

跟踪评级公告

联合[2018] 287 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“17永泰能源CP001”、“17永泰能源CP002”、“17永泰能源CP003”、“17永泰能源CP004”、“17永泰能源CP005”、“17永泰能源CP006”和“17永泰能源CP007”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年二月九日



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

上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 永泰能源 CP001	10 亿元	2017/02/22-2018/02/22	A-1	A-1
17 永泰能源 CP002	10 亿元	2017/03/21-2018/03/21	A-1	A-1
17 永泰能源 CP003	10 亿元	2017/05/03-2018/05/03	A-1	A-1
17 永泰能源 CP004	15 亿元	2017/07/05-2018/07/05	A-1	A-1
17 永泰能源 CP005	10 亿元	2017/08/25-2018/08/25	A-1	A-1
17 永泰能源 CP006	8 亿元	2017/10/23-2018/10/23	A-1	A-1
17 永泰能源 CP007	10 亿元	2017/12/15-2018/12/15	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2018 年 2 月 9 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	64.12	78.23	87.53	107.86
资产总额(亿元)	521.09	875.56	981.13	1065.43
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	291.31	297.42
短期债务(亿元)	172.04	228.74	295.98	348.01
长期债务(亿元)	154.89	327.75	338.51	358.64
全部债务(亿元)	326.93	556.49	634.49	706.65
营业收入(亿元)	79.12	107.84	136.99	171.55
利润总额(亿元)	6.39	12.94	11.46	8.07
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	56.51	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	40.65	33.68
营业利润率(%)	38.31	40.90	29.88	23.17
净资产收益率(%)	3.55	3.79	2.63	--
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.31	72.08
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.17	68.53	70.38
流动比率(%)	65.97	55.62	44.29	44.74
经营现金流流动负债比(%)	9.23	10.50	11.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	10.58	11.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	1.86	--

注: 公司所提供的 2017 年前三季度财务数据未经审计; 长期应付款中有息部分已调整入长期债务。

评级观点

永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”)是一家以电力生产及煤炭采掘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资源禀赋、生产规模、管理水平、多元化产业链等方面具备综合优势。同时, 联合资信关注到公司大规模投资建设导致的资金压力加大、近年来煤炭行业景气度的有所波动、债务规模的快速增长、公司存在的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; 同时随着华瀛石油化工有限公司(原“惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司”, 以下简称“华瀛石化”)和华晨电力股份公司(原“华兴电力股份公司”, 以下简称“华晨电力”)被公司全资收购, 公司业务范围扩展至燃料油配送及电力生产领域, 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, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定; 并维持并维持“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”、“17 永泰能源 CP004”、“17 永泰能源 CP005”、“17 永泰能源 CP006”和“17 永泰能源 CP007”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司煤炭储量丰富, 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

分析师

孙鑫 卢谋华

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

结构有所改善。

3. 公司完成重大资产重组, 收购华晨电力100%的股权, 业务范围扩展至电力生产领域, 逐步形成多元化产业布局。
4. 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。

关注

1. 受煤炭价格大幅上涨及上网电价下调的影响, 公司电力板块盈利能力有所下降。
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; 2016年以来, 公司短期债务规模增长速度较快且规模较大, 存在短期支付压力。
3. 公司资产受限规模较大, 资产流动性较弱。
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。

声 明

一、本报告引用的资料主要由永泰能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

永泰能源股份有限公司跟踪评级报告

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“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”、“17 永泰能源 CP004”、“17 永泰能源 CP005”、“17 永泰能源 CP006”和“17 永泰能源 CP007”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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.SH），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”，股票简称变更为“永泰能源”；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。

2010 年~2014 年，公司经过多次股本变更。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 507614.2131 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，实际募集资金净额约为 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，实际募集资金净额约为 48.40 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司总股本 124.26 亿股，永泰控股集团有限公司（以下简称“永泰控股”）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先生。

截至 2017 年 9 月底，公司的控股股东永泰控股共将 401665 万股的股票质押给金融机构进行融资，占到永泰控股持有发行人全部股份的 99.74%，质押规模较大，如未来公司股权质押借款发生债务偿还问题，或将对公司控股权等方面造成一定影响。

截至 2017 年 9 月底，公司下设行政人事部、财务管理部、经营管理部、内控管理部、投融资管理部、证券事务部、监察审计部、生产建设部共 8 个部门。公司有华熙矿业有限公司（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 9 个控股子公司。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 981.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益 54.70 亿元）291.31 亿元；2016 年公司合并口径实现营业收入 136.99 亿元，利润总额 11.46 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1065.43 亿元，所有者权益（含少数股东权

益 56.27 亿元) 297.42 亿元; 2017 年 1~9 月, 公司合并口径实现营业收入 171.55 亿元, 利润总额 8.07 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日, 公司存续期短期融资券合计 73.00 亿元 (详见表 1)。跟踪期内, 公司存续短期融资券募集资金均已按规定用途使用完毕。

表 1 公司存续期内债券情况 (单位: 亿元、年)

名称	发行额度	到期日	募集资金用途	还本付息方式
17 永泰能源 CP001	10.00	2018/02/22	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP002	10.00	2018/03/21	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP003	10.00	2018/05/03	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP004	15.00	2018/07/05	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP005	10.00	2018/08/25	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP006	8.00	2018/10/23	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款
17 永泰能源 CP007	10.00	2018/12/15	偿还到期债务和补充流动资金	到期一次性还本付息, 附交叉违约条款

资料来源: Wind, 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年, 全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下, 我国实施积极的财政政策, 实际财政赤字率 3.8%, 为 2003 年以来的最高值; 稳健的货币政策更趋灵活适度, 央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 并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, 市场资金面保持适度宽松, 人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年, 我国 GDP 实际增速为 6.7%, 经济增速稳中趋缓。具体来看, 农业生产形势基本稳定, 工业生产企稳向好, 服务业保持快速增长, 支柱地位进一步巩固, 三大产业结构继续改善; 固定资产投资增速略有放缓, 消费平稳较快增长, 外贸状况有所改善; 全国居民消费价格指数 (CPI) 实现 2.0% 的温和上涨, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 和工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 持续回升, 均实现转负为正; 制造业采购经理指数 (PMI) 四季度稳步回升至 51% 以上, 显示制造业持续回暖; 非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上, 非制造业保持较快扩张态势; 就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月, 我国继续实施积极的财政

政策, 加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度, 持续通过减税降费减轻企业负担, 规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡, 促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下, 2017 年前三季度, 我国国内生产总值 (GDP) 增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%, 经济保持中高速增长; 贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长, 山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转; CPI 稳中有升, PPI 和 PPIRM 保持平稳增长; 就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月, 我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好; 工业生产有所加快, 工业结构进一步优化, 工业企业利润保持快速增长; 服务业持续快速增长, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (58.8%) 继续提升, 产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓, 高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月, 我国固定资产投资 (不含农户) 45.8 万亿元, 同比增长 7.5% (实际增速 2.2%), 增速较 1-6 月 (8.6%) 和上年同期 (8.2%) 均有所放缓。具体来看, 房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速 (8.1%) 继续放缓, 但较上年同期仍

有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩

表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业经济环境

（一）煤炭行业

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 62%，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。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计5亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能

总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿-13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3-4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然存在的可能。

