

信用等级公告

联合[2014]1365号

联合资信评估有限公司通过对永泰能源股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

永泰能源股份有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月十七日



永泰能源股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用评级: AA

评级展望: 负面

评级时间: 2014 年 9 月 17 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	146.49	425.69	476.15	483.58
所有者权益(亿元)	36.99	171.12	134.20	136.47
长期债务(亿元)	45.18	101.19	125.97	112.44
全部债务(亿元)	93.80	201.63	299.74	301.89
营业收入(亿元)	20.62	77.18	98.43	39.94
利润总额(亿元)	5.27	17.03	9.07	5.09
EBITDA(亿元)	11.90	35.84	30.81	--
营业利润率(%)	57.21	38.94	29.72	38.66
净资产收益率(%)	9.00	6.97	4.68	--
资产负债率(%)	74.75	59.80	71.81	71.78
全部债务资本化比率(%)	71.71	54.09	69.07	68.87
流动比率(%)	126.64	108.19	69.84	48.00
全部债务/EBITDA(倍)	7.88	5.63	9.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	2.16	1.61	--

注: 2014 年二季度财务数据未经审计

分析师

郭 畅 叶 青

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”)作为山西省煤炭资源整合主体之一,在煤炭品种、地质条件和管理水平等方面具备综合优势。由于煤炭技改产能释放,公司煤炭采选收入有所增加,同时煤炭贸易板块亦小幅增长,以上因素带动整体主营业务收入规模快速扩大;公司煤炭贸易板块收入的增加带动整体主营业务收入规模有所增长;公司煤炭产业结构逐步转变为以煤炭采掘为主,未来随着公司产业结构调整以及煤炭技改的完成,公司的收入规模有望进一步扩大。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到,大规模资源收购带来的资金压力、煤炭行业景气度恶化等因素给公司生产经营带来负面影响,公司盈利能力下降明显,同时公司债务规模快速增长,净资产大幅度下降,债务负担明显加重,短期支付压力大。联合资信对公司的评级展望为负面。

优势

1. 公司煤炭采选收入的增加带动整体主营业务收入规模快速扩大。
2. 公司完成优质煤矿股权收购,资产质量有所提升,资产规模进一步扩大。
3. 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。

关注

1. 受煤炭行业整体下滑影响,公司盈利能力下降明显。
2. 公司所有者权益下降明显,债务规模增幅较大,抵质押资产规模大,整体债务负担明显加重;短期债务规模极大,债务结构有待改善。

3. 公司财务费用高企，对利润侵蚀明显。

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、永泰能源股份有限公司主体长期信用等级自 2014 年 9 月 17 日至 2015 年 9 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

永泰能源股份有限公司（以下简称“公司”或“永泰能源”）是经泰安市体改委 1988 年 11 月 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。

截至 2014 年 6 月底，公司总股本 35.35 亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 40.88%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

截至 2014 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，以及华瀛山西能源投资有限公司（以下简称“华瀛山西”）、山西康伟集团有限公司（以下简称“康伟集团”）等 11 个控股子公司。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 476.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.88 亿元）134.20 亿元；2013 年，公司合并口径实现营业收入 98.43 亿元，利润总额 9.07 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 483.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益 36.23 亿元）136.47 亿元；2014 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 39.94 亿元，利润总额 5.09 亿元。

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

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第

三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷

款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取

通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收

入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业经济环境

1. 行业概况

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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69%，“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，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的94.4%，探明储量的80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新

甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东

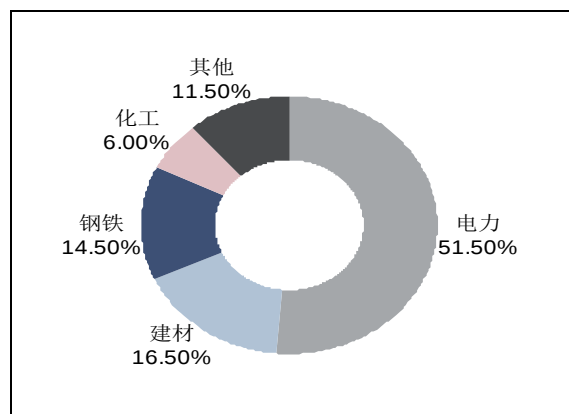
以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭下游需求

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80% 均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

从发达国家长期经济增长的经验数据看，一国产业结构升级依次为：农业—轻纺—基础工业—重化工业—高新技术产业及服务业。中国经济从 2003 年起表现出明显的重化工业特征，预计持续至 2013~2015 年完成产业升级，该时间段内，电力、钢铁、建材和化工产品需求持续增长，支撑煤炭下游需求。在经历了 2003~2008 年的快速增长期后，受金融危机、节能减排及经济结构转型政策影响，高耗能行业投资增速受到抑制，电力、钢铁、建材、化工行业产能增速开始下滑。“十二五”期间，随着中国经济重化工业产业升级接近尾声，上述四行业将进入低增长时期，煤炭需求增速将低于金融危机前水平。

图 1 煤炭需求行业分布图



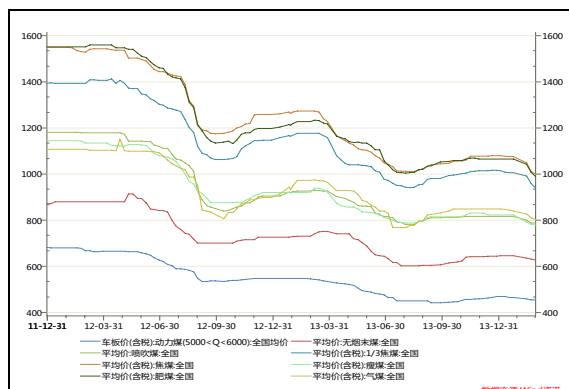
资料来源：中国统计局

从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010 年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

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。截至 2014 年 6 月 13 日，全国焦煤平均价 823 元/吨，同比下降 23.16%，较 2011 年同期下降 45.96%。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。总体看，在供大于求及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自 2012 年起进入下行通道，行业景气程度连续出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

图2 国内主要煤炭品种含税均价(单位:元/吨)



