 343.53 亿元，增长主要源自长期借款、应付债券和长期应付款大幅增加，上述科目大幅增长主要系公司合并范围发生变化所致。公司非流动负债中，长期借款占比 40.94%、应付债券占比 41.25%、长期应付款 16.87%。

截至 2015 年底，公司长期借款合计 140.63 亿元，其中质押借款 88.31 亿元、保证质押抵押借款 23.82 亿元、保证加质押借款 11.86 亿元、抵押加质押借款 10.64 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券合计 141.69 亿元，其中公司债 53.47 亿元、非公开定向债务融资工具 60.36 亿元和永泰能源中期票据 27.85 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应付款合计 57.96 亿元，其中 45.88 亿元为金融租赁融资款，剩余为应付资源价款。

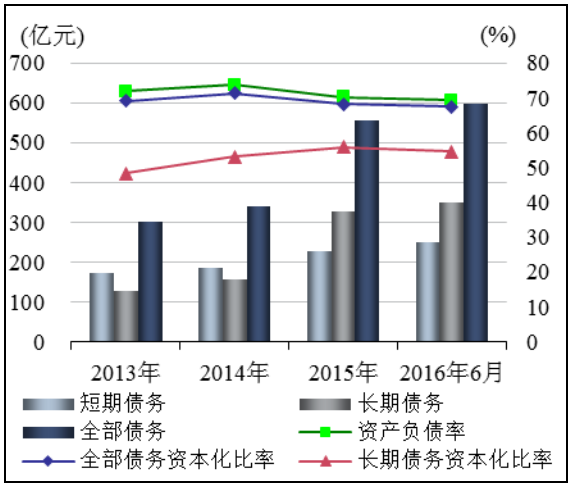
截至 2016 年 6 月底，公司负债合计 654.90 亿元，较 2015 年底增长 6.36%。公司负债总额变化不大。从构成来看，流动负债占比 44.60%，非流动负债占比 55.40%，流动负债占比有所上升。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务合计 556.94 亿元。其中，公司短期债务为 228.74 亿元，占全部债务的 41.07%；长期债务为 328.20 亿元，占全部债务的 58.93%。

债务指标方面，受益于公司 2015 年初完成 100 亿元的非定向增发导致权益规模大幅上升，2015 年公司上述两个债务指标都有所下降，全部债务资本化比率和资产负债率分别下降至 68.19%和 70.32%，但由于公司合并范围变化导致长期债务大幅增加，公司长期债务资本化比例上升至 55.81%。公司整体负债水平较高，债

务负担较重。

图8　近年公司债务指标情况



资料来源：公司提供

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务合计 599.04 亿元，其中短期债务合计 250.08 亿元，长期债务合计 348.96 亿元，短期债务占全部债务比例为 41.75%，长期债务占比为 58.25%；截至 2016 年 6 月底，公司全部债务资本化比率、资产负债率和长期债务资本化比率分别下降至 67.43%、69.36%和 54.67%，相比 2015 年底债务负担有所减轻。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长。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，债务负担有所减轻，但公司整体债务水平偏高，债务负担较重。

4. 盈利能力

虽然由于煤炭市场低迷，公司煤炭板块收入有所下滑，但受益于电力业务板块被纳入公司合并范围，2015 年公司经营规模有所扩大，公司共实现营业收入 107.84 亿元，同比增长 36.30%。同期，营业成本合计 59.99 亿元，同比增长 27.79%，成本增速低于收入增速。受益于产品结构调整、减员增效和盈利能力强的电力板块被纳入合并报表，公司盈利能力有所增强，2015 年公司营业利润率为 40.90%，较 2014 年有一定程度提高。

