

跟踪评级公告

联合[2016]497号

永泰能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“11 永泰债”、“12 永泰 01”、“12 永泰 02”、“13 永泰债”、“16 永泰 01”和“16 永泰 02”进行跟踪评级，确定：

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”

永泰能源股份有限公司发行的“11 永泰债”、“12 永泰 01”、“12 永泰 02”、“13 永泰债”、“16 永泰 01”和“16 永泰 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

永泰能源股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券存续规模	跟踪评级结果	上次评级结果	发行期限
11 永泰债	5 亿元	AA+	AA+	3+2 年
12 永泰 01	5.13 亿元	AA+	AA+	3+2 年
12 永泰 02	9 亿元	AA+	AA+	3+2 年
13 永泰债	38 亿元	AA+	AA+	5 年
16 永泰 01	7.6 亿元	AA+	AA+	3 年
16 永泰 02	13.9 亿元	AA+	AA+	3 年

本次跟踪评级时间: 2016 年 5 月 27 日

主要财务数据:

发行方

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	521.09	875.56	875.72
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	255.06
长期债务(亿元)	154.89	340.28	361.32
全部债务(亿元)	326.93	572.30	580.13
营业收入(亿元)	79.12	107.84	17.50
净利润(亿元)	4.84	9.84	0.62
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	9.59
营业利润率(%)	38.31	40.90	34.27
净资产收益率(%)	3.58	4.97	0.24
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.87
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.78	69.46
流动比率(倍)	0.66	0.56	0.60
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	--
EBITDA/债券存续本金合计(倍)	0.45	0.67	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	580.55	956.74
所有者权益(亿元)	121.26	219.28
营业收入(亿元)	97.87	108.40
净利润(亿元)	3.48	2.93
资产负债率(%)	79.11	77.08

注: 1、本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币;
2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3、2016 年一季度数据未经审计, 相关指标未经年化; 4、本报告中已将长期应付款的债务部分计入长期债务中。

评级观点

跟踪期内, 永泰能源股份有限公司(以下简称“公司”或“永泰能源”)煤炭资源储量仍较大, 原煤产量基本保持稳定, 经营现金流状况良好; 此外公司积极调整业务结构, 不断通过兼并收购向能源、物流及投资领域多元化发展, 以抵御单一煤炭主业的经营风险, 其中, 收购电力业务使得公司 2015 年在煤炭行业普遍亏损的形势下实现了利润的大幅增长, 抵消煤炭价格下跌的能力显著增强。公司在建电力项目规模较大, 建成投产后, 公司收入及利润将进一步提升。同时联合评级也关注到火电上网电价下调、公司发电量与上网电量下降, 以及公司债务负担较重、财务费用侵蚀利润等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司 2015 年度非公开发行股票拟募集资金不超过 49 亿元, 2016 年 5 月 25 日募集资金已全部到位, 公司资本实力得到有效增强。

“13 永泰债”、“16 永泰 01”和“16 永泰 02”无担保, “11 永泰债”、“12 永泰 01”和“12 永泰 02”均由永泰控股集团有限公司(以下简称“永泰控股集团”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内, 永泰控股集团为公司第一大股东, 其资产规模增长较快, 收入规模有所上升, 其担保显示出大股东对公司发展的信心与支持。

综上, 联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“11 永泰债”、“12 永泰 01”、“12 永泰 02”、“13 永泰债”、“16 永泰 01”、“16 永泰 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2015 年, 公司完成重大资产重组, 收购华兴电力股份公司, 总装机容量与平均单机容量较大, 达到国内发电行业中等规模, 具备一定规模优势, 利润空间得到有效提升。同时,

公司在建电力项目规模较大，建成投产后，公司收入及利润将进一步提升。

2. 2015 年，公司成功进入电力业务，有效增强了抵消煤价下跌的能力。

3. 公司煤炭产品包括焦煤及其配煤、动力煤，其中优质炼焦煤资源储量较大，公司继续保持煤炭资源优势。

4. 2015 年 8 月，公司拟非公开发行股票募集资金不超过 49 亿元，2016 年 5 月 25 日本次非公开发行募集资金已全部到位。

关注

1. 公司主要转型方向之一的电力行业，在目前宏观经济下行情况下，社会用电量需求增速放缓，对公司发电量及上网电量产生一定影响。

2. 跟踪期内，煤炭价格低位运行，行业整体盈利水平大幅下降，为顺应形势及保护稀缺性优质焦煤资源，公司预计 2016 年主动减少原煤产量。

3. 2015 年，公司所属企业不断增多，组织结构进一步复杂化、业务种类进一步多元化，使得公司管理子公司的难度提高，这在管理水平、提高管理效率、实现管理整合等方面对公司提出了更高要求。

4. 公司债务负担仍然较重，财务费用高企，对公司利润水平影响较大；公司未来发展对外部债务融资的需求将进一步增加，影响公司未来盈利能力及债务承载能力；公司短期债务占比较高，面临一定的短期偿债压力。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



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，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），股本 5,260.68 万元。历经两次送红股后，截至 2007 年底，公司股本增至 17,044.62 万元。

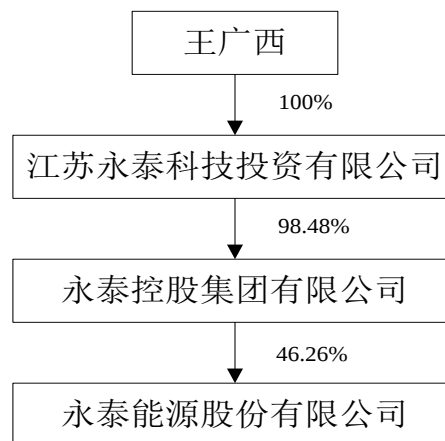
2007 年 11 月，江苏永泰地产集团有限公司（以下简称“永泰地产”）受让公司原大股东中国石化山东泰山石油股份有限公司、原第二大股东泰安鲁浩贸易公司所持有的公司股份共计 9,404.17 万股（占公司总股本的 55.18%）。2007 年 12 月 21 日公司完成股权分置改革。

2008 年 6 月，公司实施送红股后，注册资本增至 25,566.92 万元。2008 年 8 月，公司控股股东永泰地产更名为永泰投资控股有限公司。2010 年 7 月，公司向 7 名特定投资者发行了 3,987.54 万股人民币普通股，变更后的公司总股增至 29,554.46 万股。

2010 年 10 月，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”，股票代码仍为 600157。

经历次增资等变更事项后，截至 2016 年 3 月底，公司总股本 1,119,463.95 万股，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 46.26%，公司实际控制人为王广西，如下图所示：

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：综合能源开发，大宗商品物流，新兴产业投资；煤矿机械设备、电气设备、工矿配件制造、修理、销售、租赁、安装及技术咨询售后服务，矿山支护产品生产、销售。

截至 2016 年 3 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、安全监察局、销售管理部、证券事务部、内控管理部、监察审计部等 12 个职能部门，以及华兴电力股份公司（以下简称“华兴电力”）、华熙矿业有限公司（原名：华瀛山西能源投资有限公司，以下简称“华熙矿业”）和山西康伟集团有限公司（以下简称“康伟集团”）等 13 家控股一级子公司。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 9,214 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 875.56 亿元，负债合计 615.73 亿元，所有者权益合计 259.82 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益 204.60 亿元。2015 年公司实现营业收入 107.84 亿元，净利润 9.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.40 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 875.72 亿元，负债合计 620.66 亿元，所有者权益合计 255.06 亿元(含少数股东权益)，其中归属于母公司的所有者权益 202.82 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 17.50 亿元，净利润 0.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.47 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、债券发行及募集资金使用情况

“11 永泰债”

2011 年 12 月 14 日，公司发行 5 亿元公司债券，债券票面利率为 7.10%，期限为 5 年。本期债券的付息日为 2012 年至 2016 年每年的 12 月 14 日，到期日为 2016 年 12 月 14 日，兑付日期为 2016 年 12 月 14 日。本期公司债券已于 2012 年 1 月 9 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“11 永泰债”，证券代码“122111”。“11 永泰债”已分别于 2012 年 12 月、2013 年 12 月、2014 年 12 月和 2015 年 12 月按期付息。

“12 永泰 01”