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

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。

3. 行业政策

总体规划

2012 年 3 月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占 5.6%、30.6%和 63.8%,新开工规模分别占 3.3%、25.0%和 71.7%,到 2015 年形成产能 41 亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占 63.22%和 15%,东、中、西部产量分别占 12%、35%和 53%),产量和消费量分别控制在 39 亿吨/年。

3) 预测 2015 年煤炭线路运输需求 26 亿吨,规划铁路煤炭运力 30 亿吨,省际间煤炭调运量 16.6 亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为 15.8 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨。预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨,规划装船能力 8.3 亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

总体看,“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面,2004 年,国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》,对煤炭出口实行配额管理,此后,煤炭出口配额整体呈下降趋势。从 2004 年 1 月 1 日开始,煤炭出口退税率由 13%下调至 11%;2005 年 5 月 1 日,出口退税率进一步下调至 8%;2006 年 9 月 15 日正式取消煤炭出口退税;2006 年 11 月 1 日开始,对炼焦煤出口征收 5%的暂定出口关税;2008 年 8 月 20 日开始,对所有煤种征收 10%的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下,2004 年以来中国煤炭出口逐年下降。

进口政策方面,从 2005 年 1 月 1 日开始,将炼焦煤进口关税暂定税率下调为 0,动力煤和无烟煤进口仍然分别征收 6%和 3%的进口关税;2005 年 4 月 1 日开始,动力煤进口执行 3%的暂定关税税率;2006 年 11 月 1 日开始,将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至 1%;2008 年 1 月 1 日开始,所有煤炭进口关税暂定税率又下调至 0。

在进出口政策的双重配合下,中国煤炭出口已经得到了控制,如果未来要进一步限制煤炭出口,只能采取进一步减少煤炭出口配额或者进一步上调煤炭出口关税的方法。当前每年煤炭出口配额占国内煤炭产量的比重仅有 1%左右,煤炭出口对国内煤炭市场产生的影响已经很小,未来出台更加严格出口限制政策的可能性不大。

煤炭资源税

2011 年 10 月 10 日,国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》,并于 2011 年 11 月 1 日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法,规定原油、天然气

税率均为 5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列,相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准,其中,焦煤税额提高至每吨 8~20 元,其他品种煤炭资源税维持每吨 2~5 元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看,焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限,但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长,煤炭市场基本上是卖方市场,资源税改革导致的新增成本可能会比较快地转嫁给下游行业,煤企实际税负将比预期低。2011 年四季度以来,随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速,国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩,若此时出台资源税从价计征,煤企新增税负无法有效向下游转嫁,盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在 25%~45%,影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质,而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言,资源税改革将直接影响其实际盈利能力,削弱其竞争实力,而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言,资源税改革则会压缩其利润调节空间。

总体看,作为以资源型产品为主的基础产业,煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间,煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势,但增幅将有所收窄,供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动,影响相关企业的盈利稳定性。

4. 行业发展

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,煤炭行业兼并重组或将提速。

根据“十二五”规划,“十二五”期间中国煤矿建设将“控制东部,稳定中部,发展西部”,山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力,新开工规模 6.5 亿吨,占全国新增量的 87%,特别是内蒙新开工规模将占全国的 26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设,晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善,区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

总体看,作为以资源型产品为主的基础产业,煤炭行业未来的发展前景看好。预计“十二五”期间,随着煤炭外运通道的建成,西部大型煤炭企业有望迎来快速发展期,中东部煤炭企业则依靠煤炭资源整合及产业链延伸提升整体竞争能力。随着煤炭产能的不断集中,处于各大煤炭基地的龙头企业对煤价的议价能力将明显增强。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业,具备明显的竞争优势。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司于 1998 年 5 月在上海证券交易所上市,后经历次股本变更。截至 2014 年 6 月底,公司总股本 35.35 亿股,永泰控股集团有限公司

司为公司第一大股东，持股比例 40.88%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

2. 企业规模

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 2014 年 6 月底，公司拥有煤炭资源权益保有储量 22.03 亿吨。目前，公司控股 18 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 9.58 亿吨（主要是焦煤），焦煤及其配煤生产规模合计为 975 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；2013 年 11 月 15 日，公司收购西藏朗鑫矿产资源投资有限公司 100% 股权。西藏朗鑫矿产投资有限公司持有隰县华鑫煤焦有限公司 100% 股权和山西瑞德焦化有限公司 100% 股权，两家子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”）拥有动力煤权益保有储量 8.01 亿吨，动力煤保有储量 11.45 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。

公司全资子公司华瀛山西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。2012 年 2 月，公司完成非公开增发募集资金约 49 亿元，资本金实力显著增强，进一步提升了公司进行煤炭资源兼并重组整合的竞争实力。

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。

3. 人员素质

由于业务范围发生大的变化，近年来公司

从国有大型煤炭企业引入大量煤炭行业的高级管理人才和技术骨干，人员构成渐趋合理。

公司董事长徐培忠先生，现年 51 岁，曾任中煤大屯煤电集团有限责任公司姚桥矿党委书记、副矿长，中煤大屯煤电集团有限责任公司铁路管理处处长，中煤大屯煤电集团有限责任公司实业公司总经理，中煤第一建设有限公司安监局长，公司子公司华瀛山西能源投资有限公司董事长、公司副董事长；现任公司董事长，公司子公司江苏永泰发电有限公司董事长。

公司董事、总经理符小民先生，现年 54 岁，曾任江苏煤矿安监局副局长；公司子公司华瀛山西能源投资有限公司总经理，公司董事；现任公司副董事长、总经理。

截至 2014 年 6 月底，公司拥有在职员工 11946 人，其中生产人员占 78.85%，技术人员占 3.50%，销售人员占 1.15%，行政人员占 15.17%，财务人员占 1.33%；从文化程度看，中专（含高中）及以下学历占 91.64%，大专学历占 5.99%，本科及以上学历占 2.37%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的煤炭行业工作背景和管理经验，公司员工以生产人员为主，文化程度偏低，符合煤炭生产企业的特征。