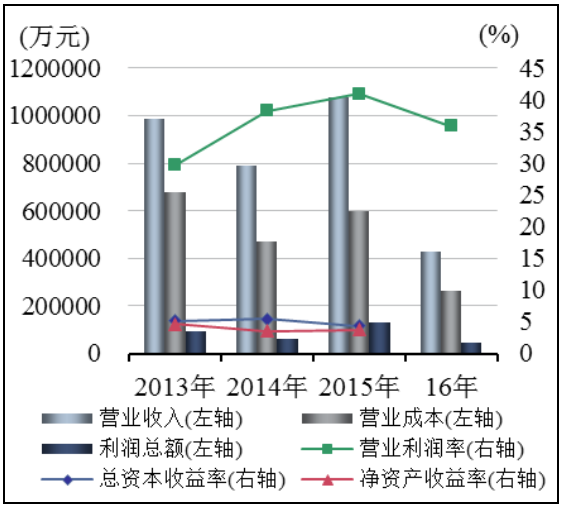
期间费用方面，随着公司合并范围的变化、业务规模的扩大以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长。2015 年公司期间费用大幅上升至 35.56 亿元，同比增长 31.41%。其中公司财务费用增长较快，主要是因为本期融资规模增大导致借款利息支出增加所致。从期间费用率来看，受益于公司 2015 全年营业收入大幅上升，公司 2015 年期间费用率较 2014 年有所下滑至 32.97%。总体来看，公司期间费用率较高。

非经常性损益方面，2015 年公司投资收益 1.24 亿元，主要为公司 2015 年处置金融资产取得的收益。从构成来看，主要由可供出售金融资产在持有期间的投资收益（占比 47.58%）、处置可供出售金融资产取得的投资收益（占比 26.61%）和处置长期股权投资产生的投资收益（占比 21.77%）。营业外收入方面，2015 年营业外净收入合计 3.05 亿元，主要系本期公司收到康伟集团业绩补偿款所致。营业外收入对公司利润总额影响较大。

受上述因素影响，公司 2015 年利润总额大幅上升，共实现利润总额 12.94 亿元，较 2014 年增长 102.48%。同期公司共实现净利润 9.84 亿元，同比增长 103.24%。

盈利指标方面，受合并范围变化，公司资产大幅增加影响，公司 2015 年总资本收益率为 4.30%，较 2014 年下降 1.17%；同期，净资产收益率上升至 3.79%。

图9　近年公司盈利指标情况



资料来源：公司提供

2016 年 1~6 月，公司营业收入为 43.06 亿元，公司营业收入同比有所下降，主要系煤炭去产能政策影响，煤炭业务收入有所下降所致，占 2015 全年营业收入的 39.93%。受煤炭价格和电力价格下跌影响，公司盈利能力有所下降，营业利润率下降至 35.90%。2016 年 1~6 月公司期间费用为 17.25 亿元，占比较 2015 年有所上涨，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。2016 年 1~6 月，公司实现营业利润 3.63 亿元，营业外收入为 1.14 亿元，营业外收入主要系非流动资产及无形资产处置利得，当期公司共实现利润总额 4.76 亿元。

总体看，跟踪期内，2015 年公司收入规模大幅上升，受益于产品结构调整、减员增效和盈利能力强的电力板块被纳入合并报表，公司盈利能力有所增强；同期，随着公司合并范围的变化、业务规模的扩大以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长；另外营业外收入对公司利润总额影响较大。2016 年上半年，受煤炭产销量下降、煤炭价格持续下降和电价下跌影响，公司盈利状况有所下滑。

5. 现金流分析

经营活动方面，随着电力业务被纳入合并范围，公司经营规模有所扩大，2015 年公司当期经营活动现金流入同比增长 52.47%，为 120.99 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 111.51 亿元；同期，经营活动现金流出量也有所增长，公司经营活动流出现金共计 92.41 亿元，增幅略低于现金流入增幅，导致公司 2015 年经营活动现金流量净额增长至 28.58 亿元，同比增长幅度为 44.34%。从收入质量看，2015 年公司现金收入比为 103.40%，同比增加 9.07%，收入实现质量有所提高。考虑到公司未来新项目的建成投产，公司经营现金流有望持续稳定增长。

从投资活动来看，由于合并范围发生变化，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加；同期，由于 2015 年公司调整经营战略，增加股权收购，公司投资支付现金大幅增加；上述因素造成公司 2015 年投资活动现金流出量达到 131.23 亿元，同比增长 123.35%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-109.59 亿元。近年来，由于公司在能源及其它领域的快速扩张，投资活动逐年增加，上述投资活动产生的现金流量状况与公司处于扩张阶段相符。

从筹资活动来看，随着公司在能源领域的扩张，公司经营活动产生的现金流不能满足对外投资发展需要，有较大的外部融资需求。近两年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、债券融资和吸收权益性投资收到的现金，2015 年筹资活动现金流入量合计 477.14 亿元，同期公司筹资活动现金流量净额合计 104.41 亿元。