2012 年 12 月 20 日，公司发行 16 亿元公司债券，债券票面利率为 5.68%，期限为 5 年。本期债券的付息日为 2013 年至 2017 年每年的 12 月 20 日，到期日为 2017 年 12 月 20 日，兑付日期为 2017 年 12 月 20 日。本期公司债券已于 2013 年 1 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“12 永泰 01”，证券代码“122215”。“12 永泰 01”已分别于 2013 年 12 月、2014 年 12 月和 2015 年 12 月按期付息。

“12 永泰 01”为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权（3+2 年期）。2015 年 11 月 9 日，公司发布《关于“12 永泰 01”公司债票面利率不调整的公告》。2015 年 12 月 14 日，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“12 永泰 01”债券回售申报登记的统计，回售有效申报数量为 1,086,864 手（1 手为 10 张），回售金额为 1,086,864,000 元，“12 永泰 01”在上海证券交易所上市并交易的数量由 1,600,000 手变更为 513,136 手。“12 永泰 01”余额为 5.13 亿元。

“12 永泰 02”

2013 年 1 月 31 日，公司发行 9 亿元公司债券，债券票面利率为 5.45%，期限为 5 年。本期债券的付息日为 2014 年至 2018 年每年的 1 月 31 日，到期日为 2018 年 1 月 31 日，兑付日期为 2018 年 1 月 31 日。本期公司债券已于 2013 年 3 月 1 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“12 永泰 02”，证券代码“122222”。“12 永泰 02”已分别于 2014 年 2 月、2015 年 2 月和 2016 年 2 月按期付息。

“12 永泰 02”为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权（3+2 年期）。2015 年 12 月 18 日，公司发布《关于“12 永泰 02”公司债票面利率调整的公告》，决定上调“12 永泰 02”的票面利率 105 个基点，即：“12 永泰 02”存续期后 2 年的票面年利率为 6.50%，并在债券存续期内后 2 年固定不变。2016 年 1 月 25 日，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“12 永泰 02”债券回售申报登记的统计，回售有效申报数量为 0 手（1 手为 10 张），回售金额为 0 元，公司 2012 年公司债券（第二期）在上海证券交易所上市并交易的数量仍为 900,000 手。“12 永泰 02”余额仍为 9 亿元。

“13 永泰债”

2013 年 8 月 6 日，公司发行 38 亿元公司债券，债券票面利率为 6.80%，期限为 5 年。本期

债券的付息日为 2014 年至 2018 年每年的 8 月 6 日，到期日为 2018 年 8 月 6 日，兑付日期为 2018 年 8 月 6 日。本期公司债券已于 2013 年 8 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“13 永泰债”，证券代码“122267”。“13 永泰债”已于 2014 年 8 月和 2015 年 8 月按期付息。

“16 永泰 01”

2016 年 3 月 29 日，公司发行 7.60 亿元公司债券，债券票面利率为 7.5%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 3 月 30 日；到期日为 2019 年 3 月 30 日，兑付日期为 2019 年 3 月 30 日。本期公司债券已于 2016 年 4 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 永泰 01”，证券代码“136351”。截至本报告出具日，该债券尚未到第一个付息日。

“16 永泰 02”

2016 年 5 月 18 日，公司发行 13.90 亿元公司债券，债券票面利率为 7.5%，期限为 3 年。本期债券的付息日为 2017 年至 2019 年每年的 5 月 19 日；到期日为 2019 年 5 月 19 日，兑付日期为 2019 年 5 月 19 日。本期公司债券计划在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 永泰 02”，证券代码“136439”。截至本报告出具日，该债券尚未到第一个付息日。

“11 永泰债”、“12 永泰 01”、“12 永泰 02”、“13 永泰债”和“16 永泰 01”募集资金均按募集说明书的约定用途使用完毕。

三、行业分析

2015 年公司收购华兴电力，华兴电力主要从事电力项目开发、投资、建设及运营业务。目前电力板块已成为公司重要的业务板块之一，整体看，公司业务涉及电力和煤炭行业并以电力为主。

（一）电力行业

1. 行业基本情况

电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。依据动力不同，目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。火力发电方面，由于近年来煤炭价格下降，盈利能力显著增强。

截至 2015 年底，全国发电装机容量 15.08 亿千瓦，比上年增长 10.5%，增速升高 1.7 个百分点。大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电，缺电范围明显减少。

电力生产方面，2015 年，全国全口径发电量 56,045 亿千瓦时，比上年增长 0.6%。分类型看，火电发电量 40,972 亿千瓦时，同比下降 2.3%，已连续两年负增长，设备利用小时数持续下降；水电发电量 11,143 亿千瓦时，同比增长 5.1%，设备利用小时数 3,621 小时，为近 20 年来年度第三高水平；并网风电发电量快速增长，全年发电量 1,851 亿千瓦时，同比增长 15.8%，利用小时 1,728 小时，同比下降 172 小时；核电发电量高速增长，全年发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7,350 小时，同比降低 437 小时。电力供应方面非化石能源发电快速发展，发电生产结构持续优化。

2015 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,694 亿元，同比增长 11.4%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015~2020 年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资 4,603 亿元、同比增长 11.7%；完成电源投资 4091 亿元、同比增长 11.0%。全国净增发电装机容量 1.4 亿千瓦，创年度投产规模历史新高。其中火电净增装机 7,202 万千瓦，为 2009 年来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦，同比增长 7.8%；全年水电投资同比下降 17.0%，已连续两年下降，年底全口径水

电装机容量 3.2 亿千瓦；年底并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，达到历史最大规模；核电全年投产规模创年度新高，净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2,608 万千瓦，同比增长 29.9%。

电力消费方面，第二产业用电量同比下降 1.4%，40 年来首次负增长。固定资产投资放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业用电同比分别下降 9.3%和 6.7%，四大高耗能行业用电量比重同比降低 1.2 个百分点，第三产业和城乡居民生活用电比重同比分别提高 0.8 和 0.6 个百分点，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

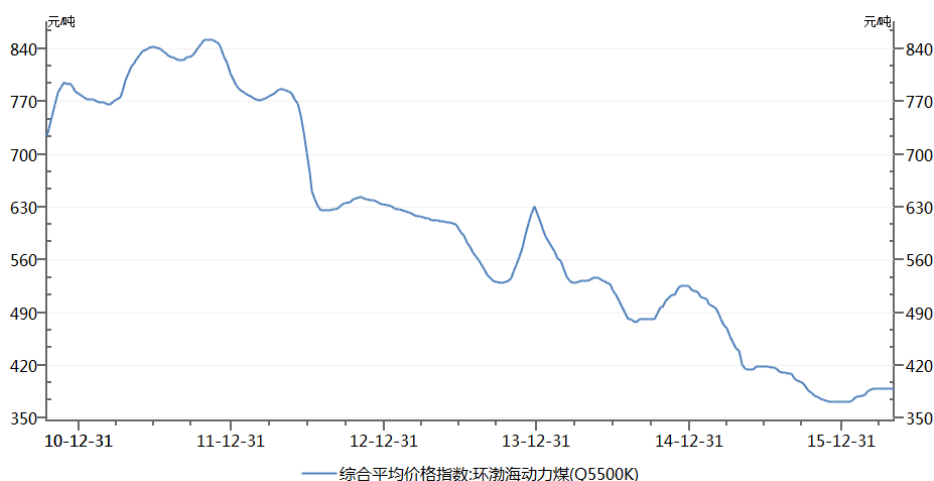
在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。

总体看，2015 年电力供应持续优化，电力消费减速换挡，结构不断调整，全国电力供需进一步宽松。

2. 电煤价格

进入2015年以来环渤海动力煤价格指数一路下跌；进入2016年以来小幅回升，截至2016年5月4日，为389.00元/吨，较年初上升18元/吨。

图 2 2010 年 10 月以来环渤海动力煤综合平均价格指数（单位：元/吨）



在经济结构调整背景下，高耗能产业难以再次出现快速增长；同时在节能减排巨大压力下，化石能源消费将受到更多限制，未来年煤炭需求增速将出现下滑。同时，在煤炭行业供给侧改革的大环境下，煤炭总供给量有望得到有效控制，煤炭价格有望企稳。

总体看，2015年，煤炭价格继续呈下跌趋势，有利于降低电力行业特别是火电行业控制采购成本，提高盈利能力。

3. 行业竞争

一般来讲，总装机容量与单机容量大的电力企业更具竞争优势。一方面，单机容量大有利于发挥规模优势，减少综合厂用电率，降低成本；另一方面，总装机规模大的电力企业在上网电量方面更具谈判优势、通过提高产能利用率降低平均成本。规模方面，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的格局已相对稳定。其中，五大发电集团的装机容量占总装机容量约 45%，在行业中处于领先地位；非国电系国有发电