4. 技术水平

公司技术研发工作的重点是生产环境建设和安全保障。由于公司转型煤炭工业采取的是收购煤矿的方式，公司对所收购煤矿坚持“高起点设计、高标准要求、高质量施工、高水平装备”的原则进行改造建设，通过大力推广综采、机采、综掘，加大机电运输、防排水、通风等系统的升级改造力度，更新和完善安全监测监控系统、井下人员定位系统、通讯联络系统、压风自救系统及供水施救系统，并建设了智能化、数字化生产调度指挥中心。

目前公司已安装 8 个综采工作面机械化采煤设备，分别适用于薄煤层、中厚煤层以及放顶煤开采，极大的提高了公司开采不同赋存条

件下煤层的能力，同时也提高了公司的采煤机械化程度。

公司的生产矿井均采用高档普采工艺或综合机械化采煤工艺，其它改造矿井均按照综合机械化采煤工艺进行建设。公司生产设备与同行业企业相比具有一定的先进性，如所用的采煤机是电牵引大功率采煤机，割煤速度快，事故率低，产量高；所用的可弯曲刮板输送机、装载机、可伸缩胶带运输机均为型号新、技术先进、性能领先的新型设备。

综合来看，公司煤矿改造建设的起点高，在建煤矿所使用的生产装备在国内属较高水平。

5. 资源优势

公司的生产矿井主要集中在山西省境内，生产的煤种主要是焦煤及其配煤，目前在灵石县拥有焦煤权益可采储量 3.54 亿吨，2012 年重大资产重组收购的康伟集团在长治市的三个矿权益保有储量 0.89 亿吨。

公司所在的灵石县煤炭资源丰富，全县含煤面积 860 平方公里，地质储量 91 亿吨，多为肥煤、焦煤、瘦煤和气煤。灵石县是国内主焦煤的主要产地之一，该地域煤岩组分以亮煤、镜煤为主；煤岩类型以半光亮型、光亮型煤为主；煤层主要为条带状结构、层状构造；具有裂纹少、抗碎强度大、抗磨性好的特点；原煤热量平均值均大于 36MJ/kg，属高热值——特高热值煤种。

公司全资子公司华瀛山西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，具有该资格的煤炭企业拥有优先参与市场重组权，优先开发未开发的煤炭资源，优先享有国家及山西省的优先扶持权，优先通过资源重组进行资源配置等。因此，公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。

2013 年 1 月 8 日，公司全资子公司华瀛山西能源投资有限公司接到国土资源部《中标通知书》，确定华瀛山西为国土资源部页岩气探矿

权出让招标项目（项目编号：GT2012YQTKQCR0001）对应区块——贵州凤冈页岩气二区块的探矿权中标人。

总体看，公司主要煤种属稀缺煤炭资源，经济价值较高；公司拥有三个具有山西省煤矿企业兼并重组整合主体资格的企业，有利于公司进一步获取煤炭资源、扩大经营规模；页岩气开发有望成为公司未来新的利润增长点。

6. 地质条件

灵石县位于山西省中南部，为低山丘陵区，平均海拔标高多在 797~1032 米，区内波浪式平缓褶皱较为发育，地层倾角一般 2---9 度，地质构造属于简单型。区内没有大的地表水体，各沟谷基本常年无水，仅在雨季汇聚短暂性的洪流，属于季节性沟谷河流。地下水体流向为由北向南，接受大气降水补给后顺岩层倾向径流，部分由矿井水排泄。区内地表水对煤炭开采没有影响。水防治理工程简单，水文地质属简单型。

灵石县区域内煤炭资源丰富，储量大、分布广、品种全、质量优、易开采。区内煤层埋藏较浅（地标下 300~800 米），煤层厚度高，可采掘面积广。区内瓦斯绝对涌出量为 0.48~0.69/立方米，二氧化碳绝对涌出量 0.27 ~1.16 /立方米，区内煤层属于低瓦斯矿，瓦斯含量不高，未发现地温、地压异常现象，区内矿井近年来未发生过瓦斯爆炸突发事件。

由于灵石县的地质条件较好，煤层薄适中，有利于机械化开采，因此公司对所收购煤矿在改造中采用综合机械化开采工艺进行建设，有利于公司降低开采成本、控制安全风险。

总体看，受益于较好的地质开采条件，公司在行业内具备一定相对竞争优势。

五、管理分析

1. 法人治理结构

自永泰控股成为公司控股股东以来，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准

则》等法律法规和《上海证券交易所股票上市规则》的要求，不断完善公司治理结构和内部控制制度，增强股东大会、董事会和监事会的议事能力和决策能力，规范公司运作，公司治理水平得到提升。

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 8 名成员组成，其中 3 名为独立董事，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名监事组成，任期三年，监事会设监事会主席 1 名，由半数以上监事选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，作为上市公司，公司法人治理结构较为规范。

2. 管理水平

公司从油品业务转为以煤炭采选为主后，对决策、经营、财务、人力资源等方面的规章制度进行了清理、修订、完善，目前已初步形成了制度配套、管理规范、流程有序的内部管理体制。

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，以及华瀛山西、运销集团和康伟集团等 11 个全资或控股子公司。公司各职能部门分工明确，对下属煤矿的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规范制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属煤矿建立了相应的经营计划和内部控制制度。

财务管理方面，公司建立了财务集中控制体系，规范了资金管理职权。公司实行财务集中管理和分级负责制，下属各单位法人代表或主要负责人是财务工作的第一责任人，下属煤矿实行财务负责人和财务人员委派制，公司财务总监或分管财务工作的负责人对财务人员和财务行为实行垂直管理。公司财务收支事项实行联签制，由单位负责人与委派的财务负责人等两人以上联合签署，大额资金支出必须报经公司董事长、总经理审批。公司出台的《资金管理办法》明确了各单位资金管理权限和程序，落实管理责任，做到资金统一管理、统一运作、统一筹集。根据公司《财务预算管理办法》，公司及各矿根据年度经营计划，严格控制预算外支出；加强成本管理，尤其是人工成本、材料消耗、及各项费用支出；严格履行预算审批制度，以提高资金运作能力和资本运营效率。

