

信用等级公告

联合[2015] 773 号

联合资信评估有限公司通过对永泰能源股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的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

永泰能源股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月三十一日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

永泰能源股份有限公司

2015年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 正面

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 14 亿元

本期中期票据期限: 5 年(附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权)

偿还方式: 每年付息一次, 于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2015 年 9 月 21 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	425.69	476.15	521.09	858.69
所有者权益(亿元)	171.12	134.20	136.53	250.95
长期债务(亿元)	101.19	125.97	154.89	315.63
全部债务(亿元)	201.63	299.74	341.43	543.22
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	45.14
利润总额(亿元)	17.03	9.07	6.39	7.08
EBITDA(亿元)	35.84	30.81	35.68	--
经营性净现金流(亿元)	19.75	20.39	19.80	12.34
营业利润率(%)	38.94	29.72	38.31	42.35
净资产收益率(%)	6.97	4.68	3.55	--
资产负债率(%)	59.80	71.81	73.80	70.78
全部债务资本化比率(%)	54.09	69.07	71.43	68.40
流动比率(%)	108.19	69.84	65.97	70.72
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	9.73	9.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.61	1.60	--
EBITDA/本期发行额度(倍)	2.56	2.20	2.55	--

注: 现金类资产项目已扣除受限的货币资金; 2015 年半年报未经审计。

分析师

祖宇 潘云峰 李嘉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”)是一家以煤炭采掘及电力生产为主的综合能源生产企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在煤炭资源禀赋、生产管理、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资源收购导致的资金压力、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。

公司煤炭主业稳步发展, 盈利能力处于业内优秀水平, 近年业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域, 业务多元化布局有助公司抵御煤炭单一行业风险。同时, 受益于非公开定向增发事项, 公司所有者权益大幅增长, 资本结构相应改善。联合资信对公司的评级展望由稳定调整为正面。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

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。
2. 受益涉煤税费改革及内部控制提升、煤炭产品质量优化, 公司煤炭采选业务毛利率回升。
3. 2015 年公司完成非公开定向增发, 资本结构显著改善。
4. 2015 年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。

5. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 受煤炭行业景气度低影响，公司利润总额持续下降。
2. 公司债务规模大，债务结构有待改善，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。
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、永泰能源股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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

除发行费用后，实际募集资金净额 98.64 亿元。

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

截至 2015 年 6 月底，公司总股本 111.95 亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 46.26%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

截至 2015 年 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 个控股子公司。

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

截至 2015 年 6 月底，公司（合并）资产总额 858.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益 50.47 亿元）250.95 亿元；2015 年 1~6 月，公司合并口径实现营业收入 45.14 亿元，利润总额 7.08 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、本期中期票据概况

公司计划于 2015 年注册总额度为 28 亿元的中期票据，计划 2015 年度第一期发行 14 亿元（以下称“本期中期票据”），期限 5 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权）即公司有权决定在本期中期票据存续期的第 3 年末调整本期中期票据后 2 年的票

面利率，调整后的票面年利率为本期中期票据存续期前 3 年票面年利率加上或减去调整基点，在存续期后 2 年固定不变；公司将于本期中期票据第 3 个计息年度付息日前的第 10 个工作日刊登关于是否调整本期中期票据票面利率以及调整幅度的公告，公司做出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据；投资者选择将持有的本期中期票据全部或部分回售给公司，须于公司调整票面利率公告日起 5 个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有本期票据并接受上述调整。

本期中期票据偿还方式为每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息，本期中期票据募集资金全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

增长 9.2%。

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

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

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

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

四、行业经济环境

(一) 煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料,煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%,大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主,煤炭、天然气为辅,水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为:北富南贫,西多东少,除上海以外其它各省区均有分布,但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区,地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部,是中国煤炭资源集中分布的地区,其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国

南方,煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省,合计占全国基础储量的 7.96%。此外,新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区,目前该地区勘探程度较低,其基础储量占全国的 6.63%。

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

竞争格局

长期以来,中国煤炭产业是分散型产业,存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展,造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后,随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软,煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇,中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针,并陆续出台了相关配套政策,随着资源整合的推进,近年中国煤炭行业集中度持续提升,2012 年,中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量 14.62 亿吨,占当年全国煤炭总产量的 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平,市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行,业内企业经营压力普遍增大,2014 年出现行业性大面积亏损,部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流,甚至直接退出市场。在明确的政策预期下,资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇,中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2014年度煤炭总供给表观过剩量达4.04亿吨。

煤炭价格

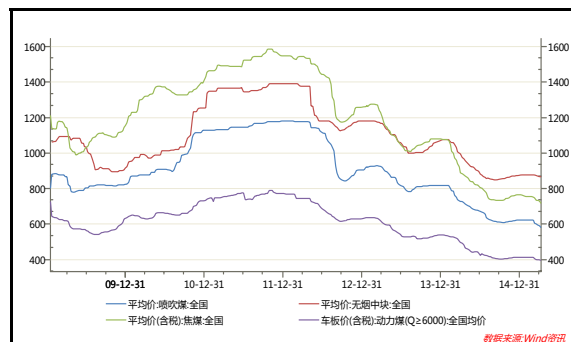
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

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

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

来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2014年和2015年3月的财务报表看，大中型企业基本

处于亏损（微利）状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

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

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

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

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧

共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

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

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

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。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求

将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

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

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深

度调整,行业供给及新增产能已开始逐步缩减,未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小,联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

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

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

(二) 电力行业

1. 发电行业运行概况

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

近年中国电源投资结构不断优化,清洁能源投资占比明显提高。2014年,全国电源基本建设完成投资3646亿元,同比下降1.91%;其中,水电完成投资960亿元,同比下降22.95%,所占比重为26.33%,与上年同期相比减少7.19个百分点。火电完成投资952亿元,同比上升2.59%;所占比重为26.11%,与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元,同比下降6.57%;所占比重为15.61%,与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993亿元,同比上升57.40%;所占比重为27.24%,与上年同期相比上升10.27个百分点,主要受价格政策调整影响,2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象,尤其是海上风电项目,全国风电投资增长迅速。2014年,水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%,较上年增长0.02个百分点。