煤炭价格

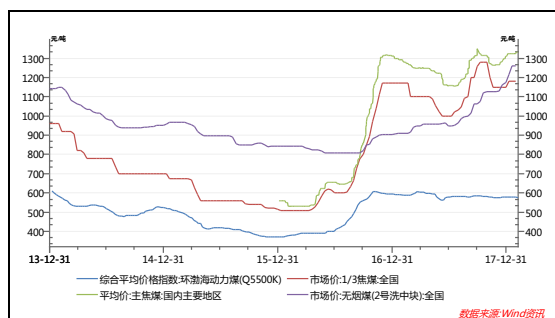
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31

日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind

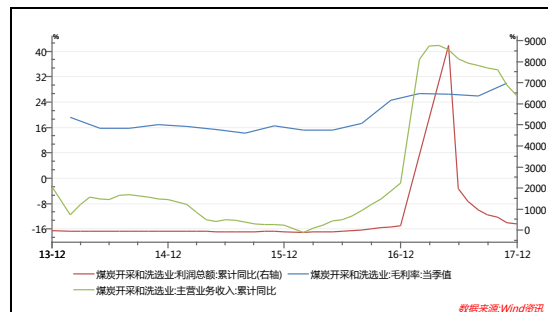
进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

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

2. 行业关注

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。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

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。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能

源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 11 月 17 日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

2017 年 3 月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017 年 5 月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需

匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”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，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，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；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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，有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提

升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，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。

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，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

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。

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。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）电力行业

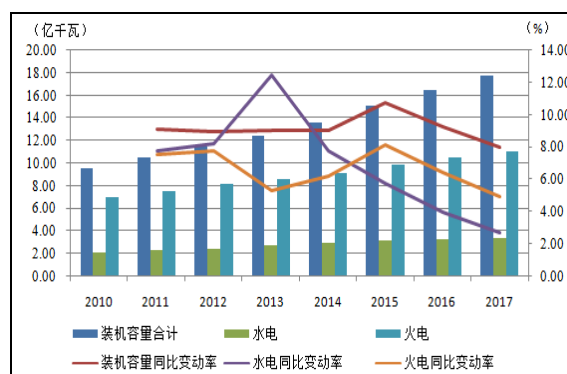
1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发

电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

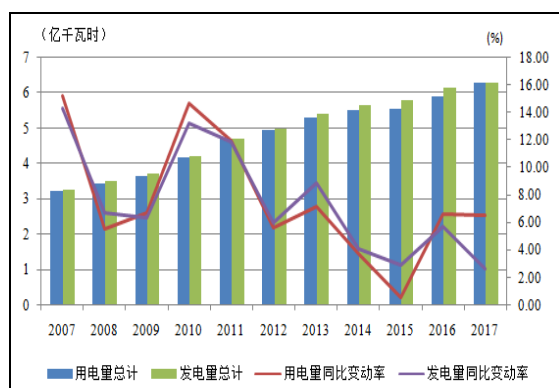


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093万千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦

时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。

2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，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、将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。随后各省纷纷出台新

的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，提出2018年1月1日之后投运于三类资源区的光伏电站，标杆电价分别降低至每千瓦时0.55元、0.65元和0.75元；2018年1月1日之后投运的分布式光伏发电，对“自发自用、余电上网”模式，全电量补贴标准降低为每千瓦时0.37元；同时政策中明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度将于2018年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全

国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组

的指导意见》（以下简称《意见》），规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。

2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。截至目前，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司已完成合并重组，成立国家能源投资集团有限责任公司，其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

六、基础素质分析

公司目前形成了以电力生产及煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。截至2017年9月底，公司共有煤炭资源保有储量32.46亿吨。其中，在山西省境内，合计焦煤保有储量9.54亿吨；亿华矿业拥有优质动力煤保有储量11.45亿吨；新疆双安煤矿拥有焦煤保有储量4456万吨；内蒙古天厦矿业拥有优质动力煤保有储量3.21亿吨；澳大利亚昆士兰州拥有优质动力煤保有储量7.81亿吨。公司有19座矿井，其中生产矿井15座、在办手续4座；已投入煤炭生产的矿井生产规模为1095万吨/年。资源储量及产能规模已跨入国内煤炭骨干企业行列。

公司全资子公司华熙矿业和灵石银源煤焦开发有限公司（以下简称“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，公司已经收购了华晨电力100%股权。华晨电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务，目前控

股装机容量 680 万千瓦，在建的装机容量 412 万千瓦，规划建设的装机容量 132 万千瓦，总装机容量 1224 万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省，公司所属发电企业规模已达到中等电力企业规模。其中裕中能源运营两台 103 万千瓦、两台 32 万千瓦燃煤机组；周口隆达两台 66 万千瓦燃煤机组扩建项目已获得核准，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，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 万千瓦燃煤机组已于 2017 年 7 月及 9 月投产；张家港华兴电力运营两台 39 万千瓦燃气机组，另有两台 40 万千瓦燃气机组已获得核准，正在建设中；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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制及高管人员等方面均无重大变化。

八、重大事项

1. 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，公司全资子公司华晨电力与中誉国信签署了《股权转让协议》，由华晨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。该事项已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。2017 年 8 月 25 日，上述股权已办理完成工

商变更登记手续。

2. 拟进行重大资产重组的事项

公司于 2017 年 11 月 21 日发布《永泰能源股份有限公司重大资产重组停牌公告》，公告称：为提高盈利能力和持续经营能力，公司正在筹划通过重大资产重组向非关联方收购能源类等资产，为避免公司股价异常波动，公司股票自 2017 年 11 月 21 日起开始停牌。停牌期间公司将根据重大资产重组的进展情况，每五个交易日发布一次有关事项的进展情况。待相关工作完成后召开董事会审议重大资产重组预案，及时公告并复牌。

本次资产重组事项目前不会对永泰能源及其子公司的正生产经营活动构成重大影响。联合资信将继续关注永泰能源的重大资产重组事项，动态分析并及时揭示此次事件对其信用水平可能带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2014 年~2016 年，随着电力业务被公司纳入合并范围、煤炭贸易业务规模的扩大及公司新拓展石化贸易业务，公司经营规模呈上涨的趋势，近三年公司主营业务收入分别为 78.80 亿元、107.27 亿元和 136.31 亿元。2016 年，公司煤炭贸易板块实现收入 17.98 亿元，较 2015 年大幅上升，占主营业务收入 13.19%，占比较 2015 年上涨；2016 年公司煤炭采选业务规模有所下降，为 41.08 亿元，主要系公司为响应国家去产能政策，主动减少原煤产销量所致；电力业务板块实现收入 66.88 亿元，占主营业务收入比为 49.06%；2016 年，公司新增石化贸易业务，石化贸易业务实现收入 9.99 亿元，占主营业务收入 7.33%。从收入构成来看，煤炭板块业务（包括煤炭贸易和煤炭采选业务）和电力板块业务为公司主营业务收入的主要来源。

从盈利情况看，2014 年~2016 年公司主营

业务毛利率波动下降。2016 年，受煤炭价格上涨的影响，公司煤炭采选业务毛利率有所提升，为 61.84%；电力板块受煤炭价格上涨及上网电价下调的影响，毛利率有所下降，为 27.65%。公司整体毛利率受毛利率较低的煤炭贸易收入占比大幅提升及电力板块毛利率下降的影响，较 2015 年降低 11.88 个百分点，为 32.54%。公司整体业务的盈利能力相比 2015 年有所下降。