安全管理方面，公司成立了公司本部、下属煤矿两级安全生产管理委员会，对安全生产工作进行全面领导，对重大安全事项进行决策。公司明确一名副总经理专职负责安全工作，并成立安全监察部，行使安全生产综合管理与监督职能；由公司向各矿派驻一名专职安全副矿长，并设立安全监察科。公司先后制定了《安全生产责任制》、《安全奖罚实施细则》、《安全质量标准化管理制度》、《领导带班下井制度》、《隐患排查实施办法及责任追究规定》、《安全教育与培训制度》、《探放水特别规定》等 18 项安全生产管理制度，为规范化安全管理提供了保证。公司以安全质量标准化建设为主要措施，制订了安全质量标准化年度规划、季度计划，并对各矿安全质量标准化工作进展情况逐月考核落实。公司建立了安全目标责任考核体系，公司与各矿、各部门责任人签订了《安全生产目标责任书》，落实安全管理责任、加大安全综合考核力度，使安全管理进一步得到加强。

煤炭产品质量管理方面，公司成立煤炭质量考核领导小组，对各矿产品质量情况进行考

核。公司在各矿设立煤质化验室，每日由领导小组下设的办公室会同煤矿相关人员，依照国家有关标准对商品煤质量进行现场抽查，并在化验室当时化验回收率。考核办公室每月将所有化验结果加权平均计算出当月平均回收率，经领导小组签字后，报经营管理部对煤矿进行月度考核。

综合来看，公司引入具有煤炭行业工作背景和管理经验的人才后，加强煤矿安全管理，重视产品质量控制，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实现。

七、重大事项

(1)公司以自有现金收购所属煤矿少数股东权益

2013年8月23日公司召开的第八届董事会第五十八次会议和2013年9月12日召开的2013年第六次临时股东大会审议通过：由华瀛山西能源投资有限公司分别以现金34100万元和46100万元收购山西天星能源产业集团有限公司所分别持有的山西灵石华瀛天星集广煤业有限公司49%股权和山西灵石华瀛天星柏沟煤业有限公司49%股权；由灵石银源煤焦开发有限公司以现金59800万元收购燕发旺、茹灵龙合计持有的山西灵石银源新安发煤业有限公司49%股权；以现金87400万元收购闫守礼、吴靖宇合计持有的山西灵石银源华强煤业有限公司49%股权；以现金111700万元收购马百明、马瑞乙、马海军合计持有的山西灵石银源兴庆煤业有限公司49%股权；由公司现金60000万元收购石敬仁持有的山西沁源康伟森达源煤业有限公司49%股权。

(2)公司收购西藏朗鑫矿产资源投资有限公司100%股权

2013年11月15日，公司收购西藏朗鑫矿产资源投资有限公司100%股权。西藏朗鑫矿产投资有限公司持有隰县华鑫煤焦有限公司100%股权和山西瑞德焦化有限公司100%股

权，两家子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。

(3)公司出售所持安徽永泰能源销售有限公司100%股权事项

2013年9月25日，公司子公司华瀛山西能源投资有限公司出售所持安徽永泰能源销售有限公司100%股权事项。本次股权转让是为了强化公司煤炭开采主业，精简附属辅业，减少管理环节，优化资产配置，降低应收账款增加的风险，提高经济效益。跟踪期内，上述股权转让事项已办理完成过户手续。安徽永泰能源销售有限公司（下辖灵石县昌隆煤业有限公司、灵石县晋泰源选煤有限公司、灵石县强盛煤业有限公司、灵石县骏马煤化发展有限公司、灵石县力源煤业有限公司等5家全资子公司、山西永泰统配煤炭销售有限公司等1家控股子公司）不再纳入公司合并报表范围。

整体来看，公司通过对少数股东权益收购以及出售洗精煤业务板块公司，公司的主营业务进一步突出。

(4)公司2014年非公开发行股票预案

公司于2014年6月9日召开第九届董事会第七次会议，审议通过了有关2014年度非公开发行相关议案。2014年8月22日，公司发布了《永泰能源股份有限公司2014年度非公开发行股票募集资金使用可行性报告（修订案）》。

本次非公开发行股票的发行价格为1.97元/股，拟向永泰控股（含其主发起设立的有限合伙企业）、西藏泰能股权投资管理有限公司、山东诺德资产管理有限公司、襄垣县襄银投资合伙企业、南京汇恒投资有限公司定向发行数量不超过5076142132股普通A股股票。

本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过100亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于：（1）以不超过40亿元（含40亿元）收购惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司100%股权，之后以不超过22亿元对惠州大亚湾华瀛石油化工有限公司进行增资。增资后的资金用

于：1) 惠州大亚湾燃料油调和配送中心项目；2) 惠州大亚湾燃料油调和配送中心配套码头项目。(2) 以不超过 38 亿元用于偿还公司及全资子公司债务。

目前本次非公开发行各项工作正在有序推进中。联合资信将对其保持密切关注。

八、经营分析

1. 经营概况

2011~2013 年，公司煤炭经营规模呈高速增长的趋势，近三年公司营业收入年均复合增长 118.50%。2013 年，公司实现营业收入 98.43 亿元，同比增长 15.88%；实现利润总额 9.07 亿元，同比下降 41.10%。2013 年，公司营业收入中的煤炭采选收入 66.45 亿元，占比 67.51%；煤炭贸易收入 29.90 亿元，占比 30.38%，公司煤炭主业较为突出。

从盈利情况看，2011~2013 年公司主营业

务毛利率呈下降趋势。由于公司剥离毛利率较低的油品经销等业务，转型后 2013 年公司主营业务毛利率达到 31.29%，较 2012 年的 41.01% 下降 9.72 个百分点。2013 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，国内煤炭价格大幅下降，公司煤炭采选和煤炭贸易的毛利率均出现下降（表 2）；同时，由于毛利率较低的煤炭贸易收入占比提高，公司盈利能力下降明显。

2014 年 1~6 月，公司经营情况稳定，主营业务收入 39.84 亿元，实现利润总额 5.09 亿元，其中，煤炭贸易业务 11.02 亿元，煤炭采选业务 27.60 亿元。2014 年 1~6 月，主营业务毛利率 40.73%，较 2013 年有所上升，主要是公司提升管理质量，以优质煤种提高煤炭收入，从而毛利率有所提升。

总体看，公司煤炭主业突出，近年来经营规模快速扩张，收入水平持续提升，但盈利能力有所下降。

表 2 2011~2014 年 6 月公司主营业务收入构成情况 (单位：亿元、%)