2008年以来,国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右,较前两年明显回落,水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓,截至2014年底,全国发电装机容量136019万千瓦,同比增长8.7%。从结构看,火电91569万千瓦(含煤电82524万千瓦、气电5567万千瓦),同比增长5.9%,占全部装机容量的67.4%,比重同比降低1.7个百分点;水电装机容量30183万千瓦,同比增长7.9%;核电装机容量1998万千瓦,同比增长36.1%;并网风电装机容量9581万千瓦,增长25.6%,并网太阳能装机容量2625万千瓦,增长67%。清洁能源装机容量增幅较快,截至2014年底,全年基建新增发电装机容量10350万千瓦,同比增加128万千瓦,其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦,占比55.27%。

图3 2010~2014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

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时,同比增长3.6%。其中,火电发电量41731亿千瓦时,同比下降0.7%,占全国发电量的75.2%;受较好的地区汛期来水情况影响,水电发电量1.07万亿千瓦时,首次超过1万亿千瓦时,同比增上19.7%。2014年,受电力消费增速放缓影响,全年发电设备平均利用小时数为4286小时,同比下降235小时。其中,水电设备平均利用小时3653小时,同比增加293小时;在水电发电量快速增长影响下,火电设备平均利用小时数为4706小时,同比下降314小时;核电设备平均利

用小时数7489小时，同比降低385小时；风电设备平均利用小时数1905小时，同比降低120小时。

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

2015年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

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

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2014年，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，价格下滑，

煤价持续走低，这一趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

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

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

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、风电等清洁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。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质分析

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2015年6月底，公司总股本111.95亿股，永泰控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例46.26%，公司实际控制人为王广西、郭天舒夫妇。

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2015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2015年6月底，下属子公司隰县华鑫煤焦有限公司和山西瑞德焦化有限公司分别在山西临汾地区隰县和浮山县拥有详查资源储量为15401万吨和18327万吨的焦煤、贫瘦煤探矿权；下属子公司陕西亿华矿业开发有限公司（以下简称“亿华矿业”）拥有动力煤保有储量11.44亿吨，生产规模为600万吨/年；下属子公司新疆双安煤矿拥有气煤权益保有储量4456万吨，生产规模为120万吨/年；下属子公司呼伦贝尔天厦矿业有限公司在内蒙古呼伦贝尔牙克石地区拥有动力煤保有储量3.21亿吨。

公司全资子公司华熙矿业和银源煤焦以及控股子公司康伟集团均具有煤炭资源兼并重组整合主体资格，使得公司在获取煤炭资源方面具有较强的优势。2015年2月，公司完成非公开增发募集资金约100亿元，资本金实力显著增强。

为了发展电力产业布局，推进能源领域多元化产业转型战略实施，形成新的业绩增长点，提升公司持续盈利能力，公司收购了华兴电力股份公司（原三吉利）53.125%股权。华兴电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务，控股装机容量491万千瓦，已取得国家相关部门核准开工的在建的和取得“路条”进行前期工作的装机容量412万千瓦，总装机容量903万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省。其中裕中能源运营两台100万千瓦、两台30万千瓦以及两台13.5万千瓦燃煤机组，另有两台66万千瓦燃煤机组扩建项目已获得核准，目前此项目正在建设中；沙洲电力运营两台63万千瓦燃煤机组，另有两台100万千瓦燃煤电机组已获得核准，目前该项目也在建设中；张家港电力运营两台39万千瓦燃气机组，另有两台40万千瓦燃气机组尚待核准。上述收购构成

上市公司重大资产重组，已于 2015 年 5 月 11 日完成股权过户。

综合来看，公司进入煤炭行业时间较短，煤炭生产规模快速提升，随着在建技改矿井的陆续投产，公司有望进入稳定的投资回收期，规模优势得以进一步巩固，另外随着公司业务扩展至电力生产及燃料油配送领域，公司业务向煤电产业化延伸有助公司抵御煤炭单一行业风险。

3. 人员素质

由于业务范围发生较大变化，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 52 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，公司子公司华熙矿业有限公司（原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、总经理常胜秋先生，现年 49 岁，曾任中煤第五建设公司副总工程师、安监局副局长，中煤建设集团有限公司副总工程师、安监局副局长，公司子公司华熙矿业有限公司总工程师、公司子公司山西康伟集团有限公司总经理、公司子公司灵石银源煤焦开发有限公司董事长；现任本公司董事、总经理，公司子公司华瀛石油化工有限公司董事长。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 8794 人，其中生产人员占 81.43%，技术人员占 4.26%，销售人员占 1.02%，行政人员占 11.44%，财务人员占 1.84%；从文化程度看，中专（含高中）及以下学历占 88.94%，大专学历占 7.94%，本科及以上学历占 3.13%。

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公司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保有储量 5.07 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拥有焦煤保有储量 1.71 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，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明显的优势。

2013 年 1 月 8 日，公司全资子公司华熙矿业有限公司（原华瀛山西能源投资有限公司）接到国土资源部《中标通知书》，确定华熙矿业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，煤层厚度适中，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，公司煤炭开采成本较低，在行业内具备一定相对竞争优势。

六、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。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。

另外华兴电力自 2015 年 5 月并入公司合并报表以来，在维持其原管理层稳定的情况下公司对华兴电力董、监事进行了改选，未来电力板块业务有待进一步整合。

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. 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、第二十二次会议和 2015 年第四次临时股东大会，审议通过了有关收购北京三吉利能源股份有限公司（以下简称“三吉利公司”，后更名为“华兴电力股份公司”，以下简称“华兴电力”）53.125% 股权的重大资产购买事项相关议案。截至目前，

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

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

2. 收购徐州垞城电力有限责任公司 44.75%股权

2015 年 5 月 9 日，公司公告收购江苏省能源投资有限公司持有的徐州垞城电力有限责任公司（以下简称“垞城电力”）44.75%股权，股权转让双方计划利用垞城电力所拥有的机组关停容量指标和煤炭替代量指标在江苏徐州沛县共同建设 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。本次股权收购事项尚需履行相应的国有资产转让批准手续。

3. 非公开定向增发预案

公司于 2015 年 8 月 7 日召开董事会，通过公司关于 2015 年度非公开发行的预案。本次非公开发行尚需获得公司股东大会的批准和中国证监会的核准。

本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 150 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将计划用于：（1）以 60 亿元投资张家港沙洲电力有限公司建设 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；（2）以 36 亿元投资周口隆达发电有限公司建设 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目；（3）以 14 亿元投资上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）与感知集团有限公司合资组建感知科技有限公司；（4）以不超过 40 亿元偿还公司和子公司的债务。本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以银行贷款、自有资金或