2016 年 1~6 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 45.82 亿元，现金收入比为 106.42%，较 2015 年收现能力有所上升；公司经营活动现金流量净额为 21.77 亿元；同期投资活动现金流出合计 45.98 亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资活动支付的现金。投资活动现金流量净额合计-29.48 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 50.61 亿元，筹资活动现金流出合计 186.35 亿元，主要为偿还债务支付的现金。

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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司 2015 年合并范围的变化，导致公司非流动资产和负债均有大幅度增长，同期，公司流动比率、速

动比率分别下降至55.62%和54.47%；2016年受益于流动资产的上升，截至2016年6月底，公司上述财务指标分别上升至72.56%和71.40%。此外，2015年受公司合并范围变化，公司流动负债大幅上升，公司经营现金流动负债比上升至10.50%。此外，截至2015年底，公司现金类资产合计78.23亿元，剔除受限货币资金26.53亿元，为同期短期债务的0.23倍。截至2016年6月底，公司现金类资产合计134.84亿元，其中受限货币资金34.77亿元，占货币资金总额的28.30%，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0.40倍。公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，受益于盈利能力的提升，公司EBITDA规模快速扩大，2015年为52.58亿元；同期，EBITDA利息倍数有所回升，增长至2.08倍；2015年公司受债务规模大幅增加影响，全部债务/EBITDA增长至10.59倍。公司长期偿债能力一般。

截至2016年6月底，公司对外担保16.28亿元，担保比率为5.63%。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，为此公司将对永泰运销集团担保从“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权的收购，公司将华兴电力对原股东及参股企业的担保转为“公司对外担保”。

截至2016年6月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行授信总额596.62亿元，未使用额度223.64亿元。公司间接融资渠道畅通。

公司为沪市上市公司（SH.600157），具备资本市场直接融资渠道。

7. 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2016年7月12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。

8. 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。

9. 存续债券偿还能力

跟踪期内，公司共有“15永泰能源CP003”、“15永泰能源CP004”、“16永泰能源CP001”、“16永泰能源CP002”、“16永泰能源CP003”和“16永泰能源CP004”发行额度合计70亿元。但由于上述债券兑付时间不同，16年还款额度为27亿元，17年还款额度为43亿元，故对存续短期短期融资券保障指标测算以最高单年偿还金额43亿元为测算依据（以下简称“测算额度”）。截至2016年6月底，公司现金类资产为134.84亿元，考虑到公司现金类资产中受限规模较大，剔除受限资金后，是测算额度的2.33倍，现金类资产对存续期债券的保护能力一般。2015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120.99亿元和28.58亿元，对测算额度的保护倍数分别为2.81倍和0.66倍。