企业主要有华润集团、神华集团、三峡集团等，其中三峡集团是水电装机容量最大的开发企业；近年来，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极开展扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约；区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。接着，在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。最后，区域电力上网政策显著影响电力企业；部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

整体看，总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，大型电力企业具有明显竞争优势，在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要课题。

4. 行业政策

2015年9月2日，发改委网站发布《国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见》。指导意见分三个层次介绍了发展目标：中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升，有效提高供电可靠性；乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决，切实保障农业和民生用电。构建城乡统筹、安全可靠、经济高效、技术先进、环境友好、与小康社会相适应的现代配电网。

2015年11月30日，新电改6个配套文件落地，分别为：《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

2015年12月30日，国家发改委网站正式公布《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕3105号）。通知明确，全国燃煤火电上网电价平均每千瓦时下调约3分钱，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约3分钱，大工业用电价格不作调整。同时，将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时1.9分钱。

总体看，2015年我国密集出台的电力行业政策推动了我国电力行业市场建设、市场化改革的进程。

5. 行业关注

宏观经济下行时发电量的减少对发电企业收入造成不利影响

电力生产行业具有相当强的周期性。周期性运行的电力行业与宏观经济的关联度非常高，电力行业与宏观经济的发展息息相关。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国火电占比约七成，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

2013年10月15日，国家发展改革委颁发《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“通知”），决定在保持销售电价水平不变的情况下适当调整电价水平。根据通知，自2013年9月25日起，国家将降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，同时适当降低跨省、跨区域送电价格标准。上网电价下调将会对火力发电企业的利润空间产生一定的影响。

电煤价格的波动是影响火电企业稳定经营的主要因素

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。2012年，由于宏观经济增速的放缓，上半年对煤炭的需求减少，煤炭价格出现了较大幅度的下跌，发电企业的盈利能力有所好转。进入2013年，国家正式取消重点合同，取消电煤双轨制，电煤价格由企业双方自主协商确定，使得电煤价格符合市场要求，改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014年以来，煤炭价格呈震荡下跌趋势，进一步缓解了电力行业的成本压力。

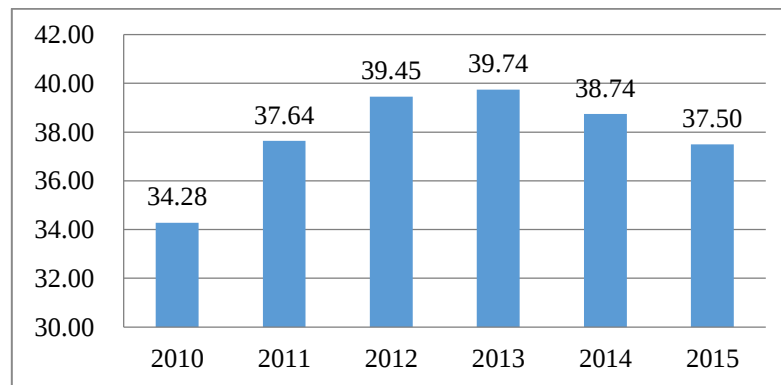
总体看，目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定负面影响，而且上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业盈利能力影响较大。

（二）煤炭行业

1. 煤炭供需

2015年，宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都在继续压缩煤炭需求的增长空间，全年原煤产量进一步下降至37.50亿吨。虽然原煤产量开始下降，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

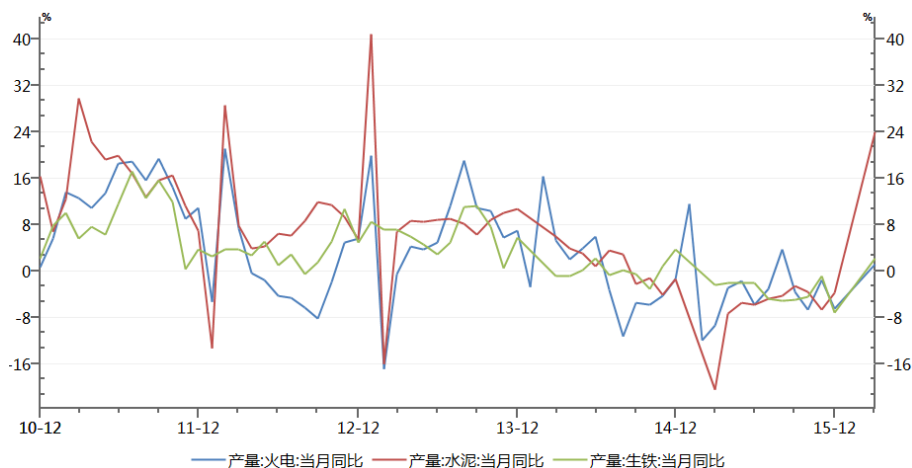
图3 2010~2015年我国原煤产量情况单位（单位：亿吨）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业。2015年，煤炭主要下游行业持续低迷，对煤炭需求形成了一定的压力，如下图所示。

图 4 2010 年以来煤炭下游行业煤炭消费当月同比增长情况（单位：%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

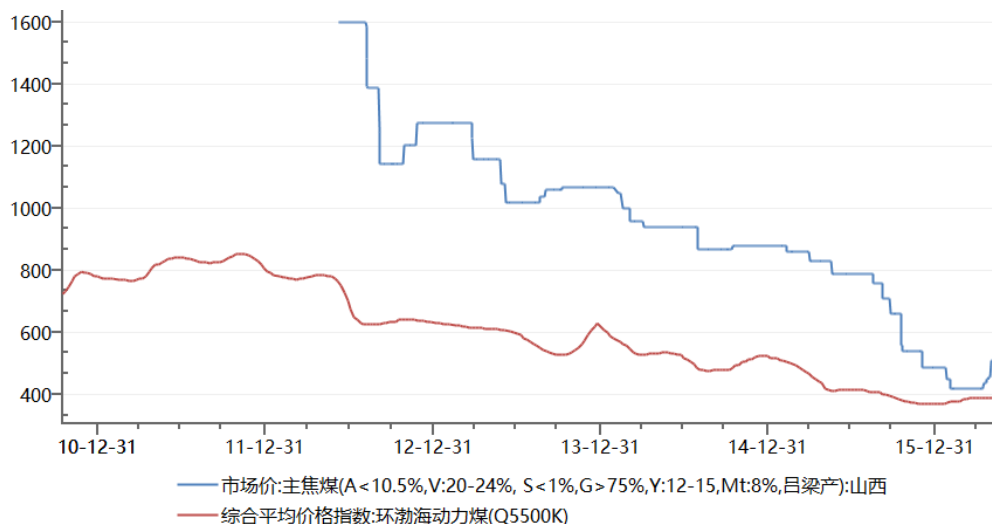
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得，为便于比较，此处省略其 1、2 月数值。

总体看，2015 年煤炭市场低迷，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求疲软，煤炭产品需求增长乏力。

2. 煤炭价格

从动力煤方面来看，2015 年，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格持续下降。截至 2016 年 5 月底，环渤海动力煤价格指数为 389 元/吨。从焦煤方面来看，由于下游钢铁行业需求不振，2015 年后半年主焦煤价格出现大幅下滑，2016 年一季度后出现小幅回升，截至 2016 年 5 月 24 日，我国主焦煤（吕梁产）价格为 560 元/吨。

图 5 2010 年以来我国代表性主焦煤与动力煤价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

总体看，2015 年由于下游行业需求不振，焦煤、动力煤等煤炭价格整体处于下行通道，煤炭企业盈利能力下滑。

3. 行业政策

2015 年以来，国家能源局、煤矿安监局和发改委先后发布《关于严格治理煤矿超能力生产的

通知》、《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》和《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》。

2016 年 1 月，李克强总理视察山西煤矿是强调，在煤炭行业处于产能严重过剩、价格大幅下跌的困难时期，应尽快制定规范煤炭市场、降低企业成本的举措，共同努力让煤炭行业闯过严冬、打开新局面。

2016 年 2 月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），明确了“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”的目标。同时，对于降低产能引发的职工安置这一核心问题，《意见》提出，“设立工业企业结构调整专项奖补资金，按规定统筹对地方化解煤炭过剩产能中的人员分流安置给予奖补”，在 2016 年 3 月 5 日李克强总理的政府工作报告中，明确中央财政将拿出 1,000 亿元作为奖补资金用于职工安置。