业务板块	2011 年		2012 年		2013 年		2014 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	2.28	8.77	22.96	3.14	29.90	1.09	11.02	6.62
煤炭采选	18.20	65.82	53.83	57.18	66.45	45.45	27.60	55.02
其他			0.25	36.00	1.74	9.24	1.22	25.69
合计	20.48	59.43	77.04	41.01	98.09	31.29	39.84	40.73

资料来源：公司提供

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。2013 年公司煤炭板块收入合计 98.09 亿元，占营业收入的 99.65%。2014 年 1~6 月，公司煤炭业务收入合计 39.84 亿元，为 2013 年煤炭板块收入的 40.62%，受公司剥离洗精煤业务影响，公司煤炭板块收入及盈利水平平均高于 2013 年同期。

表 3 2011~2013 年生产指标情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年
整体机械化程度	50%	85%	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)	3.00	7.47	8.78
死亡率(人/百万吨)	0	0	0

资料来源：公司提供

2013 年公司实现煤炭产量 1081.08 万吨，同比增长 27.84%；原煤销量 607 万吨，同比增长 105.42%，洗精煤销售量 446 万吨。2014 年 1~6 月，公司生产原煤 542.01 万吨，销售原煤 520.41 万吨，分别占 2013 年全年水平的 50.14% 和 85.73%。

表 4 2012~2014 年 6 月公司原煤销量价格情况 (单位：万吨、元/吨)

项目	2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	销量	平均价格	销量	平均价格	销量	平均价格
原煤	293	641	607	554	520	622
洗精煤	406	1088	446	989	25	756

资料来源：公司提供

生产指标方面，公司煤炭生产技术水平稳步提升，机械化程度保持行业领先地位。

从产品结构及销售价格看，2013 年公司精煤和原煤销售均价分别为 989 元/吨和 554 元/吨，同比分别下降 9.08%和 13.57%；2013 年精煤和原煤占比分别为 56.64%和 43.36%。受煤炭价格下降影响，整体公司毛利率有所下降。

2014 年 1~6 月，公司原煤价格有所回升，精煤价格持续下降，原煤和精煤占比分别为 95.41%和 4.59%。

表 5 公司主要煤炭产品产销结构

项目	2012 年	2013 年	14 年 1~6 月
原煤占比	41.92%	56.64%	95.41%
洗精煤占比	58.08%	43.36%	4.59%
合计	100%	100%	100%

资料来源：公司提供

总体看，公司产量上升明显同时煤炭营业收入增幅明显，但受煤炭价格下行的影响，公司毛利率较 2012 年有所下降；2014 年 1~6 月，公司原煤价格有所回升，同时公司煤炭产业结

构调整，公司盈利能力有所提升。

2. 经营效率分析

近三年，公司销售债权周转次数波动上升、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 3.63 次、19.23 次和 0.25 次。2013 年，上述三项指标分别为 3.58 次、16.61 次和 0.22 次。整体看，受煤炭行业整体下滑影响，公司经营效率有所下降。

3. 在建工程及未来发展

截至 2014 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银源兴庆 90 万吨技改工程、康伟森达源 120 吨技改工程和孟子峪巷道建设项目，项目总投资 14.62 亿元，截至到 2014 年 6 月底已投资 10.80 亿元，2014 年下半年预计投资 1.00 亿元，2015 年预计投资 0.75 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司主要拟建项目为陕西榆林海则滩项目和贵州页岩气项目，项目总投资预计 53.37 亿元，2013 年全年投入 3.58 亿元，2014~2017 年预计投入 13.52 亿元、13.77 亿元、12.00 亿元和 10.50 亿元。整体看，公司未来存在一定的资本支出压力。

表 6 截至 2014 年 6 月底公司主要在建工程

(单位：万元)

项目	总投资额	截至 2014 年 6 月底已投资	资金来源	2014 年 6~12 月预计投资额	2015 年预计投资额
银源兴庆 90 万吨技改工程	45576.00	45120.00	自筹+贷款	456.00	--
康伟森达源 120 吨技改工程	62987.84	58570.00	自筹+贷款	4417.84	--
孟子峪巷道建设项目	37650.00	4265.00	自筹	5147.50	7530.00
合计	146213.84	107955.00	--	10021.34	7530.00

资料来源：公司提供

表 7 截至 2014 年 6 月底公司主要拟建工程

(单位：万元)

项目	总投资额	自有资金比例	工程进度情况	2013 年已投入	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
陕西榆林海则滩项目	490000	100%	前期规划阶段	35000	110000	120000	120000	105000
贵州页岩气项目	43700	100%	勘探阶段	800	25180	17720	-	-
合计	533700	--	--	35800	135180	137720	120000	105000

资料来源：公司提供

总体看，公司制定的“煤、电、气”一体化发展战略正在稳步实施与推进。随着公司发展目标的逐步实施，公司未来在行业内的竞争力将显著增强，但随着未来资金需求进一步增加，公司债务负担或进一步加重。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供的 2011~2013 年财务报表经山东正源和信有限责任会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年，公司合并报表范围新增二级子公司 1 家，合并范围变化对财务报表数据可比性影响小。2014 年 1~6 月财务数据未经审计。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 476.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益 35.88 亿元）134.20 亿元；2013 年，公司合并口径实现营业收入 98.43 亿元，利润总额 9.07 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额 483.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益 36.23 亿元）136.47 亿元；2014 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 39.94 亿元，利润总额 5.09 亿元。