2017 年 1~9 月，公司经营情况保持基本稳定，主营业务收入 170.88 亿元，其中，煤炭贸易业务实现收入 18.67 亿元；煤炭采选业务实现收入 45.01 亿元，受煤炭价格上涨的影响，煤炭采选业务毛利率较 2016 年进一步上升，为 69.58%；同期，电力板块实现收入 57.86 亿元，

受煤炭价格处于高位的影响，毛利率下降至 16.57%；石化贸易板块收入大幅提升，实现收入 47.18 亿元。由于在 2017 年前三季度，电力收入和石化贸易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 2016 年有所下降。2017 年 1~9 月公司主营业务毛利率为 24.97%。

总体看，跟踪期内，公司煤炭和电力主业突出，同时受煤炭价格上涨的影响，煤炭业务具有较好的竞争优势；但同时电力板块受煤炭价格上涨及上网电价下调的影响，毛利率有所下降，同时公司扩大了毛利率较低的贸易板块的规模，公司整体盈利水平有所下降。

表 2 2014~2017 年 9 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	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	--	--	500382.22	37.03	668793.99	27.65	578649.08	16.57
煤炭采选	555159.29	54.97	525149.86	55.84	410801.58	61.84	450097.74	69.58
煤炭贸易	224519.29	6.87	45132.19	2.85	179781.22	1.84	186728.35	0.53
石化贸易	--	--	--	--	99863.79	0.16	471835.22	0.18
其他	8348.22	3.93	2005.21	-166.84	3839.73	29.86	21495.70	73.37
合计	788026.80	40.72	1072670.48	44.42	1363080.31	32.54	1708806.10	24.97

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。

煤炭采选业务

近三年，公司煤炭产量波动下降，2016 年主要系受国家去产能政策影响，公司煤炭减产所致。2016 年公司煤炭采选收入合计 41.08 亿元，占主营业务收入的 30.14%，占比较 2015 年有所下降。受煤炭价格持续处于高位的影响，2017 年 1~9 月，公司煤炭采选收入合计 45.01 亿元，超过 2016 年全年煤炭采选的收入。

受国家去产能政策的影响，2016 年公司实

现原煤产量 881 万吨，同比减少 23.06%，同期原煤销量 885 万吨，同比减少 17.45%，其中对外销售 805 万吨，内部销售 80 万吨。为强化公司煤炭开采主业，公司近年来逐渐剥离洗精煤业务，2016 年洗精煤产量 50 万吨，同比下降 9.26%，同期洗精煤销量为 52 万吨，同比下降 10.34%。2017 年 1~9 月，公司生产原煤 672 万吨，较 2016 年同期增长 14.61%；同期原煤销量 674 万吨，占 2016 年全年原煤销量的 76.16%，其中对外销售 534 万吨，对内销售 140 万吨。

表 3 2014~2017 年 9 月公司原煤销量价格情况 (单位: 万吨、元/吨)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	1016	583.35	1072	540.43	805	545.30	534	791.90
洗精煤	82	691.91	58	607.09	52	798.05	97	1067.74

资料来源：公司提供

商品煤价格方面，2016 年公司原煤销售均价为 545.30 元/吨，同比增长 0.90%，洗精煤销售均价为 798.05 元/吨，同比增长 31.46%，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。

2017 年 1~9 月，受煤炭价格上涨的影响，公司原煤和洗精煤销售价格进一步提升，且价格上升幅度较大，商品煤销售结构仍以原煤为主。

表 4 2016 年公司煤炭采选前五名客户明细（单位：万元、%）

客户名称	金额	占煤炭采选业务收入比重
晋中晋煤煤炭销售有限公司	159437.76	38.81
山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	11260.38	2.74
山西昌茂源煤炭经销有限公司	10734.92	2.61
山西德广宇能源有限公司	7309.69	1.78
襄汾县星原钢铁集团有限公司	10651.68	2.59
合计	199394.43	48.54

资料来源：公司提供

下游客户方面，公司主要与通过煤炭贸易商签订长期合作协议，保证了商品煤的稳定的下游需求，从客户集中度看，2016 年公司前五大客户合计销售占比达 48.54%，公司产品销售存在一定的客户集中风险。

表 5 2014 年~2016 年生产指标情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
整体机械化程度(%)	95	95	95
采煤机械化程度(%)	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100
全员效率(吨/工)	9.62	9.83	9.90
死亡率(人/百万吨)	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，全员工作效率稳步提升，死亡率保持为 0，安全保障程度高。

总体看，跟踪期内，受国家去产能政策的影响，2016 年，公司原煤产量有所下降；煤炭

价格大幅提升，同时公司煤质品种较好，以及公司适时调整商品煤销售结构，提升全员效率，公司煤炭业务盈利能力大幅改善。

电力业务

公司电力业务主要经营主体为全资子公司华晨电力；截至目前，公司持股比例为 100%，为其实际控制人。

华晨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 596 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 6.00 万千瓦。目前公司控股装机总容量为 680 万千瓦。在建的装机容量 412 万千瓦，规划建设的装机容量 132 万千瓦，总装机容量 1224 万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省。

表 6 截至 2017 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	32.00	燃煤机组	2007 年 1 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	32.00		2007 年 7 月	
	103.00		2012 年 3 月	
	103.00		2012 年 7 月	
沙洲电力	63.00	燃气机组	2006 年 3 月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	63.00		2006 年 8 月	
	100.00		2017 年 7 月	
	100.00		2017 年 9 月	
张家港电力	39.00	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
	39.00		2006 年 1 月	
江苏新能源	2.81	光伏发电	2015 年 11 月	光伏电池

		电		板
河南新能源	3.19	光伏发 电	2015 年 12 月	光伏电池 板
合计:	680.00	--	--	--

资料来源: 公司提供

1) 电力生产与销售

华晨电力的电力业务收入主要来自煤机发电收入和燃机发电收入。2014 年~2016 年, 华晨电力的电力业务收入有所下降, 2016 年为 66.88 亿元, 其中煤机发电收入为 54.60 亿元, 煤机发电占比较高, 是华晨电力电力业务板块主要收入来源。2017 年 1~9 月, 华晨电力电力业务收入总计 56.96 亿元, 其中煤机发电收入 46.60 亿元。

2014 年~2016 年, 华晨电力燃机发电销售价格波动下降, 2016 年为 0.5750 元/千瓦时。受国家下调上网电价的影响, 2014 年~2016 年, 公司煤机发电销售价格波动下降, 2016 年为 0.3751 元/千瓦时。

2017 年 1~9 月华晨煤机发电和燃机发电销售价格分别为 0.3706 元/千瓦时和 0.5750 元/千瓦时, 煤机发电的销售价格进一步下降, 燃机发电的销售价格总体保持稳定。

表7 华晨电力电力业务收入结构
(单位: 亿元、%、元/千瓦时)

指标	2014 年	2015 年	2016	2017 年 1-9 月
燃机发电的收入	12.31	15.26	9.40	10.36
煤机的收入	62.85	54.04	54.60	46.60
燃机发电销售价格 (含税)	0.6060	0.7066	0.5750	0.5750
煤机发电销售价格 (含税)	0.4407	0.4411	0.3751	0.3706
燃机发电业务毛利率	14.56	10.81	11.41	9.18
煤机发电业务毛利率	28.33	39.22	30.78	17.31

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。

2014 年~2016 年华晨电力燃机发电业务毛利率有所下降, 2016 年为 11.41%。2017 年 1~9

月, 燃机发电毛利率下降至 9.18%, 主要系天然气价格上涨所致。同期由于煤炭价格不断上涨, 煤机发电成本不断增加, 煤机发电业务毛利率有所下降, 2016 年为 30.78%, 2017 年 1~9 月, 进一步下降到 17.31%。