总体看，我国煤炭行业已经进入了政府主导的自上而下的淘汰、优化煤炭产能阶段，有利于未来煤炭市场供需的平衡以及价格稳定，但政策的具体执行情况有待观察。

4. 行业关注

煤炭和煤化工产品价格仍将与油价保持一定联动关系

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油价格保持高度联动。煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径。国内煤化工、煤制油行业的快速发展，使煤炭对石油原料的可替代性进一步增强，但未来油价仍将与煤炭价格保持一定的联动。

受全球经济景气度下滑影响，2014 年以来国际原油价格断崖式下跌，受主要产油国生产政策、国际经济疲软等因素影响，未来油价难以大幅升高，燃油对煤炭的替代效应更加明显，且过低的油价不利于煤制油等煤炭深加工产业的发展。

产业结构失衡

我国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，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。从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。

煤炭运输通道建设制约行业发展

我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占我国煤炭总运量的比重一直在 50%以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

进口冲击

煤炭进口增长的关键在于国内外的价格差异，考虑到我国目前煤炭净进口量已占世界可贸易煤炭量的较大比例，西方主要经济体的复苏也将增加对煤炭的需求，未来加大进口将拉高国际市场价格，并与铁矿石争夺海运运力，中期看煤炭进口规模继续扩大空间较为有限，我国煤炭资源整合产能的延后扩大效应也将在一定程度上平抑进出口差额。

供给侧改革的执行情况

煤炭行业供给侧改革执行难度较大。首先，大量职工的安置问题（约 130 万）需要有效解决。另外，我国煤矿数量多、集中度不高，产量监管难度较大；截至 2015 年底，全国煤矿共计 1.08 万处，其中年产 30 万吨以下的小型煤矿 7,000 多处，产量仅占 10%左右。

煤企的自我转型

目前，在行业景气度低迷的情况下，部分煤企已经采取了引入非煤产业、淘汰落后产能、人员分流等自救措施，并有效减弱了煤价下跌的冲击，未来煤企相关措施的开展情况及成效将影响煤企的发展。

安全生产

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重，在行业利润普遍水平下降的情况下，煤矿安全投入减少，人才流失严重、现场管理松懈，为安全生产埋下隐患。在行业下行期，煤炭企业对安全生产的人力、物力投入将显著影响公司安全生产状况及经营稳定性。

四、管理分析

跟踪期内，公司监事会主席因退休离任，王冬顺接替其监事会主席职务，常宁被选举为公司监事，其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

在煤炭行业持续低迷的情况下，2015 年以来，公司大力拓展电力业务，电力业务板块初步成型。

公司 2015 年营业收入 107.84 亿元，毛利率 44.37%；主营业务收入占营业收入比重为 99.47%，主营业务突出。2015 年，公司实现主营业务收入 107.27 亿元，同比增长 36.12%，主要系公司收购华兴电力所致。

分业务板块来看，2015 年，公司以煤炭和电力为主¹。受煤炭市场持续低迷、煤炭价格持续下滑影响，公司逐步剥离洗精煤业务，削减煤炭业务经营规模，并通过收购华兴电力取得电力业务。2015 年公司实现煤炭采选业务收入 52.51 亿元，占比 48.96%，实现煤炭贸易业务 4.51 亿元，占比 4.21%；电力板块实现收入 50.04 亿元，占比 46.65%，如下表所示。

表 1 近两年公司主营业务收入、占比、毛利率情况（单位：亿元，%）

项目		2014 年			2015 年		
		营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
煤炭	煤炭采选	55.52	70.45	54.97	52.51	48.96	55.84
	煤炭贸易	22.45	28.49	6.87	4.51	4.21	2.85
	合计	77.97	98.94	41.11	57.03	53.16	51.64
电力		--	--	--	50.04	46.65	37.03
其他		0.84	1.06	3.93	0.20	0.19	-166.84
合计		78.80	100.00	40.72	107.27	100.00	44.42

资料来源：公司年报

¹2015 年华兴电力仅 5~12 月经营数据纳入合并范围，2016 年收入占比将迅速扩大。

从盈利情况看，2015 年，公司进一步通过提高全员效率、提高原煤质量和严控成本费用开支等措施，使得生产成本下降，毛利率有所升高，2015 年公司主营业务毛利率为 44.42%，较上年上升 3.70 个百分点。

2015 年以来，公司大力拓展电力业务，于 2015 年 5 月成功收购华兴电力，将电力业务纳入合并范围，并于 2016 年初实现全资控股，带动收入规模大幅增长。截至 2015 年底，公司形成了以电力和煤炭为主营业务的业务布局。2015 年，煤炭业务综合毛利率与电力业务毛利率分别为 51.64%和 37.03%，处于较好水平。其中，煤炭业务毛利率相对较高，系煤炭生产的综合成本部分计入管理费用所致。考虑到华兴电力并表时间不长，且部分在建电力项目尚未投产，电力收入及利润年化规模未体现。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.50 亿元，同比增长 6.74%；毛利率 37.77%，较上年下降较多，系煤炭板块毛利率下降所致。

总体看，2015 年公司大力拓展电力业务，主营业务收入大幅增长。考虑到管理费用、财务费用等成本支出的影响，煤炭板块盈利能力弱于电力板块，公司盈利能力增强。未来，公司电力业务将成为公司主营业务第一大板块，煤电一体化布局将进一步提升公司的盈利水平以及综合抗风险能力。

2. 电力业务

公司电力业务经营主体为全资子公司华兴电力。华兴电力下属企业电力生产主要包括燃煤发电和燃气发电，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、输配电等环节发电；燃气发电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。

华兴电力的电力业务收入主要来自煤炭发电和天然气发电收入。2015 年，华兴电力总收入为 71.86 亿元，同比减少 20.39%；其中煤炭发电收入 56.35 亿元，同比下降 27.71%，煤炭发电占发电总收入的 77.02%，是华兴电力电力业务板块主要收入来源。受国内宏观经济下滑、电价下调等因素影响，2015 年华兴电力煤炭发电收入大幅减少。

表 2 2014、2015 华兴电力发电收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭发电	77.95	28.72	56.35	40.48
天然气发电	12.31	14.56	15.51	11.92

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2015 年，由于煤炭价格不断下跌，煤炭发电成本不断下降，煤炭发电业务毛利率上升至 40.48%，火力发电业务带动了电力业务整体盈利水平的提升。同期，由于天然气成本持续增加，华兴电力天然气发电业务毛利率下降至 11.92%。

总体看，2015 年华兴电力收入仍主要来自煤炭发电收入，发电收入虽然减少，但毛利率上升。未来随着新建燃煤机组的投产运营，华兴电力业务收入与利润有望进一步提升。

（1）发电机组

截至 2016 年 3 月底，公司发电机组总装机容量 1,094.44 万千瓦。其中，正在运营的发电装机容量 496.44 万千瓦，主要分布在河南、江苏两省，包括燃煤机组装机容量 413 万千瓦、燃气机组装机容量 78 万千瓦、光伏发电装机容量 5.44 万千瓦；在建的装机容量 332 万千瓦，包括沙洲

电力两台 100 万千瓦燃煤机组，周口隆达两台 66 万千瓦燃煤机组，以上四台在建机组预计 2017 年投产；规划建设的装机容量 266 万千瓦，包括张家港华兴的两台 40 万千瓦燃气机组和江苏永泰的两台 66 万千瓦燃煤机组，已取得路条但尚未核准；另外，云南祥云风电项目 50 万千瓦及太阳能发电项目 4 万千瓦正在规划中。

表 3 截至 2016 年 3 月底公司正在运营装机规模（单位：万千瓦）

发电企业	装机容量 (万千瓦)	机组类型	投产日期	主要发电设备
裕中能源	30	燃煤机组	2006 年 12 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	30	燃煤机组	2007 年 4 月	
	100	燃煤机组	2012 年 3 月	
	100	燃煤机组	2012 年 7 月	
沙洲电力	63	燃煤机组	2006 年 4 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	63	燃煤机组	2006 年 9 月	
周口隆达	13.5	燃煤机组	2003 年 9 月	锅炉、汽轮机、发电机和主变压器等
	13.5	燃煤机组	2004 年 3 月	
张家港华兴	39	燃气机组	2005 年 7 月	余热锅炉、燃气轮机、蒸汽轮机、发电机、变压器等
	39	燃气机组	2006 年 1 月	
江苏新能源	2.25	光伏发电	2015 年 11 月	光伏电池板
河南新能源	3.19	光伏发电	2015 年 12 月	光伏电池板
总计	496.44	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，华兴电力发电机组主要为燃煤机组，燃煤机组平均单机容量较大。