2. 资产质量

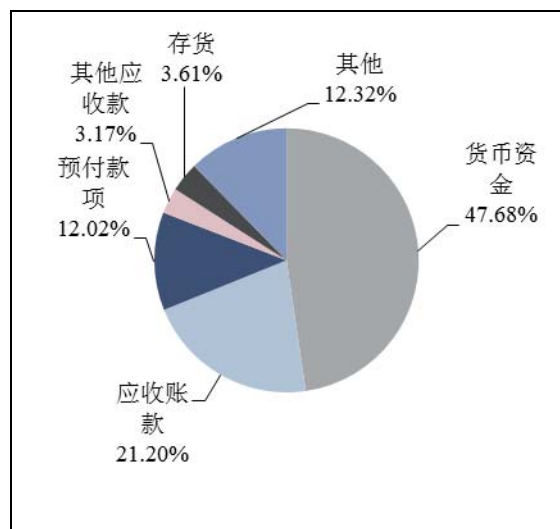
2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 80.29%，主要是无形资产大幅度增加所致。截至 2013 年底，公司资产总额为 476.15 亿元，同比增长 10.07%，其中流动资产占 29.41%，非流动资产占 70.59%，资产构成符合行业特点。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 32.41%。截至 2013 年底，公司流动资产总额为 140.02 亿元，同比下降 4.66%，主要由货币资金（占 47.68%）、应收票据（占 8.34%）、应收账款（占 21.20%）、预付款项（占 12.02%）、其它应收款（占 3.17%）和存货（占

3.61%）构成。

图 3 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 90.66%。截至 2013 年底，公司货币资金合计 66.76 亿元，同比下降 34.66%，主要是公司通过自有资金收购所属煤矿少数股东权益所致。2011~2013 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 75.34%；2013 年应收票据合计 11.68 亿元，同比上升 63.47%。2013 年，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 56.02%，同时公司，受限货币资金为 31.28 亿元，资产流动性有所弱化，受限资金占货币资金比例为 46.85%。

2011~2013 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 34.70%。2013 年底公司应收账款净额 29.68 亿元，同比增长 81.42%。按账龄分析法计提坏账准备，其中，1 年以内款项占比 95.59%，1~2 年款项占比 3.31%，2 年以上的占 1.10%。公司共计提 0.42 亿元坏账准备，计提比例 1.40%，计提比例较低。

2011~2013 年，公司预付账款波动下降，年均复合下降 41.64%。截至 2013 年底，公司预付款项合计 16.83 亿元，同比上升 16.88%，主要为煤炭贸易中煤炭采购预付款。

2011~2013 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 58.63%。截至 2013 年底，公司

其他应收款合计 4.44 亿元，同比上升 26.16%，主要为往来款和信托租赁保证金。

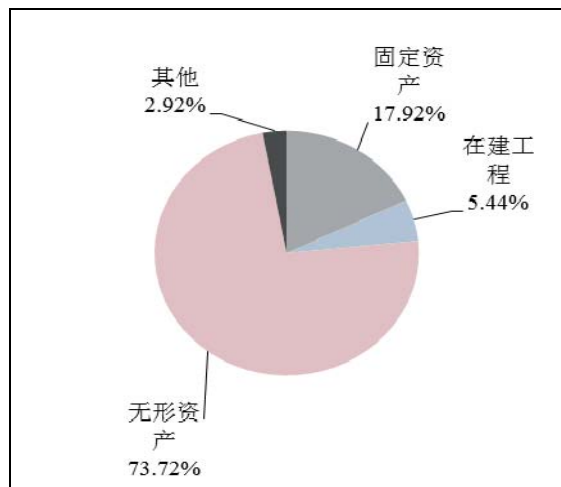
2011~2013 年，公司存货快速增长，年均复合增长 143.70%。截至 2013 年底，公司存货账面价值合计 5.05 亿元，同比增长 63.96%。存货中原材料占 23.56%，库存商品占 74.06%，公司未对存货计提跌价准备，考虑到 2013 年煤炭行业景气下行，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2014 年 6 月底，公司流动资产总额 105.36 亿元，受本期煤炭销售收入增加及对重点客户延长信用周期影响，公司应收账款规模增长，同时由于偿还银行贷款公司货币资金规模有所减少，现金类资产占流动资产比例为 44.03%，较 2013 年有所提高。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 124.61%。截至 2013 年底，公司非流动资产总额 336.13 亿元，同比增长 20.55%，主要由固定资产（占 18.06%），在建工程（占 5.04%）和无形资产（占 74.12%）构成，资产构成保持稳定，其中，无形资产主要是采矿权。公司各构成科目随公司投资支出稳步增长。截至 2014 年 6 月底，公司非流动资产合计 378.22 亿元，较 2013 年底增长 12.52%，主要系由于无形资产和在建工程规模增长所致。其中，无形资产增加系由于公司于 2014 年 5 月收购中信泰和股权新增探矿权，在建工程增加系由于 2013 年部分矿井技改转资后，仍有森达源与兴庆两个矿井尚未完成技改，导致在建工程余额上升。

图 4 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

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，同时公司通过自有资金购买少数股东权益，但资产流动性尚可。非流动资产随投资支出稳步增长，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 90.46%，主要来自于资本公积和实收资本的增加。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 134.20 亿元，同比下降 21.57%，主要是公司收购少数股东权益所致，公司少数股东权益评估价值为 49.89 亿元，公司实际支付合计 39.91 亿元。其中，归属于母公司所有者权益合计 98.31 亿元，同比增长 13.48%，主要是资本公积增长所致，主要是公司收购子公司少数股东股权产生的股权投资差额计入资本公积所致。少数股东权益合计 35.89 亿元，同比下降 57.52%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 17.98%。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益合计 136.47 亿元，较 2013 年底增长 1.69%，其中，归属于母公司所有者权益合计 100.24 亿元，少数股东权益合计 36.23 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占比 25.90%和 34.59%。公司 2013 年通过自有资金收

购少数股东权益，少数股东权益规模在所有者权益中占比明显降低。整体看，公司所有者权益稳定性良好。

2011~2013 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 76.71%。截至 2013 年底，公司负债合计 341.95 亿元，同比增长 34.32%，增长主要来自短期借款和应付债券。

2011~2013 年，公司流动负债年均复合增长 78.30%。截至 2013 年底，公司流动负债规模快速扩大，合计 200.50 亿元，其中短期借款占比 59.33%、应付账款占比 5.74%、一年内到期的非流动负债占比 25.43%。2013 年，公司流动负债较 2012 年底上升了 47.70%，主要是短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债上升所致。

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 71.98%。截至 2013 年底，公司短期借款合计 118.96 亿元，较 2012 年底增长 86.78%，主要为保证及抵质押借款。