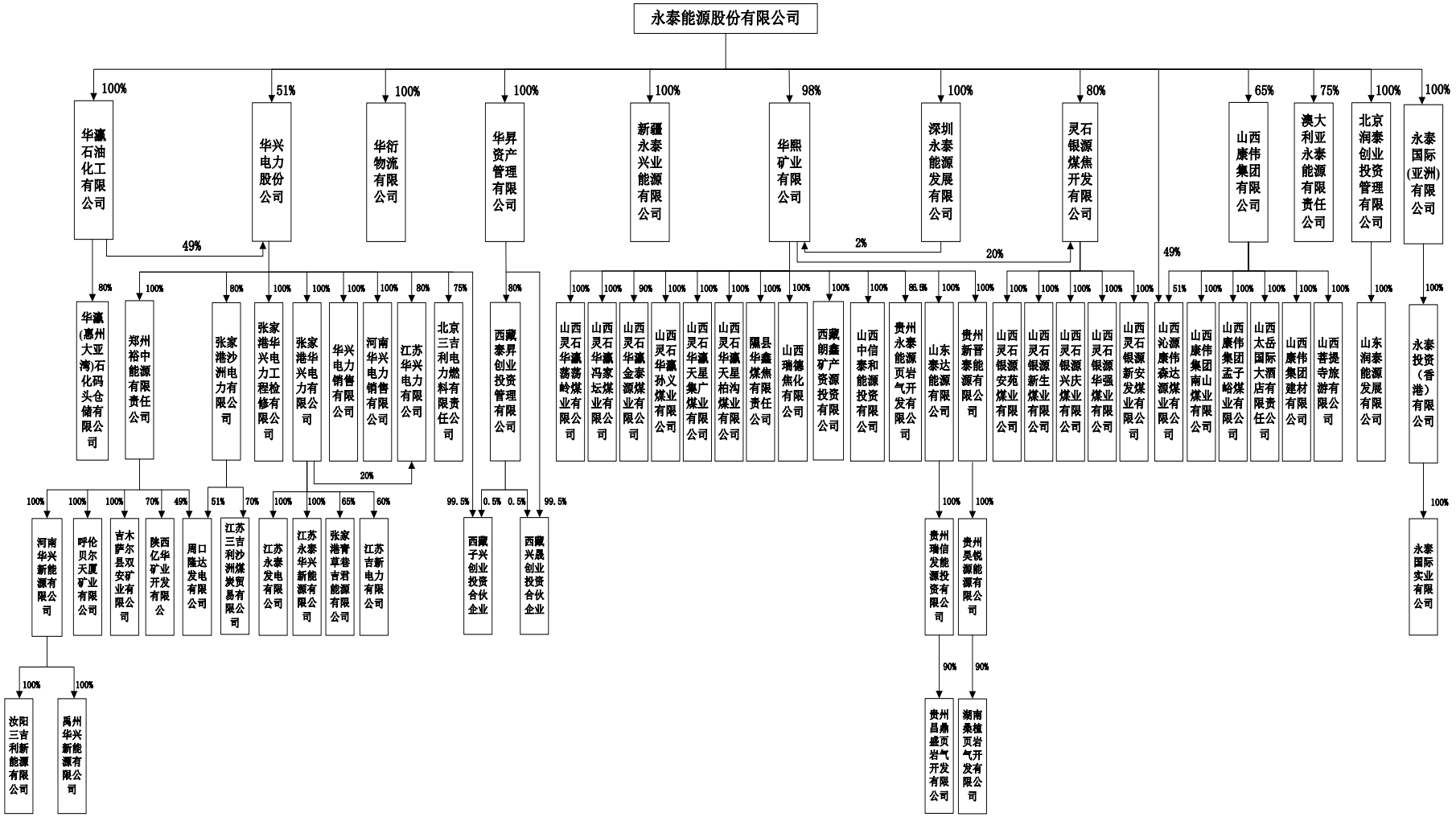
整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券保护能力较好，现金类资产对存续期债券的保护能力一般，但随着公司业务规模和盈利能力的增强，公司经营活动现金流入量有望不断增长，将有效增强对存续期债券保障能力。

十一、结论

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级AA^+，评级展望为稳定；并维持“16永泰能源CP003”和“16永泰能源CP004”A-1的信用等级。

附件 1　公司组织结构图

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.16	38.18	51.70	100.06
资产总额(亿元)	476.15	521.09	875.56	944.25
所有者权益(亿元)	134.20	136.53	259.82	289.35
短期债务(亿元)	173.77	186.54	228.74	250.08
长期债务(亿元)	125.97	154.89	328.20	348.96
全部债务(亿元)	299.74	341.43	556.94	599.04
营业收入(亿元)	98.43	79.12	107.84	43.06
利润总额(亿元)	9.07	6.39	12.94	4.76
EBITDA(亿元)	30.81	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	20.39	19.80	28.58	21.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.58	1.70	2.05	--
存货周转次数(次)	16.61	9.46	15.01	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.16	0.15	--
现金收入比(%)	98.05	94.33	103.40	106.42
营业利润率(%)	29.72	38.31	40.90	35.90
总资本收益率(%)	5.48	5.47	4.30	--
净资产收益率(%)	4.68	3.55	3.79	--
长期债务资本化比率(%)	48.42	53.15	55.81	54.67
全部债务资本化比率(%)	69.07	71.43	68.19	67.43
资产负债率(%)	71.81	73.80	70.32	69.36
流动比率(%)	69.84	65.97	55.62	72.56
速动比率(%)	67.31	63.70	54.47	71.40
经营现金流动负债比(%)	10.17	9.23	10.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.61	1.60	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.73	9.57	10.59	--

注：现金类资产项目已扣除受限的货币资金；公司长期债务中包含长期应付款中的有息债务；2016 年半年报未经审计。

。

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

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