其他方式自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法律法规的程序予以置换。

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

八、经营分析

1. 经营概况

2012~2014 年，公司煤炭经营规模呈波动增长的趋势，近三年公司营业收入年均复合增长 1.25%。2014 年，公司实现营业收入 79.12 亿元，同比下降 19.62%，收入下降的主要原因系企业进行煤炭业务结构调整，增加原煤销量业务，大幅减少洗精煤业务所致；实现利润总额 6.39 亿元，同比下降 29.52%。公司煤炭采选实现收入 55.52 亿元，占营业收入比为 70.46%；煤炭贸易收入 22.45 亿元，占营业收入比为 28.49%。

从盈利情况看，2012~2014 年公司主营业务毛利率波动下降的趋势。主要系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，生产成本有所下降，煤炭业务盈利能力有所提高，2014 年毛利率达到 40.72%，较 2013 年的 31.29%上升 9.52 个百分点。2014 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。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有所下降，公司整体业务的盈利能力相比 2013 年有所上升。

2015 年 1~6 月，公司经营情况稳定，主营业务收入 44.93 亿元，其中，煤炭贸易业务实现收入 3.62 亿元，煤炭采选业务实现收入 26.94 亿元。公司继续优化产品结构，提供更好的原

煤来稳定价格并逐渐剥离洗精煤业务，煤炭采选业务毛利率持续提升，但是由于电力业务被并入合并报表，电力收入占公司主营业务收入比重较大。2015 年 5-6 月，公司共实现电力收入 13.91 亿元，而电力业务毛利率相比较煤炭采选业较低，所以公司整体的毛利率受到一定影响，但公司整体业务的毛利率相比 2014 年有

所上升。2015 年 1-6 月公司主营业务收入毛利率为 46.28%。

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

表 1 2012~2015 年 6 月公司主营业务收入构成情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 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	229572.21	3.11	299023.51	1.09	224519.29	6.87	36195.06	2.34
煤炭采选	538268.94	57.17	664548.09	45.45	555159.29	54.97	269417.22	59.06
其他	2542.90	37.85	17358.39	9.42	8348.22	3.93	4607.12	6.07
电力	--	--	--	--	--	--	139106.88	34.27
合计	770384.05	41.00	980929.99	31.29	788026.80	40.72	449326.28	46.28

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。2014 年公司煤炭采选收入合计 55.52 亿元，占营业收入的 70.46%。2015 年 1~6 月，公司煤炭采选收入合计 26.94 亿元，为 2014 年煤炭板块收入的 48.52%，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略低于 2014 年同期。

近几年公司煤炭销量上升快，2014 年公司

实现原煤产量 1141.63 万吨，同比增长 5.60%，同期煤炭销量 1016.36 吨，同比增长 67.44%；2014 年洗精煤产量 85.47 万吨，同比减少了 80.95%，同期洗精煤销量为 81.86 万吨，同比减少 81.65%。洗精煤产量和销量大幅下降的原因主要是公司逐渐剥离洗精煤业务所致。2015 年 1~6 月，公司生产原煤 550.04 万吨，占 2014 年全年水平的 48.18%；同期原煤销量 561.67 万吨，占 2014 年全年水平的 55.26%。

表 2 2012~2015 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		2015 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	293.00	641.16	607.00	554.09	1016.36	583.35	561.67	566.12
洗精煤	406.00	1088.1	446.00	989.25	81.86	691.91	25.58	660.47

资料来源：公司提供

注：表中价格为含税价。

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

商品煤价格方面，2014 年公司原煤销售均价分别为 583.35 元/吨，同比上升 5.28%，洗精

煤销售均价为 691.91 元/吨，同比下降 30.05%，公司的主要业务是原煤销售，公司原煤质量好，价格保持稳定。

2015 年 1~6 月，公司原煤销售价格保持稳定，精煤价格持续下降，商品煤销售结构仍以原煤为主。

表3 2012~2015年6月生产指标情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年 1~6月
整体机械化程度(%)	85	95	95	95
采煤机械化程度(%)	100	100	100	100
掘进机械化程度(%)	100	100	100	100
全员效率(吨/工)	7.47	8.78	9.62	9.59
死亡率(人/百万吨)	0	0	0	0

资料来源：公司提供

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2014年整体毛利率较2013年有所回升；2015年1~6月，公司原煤价格保持稳定，但洗精煤价格进一步下跌，公司持续进行煤炭产品结构调整，公司煤炭采选毛利率有所提升。

电力业务

公司电力业务经营主体为控股子公司华兴电力股份公司；截至2015年6月底，公司持股比例为63.125%，为其实际控制人。

华兴电力下属企业电力生产主要包括燃煤发电、燃气发电两类，其中燃煤发电采用燃煤作为一次能源，通过送煤、燃烧、锅炉蒸汽、汽轮机带动发电机、输配电等环节，即煤粉燃烧加热锅炉使锅炉中的水变为水蒸汽，利用蒸汽推动汽轮机发电，公司主要可控燃煤机组装机容量为413万千瓦；燃气发电主要产品为电力，采用天然气作为一次能源，通过燃气——蒸汽联合循环发电机组发电，公司可控燃气机组装机容量为78万千瓦。公司控股装机总容量491万千瓦。另外公司已取得国家相关部门核准开工的在建的和取得“路条”进行前期工作的装机容量412万千瓦，总装机容量903万千瓦，资产主要分布在河南、江苏两省。其中裕中能源运营两台100万千瓦、两台30万千瓦以及两台13.5万千瓦燃煤机组，另有两台66万

千瓦燃煤机组扩建项目已获得核准，目前此项目正在建设中；沙洲电力运营两台63万千瓦燃煤机组，另有两台100万千瓦燃煤发电机组已获得核准，目前该项目也在建设中；张家港电力运营两台39万千瓦燃气机组，另有两台40万千瓦燃气机组尚待核准。

表4 截至2015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	燃煤机组	2007年1月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	30		2007年7月	
	100		2012年3月	
	100		2012年7月	
沙洲电力	63		2006年3月	
	63		2006年8月	
周口隆达	13.5		2003年8月	
	13.5		2004年3月	
张家港电力	39	燃气机组	2005年6月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	39		2006年1月	
总计	491	--	--	--