2016 年, 华晨电力发电量为 204.51 亿千瓦时, 售电量为 194.11 亿千瓦时。同期, 华晨电力发电机组运行效率有所波动, 为 4307 小时。2017 年 1~9 月, 华晨电力实现发电量 173.00 亿千瓦时, 上网电量 164.07 亿千瓦时。公司平均利用小时数为 3447 小时, 占 2016 年总数的 80.03%。总体看, 公司机组运转效率良好。

表8 华晨电力主要发电指标

(单位: 亿千瓦时、小时、%、克/千瓦时、元/千瓦时)

指标	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
发电量	209.23	191.86	204.51	173.00
其中: 煤机	190.30	166.07	187.34	152.15
燃机	18.92	25.75	17.17	20.85
上网电量	198.73	182.55	194.11	164.07
发电设备平均利用小时	4261	3907	4307	3447
其中: 煤机	4608	4021	4713	3590
燃机	2426	3301	2201	2673
综合厂用电率	5.06	4.87	5.15	4.99
供电标准煤耗	310.29	303.84	302.12	299.99
发电气耗(标方/千瓦时)	0.1926	0.1928	0.1923	0.189
平均上网电价 -江苏(含税)	0.4488	0.4783	0.4012	0.4330
平均上网电价 -河南(含税)	0.4343	0.4058	0.3584	0.3640

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。

2016 年, 华晨电力综合厂用电率有所上升, 为 5.15%, 同比增长 0.28 个百分点; 供电标准煤耗为 302.12 克/千瓦时, 同比下降 1.72 克/千瓦时。2017 年 1~9 月, 华晨电力综合厂用电率基本保持稳定, 为 4.99%, 供电标准煤耗进一步下降到 299.99 克/千瓦时。总体看, 华晨电力发电效率有所提高。

平均上网电价方面, 2016 年, 受国家下调上网电价的影响, 华晨电力江苏和河南区域的平均上网电价均大幅下调。2016 年, 华晨电力

江苏区域平均上网电价 0.4012 元/千瓦时；同期华晨电力河南区域的上网电价持续下降，为 0.3584 元/千瓦时。2017 年 1~9 月，华晨电力江苏和河南区域的平均上网电价均有所提升，分别为 0.4330 元/千瓦时和 0.3640 元/千瓦时。

电价结算方面，华晨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。煤炭采购一般采取预付款的方式。

2016 年华晨电力采购煤炭总量为 538.41 万吨，较去年增加 56.88 万吨，2017 年 1~9 月共采购煤炭 434.06 万吨。同期受煤炭价格上升的影响，煤炭的采购价格有所上升，2016 年为 504.73 元/吨，2017 年 1~9 月，采购煤炭价格进一步上升至 664.47 元/吨。煤炭采购价格的不断上升对公司电力业务的盈利能力产生较大负面影响。

表 9 华晨电力主要燃煤采购指标

(单位：万吨、元/吨)

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
标煤采购总量	562.55	481.53	538.41	434.06
标煤采购平均单价(含税) ¹	599.58	442.69	504.73	664.47

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。

华晨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 2016 年底，华晨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、江苏能源投资有限公司、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等。

¹标煤采购平均单价包含运输费用。

表 10 2016 年华晨电力板块主要 5 大供应商
(单位：亿元)

	供应商	采购原料	金额 (不含税)	占比
1	郑州煤电股份有限公司	煤炭	5.79	11.91
2	中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司	天然气	4.96	10.18
3	江苏能源投资有限公司	煤炭	3.89	7.99
4	郑州煤炭工业（集团）有限责任公司	煤炭	3.00	6.17
5	神华销售集团华东能源有限公司	煤炭	2.90	5.96
合计	--	--	20.54	42.20

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，华晨电力煤源相对广泛，煤源稳定；2016 年下半年以来，煤炭价格不断上涨，采购成本显著上升。

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均为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。2017 年 1~9 月，华晨电力共采购天然气 39930.11 万立方米，采购平均单价为 2.14 元/立方米。

总体看，华晨电力电力装机规模保持相对稳定，受国家上网电价下调、电力供需相对过剩以及煤炭价格大幅上升的影响，华晨电力电力业务营业收入有所下降，电力成本不断上升，华晨电力盈利能力有所下降。未来随着华晨电力装机规模的提升，盈利能力有望得到改善。

煤炭贸易

煤炭贸易业务目前主要是通过所属贸易公司开展来完成。盈利模式是通过向外部煤炭企业购进煤炭，通过自有的销售网络平台，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

向规模化经营模式的转变；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。2016 年，随着煤炭行业去产能效果的显现，煤炭市场逐步转暖，煤炭价格大幅回升，公司扩大煤炭贸易规模。

表 11 2014 年~2017 年 9 月煤炭贸易量和收入情况
(单位：万吨、亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
煤炭贸易	247.00	63.89	398.04	451.64
煤炭贸易收入	22.45	4.51	17.98	18.67

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，主要向省内外的煤炭销售公司采购原煤，精煤及其他煤种。

截至 2016 年底，公司主要的上游客户包括山煤国际能源集团（上海）销售有限公司、抚顺北祖煤炭有限公司、云南纳古工贸（集团）股份有限公司等，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 54.98%。截至 2016 年底，公司下游客户主要包括北京昊华鑫达商贸有限公司、江苏庭申能源有限公司、徐州汉泽能源有限公司等。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 80.66%，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。

石化贸易

为分散经营风险，公司于 2016 年四季度开始开展石化贸易业务，为大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头建成后的运营准备。石化贸易主要为外购石化产品，主要为混合芳烃、燃料油和汽油。2016 年公司实现石化贸易 30.43 万吨，实现石化贸易业务收入 9.99 亿元。2017 年 1~9 月，公司石化贸易板块收入为 47.18 亿元。

公司石化贸易板块主要的上游客户包括深圳市华德石油化工股份有限公司、山东贤明油品有限公司、深圳兆方石油化工股份有限公司等，上游客户前五大采购金额占比为 94.26%；下游客户主要包括山东军胜化工集团有限公司、江西大洋洲化工有限公司、深圳市华德石油化工股份有限公司等，下游客户前五大销售金额占比为 79.34%，公司客户集中度较高。

公司在建的广东惠州大亚湾燃料油调和配

送中心项目年调和配送燃料油 1000 万吨,建成后将成为国内最大的船用燃料油调配中心,填补了我国大型燃料油调和生产的空白,项目建成后 will 形成较好的经济效益。

总体看,跟踪期内,公司石化贸易业务扩大了公司营业收入规模,随着大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头建成,石化贸易业务将成为公司主营业务的重要组成部分。

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有所上升、总资产周转次数持续下降,上述指标三年平均值分别为2.26次、19.40次和0.15次。2016年上述三项指标分别为2.61次、26.01次和0.15次,相比2015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0.57次和11.00次;同期总资产周转次数保持稳定。

整体看,公司经营效率一般。

3. 在建工程及未来发展

截至 2017 年 9 月底,公司主要在建项目包括河南周口电厂二期扩建工程和国投南阳 2*1000MW 工程项目等,项目总投资 170.64 亿元,截至 2017 年 9 月底已投资 63.70 亿元,2017 年 10~12 月预计投资 17.72 亿元,2018 年预计投入 41.15 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资本支出压力。