（2）燃煤发电

煤炭采购

华兴电力煤炭采购方式主要由各电厂与煤炭供应商就煤价进行谈判，上报华兴电力，经华兴电力比价平台确认价格合理后予以批准采购。因近年煤炭销售形势不佳，电厂处于强势地位，煤炭采购一般采用后付款方式。

2015 年，煤炭采购量继续减少，华兴电力煤炭采购量为 481.53 万吨，同比减少 14.40%；采购平均价格为 442.69 元/吨，同比减少 26.17%，主要系煤炭行业低迷和华兴电力调整采购策略所致。2016 年 1~3 月采购煤炭价格进一步下跌至 379.59 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以及公司盈利能力的提高。

表 4 华兴电力近两年煤炭采购指标（单位：万吨，元/吨）

指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
煤炭采购总量	562.55	481.53	99.32
煤炭采购平均单价	599.58	442.69	379.59

资料来源：公司提供

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，供应商相对稳定。2015 年，华兴电力主要的煤炭供应商分别郑州煤电股份有限公司、神华销售集团华东能源有限公司、内蒙古满世煤炭集团股份有限公司、伊泰能源投资（上海）有限公司（包括内蒙古伊泰）和上海中煤华东有限公司(包括江苏分公司)。华兴电力对以上五家供应商采购金额共计 11.69 亿元，占比 54.83%。

表 5 2015 年华兴电力煤炭采购前五大供应商（单位：亿元，%）

前五大煤炭供应商	金额	占比
郑州煤电股份有限公司	4.34	20.35
神华销售集团华东能源有限公司	2.22	10.42
内蒙古满世煤炭集团股份有限公司	2.10	9.85
伊泰能源投资（上海）有限公司（包括内蒙古伊泰）	1.79	8.38
上海中煤华东有限公司(包括江苏分公司)	1.25	5.84
合计	11.69	54.83

资料来源：公司提供

总体看，华兴电力采购煤源相对广泛，煤源稳定；近年来国内煤炭市场低位运行，同时华兴电力与各大型供煤集团展开合作，采购成本显著下降。

火电生产和销售

2015 年，受国内宏观经济下滑、电力需求增速下降和电价下调等因素的影响，公司电力生产规模继续下降。2015 年，公司发电设备平均利用小时数为 3,907.00 小时，同比下降 8.31%；火力发电量 191.86 亿千瓦时，同比下降 8.30%；上网电量为 182.55 亿千瓦时，同比下降 8.14%。

2015 年以来，受宏观经济下滑以及电力体制改革等行业环境影响，华兴电力火力发电上网电价出现波动（如下表所示）。其中，2015 河南省平均上网电价下降至 0.4058 元/千瓦时，2016 年 1~3 月继续下降至 0.3507 元/千瓦时；江苏省平均上网电价在 2015 年回升至 0.4783 元/千瓦时，但在 2016 年 1~3 月下降至 0.4098 元/千瓦时，如下表所示：

表 6 近两年华兴电力发电指标（单位：亿千瓦时，小时，%，克/千瓦时，元/千瓦时）

指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
发电量	河南	118.76	99.01
	江苏	90.46	92.85
	合计	209.22	191.86
上网电量	河南	112.02	93.42
	江苏	86.71	89.13
	合计	198.73	182.55
发电设备平均利用小时	4,261.21	3,907.00	765.71
综合厂用电率	5.06	4.87	5.33
供电标准煤耗	310.29	303.84	296.13
平均上网电价	江苏	0.4488	0.4783
	河南	0.4343	0.4058

资料来源：公司提供

2015 年，公司继续进行发电机组技术改造的推进以及机组运行方式的优化，华兴火力发电机组运行效率指标继续下降。2015 年，华兴电力综合厂用电率为 4.87%，供电标准煤耗为 303.84 克/千瓦时。2016 年 1~3 月，华兴电力供电标准煤耗降至 296.13 克/千瓦时；综合厂用电率进一步上升至 5.33%，系部分机组改造停运使得发电量下降电厂而公用设施耗电量增加所致。总体看，华兴电力发电效率波动较小。

2016 年 1~3 月，华兴电力实现发电量 37.77 亿千瓦时，上网电量 35.79 亿千瓦时。

总体看，受经济环境影响，华兴电力发电量与售电量总体呈下降趋势；供电标准煤耗及厂用电率下调，整体发展趋势较好。

(3) 燃气发电

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逐渐市场化，进入 2016 年后采购价格有所下降。另外华兴电力未来还将增加中石化作为天然气供应商，由此来提高天然气的供气稳定性。

从采购量上看，由于 2015 年天然气价格下调，在国家鼓励发展清洁能源的情况下，公司暂时性加大了对天然气的采购，如下表所示：

表 7 华兴电力近两年天然气采购情况（单位：亿立方米，元/立方米）

指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
天然气采购总量	3.65	4.97	0.50
采购价格	1.96	2.57	2.15

资料来源：公司提供

燃气发电销售

2015 年，华兴电力燃气发电量与上网电量均大幅增长，分别为 25.75 亿千瓦时和 25.27 亿千瓦时，同比分别增长 36.10%和 36.23%，2015 年大幅上升的原因与天然气采购量上升原因一致（见上文）。

表 8 近两年华兴电力燃气发电指标（单位：亿千瓦时，亿千瓦时，小时，%，元/千瓦时）

指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
发电量	18.92	25.75	2.55
上网电量	18.55	25.27	2.51
发电设备平均利用小时	2,425.92	3,301.44	327.54
综合厂用电率（%）	2.28	2.08	2.60
平均上网电价	0.6060	0.7066	0.5750

资料来源：公司提供

2015 年以来，华兴电力天然气发电销售价格稳步上升，从 2014 年的 0.6060 元/千瓦时增长到 2015 年 0.7066 元/千瓦时，2016 年 1~3 月下降至 0.5750 元/千瓦时，系江苏省物价局根据国家天然气价格变化调整天然气发电上网电价所致。

总体看，由于天然气价格下降及国家鼓励发展清洁能源，2015 年华兴电力燃气发电量与上网电量上升。但由于燃气发电成本高于煤电，未来华兴电力业务重心仍是燃煤发电。

3. 煤炭业务

(1) 煤炭储备

截至 2016 年 3 月底，公司共有煤炭资源权益保有储量 25.24 亿吨，如下表所示，主要为焦煤和长焰煤²。其中，在山西省境内，公司合计焦煤权益保有储量 10.14 亿吨；在山西省境外，陕西亿华矿业拥有优质动力煤权益保有储量 11.45 亿吨、新疆双安煤矿拥有焦煤权益保有储量 0.45 亿吨、内蒙天厦矿业拥有动力煤权益保有权益储量 3.21 亿吨。

²长焰煤属于动力煤的一种。

表 9 截至 2016 年 3 月底公司煤炭资源情况 (单位: 万吨, %)

地区	主体企业	地区/煤矿	设计产能 (万吨/年)	煤种	保有储量 (万吨)	主体企业对 煤矿控股比例
山西	华熙矿业 (控股100%)	华瀛荡荡岭	60	焦煤	2,543.00	100
		华瀛冯家坛	45	焦煤	1,622.00	100
		华瀛金泰源	90	焦煤	7,587.00	90
		华瀛孙义	60	焦煤	3,238.00	100
		华瀛集广	60	焦煤	3,048.00	100
		华瀛柏沟	60	焦煤	4,398.00	100
		隰县华鑫	150	焦煤	15,401.00	100
		山西瑞德	300	贫瘦煤	18,327.00	100
		合计	825	--	56,164.00	--
	银源煤焦 (控股100%)	银源安苑	60	焦煤	2,987.00	100
		银源新生	60	焦煤	3,217.00	100
		银源新安发	60	焦煤	3,959.00	100
		银源华强	60	焦煤	6,661.00	100
		银源兴庆	90	肥煤	11,317.50	100
		合计	330		28,141.50	--
	康伟集团 (控股65%)	孟子峪煤业	60	焦煤	2,144.00	100
		南山煤业	90	焦煤	8,004.00	100
		森达源煤业	120	焦煤	6,928.00	康伟集团持股51% 永泰能源持股49%
		合计	270	--	17,076.00	--
	山西一合计		1,425	--	101,381.50	--
新疆	新疆永泰兴业 (控股100%)	双安矿业	120	焦煤	4,456.00	100
	新疆一合计		120	--	4,456.00	--
陕西	亿华矿业 (控股70%)		600	长焰煤	114,453.00	70
	陕西一合计		600	--	114,453.00	--
内蒙古	华熙矿业 (控股100%)	天厦矿业	400	长焰煤	32,145.00	100%
	内蒙古一合计		400	--	32,145.00	--
总 计			2,545	--	252,435.50	--