资料来源：公司提供

1) 电力生产与销售

华兴电力的电力业务收入分别来自火力发电收入和天然气发电收入。2012~2014，华兴电力电力总收入分别为105.49亿元、100.68亿元和90.26亿元，其中火力发电收入分别为80.83亿元、87.25亿元和77.95亿元，火力发电占比较高，是华兴电力电力业务板块主要收入来源。2015年5~6月，华兴电力电力业务收入总计13.91亿元，其中火力发电收入10.92亿元。

近三年，华兴电力天然气发电销售价格稳步上升，从2012年0.5813元/千瓦时至2014年0.6060元/千瓦时，2015年销售价格进一步上升至0.6900元/千瓦时。同期火力发电销售价格有所微降，2012-2014年，火力发电销售价格分别是0.4648元/千瓦时、0.4467元/千瓦时和0.4407元/千瓦时；2015年火力发电销售价格有所回升至0.4516元/千瓦。销售价

格总体保持稳定。

表5 华兴电力电力业务收入结构
(单位: 亿元、%、元/千瓦时)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5-6 月
天然气发电的收入	24.66	13.43	12.31	2.99
火力发电的收入	80.83	87.25	77.95	10.92
天然气发电销售价格	0.5813	0.5853	0.6060	0.6900
火力发电销售价格	0.4648	0.4467	0.4407	0.4516
天然气发电业务毛利率	22.99%	18.20%	14.56%	7.45%
火力发电业务毛利率	17.52%	25.26%	28.72%	34.62%

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表

由于天然气成本持续增加, 2012-2014 年华兴电力天然气发电业务毛利率不断下降, 从 2012 年 22.99%大幅下降至 2014 年 14.56%。2015 年天然气发电毛利率继续下降至 7.45%。同期由于煤炭价格不断下跌, 火力发电成本不断下降, 火力发电业务毛利率不断上升, 从 2012 年 17.52%大幅上升至 2014 年 28.72%, 2015 年的火力发电毛利率进一步上升至 34.62%, 火力发电业务收入对电力收入贡献突出。

随着江苏和河南经济的不断发展, 相对应的用电需求也有所增长, 近三年华兴电力上网电量波动增长。2012~2014 年, 华兴电力发电量分别为 207.51 亿千瓦时、236.18 亿千瓦时和 209.23 亿千瓦时, 售电量分别为 197.08 亿千瓦时、224.28 亿千瓦时和 198.73 亿千瓦时, 2013 年发电量增长突出。同期, 华兴电力发电机组运行效率也相应波动增长, 三年分别为 4226.26 小时、4810.15 小时和 4261.21 小时。2015 年 5-6 月, 华兴电力实现发电量 36.84 亿千瓦时, 上网电量 35.90 亿千瓦时。公司平均利用小时数为 766.64 小时, 占 2014 年总数的 17.99%。总体看, 公司机组运转效率较高。

表6 华兴电力主要发电指标
(单位: 亿千瓦时、小时、%、克/千瓦时、元/千瓦时)

指标	2012	2013	2014	2015 年 5-6 月
发电量	207.51	236.18	209.23	36.84
上网电量	197.08	224.28	198.73	35.90
发电设备平均利用小时	4226.26	4810.15	4261.21	766.64
综合厂用电率	5.85	5.38	5.33	5.15
供电标准煤耗	316.90	310.79	310.29	306.46
平均上网电价	0.4648	0.4467	0.4407	0.4516

资料来源: 公司提供

注: 电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表

发电效率方面, 随着近年来发电量的逐步提高、机组技术改造的推进以及机组运行方式的优化, 华兴电力综合厂用电率逐步下降。2014 年, 华兴电力综合厂用电率为 5.33%, 同比下降 0.05 个百分点; 供电标准煤耗为 310.29 克/千瓦时, 同比下降 0.50 克/千瓦时。2015 年 5-6 月, 华兴电力综合厂用电率进一步下降至 5.15%, 供电标准煤耗降至 306.46 克/千瓦时。总体看, 华兴电力发电效率呈提高趋势。

上网电价方面华兴电力上网电价有所下降。2012-2014 年华兴电力平均上网电价分别为 0.4648 元/千瓦时、0.4467 元/千瓦时和 0.4407 元/千瓦时。2015 年 5-6 月, 华兴电力平均上网电价有所上升至 0.4516 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, 上报华兴电力股份公司, 经华兴电力股份公司经比价平台确认价格合理后予以批准采购。因近年煤炭销售形势不佳, 电厂处于强势地位, 煤炭采购一般不采取预付款的方式, 一般采用后付款方式。

2012-2014 年华兴电力采购煤炭总量分别为 500.82 万吨、627.46 万吨和 562.55 万吨, 其

中 2015 年 5-6 月共采购煤炭 90.88 万吨。同期受煤炭行业的低迷和华兴电力采购策略的影响,煤炭采购价格不断下降,从 2012 年 819.93 元/吨下降至 2014 年 599.58 元/吨,2015 年 5-6 月采购煤炭价格进一步下跌至 433.16 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,公司采购成本的降低有望进一步得到稳固。

表 7 华兴电力主要燃煤采购指标

(单位:万吨、元/吨)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 5-6 月
煤炭采购总量	500.82	627.46	562.55	90.88
煤炭采购平均单价	819.93	689.73	599.58	433.16

资料来源:公司提供

注:电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表

华兴电力煤炭主要来源于附近较大煤炭产业基地以及市场采购。截至 2014 年底,华兴电力主要的煤炭供应商分别为郑州煤电股份有限公司、郑州煤炭工业(集团)有限公司、河南华能物资贸易有限责任公司、陕西省煤炭运销集团有限责任公司黄陵分公司和河南永锦能源有限公司。华兴电力对以上五家供应商采购金额共计 19.10 亿元,成本占比 34.38%。

表 8 2014 年华兴电力煤炭采购主要 5 大供应商

(单位:亿元)

	供应商	采购物品	金额	成本占比
1	郑州煤电股份有限公司	燃煤	8.09	14.56%
2	郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	燃煤	5.39	9.70%
3	河南华能物资贸易有限责任公司	燃煤	2.77	4.99%
4	陕西省煤炭运销集团有限责任公司黄陵分公司	燃煤	1.53	2.75%
5	河南永锦能源有限公司	燃煤	1.32	2.38%
合计	--	--	19.1	34.38%

注:电力业务自 2015 年 5 月并入公司合并报表。

资料来源:公司提供

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要的不断增加,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;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,煤炭贸易的收入增减直接影响