表 12 截至 2017 年 9 月底公司主要在建工程

(单位: 万元)

项目	总投资额	截至 2017 年 9 月已投入	2017 年 10~12 月投资额	2018 年
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	514465	324295	30544	37500
张家港华兴二期 2*400MW 工程	275500	34840	60997	136954
燃料油调和配送中心及配套设施项目	291416	181164	77648	32604
国投南阳 2*1000MW 工程	625000	96714	8032	204475
合计	1706381	637013	177221	411533

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晨电力的控股。

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,且华晨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。此外,受煤炭价格大幅提升,上网电价下调的影响,公司盈利能力受到较大影响。

十、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供了 2014 年~2016 年财务报表,上述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。公司提供的 2017 年前三季度财务报表未经审计。

2016 年,国投南阳发电有限公司和西藏华铭实业有限公司纳入合并报表范围;2016 年,华晨电力销售有限公司、北京三吉利电力燃料

有限责任公司、山西中信泰和能源投资有限公司、西藏朗鑫矿产资源投资有限公司、北京润泰创业投资管理有限公司和新疆永泰兴业能源有限公司被转让，不再纳入公司财务报表合并范围。2017年1~9月，公司全资子公司华晨电力新设立的全资子公司西藏华晨医疗科技有限公司、公司所属控股子公司张家港沙洲电力有限公司新设立的全资子公司张家港沙洲华晨环保科技有限公司及张家港沙洲新能源科技有限公司、公司所属全资子公司华元新能源有限公司新设立的全资子公司华元投资控股集团有限公司以及公司通过非同一控制下企业合并将Lifovum Fertility Management, LLC纳入公司财务报表合并范围。由于公司合并范围变化对公司财务报表影响大，财务报表数据可比性较低，以下数据分析以2015年及2016年数据为主。

截至2016年底，公司（合并）资产总额981.13亿元，所有者权益（含少数股东权益54.70亿元）291.31亿元；2016年公司合并口径实现营业收入136.99亿元，利润总额11.46亿元。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额1065.43亿元，所有者权益（含少数股东权益56.27亿元）297.42亿元；2017年1~9月，公司合并口径实现营业收入171.55亿元，利润总额8.07亿元。

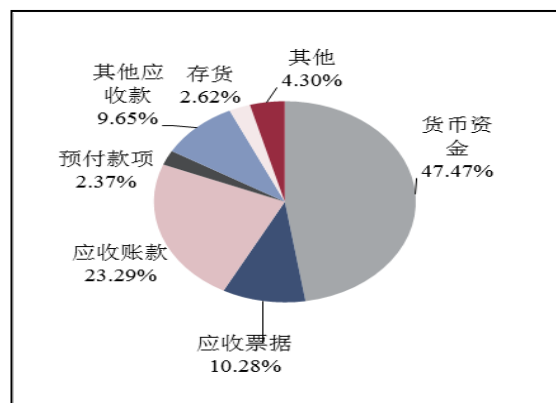
1. 资产质量

2014~2016年，受益于经营规模的不断扩大以及合并范围的变化，公司资产总额快速增长。截至2016年底，公司资产总额为981.13亿元，其中流动资产占15.45%，非流动资产占84.55%，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2016年底，公司流动资产总额为151.54亿元，主要由货币资金（占47.47%）、应收票据（占10.28%）、应收账款（占23.29%）、预付款项（占2.37%）、其它应收款（占9.65%）和存货（占2.62%）构成。

图5 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为22.77%，主要系公司2015年初非公开发行的募集资金到位和2015年华晨电力被纳入公司合并范围所致。截至2016年底，公司货币资金为71.94亿元，主要由银行存款（占比38.22%）和其他货币资金（占比61.76%）构成，其他货币资金中有24.41亿元为受限资金。

截至2016年底，公司应收票据为15.59亿元，同比大幅增长，主要系票据结算增加所致。公司应收票据主要由银行承兑票据（占比41.29%）和商业承兑票据（占比58.71%）构成。

截至2016年底，公司应收账款账面余额为35.81亿元，计提坏账准备0.51亿元，账面价值为35.29亿元，同比下降25.57%。账面余额中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占67.93%，其中账龄1年以内的占81.36%，1~2年的占18.09%，2~3年的占0.06%，3年以上的占0.49%。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额34.55亿元，占应收账款期末余额合计数的比例96.48%，相应计提的坏账准备期末余额汇总金额0.41亿元，应收账款集中度较高。截至2016年底，公司应收账款中有11.87亿元电费收费权质押。

截至2016年底，公司预付账款为3.60亿元，同比下降52.57%，主要系预付相关股权收购款转入长期股权投资所致。按预付对象归集的期末余额前五名预付账款汇总金额2.47元，

占预付账款期末余额合计数的比例 68.71%。

截至 2016 年底，公司其他应收款快速增长至 14.63 亿元，同比增长 41.64%，增长原因主要系应收往来款大幅增加所致。公司其他应收款主要为往来款、保证金和备用金。

截至 2016 年底，公司存货账面余额为 3.98 亿元，未计提减值准备。存货主要为原材料（占 94.47%）和库存商品（占 3.64%）。

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，2014~2016 年，公司非流动资产年均复合增长率为 47.84%。截至 2016 年底，公司非流动资产总额 829.59 亿元，主要由固定资产（占 23.17%）、在建工程（占 10.32%）、长期股权投资（占 4.82%）和无形资产（占 52.38%）构成。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 40.03 亿元，同比增长 19.44%，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 2016 年底，公司固定资产原值为 277.70 亿元，累计折旧 83.71 亿元，计提减值准备 1.74 亿元，固定资产净值为 192.25 亿元，同比下降 0.09%。从构成来看，固定资产主要以机器设备（占比 56.35%）、房屋及建筑物（占比 23.65%）和井巷工程（占比 19.37%）为主。固定资产受限部分为 89.56 亿元，主要为融资租赁租入和借款抵押。

截至 2016 年底，公司在建工程余额为 86.15 亿元，减值准备 0.56 亿元，账面净值 85.59 亿元，同比大幅增长，主要系沙洲电力二期投入增加所致。在建工程中 61.97 亿元受限，主要为借款抵押。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 434.50 亿元，同比增长 16.98%。公司的无形资产主要是探矿权（占 98.57%）。无形资产中 125.18 亿元用于借款抵押。

截至 2016 年底，公司受限资产总计 314.56 亿元，占总资产的 32.06%，受限资产占比较高，资产流动性较弱。

截至 2017 年 9 月底，公司资产合计 1065.43 亿元，同比增长 8.59%。其中流动资产 179.88 亿元，相比 2016 年底增长 18.70%；非流动资产合计 885.55 亿元，较 2015 年底上升 1.68%。

截至 2017 年 9 月底，公司货币资金 87.80 亿元，相比 2016 年底增长 22.05%，公司货币资金中 36.85 亿元为受限资金，占货币资金总额的 41.97%，受限资金占比较高；公司应收票据为 20.06 亿元，相比 2016 年底增长 28.70%，主要系承兑汇票结算增加所致；公司预付款项为 8.44 亿元，相比 2016 年底大幅增加，主要系电厂预付煤款增加所致。截至 2017 年 9 月底，公司长期股权投资 56.63 亿元，同比大幅增长，主要系公司电力项目和投资业务增加所致；公司固定资产 247.79 亿元，同比增长 28.89%，主要系沙洲电力 2*100 万千瓦煤电项目分别于 2017 年 7 月和 9 月投产所致。