2011~2013 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 162.23%。截至 2013 年底，公司应付账款合计 11.51 亿元，较上年底增长 38.51%。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 257.05%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 50.99 亿元，主要为即将到期的长期借款。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 74.54%。2013 年，公司非流动负债 141.44 亿元，其中长期借款占比 24.96%、应付债券占比 52.05%、长期应付款 22.14%。

2011~2013 年，公司长期借款波动上升，年均复合增长 6.34%。截至 2013 年底，公司长期借款合计 43.45 亿元，同比下降 35.21%；2011~2013 年，公司应付债券年均复合增长 273.20%。2013 年，公司应付债券合计 69.20 亿元，同比增长 231.10%，主要是 2011 年公司债券、2012 年一二期公司债券和 2013 年公司债券；2011~2013 年，公司长期应付款年均复合增长 293.44%，2013 年为 27.64 亿元，其中 13.32 亿

元为金融租赁融资款。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计 347.11 亿元，与 2013 年底基本持平。其中，受部分负债由长期负债转入一年内到期的长期负债影响，公司流动负债占比进一步上升。

有息债务方面，2011~2013 年，公司债务规模不断扩大。截至 2013 年底，公司全部债务合计 299.74 亿元。其中，公司短期债务为 173.77 亿元，同比增长 73.01%，占全部债务的 57.97%；长期债务为 125.97 亿元，同比增长 24.49%，短期债务中，抵押借款 1 亿元，质押借款 12.08 亿元，质押加保证借款 67.20 亿元，抵押质押加保证借款 37.50 亿元；长期债务中，抵押借款 3 亿元，质押借款 4.75 亿元，质押加保证 14.97 亿元，抵押加保证借款 3.40 亿元，抵押加质押借款 6.95 亿元，抵押质押加保证借款 2.88 亿元。公司债务结构有所调整，以短期债务为主，债务结构有待改善。截至 2014 年 6 月底，公司抵质押资产以股权、采矿权为主，其中抵押资产合计 260.54 亿元，质押资产合计 9.82 亿元，抵质押资产规模较大，公司未来再融资空间较小。

债务指标方面，2013 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 48.42%、69.07%和 71.81%，同比上升明显，债务负担明显加重。

截至 2014 年 6 月底，公司短期债务合计 189.45 亿元，长期债务合计 112.44 亿元，短期债务占全部债务比例上升至 62.75%，短期支付压力进一步增大；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 45.17%、68.87%和 71.78%，债务负担与 2013 年底基本持平。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 118.50%。受益于公司煤炭技改产能释放，公司营业收入规模增长明显，2013 年公司营业收入保持增长，但受煤炭价格大幅

度下降的影响，利润总额明显下降。2013 年公司实现营业收入 98.43 亿元，同比增长 27.53%；营业成本合计 67.60 亿元，同比增长 47.56%，高于营业收入增幅。

2011~2013 年，公司期间费用快速增长，三年分别为 6.96 亿元、16.33 亿元和 20.03 亿元，占营业收入比分别为 33.76%、21.16% 和 20.35%。2013 年公司财务费用大幅上升至 14.13 亿元，同比增长 19.72%，受营业收入大幅度增长影响，公司期间费用率下降至 20.35%，但费用控制能力仍有待进一步改善。非经常性损益方面，2013 年公司投资收益 0.52 亿元，对公司的盈利能力影响较小。

公司受营业成本大幅度增长的影响，2013 年公司实现营业利润 8.79 亿元，同比下降 47.97%。

营业外收益方面，2013 年营业外净收益合计 0.28 亿元，对公司利润总额影响有限。

2011~2013 年，公司利润总额波动上升。2013 年，公司实现利润总额 9.07 亿元，同比下降 46.74%；实现净利润 6.28 亿元，同比下降 47.33%，公司整体盈利能力下降明显。

盈利指标方面，受煤炭生产成本持续上升影响，近三年公司盈利指标持续下滑，2013 年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 29.72%、5.48% 和 4.68%。

2014 年 1~6 月，公司营业收入为 39.94 亿元。受公司业务结构调整的影响，公司盈利能力明显提高，营业利润率上升至 38.66%，主要是公司将以利润空间更大的煤炭采掘业务为主所致。2014 年 1~6 月公司期间费用占比较 2012 和 2013 年上涨明显，主要系对外借款增加导致财务费用增大所致。

总体看，公司收入规模持续增长，受煤炭价格整体下滑影响，盈利能力下降明显。受公司业务调整影响，公司 2014 年二季度盈利能力有所提高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年公

司流动比率和速动比率呈快速下降趋势。截至 2013 年底，公司流动比率、速动比率分别为 69.84% 和 67.31%，2014 年 6 月底分别为 48.00% 和 45.17%。2011~2013 年，公司经营现金流动负债比波动上升，三年分别为 6.38%、14.55% 和 10.17%。截至 2014 年 6 月底，公司现金类资产合计 46.39 亿元，剔除受限货币资金 23.08 亿元，为同期短期债务的 0.12 倍。公司存在较大的短期支付压力。

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 11.90 亿元、35.84 亿元和 30.81 亿元；全部债务/EBITDA 波动上升，三年分别为 7.88 倍、5.63 倍和 9.73 倍；受财务费用大幅增长影响，近三年 EBITDA 利息倍数持续下降，三年分别为 2.19 倍、2.16 倍和 1.61 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 6 月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行授信总额 190.14 亿元，未使用额度 6.52 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。

6. 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 2014 年 7 月 3 日，公司无未结清不良信贷信息。公司过往债务存在可疑类贷款 5 笔（2000 年）、关注类贷款 18 笔（2004、2005、2006、2007 年）、关注类银行承兑汇票 2 笔（2004 年）。以上的贷款是在永泰控股借壳上市山东鲁润之前发生（即 2008 年之前），并且一些不良贷款是由于人行系统录入问题。

永泰控股成为山东鲁润第一大股东，并改名为永泰能源后，公司未发生过任何一笔逾期的贷款，过往履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对煤炭行业发展趋势的基本分析，公

公司经营及财务状况，以及公司在煤质煤种、地理区位等方面素质的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