着主营业务收入的变化，但随着电力业务被纳入合并范围，煤炭贸易业务占比正逐渐减少。

表 9 2012~2015 年 6 月煤炭贸易量和收入情况

项目	2012 年	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月份
煤炭贸易 (万吨)	266	330	247	46
煤炭贸易 收入(亿元)	22.96	29.90	22.45	3.62

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 2014 年底，公司主要的上游客户为山煤国际上海销售公司、九兴能源实业有限公司等，上游客户结算方式主要为银行承兑汇票，平均账期在 3-6 个月，公司上游客户前五大占比为 57.51%。

截至到 2014 年底，公司主要的下游客户为：晋中晋煤煤炭销售有限公司、山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司、江苏中润华能能源发展有限公司、江苏西电能源燃料有限公司等。下游客户的结算方式主要为银行承兑汇票，平均账期在 3-6 个月，下游客户前五大占比为 92.63%，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3.08次、15.65次和0.22次。2014年上述三项指标分别为1.70次、9.46次和0.16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 2015 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、孟子峪巷道建设项目、陕西榆林海则滩项目和燃料油调和配送中心及配套码头项目，项目总投资 224.96 亿元，截至 2015 年 6 月底已投资 25.80 亿元，2015 年 6~12 月预计投资 30.58 亿元，2016~2017 年预计投入 74.38 亿元。整体看，公司未来存在资本支出压力较大，为了解决公司未来资本支出压力较大的需求，公司计划实施新一次总额为 150 亿元的非定向增发事宜，若此次增发成将会极大缓解公司资本支出压力。

表 10 截至 2015 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 2015 年 6 月已投入	2015 年 6-12 月投资额	2016 年
陕西榆林海则滩项目	490000	前期规划阶段	36012	1000	110000
贵州页岩气项目	43700	勘探阶段	25980	17720	--
孟子峪巷道建设项目	37650	建设	5065	4347.5	7530
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	515000	建设	12900	120000	230000
江苏沙洲电厂二期 2*1000MW 扩建工程	826700	建设	110800	120000	300000
燃料油调和配送中心及配套码头项目	303238	建设	56275	20742	96229
张家港华兴热管网工程	33300	前期工程准备	11000	22000	--
合计	2249550	--	258032	305810	743759

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,华瀛石化项目仍存在大额投资规划,仍将保持一定的外部融资需求,债务负担或将进一步加重,通过资本市场直接融资将成为公司优化资本结构的重要渠道。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供的 2012~2014 年财务报表经山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年,公司合并报表范围新增子公司 3 家,分别是公司收购的山西中信泰和能源投资有限公司、澳大利亚永泰能源有限责任公司和新设立的山东润

泰能源发展有限公司,另外沁源县康泰煤化工有限公司被出售,不再纳入公司财务报表合并范围,合并范围变化对财务报表数据可比性影响小。

公司提供的 2015 年 6 月财务报表未经审计。截至 2015 年 6 月底,公司合并报表范围新增子公司 2 家,分别是华兴电力股份有限公司和华瀛石油化工有限公司,此次合并范围的变化对公司影响较大,公司资产总额、负债和所有者权益都大幅增加。

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

截至 2015 年 6 月底,公司(合并)资产总额 858.69 亿元,所有者权益(含少数股东权益 50.47 亿元) 250.95 亿元;2015 年 1~6 月,公司合并口径实现营业收入 45.14 亿元,利润总额 7.08 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年,公司资产总额稳定增长,年均复合增长 10.64%,主要是应收账款、预付款项和在建工程增加所致。截至 2014 年底,公司资产总额为 521.09 亿元,同比增长 9.44%,其中流动资产占 27.17%,非流动资产占

72.83%，资产构成符合行业特点。

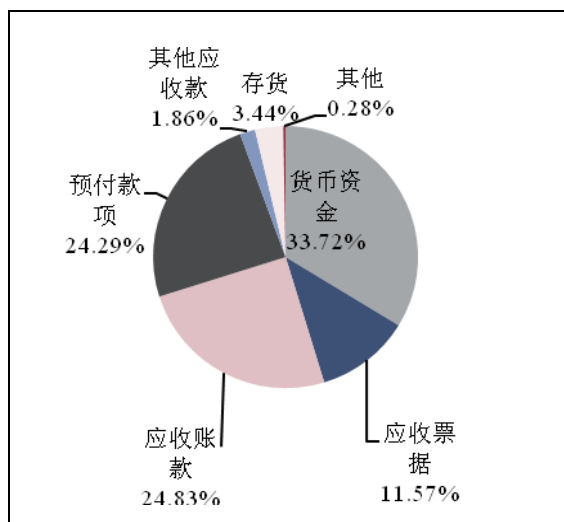
截至 2014 年底，公司流动资产总额为 141.56 亿元，同比增长了 1.10%，主要由货币资金（占 33.72%）、应收票据（占 11.57%）、应收账款（占 24.83%）、预付款项（占 24.29%）、其它应收款（占 1.86%）和存货（占 3.44%）构成。

流动资产

2012~2014 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 31.65%。截至 2014 年底，公司货币资金合计 47.73 亿元，同比下降 28.50%，主要是公司通过自有资金收购所属煤矿少数股东权益和支付预付款项所致。

2012~2014 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 51.42%；截至 2014 年底，应收票据合计 16.38 亿元，同比增长 40.27%。同时受货币资金大幅度下降影响，现金类资产占流动资产比例下降至 45.29%，公司受限货币资金为 25.94 亿元，资产流动性有所弱化，受限资金占流动资产比例 18.32%。

图 4 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 46.59%。2014 年底公司应收账款净额 35.15 亿元，同比增长 18.43%。按账龄分析法计提坏账准备，公司共计提 0.53 亿元坏账准备，其中，1 年以内款项占比 64.20%，1~2 年款

项占比 11.46%，2 年以上的占 24.34%，计提比例 1.48%，计提比例偏低。

2012~2014 年，公司预付账款快速上升，年均复合增长 54.53%。截至 2014 年底，公司预付款项合计 34.38 亿元，同比上升了 104.29%。主要为预付股权收购款增加所致。

2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少 13.44%。截至 2014 年底，公司其他应收款合计 2.64 亿元，同比下降 40.61%，主要为往来款和信托租赁保证金。下降原因系本期收回前期往来款项。