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。由于公司非公开定向增发的完成，整体资产规模有一定程度提升。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 291.31 亿元，相比 2015 年底增长 12.12%，其中，归属于母公司所有者权益合计 236.61 亿元，同比增长 15.65%，增长主要来自实收资本和资本公积。截至 2016 年底，公司实收资本合计 124.26 亿元，相比 2015 年底增长了 11.00%，主要系非公开发行增加股份所致。同期，资本公积合计为 93.30 亿元，同比增长 35.33%，主要系 2015 年非公开发行资本溢价所致。截至 2016 年底，公司归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积及未分配利润分别占比 52.52%、39.43%和 8.22%。整体看，公司所有者权益稳定性良好。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计

297.42 亿元，较 2016 年底上升 2.10%，构成较 2016 年底变化不大。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 689.81 亿元，同比增长 12.03%，其中流动负债占 49.60%，非流动负债占 50.40%，流动负债占比有所上升。公司目前以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债规模快速增长至 342.18 亿元，同比增长 25.71%，主要应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 35.27%）、应付账款（占 6.50%）、一年内到期的非流动负债（占 50.29%）和其他应付款（占 2.08%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 120.69 亿元，较 2015 年底下降 1.85%，其中保证借款 40.19 亿元，质押借款 20.09 亿元，质押加保证借款 15.70 亿元，抵押质押保证借款 39.93 亿元。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 22.24 亿元，同比增长 20.60%，主要为未结算的工程款和保证金。

截至 2016 年底，公司预收款项为 2.10 亿元，同比大幅增长，主要系预收货款增加所致。

截至 2016 年底，公司的其他应付款合计 7.12 亿元，较 2015 年底下降 49.50%，主要系支付前期往来款所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 172.09 亿元，较 2015 年底增长 68.60%，主要系将于一年内到期兑付的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债大幅增长至 347.63 亿元，同比增长 1.19%，增长主要源自长期借款和长期应付款。公司非流动负债中，长期借款占 42.10%、应付债券占 38.05%、长期应付款占 19.43%。

截至 2016 年底，公司长期借款合计 146.35 亿元，同比增加 4.06%，其中质押借款 72.47 亿元、抵押加质押借款 37.27 亿元、保证质押抵押借款 22.11 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券合计 132.29 亿元，同比下降 6.63%，其中公司债 104.55 亿

元、中期票据 27.74 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款合计 67.54 亿元，同比增长 16.52%，其中 59.87 亿元为金融租赁融资款，剩余为应付资源价款。

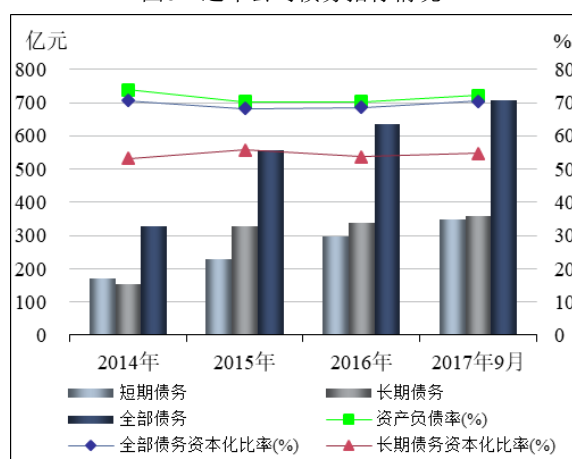
截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 768.01 亿元，较 2016 年底增长 11.34%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。从构成来看，流动负债 402.06 亿元，占 52.35%；非流动负债 365.95 亿元，占 47.65%，非流动负债占比进一步提升。

总体看，公司整体负债压力有所加重，流动负债占比上升，公司债务结构有待改善。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务合计 634.49 亿元，同比增加 14.02%。其中，公司短期债务为 295.98 亿元，占全部债务的 46.65%；长期债务为 338.51 亿元，占全部债务的 53.35%。

债务指标方面，由于公司非公开发行的募集资金到位，导致公司权益有所增加，2016 年公司资产负债率和长期债务资本化比率分别下降至 70.31%和 53.75%。由于公司全部债务有所增长，公司全部债务资本化比率小幅上升至 68.53%。公司整体负债水平较高，债务负担较重。

图6 近年公司债务指标情况



资料来源：联合资信整理

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 706.65 亿元，同比增加 11.37%，其中短期债务为 348.01 亿元，长期债务为 358.64 亿元，分别占全部债

务的 49.25%和 50.75%。截至 2017 年 9 月底，公司短期债务快速增长，较 2016 年底增长 17.58%，主要系短期债务及一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2017 年 9 月底，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上升至 54.67%、70.38% 和 72.08%，相比 2016 年底债务负担有所加重。

总体看，近年来公司有息债务规模快速增长，受益于公司 2015 年非公开定向增发资金到位，公司权益规模有所上升，债务负担有所缓解。2017 年以来，公司短期债务快速增长，短期偿债压力增大。整体负债水平偏高，债务负担较重。

4. 盈利能力

受益于贸易业务量同比增加和合并范围变化，2016 年公司经营规模有所扩大，公司共实现营业收入 136.99 亿元，同比增长 27.03%。同期，营业成本合计 92.30 亿元，同比增长 53.86%，成本增速高于收入增速。2016 年公司营业利润率为 29.88%，较 2015 年下降 11.02 个百分点。

期间费用方面，随着公司合并范围的变化、会计政策变更以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长。2016 年公司期间费用上升至 39.41 亿元，同比增长 10.83%。其中公司财务费用增长较快，主要系合并范围变化所致。从期间费用利用率来看，受益于公司 2016 年全年营业收入的增长，公司 2016 年期间费用率较 2015 年有所下滑至 28.76%。总体来看，公司期间费用控制能力仍有待改善。

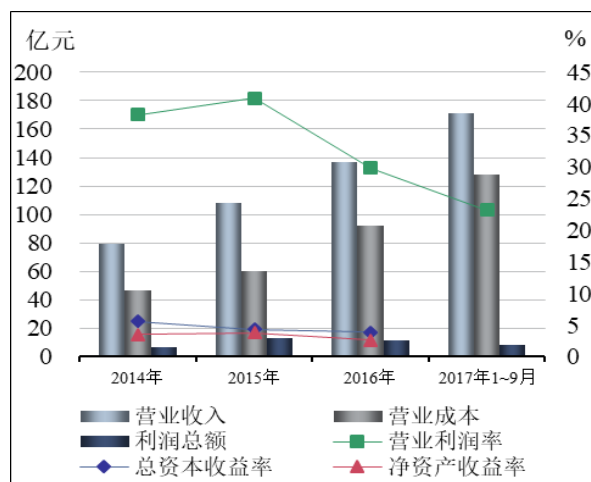
非经常性损益方面，2016 年公司投资收益 6.98 亿元，同比大幅增长，主要系公司处置华夏银行股票产生收益增加所致。非经常性损益对利润影响较大。营业外收益方面，2016 年营业外收入为 3.44 亿元，同比增长 12.78%，主要为公司非流动资产处置利得和政府补助增长所致。营业外收入对公司利润总额影响较大。

受上述因素影响，公司 2016 年利润总额

有所下降，共实现利润总额 11.46 亿元，同比下降 11.49%。同期公司共实现净利润 7.65 亿元，同比下降 22.25%。

盈利指标方面，受合并范围变化，公司所有者权益增加的影响，公司 2016 年总资本收益率为 3.88%，较 2015 年下降 0.43 个百分点；同期，净资产收益率下降至 2.63%，公司整体盈利能力一般。