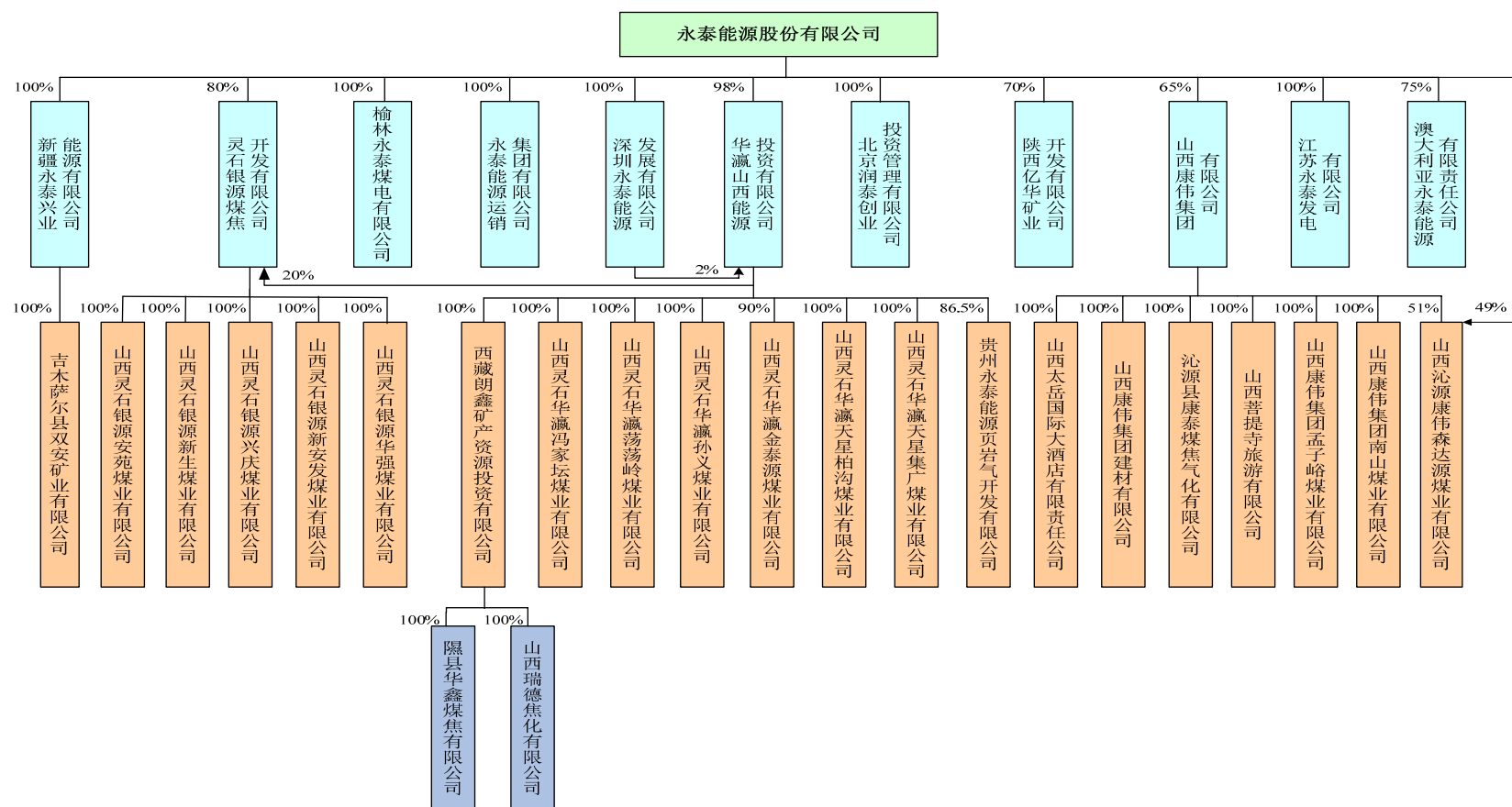
煤炭行业属资源型产业，虽然受宏观经济影响，景气度有所波动，但未来发展前景长期向好。公司具备山西省内煤炭资源整合主体资格，在煤炭品种、地质条件和管理水平等方面具备综合优势。公司资产质量较高，收入及利润规模快速增长，经营活动获现能力较强。

联合资信同时关注到大规模资源收购带来的资金压力、煤炭行业景气度恶化等因素给公司生产经营带来负面影响，公司盈利能力下降明显，同时公司债务规模持续增长，净资产大幅度下降，债务负担明显加重，短期支付压力大。联合资信对公司的评级展望调整为负面。

综合考虑，公司主体长期信用风险低。

附件 1 公司股权及组织结构图

永泰能源股份有限公司组织结构图



附件 2 主要财务计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.16	109.33	78.44	46.39
资产总额(亿元)	146.49	425.69	476.15	483.58
所有者权益(亿元)	36.99	171.12	134.20	136.47
短期债务(亿元)	48.62	100.44	173.77	189.45
长期债务(亿元)	45.18	101.19	125.97	112.44
全部债务(亿元)	93.80	201.63	299.74	301.89
营业收入(亿元)	20.62	77.18	98.43	39.94
利润总额(亿元)	5.27	17.03	9.07	5.09
EBITDA(亿元)	11.90	35.84	30.81	--
经营性净现金流(亿元)	4.03	19.75	20.39	10.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.05	4.68	3.58	--
存货周转次数(次)	19.72	23.28	16.61	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.27	0.22	--
现金收入比(%)	76.00	96.48	98.05	69.59
营业利润率(%)	57.21	38.94	29.72	38.66
总资本收益率(%)	6.30	7.06	5.48	--
净资产收益率(%)	9.00	6.97	4.68	--
长期债务资本化比率(%)	54.98	37.16	48.42	45.17
全部债务资本化比率(%)	71.71	54.09	69.07	68.87
资产负债率(%)	74.75	59.80	71.81	71.78
流动比率(%)	126.64	108.19	69.84	48.00
速动比率(%)	125.29	105.91	67.31	45.17
经营现金流动负债比(%)	6.38	14.55	10.17	9.60
EBITDA 利息倍数(倍)	2.19	2.16	1.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.88	5.63	9.73	--

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/主营业务收入×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

联合资信评估有限公司关于 永泰能源股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在永泰能源股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

永泰能源股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。永泰能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注永泰能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现永泰能源股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如永泰能源股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如永泰能源股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送永泰能源股份有限公司、主管部门、交易机构等。