2012~2014 年，公司存货波动增长，年均复合增长 25.66%。截至 2014 年底，公司存货账面价值合计 4.87 亿元，同比降低了 3.64%。存货中原材料占 26.36%，库存商品占 72.41%，公司未对存货计提跌价准备，考虑到 2015 年煤炭价格持续下行，公司存货未来存在一定跌价风险。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产总额 193.10 亿元，相比 2014 年底增长了 36.41%，主要系货币资金、应收账款、其他应收款和其他流动资产的快速增长。

截至 2015 年 6 月底，公司货币资金 100.39 亿元，相比 2014 年底增长 110.32%。增长主要原因系公司本期非公开发行的募集资金到位；同期应收账款为 44.76 亿元，相比 2014 年底增长 27.35%。

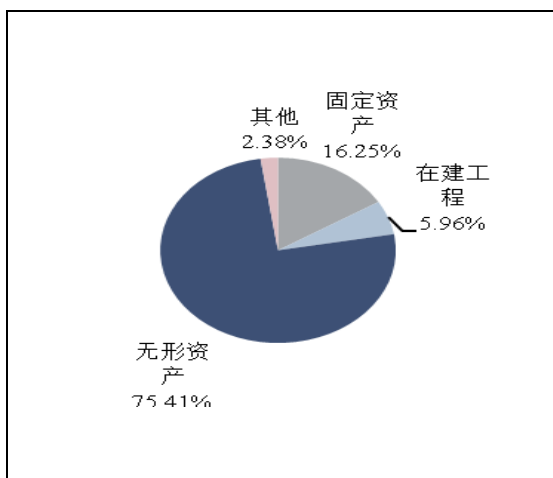
截至 2015 年 6 月底，公司其他应收款为 14.57 亿元，相比 2014 年底增长 452.48%。公司其他应收款主要为煤矿整合保证金、安全抵押金及融资业务保证金。另外，预付款项规模大幅度降低，主要系前期预付股权收购款转入长期股权投资所致上升。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 16.67%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额 379.54 亿元，同比增长 12.91%，主要由固定资产（占 16.25%），在建工程（占 5.96%）和无形资产（占 75.41%）构成，资产构成保持稳定，其中，无形资产主要是采矿权。

公司各项科目随公司投资支出稳步增长。

图5 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年6月底，公司资产合计858.69亿元。其中非流动资产合计665.59亿元，较2014年底增长75.37%，主要系合并范围变化导致固定资产、无形资产、商誉和长期股权投资大幅增长所致。其中，无形资产增加主要系公司于2015年3月收购山东泰达能源有限公司股权新增页岩气探气权增加，商誉增加的主要原因系本期华瀛石化纳入合并范围导致合并商誉增加32.17亿元所致。

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

3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动减少，年均复合降低10.68%，主要来自于少数股东权益的减少。截至2014年底，公司所有者权益合计136.53亿元，同比上升了1.74%，其中，归属于母公司所有者权益合计99.69亿元，同比增长1.40%，主要是实收资本和未分配利润增加所致。实收资本的增加主要是因为资本公积转增资本所致。另外少数股东权益合计36.84亿元，

同比增长2.66%。

截至2015年6月底，公司所有者权益合计250.95亿元，较2014年底增长83.80%，所有者权益快速增长的原因系实收资本和资本公积的增加。截至2015年6月底，实收资本合计111.95亿元，相比2014年底增长了216.67%。增长原因是本期非公开发行增加股份和实施利润分配方案所致。另外资本公积合计为69.21亿元，相比2014年底增长了46.89%。其变动原因是本期非公开发行资本溢价和实施利润分配方案所致。其中，归属于母公司所有者权益合计200.48亿元，少数股东权益合计50.47亿元，相比2014年底分别增长了101.10%和37.00%。截至2015年6月底，公司所有者权益构成中，实收资本、资本公积及未分配利润分别占比44.61%、27.58%和6.66%。

整体看，公司所有者权益稳定性良好。

负债

2012~2014年，公司负债总额快速增长，年均复合增长22.91%。截至2014年底，公司负债合计384.56亿元，同比增长12.46%，增长主要来自应付债券（同比增长了87.07%），主要系新发行的融资债券所致。

2012~2014年，公司流动负债年均复合增长25.72%。截至2014年底，公司流动负债规模继续扩大，合计214.57亿元，较2013年底上升了7.01%，主要是一年内到期的非流动负债和其他应付款上升所致。其中短期借款占比42.30%、应付账款占比5.39%、一年内到期的非流动负债占比34.34%。

2012~2014年，公司短期借款快速增长，年均复合增长19.36%。截至2014年底，公司短期借款合计90.74亿元，较2013年底下降了23.71%，主要为保证及信用借款。

2012~2014年，公司应付账款快速增长，年均复合增长17.93%。截至2014年底，公司应付账款合计11.56亿元，较上年底增长0.39%。

2012~2014年，公司应付票据快速增长，年均复合增长17.93%。截至2014年底，公司的应

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

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 49.97%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 73.68 亿元，较上年底增长 44.50%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 19.61%。2014 年，公司非流动负债 170.00 亿元，其中长期借款占比 10.31%、应付债券占比 76.15%、长期应付款 12.88%。

2012~2014 年，公司长期借款快速下降，年均复合降低 48.88%。截至 2014 年底，公司长期借款合计 17.53 亿元，同比下降 59.67%；2012~2014 年，公司长期应付款年均复合减少 14.07%，2014 年公司长期应付款合计 21.90 亿元，同比下降了 20.77%。其中 7.91 亿元为金融租赁融资款，剩余为应付资源价款。

2012~2014 年，公司应付债券年均复合增长 148.90%。2014 年，公司应付债券合计 129.45 亿元，同比增长 87.07%，主要是 2012 年一二期公司债券、2013 年公司债券和 2014 年一二期公司债券。

截至 2015 年 6 月底，负债合计 607.74 亿元，较 2014 年底增长 58.03%。负债大幅增长的主要原因系合并范围的变化所致。其中，公司流动负债合计为 273.03 亿元，占比总负债 44.93%，相比 2014 年底，占比有所降低。

有息债务方面，2012~2014 年，公司债务规模不断扩大。有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 341.43 亿元。其中，公司短期债务为 186.54 亿元，同比上升了 7.35%，占全部债务的 54.63%；长期债务为 154.89 亿元，同比增长 22.96%。公司债务负担较重，短期债务占比高，债务结构有待改善。