资料来源: 公司提供

总体看, 跟踪期内, 公司所拥资源优势保持不变, 整体煤炭资源储备量较大, 煤炭资源以焦煤为主, 可保障公司战略发展需求。

(2) 煤炭生产

2015 年公司的原煤产量 1,144.98 万吨, 与 2014 年基本持平。截至 2016 年 3 月底, 公司有 19 座矿井, 其中生产矿井 14 座、联合试运转矿井 1 座、在办手续 4 个。2016 年, 为了响应国家和山西省去产能政策, 同时为避免过度开发具有稀缺性的优质焦煤资源, 保护公司未来的长远利益, 公司主动减少原煤产量。

表 10 近两年公司主要产品生产情况

期间	煤炭种类	产量 (万吨)
2014 年	原煤	1,141.63
	精煤	85.47

2015 年	原煤	1,144.98
	精煤	55.21

资料来源：公司提供

从生产指标看，公司生产机械化程度继续保持行业领先地位，2015 年综合机械化程度达到 95%，近三年采煤与掘进机械化程度均为 100%；与此同时，全员工作效率有所提升，近三年死亡率为 0。截至 2016 年 3 月末，公司煤炭安全生产形势稳定，未出现重大伤亡事故，安全保障程度较高（如下表所示）。

表 11 近两年公司生产指标

项目	2014 年	2015 年
综合机械化程度（%）	95	95
采煤机械化程度（%）	100	100
掘进机械化程度（%）	100	100
全员效率（吨/工）	9.62	9.83
死亡率（人/百万吨）	0	0

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司原煤产量较稳定，2016 年为了响应国家和山西省去产能政策，同时为避免过度开发具有稀缺性的优质焦煤资源，保护公司未来的长远利益，公司将主动进行减产；公司机械化程度保持行业领先地位，安全生产形势稳定。

（3）煤炭销售

2015 年，公司原煤销量 1,072.01 万吨，精煤销量 57.79 万吨，同比分别增长 5.48% 和下降 29.40%。产销率分别达 101.40% 和 105.45%，较上年分别上升 0.70 和 8.98 个百分点。

表 12 近两年公司自产煤炭产品的销售情况（单位：万吨，元/吨，%）

项目	2014 年			2015 年		
	销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率
原煤	1,016.36	583.35	100.70	1,072.01	540.43	101.40
洗精煤	81.86	691.91	96.47	57.79	607.09	105.45
合计	1,098.22	--	--	1,218.81	--	--

资料来源：公司提供

注：煤炭平均价格为含税价；销量为公司原煤外部销售量；产销率为公司原煤外部和内部销售量之和与原煤总产量的比值。

销售价格方面，2015 年公司原煤销售均价为 540.43 元/吨；洗精煤销售均价为 607.09 元/吨。2016 年 1~3 月，公司原煤销售均价为 454.62 元/吨，洗精煤销售均价为 490.37 元/吨。

销售客户方面，2015 年，公司主要客户为晋中晋煤煤炭销售有限公司、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、江苏省能源投资有限公司和马鞍山钢铁股份有限公司原燃料采购中心等，2015 年前五大客户销售占比达 83.87%。结算方式方面，为应对目前煤炭行业整体趋势下滑、煤炭企业经营风险增大等不利情况，公司对小客户基本采取先款后货的结算方式，而大客户账期一般在 3~6 个月。

表 13 2015 年公司煤炭业务销售前五大客户情况

年份	客户名称	金额（万元）	占比（%）
2015 年	晋中晋煤煤炭销售有限公司	435,566.47	76.38
	江苏中润华能能源发展有限公司	13,850.27	2.42
	江苏西电能源燃料有限公司	13,729.78	2.41
	江苏省能源投资有限公司	8,615.01	1.51
	马鞍山钢铁股份有限公司原燃料采购中心	6,558.08	1.15
合计		478,319.61	83.87

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2015 年公司原煤产量保持平稳而洗精煤大幅下降；受煤炭市场低迷影响，煤炭销售价格继续下滑；公司客户仍以经销商为主，客户集中度高；为应对煤炭行业整体趋势下滑，公司收紧了对下游客户的信用政策。

（4）煤炭贸易

2015 年 3 月，公司处置了永泰能源运销集团有限公司，导致贸易量及贸易收入均大幅下降，2015 年煤炭贸易量仅为 2014 年的 25.87%，如下表所示：

表 14 近两年公司煤炭贸易量及收入情况（单位：万吨，亿元）

项目	2014 年	2015 年
煤炭贸易	247	63.89
贸易收入	22.45	4.51

资料来源：公司提供

采购方面，2015 年，公司主要的上游客户为九兴能源实业有限公司、江苏广盛能源发展有限公司、徐州正邦能源发展有限公司等，上游客户结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1~6 个月，公司上游客户前五大占比为 100%。

2015 年，公司主要的下游客户为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、江苏省能源投资有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司原燃料采购中心等。下游客户的结算方式主要为货币资金及银行承兑汇票，平均账期在 1~6 个月，下游客户前五大占比为 100%，客户集中度较高。

总体看，随着永泰能源运销集团有限公司的处置，公司贸易量及贸易额均有大幅回落，未来公司贸易业务量或将缩窄。

4. 重要事项

（1）投资人工辅助生殖医疗产业

公司拟通过成立医疗基金管理公司并发起设立医疗产业投资基金投资人工辅助生殖医院等高成长医疗产业。现阶段拟通过增资及/或股权转让方式投资成都锦欣医疗投资管理集团有限公司人类辅助生殖业务持股平台公司。

（2）发起设立三峡金石基金公司

公司通过子公司华昇资产管理有限公司与三峡资本控股有限责任公司、金石投资有限公司和三峡金石投资管理有限公司共同发起设立三峡金石基金，基金募集规模 50 亿元，华昇资管认购 10 亿元，资金来源为自有资金，存续期限为 5+1+1 年，主要投资：环保、新能源、新经济、国企混改、红筹回归及中国制造 2025 等领域。

5. 经营关注

(1) 电力行业是支撑国民经济和社会发展的基础性产业，国家对电力行业发展较为重视，控制较严。若国家对电力行业政策有所调整，将对公司业务造成直接影响。

(2) 随着国内经济发展进入新常态，经济增速从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，以及替代能源的快速发展，煤炭市场将会持续疲软，供大于求的压力继续加大，煤炭价格将处于低位运行，行业整体盈利水平大幅下降，行业形势将更加严峻，公司煤炭板块短期内或仍难走出低谷。

(3) 随着国家对环保要求的提高，各项环保政策的出台力度将逐步加大，公司的资本性支出和生产成本将可能进一步增加。随着公司积极扩张产业链，公司投资规模不断扩大，未来面临一定资金压力。

(4) 随着多元化发展战略的实施，公司所属企业不断增多，企业规模扩大化、组织结构复杂化、业务种类多元化将使得公司管理子公司的难度提高，这在管理水平、管理效率、企业整合等方面对公司提出了更高要求。

6. 未来发展

煤炭市场形势的持续走低对公司煤炭主业发展产生了较大影响，为了应对煤炭市场形势变化带来的冲击，抵御产业波动风险，公司在努力巩固煤炭业务经济效益的同时，积极调整业务产业结构，加快实现跨区域、多元化产业布局，并确定了由相对单一的煤炭主业向“能源、物流、投资”三大产业转型的发展战略，以增强公司市场竞争力和抗风险能力，提升公司的盈利水平，实现公司的可持续发展。2015年以来，公司通过非公开发行及对外收购，实现了对华瀛石化和华兴电力的控股，对二者资产收购分别是为了布局大宗商品物流产业和电力产业，进一步加快实施公司的多元化发展战略。

从中长期来看，公司对“能源、物流、投资”三大产业做出了具体规划：

能源方面：公司将以电力为中心，加快电力和油气产业发展，稳定煤炭生产运营，稳妥推进页岩气资源勘探，尽快形成 1,000 万千瓦以上电力装机容量和 1,000 万吨/年油气加工能力。稳产 1,000 万吨/年的焦煤能力。同时，公司将紧跟电力体制改革和国企改革步伐，力争在清洁能源领域、售配电领域和混合所有制方面取得突破。公司已通过收购华兴电力 100% 股权，拥有正在运营的装机容量 496.44 万千瓦，在建的装机容量 332 万千瓦，规划建设的装机容量 266 万千瓦，总装机容量 1,094 万千瓦，公司所属发电企业规模已达到中等电力企业规模。