图7 近年公司盈利指标情况



资料来源：联合资信整理

随着煤炭销售价格上涨及贸易业务规模扩大，2017 年 1~9 月，公司营业收入为 171.55 亿元，超过 2016 年全年营业收入总额。同期，受贸易业务和电力业务成本大幅上涨的影响，公司盈利能力有所下降，营业利润率下降至 23.17%；公司期间费用为 31.95 亿元，期间费用率为 18.63%；公司实现营业利润 7.68 亿元，其中投资收益为 0.20 亿元，较 2016 年同期大幅下降，主要系本期处置股权投资产生收益较上年同期减少所致；同期，公司营业外收入为 0.49 亿元；公司共实现利润总额 8.07 亿元。

总体看，2016 年，受益于贸易业务量增加和合并范围变化，公司收入规模有所上升，公司盈利能力有所增强；同期，随着公司合并范围的变化、会计政策变更以及在建项目建设逐步推进，公司的期间费用快速增长，期间费用的控制能力有待改善。2017 年以来，随着煤炭销售价格不断上涨及贸易业务规模的扩大，

公司营业收入规模快速增长，但受贸易业务和电力业务成本大幅上涨的影响，公司盈利水平有所下降。

5. 现金流

经营活动方面，随着电力业务被纳入合并范围和公司新增石化贸易业务，公司经营规模有所扩大，2016 年公司当期经营活动现金流入同比增长 36.14%，为 164.71 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 144.55 亿元；同期，经营活动现金流出量也有所增长，公司经营现金流出量共计 124.06 亿元，增幅略低于现金流入增幅，导致公司 2016 年经营活动现金流量净额增长至 40.65 亿元，同比增长幅度为 42.22%。从收入质量看，2016 年公司现金收入比为 105.52%，同比增加 2.12 个百分点，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；由于 2016 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 2016 年投资活动现金流出量达到 160.45 亿元，同比增长 22.27%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-130.52 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，2016 年筹资活动现金流入量合计 453.56 亿元，同期公司筹资活动现金流量净额合计 92.22 亿元。

2017 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 193.79 亿元，现金收入比为 112.97%，较 2016 年收现质量有所上升；公司

经营活动现金流量净额为 33.68 亿元；同期投资活动现金流出合计 53.02 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金。投资活动现金流量净额合计-52.30 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 22.57 亿元，筹资活动现金流出合计 258.20 亿元，主要为偿还到期贷款、债券及融资租赁款。

总体看，公司经营现金流规模较大，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，截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别下降至 44.29%和 43.12%；截至 2017 年 9 月底，公司上述财务指标略有上升，分别为 44.74%和 43.49%。截至 2016 年底，公司现金类资产合计 87.53 亿元，其中受限 24.41 亿元，扣除受限资金后的现金类资产为同期短期债务的 0.21 倍。截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产合计 107.86 亿元，其中受限货币资金 36.85 亿元，扣除受限资金后的现金类资产为同期短期债务的 0.20 倍。公司存在一定的短期支付压力，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，受益于营业收入的提升，公司 EBITDA 规模快速扩大，2016 年为 56.51 亿元；同期，EBITDA 利息倍数有所下降，为 1.86 倍；2016 年公司受债务规模大幅增加影响，全部债务/EBITDA 增长至 11.23 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保 7.85 亿元，占当期公司所有者权益的 2.64%。对外担保的主要原因系：2016 年 4 月，公司完成对华晨电力股权的收购，公司将华晨电力对原股东及其参股企业的担保转为“公司对外担保”。

表 13 公司对外担保明细（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保金额	到期日
张家港沙洲电力有限公司	新密市恒业有限公司	2.10	2027.05.28
张家港沙洲电力有限公司	新密市恒业有限公司	2.10	2027.05.28
华晨电力股份公司	新密市超化煤矿有限公司	2.75	2026.09.14
华晨电力股份公司	新密市超化煤矿有限公司	0.90	2019.09.14
合计		7.85	--

资料来源：企业提供

截至 2017 年 9 月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行类及租赁类授信总额 522.19 亿元，未使用额度 109.15 亿元。公司间接融资渠道尚可。

公司为沪市上市公司（600157.SH），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：G99140729000273000），截至 2017 年 11 月 16 日，公司已结清的贷款记录中不良类和关注类贷款共 23 笔，另外有 5 笔欠债息情况，其中不良类和关注类贷款和前三次欠息记录均为公司收购之前作为中石化下属企业发生的不良记录，时间均系 2000 年至 2007 年期间，另外两次欠息记录分别为 2014 年 11 月 28 日和 2016 年 1 月 15 日，发生原因系公司偿付贷款本金及利息时，银行支付系统升级或发生故障，导致网络受阻，交易无法正常完成所致。公司其他过往履约情况良好。

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很强。

7. 存续债券偿还能力

跟踪期内，公司共有“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”、“17 永泰能源 CP004”、“17

永泰能源 CP005”、“17 永泰能源 CP006”和“17 永泰能源 CP007”发行额度合计 73.00 亿元，均于 2018 年到期。2016 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 164.71 亿元和 40.65 亿元，对上述七期短期融资券的保障倍数分别为 2.26 倍和 0.56 倍。2016 年，公司 EBITDA 为 56.50 亿元，对上述七期短期融资券的保障倍数为 0.77 倍。

截至 2017 年 9 月底，公司现金类资产为 107.86 亿元，其中受限资金 36.85 亿元，剔除受限资金后，公司现金类资产为 71.01 亿元，是上述七期短期融资券的 0.97 倍，现金类资产对存续期债券的保障能力一般。

表 14 公司存续期内短期融资券情况

（单位：亿元）

名称	到期日	发行额度
17 永泰能源 CP001	2018/02/22	10.00
17 永泰能源 CP002	2018/03/21	10.00
17 永泰能源 CP003	2018/05/03	10.00
17 永泰能源 CP004	2018/07/05	15.00
17 永泰能源 CP005	2018/08/25	10.00
17 永泰能源 CP006	2018/10/23	8.00
17 永泰能源 CP007	2018/12/15	10.00
合计	--	73.00