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

2015 年由于公司财务报表合并范围的变化，公司的有息债务大幅增加。截至 2015 年 6 月底，公司短期债务合计 227.59 亿元，长期债务合计 315.63 亿元，短期债务占全部债务比例为 41.90%。受益于非公开定向增发导致公司权益规模大幅上升，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别下降至 68.40%和 70.78%，但受公司合并范围的改变，公司长期有息债务大幅增加，长期债务资本化比率上升至 55.71%。

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

4. 现金流分析

从经营活动看，近三年公司经营活动现金流入波动减少，年均复合减少 2.59%。2014 年公司当期经营活动现金流入同比减少 23.97%，为 79.35 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 74.63 亿元；近三年，公司经营活动现金流出年均复合减少 3.45%，2014 年为 59.55 亿元，同比增长幅度为 29.08%，其中支付其他与经营活动有关的现金 5.82 亿元，主要为支付的往来款、管理费用和销售费用。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额波动增长，年均复合增长 0.13%。2014 年经营活动现金流量净额同比降低 2.91%，达到 19.80 亿元。近三年公司收入实现质量逐渐降低，2014 年为 94.33%。

从投资活动来看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，三年净流出的复合下降率为 16.58%，2014 年投资活动现金流出量达到 53.32 亿元，主要是当期投资支付股权收购款的现金大幅增长。近年来，由于公司在能源领域的快速扩张，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，2014 年筹资活动现金流入量合计 319.73 亿元。2013 年公司筹资活动现金流出量合计 299.90 亿元。

2015 年 1~6 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金合计 39.98 亿元，现金收入比为 88.58%，较 2014 年收现能力有所下降；公司经营活动现金流量净额为 12.34 亿元；同期投资活动现金流出合计 75.88 亿元，主要系投资活动支付的现金。投资活动现金流量净额合计 -74.80 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 95.57 亿元，筹资活动现金流出合计 191.07 亿元，主要为本期偿还到期贷款及融资租赁款。

总体看，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。

5. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 1.25%。2014 年受煤炭行业景气度低迷因素影响，公司营业收入出现一定程度下降，2014 年公司营业收入快速下降。2014 年公司实现营业收入 79.12 亿元，同比降低了 19.62%；营业成本合计 46.94 亿元，同比降低了 30.56%，受益于产品结构调整和减员增效，公司营业成本降幅速率大于营业收入降低速率，营业利润率较 2013 年有一定程度回升。

2012~2014 年，公司期间费用快速增长，三年分别为 16.33 亿元、20.03 亿元和 27.06 亿元，占营业收入比分别为 21.16%、20.35%和 34.20%。2014 年公司财务费用大幅上升至 22.90 亿元，同比增长 62.12%，主要是因为本

期融资规模增大导致借款利息支出增加所致。同时受营业收入降低影响，公司期间费用率上升至 34.20%，费用控制能力有待改善。

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

2012~2014 年，公司利润总额快速下降，年均复合减少 38.73%。2014 年，公司实现利润总额 6.39 亿元，同比下降 29.52%；实现净利润 4.84 亿元，同比下降 22.89%。

盈利指标方面，受煤炭行业景气度低的影响，近三年公司盈利指标波动下滑，2014 年公司营业利润率回升至 38.31%，总资本收益率为 5.47%，净资产收益率下降至 3.55%。

2015 年 1~6 月，公司营业收入为 45.14 亿元，受益于合并范围的变化，公司营业收入同比有所提升，占 2014 年全年营业收入的 57.05%。受益于商品煤结构调整和电力业务的高盈利能力，公司盈利能力继续提高，营业利润率上升至 42.35%。2015 年 1~6 月公司期间费用为 15.28 亿元，占比较 2013 和 2014 年大幅上涨，主要系合并范围变化和对外借款增加导致财务费用增长所致，当期实现利润总额 7.08 亿元。

总体看，2014 年公司收入规模有所降低，商品煤结构调整导致营业利润率有所回升，但受财务费用急速增长影响，2014 年利润总额有一定程度的下降。煤炭行业景气低迷环境下，公司整体盈利能力持续维持较低水平。但随着 2015 年华兴电力股份有限公司被纳入合并范围，受益于盈利能力较强的电力业务，公司 2015 年 1-6 月份营业收入和利润总额都有大幅上升，公司盈利状况有所改善。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公

司流动比率和速动比率呈快速下降趋势。截至 2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 65.97% 和 63.70%；2015 年 6 月底分别为 70.72% 和 69.29%。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比波动上升，三年分别为 14.55%、10.17% 和 9.23%。截至 2014 年底，公司现金类资产合计 64.12 亿元，剔除受限货币资金 25.94 亿元，为同期短期债务的 0.21 倍。截至 2015 年 6 月底，公司现金类资产合计 111.88 亿元，剔除受限货币资金 45.49 亿元，占货币资金总额的 45.31%，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 0.29 倍。公司存在一定的短期支付压力。

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 35.84 亿元、30.81 亿元和 35.68 亿元；全部债务/EBITDA 波动上升，三年分别为 5.63 倍、9.73 倍和 9.57 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 2.16 倍、1.61 倍和 1.60 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 6 月底，公司对外担保 28.44 亿元，占当期公司所有者权益的 11.33%。对外担保的主要原因系 1) 2015 年 4 月，公司办理完成永泰运销集团 100% 股权转让事项，为此将公司对永泰运销集团担保金额 159000 万元从“公司对子公司担保”转为“公司对外担保”；2) 2015 年 4 月，公司完成对华兴电力控股股权的收购，华兴电力对原股东的担保金额为 24000 万元，对原参股企业担保金额为 101400 万元，在公司收购完成后上述担保转为“公司对外担保”。

截至 2015 年 6 月底，公司及子公司（合并口径）共获得银行授信总额 553.03 亿元，未使用额度 159.74 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。

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 2015 年 7 月 31 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、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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 14 亿元，用于偿还银行借款，占 2015 年 6 月底全部债务的 2.58%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.78% 和 68.40%，以公司 2015 年 6 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 72.41% 和 68.95%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能低于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量持续上升，分别为 83.64 亿元、104.37 亿元和 79.35 亿元，分别是中期票据发行额度的 5.97 倍、7.46 倍和 5.67 倍，对本期中期票据保障能力强。

2012~2014 年，公司经营活动现金净流量波动增加，分别为 19.75 亿元、20.39 亿元和 19.80 亿元，分别是本期中期票据发行额度 14 亿元的 1.41 倍、1.46 倍和 1.41 倍，覆盖程度一般。