物流方面：公司正在广东惠州大亚湾地区建设华南地区最大民营公众油码头，将建设 1 座 30 万吨级原油品码头和 3 座 2 万吨级成品油码头，项目建成后将形成 2,000 万吨/年码头吞吐能力、1,000 万吨/年油品动态仓储能力和 59 万立方的保税能力。公司在江苏张家港已拥有 1 座 5 万吨级的长江煤码头，并将在此基础上再新建 1 座 10 万吨级的煤码头，扩建完成后将形成 1,000 万吨/年的煤炭货运吞吐量。

投资方面：一是联手江苏双良、天硕投资等国内多家知名企业通过设立上海润良泰物联网产业基金平台与感知集团合资成立了感知科技公司，布局物联网新兴产业。二是通过子公司投资参股珠海东方金桥资本管理有限公司设立的基金，参与二级市场股票收益权项目，未来将获得良好的投资收益。三是积极参与人类辅助生殖等医疗产业基金，并与中信集团、三峡集团合作成立三峡金石股权投资基金布局新兴投资业务，以实现良好的投资回报。

总体看，公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略正得以逐步实施和实现，公司未来的盈利能力、抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强，但部分项目的实施仍需一定时间和

过程，经济环境、行业环境及市场环境可能带来不确定的影响因素，同时资金需求压力较大。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年度财务报告经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）（原名：山东正源和信有限责任公司会计师事务所）审计，出具了标准无保留审计意见，2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

2015 年，公司收购合并华瀛石化、华兴电力、山东泰达能源有限公司、贵州新晋泰能源有限公司，纳入合并报表范围；另外永泰能源运销集团有限公司被转让，不再纳入公司财务报表合并范围，榆林永泰煤电有限公司和郑州润泽能源有限责任公司予以注销，不再纳入合并范围。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 875.56 亿元，负债合计 615.73 亿元，所有者权益合计 259.82 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益 204.60 亿元。2015 年公司实现营业收入 107.84 亿元，净利润 9.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.40 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 875.72 亿元，负债合计 620.66 亿元，所有者权益合计 255.06 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益 202.82 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 17.50 亿元，净利润 0.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.47 亿元。

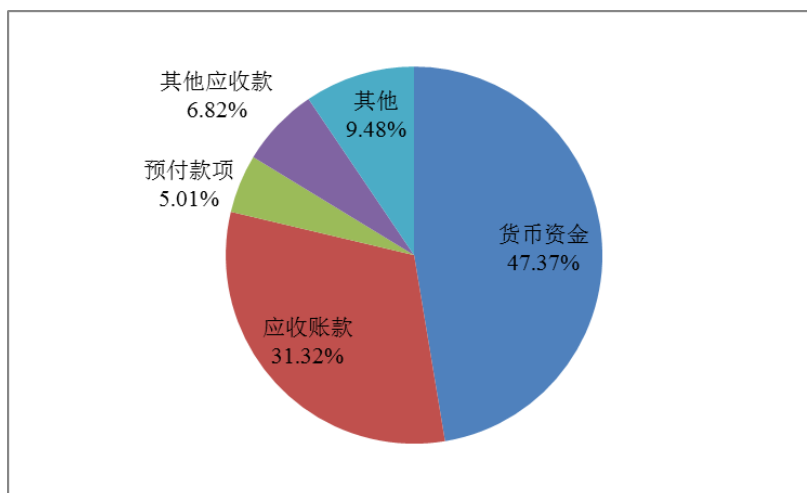
2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 875.56 亿元，较年初增长 68.02%，资产中的流动资产合计占 17.29%，非流动资产合计占 82.71%。

流动资产

2015 年底公司流动资产达到 151.40 亿元，较年初增长 6.95%，相对于总资产规模的变化，流动资产变动较小；公司流动资产以货币资金（占比 47.37%）、应收账款（占比 31.32%）、预付款项（占比 5.01%）和其他应收款（占比 6.82%）为主，如下图所示。

图 6 公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金为 71.72 亿元，较年初增长 50.26%，主要系公司非公开发行股票

募集资金到位及合并范围变化所致；其中，银行存款和库存现金占比35.23%，其余为其他货币资金。其他货币资金中使用受限三个月以上资金为26.53亿元，受限资金占流动资产比例17.52%。

截至2015年底，公司应收账款为47.42亿元，较年初增长34.89%，主要受煤炭景气度下降、客户账期增长所致；其中账龄在1年以内的占98.74%，公司累计计提坏账准备0.53亿元，坏账计提比例为1.38%，计提较为充分。公司应收账款前五名应收账款汇总金额45.63亿元，占应收账款期末余额合计数的比例95.16%，均为公司主要的合作客户，预计形成坏账的风险较小。

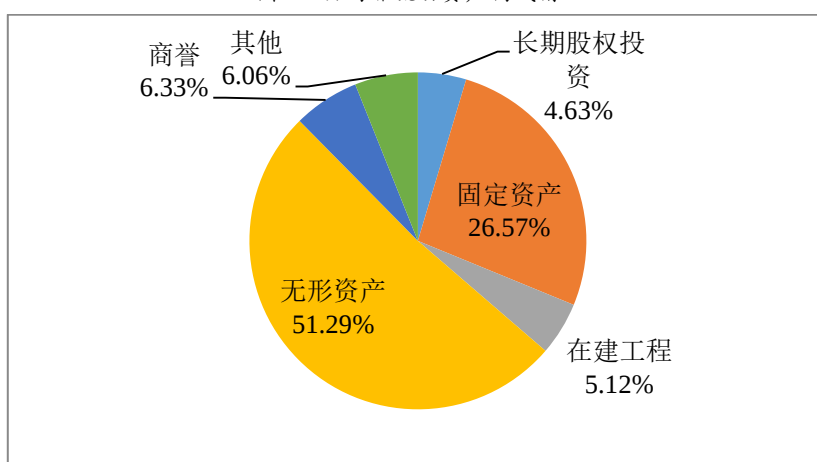
截至2015年底，公司预付款项7.58亿元，较年初下降77.95%，主要系预付股权收购款已完成收购所致；公司其他应收款为10.33亿元，为年初的3.92倍，主要系公司收购华兴电力后增加的往来款所致，主要由往来款（占比83.84%）、保证金（占比11.42%）构成。

非流动资产

公司大规模的股权收购带动了固定资产、无形资产的大幅增长，使得公司非流动资产增长较快。

截至2015年底，公司非流动资产为724.16亿元，较年初增长90.80%，主要是来自于固定资产、无形资产和商誉的增加。公司非流动资产主要由无形资产（占比51.29%）、固定资产（占比26.57%）、商誉（占比6.33%）、在建工程（占比5.12%）和长期股权投资（占比4.63%）组成，如下图所示：

图7 公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

2013、2014年底公司无股权投资。截至2015年底，公司长期股权投资33.51亿元，主要投资标的包括珠海东方金桥一期股权投资合伙企业（有限合伙）、上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）和郑州裕中煤业有限公司，分别为公司向股权投资基金、物联网等新兴产业拓展的项目。

截至2015年底，公司固定资产原值274.16亿元，为年初的3.89倍，主要系合并范围变化所致；其中，房屋及建筑物占21.75%，井巷工程占14.05%，机器设备占62.55%，其他共计占1.66%。截至2015年底，公司固定资产累计计提折旧77.18亿元，计提减值准备共计4.55亿元，固定资产成新率为71.85%，成新率较高。

截至2015年底，公司在建工程37.08亿元，较年初增长63.95%，主要系森达源120万吨技改等煤矿技改项目、华瀛石化等物流项目、沙洲电力等电力项目构成。

截至2015年底，公司无形资产原值共计388.87亿元，较年初增长30.48%，主要系收购子公

司取得的煤矿和页岩气矿业权增长所致；其中，矿业权占比 92.67%，其余主要为土地使用权。截至 2015 年底，公司无形资产累计摊销 17.44 亿元，由于未发生减值情形，公司未计提无形资产减值准备。