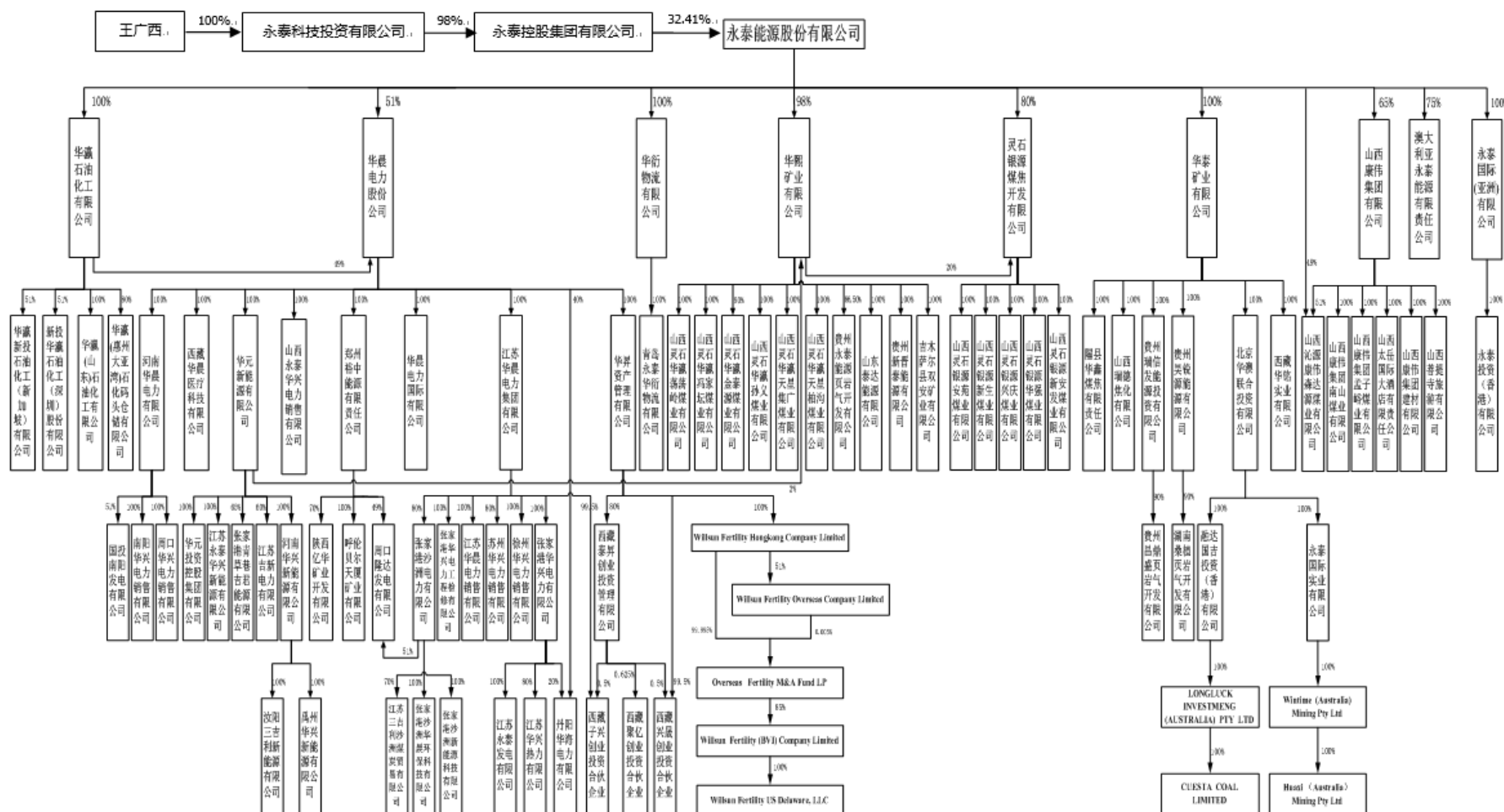
资料来源：Wind，联合资信整理

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。

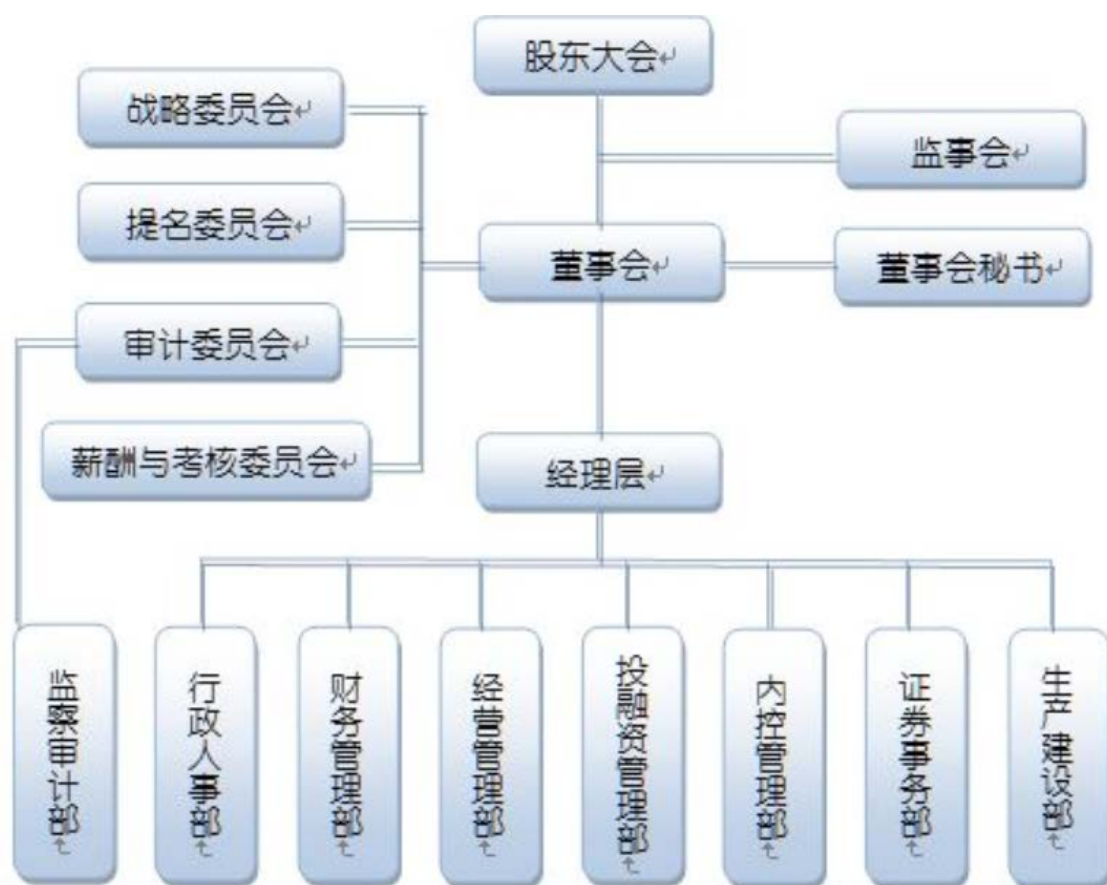
十一、结论

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定；并维持“17 永泰能源 CP001”、“17 永泰能源 CP002”、“17 永泰能源 CP003”、“17 永泰能源 CP004”、“17 永泰能源 CP005”、“17 永泰能源 CP006”和“17 永泰能源 CP007”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	64.12	78.23	87.53	107.86
资产总额(亿元)	521.09	875.56	981.13	1065.43
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	291.31	297.42
短期债务(亿元)	172.04	228.74	295.98	348.01
长期债务(亿元)	154.89	327.75	338.51	358.64
全部债务(亿元)	326.93	556.49	634.49	706.65
营业收入(亿元)	79.12	107.84	136.99	171.55
利润总额(亿元)	6.39	12.94	11.46	8.07
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	56.51	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	40.65	33.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.70	2.05	2.61	--
存货周转次数(次)	9.46	15.01	26.01	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	0.15	--
现金收入比(%)	94.33	103.40	105.52	112.97
营业利润率(%)	38.31	40.90	29.88	23.17
总资本收益率(%)	5.64	4.31	3.88	--
净资产收益率(%)	3.55	3.79	2.63	--
长期债务资本化比率(%)	53.15	55.78	53.75	54.67
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.17	68.53	70.38
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.31	72.08
流动比率(%)	65.97	55.62	44.29	44.74
速动比率(%)	63.70	54.47	43.12	43.49
经营现金流动负债比(%)	9.23	10.50	11.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	1.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	10.58	11.23	--

注：公司所提供的 2017 年前三季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已调整入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