2012~2014 年，公司 EBITDA/本期发债额

度分别为 2.56 倍、2.20 倍和 2.55 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力适宜。

总体看，本期中期票据到期不能偿还风险低。

十一、结论

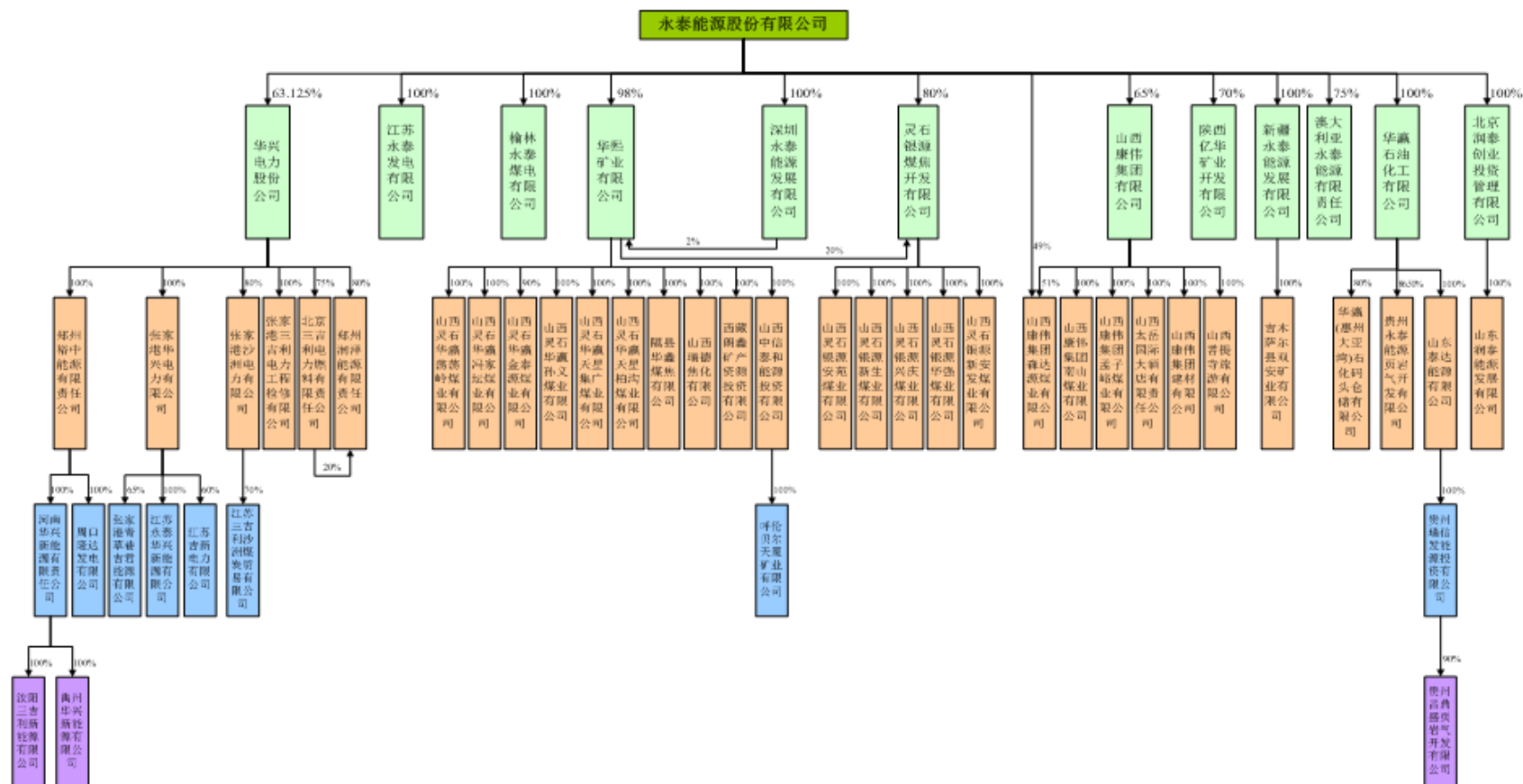
煤炭行业属资源型产业，虽然受宏观经济影响，景气度有所波动，但未来发展前景长期向好。公司具备山西省内煤炭资源整合主体资格，在煤炭品种、地质条件和管理水平等方面具备综合优势。

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

公司煤炭主业稳步发展，业务范围扩展至电力生产及燃料油配送领域，业务多元化布局有助公司抵御煤炭单一行业风险。同时，受益于非公开定向增发事项，公司所有者权益大幅增长，资本结构相应改善。联合资信对公司的评级展望由稳定调整为正面。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度强；公司经营活动现金净流量对本期中期票据保护程度一般；EBITDA 对本期中期票据保护能力适宜。综合分析，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.44	47.16	38.18	66.39
资产总额(亿元)	425.69	476.15	521.09	858.69
所有者权益(亿元)	171.12	134.20	136.53	250.95
短期债务(亿元)	100.44	173.77	186.54	227.59
长期债务(亿元)	101.19	125.97	154.89	315.63
全部债务(亿元)	201.63	299.74	341.43	543.22
营业收入(亿元)	77.18	98.43	79.12	45.14
利润总额(亿元)	17.03	9.07	6.39	7.08
EBITDA(亿元)	35.84	30.81	35.68	--
经营性净现金流(亿元)	19.75	20.39	19.80	12.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.68	3.58	1.70	--
存货周转次数(次)	23.28	16.61	9.46	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.22	0.16	--
现金收入比(%)	96.48	98.05	94.33	88.58
营业利润率(%)	38.94	29.72	38.31	42.35
总资本收益率(%)	7.06	5.48	5.47	--
净资产收益率(%)	6.97	4.68	3.55	--
长期债务资本化比率(%)	37.16	48.42	53.15	55.71
全部债务资本化比率(%)	54.09	69.07	71.43	68.40
资产负债率(%)	59.80	71.81	73.80	70.78
流动比率(%)	108.19	69.84	65.97	70.72
速动比率(%)	105.91	67.31	63.70	69.29
经营现金流动负债比(%)	14.55	10.17	9.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.61	1.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	9.73	9.57	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.97	7.46	5.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.41	1.46	1.41	--
EBITDA/本期发行额度(倍)	2.56	2.20	2.55	--

注：现金类资产项目已扣除受限的货币资金；2015 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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长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，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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 永泰能源股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，永泰能源股份有限公司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。