截至 2014、2015 年底，公司商誉分别为 0.42 亿元和 45.80 亿元，2015 年商誉增长较快，主要系公司收购子公司华瀛石化和华兴电力的合并成本与被收购公司可辨认净资产公允价值份额之差。

截至 2015 年 12 月底，公司使用受限资产总额 163.19 亿元，占总资产的 18.64%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 875.72 亿元，与年初基本持平，其中流动资产占比 17.61%，非流动资产占比 82.39%，资产构成以非流动资产为主。

总体看，2015 年公司资产仍以非流动资产为主，流动资产中货币资金受限比例较高，应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用。煤矿和页岩气矿业权等无形资产占比较高，存在一定减值风险，公司整体的资产质量尚可。2015 年公司通过非公开发行股票形式募集资金和收购华兴电力带动资产规模的快速增长，业务也由煤矿采选转型为电力、煤炭、石化综合能源产业。

3. 负债及所有者权益

负债

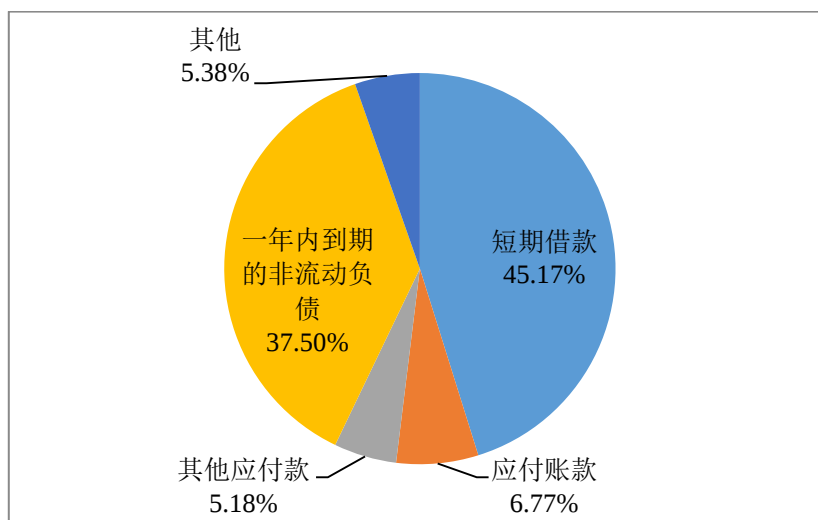
随着发展战略的调整与实施，公司资金需求不断增大，公司利用上市公司这一融资平台，借助资本市场的融资功能，积极进行直接融资，并不断创新融资方式，以进一步调整公司债务结构、降低资金成本。

截至 2015 年底，公司负债合计 615.73 亿元，较年初增长 60.11%，主要系公司债券发行规模及长期借款的快速增加所致。其中流动负债占 44.21%，非流动负债占 55.79%，非流动负债占比相对较高。

流动负债

截至 2015 年底，公司流动负债为 272.21 亿元，较年初增加 26.86%，主要系公司合并范围变化所致；其中，短期借款（占比 45.17%）、一年内到期的非流动负债（占比 37.50%）、其他应付款（占比 5.18%）和应付账款（占比 6.77%），如下图所示。

图 8 公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2015 年底，公司短期借款合计 122.96 亿元，较 2014 年底上升 35.50%，主要为保证及质押借款；公司应付账款为 18.44 亿元，较年初增长 59.55%，主要系公司合并范围变化后新增电力业务应付款项所致；公司一年内到期的非流动负债合计 102.07 亿元，较年初增长 38.52%，系一年内到期的长期负债增加所致；公司其他应付款金额为 14.10 亿元，较年初下降 23.01%，主要系当期信用证业务规模下降所致。

非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债共计 343.53 亿元，较年初增加 102.08%，以长期借款（占比 40.94%）、应付债券（占比 41.24%）和长期应付款（占比 16.87%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 140.63 亿元，较年初增加 702.47%，主要系新收购子公司、合并范围变化所致；长期借款中，质押借款占 62.80%，保证质押抵押借款占 16.94%。

截至 2015 年底，公司应付债券 141.69 亿元，较年初增加 9.45%，主要系新发行永泰能源中期票据所致；应付债券中，主要是 2012 年一、二期公司债券、2013 年公司债券、2014 年非公开定向债务融资工具和 2015 年永泰能源中期票据，期限主要集中在 3~5 年。

截至 2015 年末，公司长期应付款为 57.96 亿元，较年初增长 164.62%，主要为应付融资租赁款及应缴资源价款。

从债务负担情况来看，2015 年，公司并购规模不断扩大，全部债务快速增长；截至 2015 年底，公司全部债务为 572.30 亿元，较年初增长 75.05%。其中短期债务占 40.54%，长期债务占 59.46%，以长期债务为主。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.32%、68.78%、56.70%，较年初变化不大，负债结构向以长期债务为主转变。

截至 2016 年 3 月底，公司短期借款与一年内到期的非流动负债合计占全部债务的 37.29%，短期债务规模较大。虽然公司先后通过中期票据、短期融资券、非公开定向债务融资工具、非公开发行股票等进行筹资，但仍面临一定的短期债务偿债压力。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 620.66 亿元，较年初增长 0.80%。其中，流动负债占比 41.42%，非流动负债占比 58.58%，较年初变化不大。

总体看，2015 年公司持续进行资产收购与兼并，负债规模大幅增长，整体负债水平较高；新增负债中，有息债务占比较高，将加大公司利息支出负担；公司负债的期限结构趋于长期化，但目前整体债务负担较重，短期偿债压力较大。

所有者权益

2015 年，公司实施了非公开发行并进行了资产重组和收购兼并，所有者权益不断增加。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 259.82 亿元，较年初增加 90.30%，主要系公司实施 2014 年度非公开发行及资本公积转增股本所致。其中，归属于母公司所有者权益 204.60 亿元，较年初增长 105.24%，占所有者权益合计的比例为 78.75%，较年初增长 5.73 个百分点。归属于母公司所有者权益中，股本占 54.71%，资本公积占 33.70%（主要为股本溢价），专项储备占 0.38%，盈余公积占 1.03%，未分配利润占 8.91%，公司所有者权益的稳定性较强。

公司 2015 年度非公开发行股票拟募集资金不超过 49 亿元，2016 年 5 月 25 日募集资金已全部到位，公司资本实力得到有效增强。

总体看，2015 年公司通过实施定向增发，公司所有者权益和股本大幅增长，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015 年，公司通过收购华兴电力等子公司引入发电业务，使得营业收入与利润规模大幅增长。2015 年公司实现营业收入 107.84 亿元，较上年增长 36.30%，实现营业利润 10.17 亿元，同比上

升 143.46%；实现利润总额和净利润分别为 12.94 亿元和 9.84 亿元，较上年分别上升 102.48%和 103.24%，归属于母公司所有者的净利润 6.03 亿元，同比上升 48.80%，公司利润规模上升明显。

从期间费用看，2015 年公司费用总额大幅增长 31.41%，略低于营业收入增长速度，主要是占比较大的财务费用增长速度相对较低所致。从构成来看，财务费用与管理费用在期间费用中的占比较高，2015 年分别为 81.35%和 18.56%。2015 年，公司财务费用为 28.92 亿元，同比增长 26.28%，系公司为收购兼并而进行的大规模债务融资引起的利息支出增长所致；2015 年管理费用 6.60 亿元，同比增长 62.23%，系并购规模的扩大所致。2015 年，公司费用收入比为 32.97%，较 2014 年下降 1.23 个百分点。公司财务费用对利润影响依然较大，费用控制能力有待提升。

2015 年公司投资收益为 1.24 亿元，同比增长 24.63%，主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益及处置可供出售金融资产取得的投资收益的增长。2015 年，公司投资收益及营业外收入合计占利润总额的 33.16%，对公司利润总额影响较大。

2015 年，受煤炭行业景气度持续走低及债务规模增加引起的利息支出大幅增长的影响，公司总资本收益率、总资产报酬率有所下降；由于电力板块盈利状况较好，公司净资产收益率有所上升。2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.43%、5.48%和 4.97%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.50 亿元，同比增长 6.74%；实现营业利润 1.45 亿元，同比增长 142.94%；净利润 0.62 亿元，同比增长 45.16%。营业利润及净利润大幅增长系公司新增电力业务所致。

总体看，2015 年，受益于整体盈利能力较强的电力业务，公司盈利状况明显改善。未来随着华兴电力在建机组的投产以及公司其他并购计划的顺利实施，公司盈利情况或将进一步得到提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2015 年公司经营活动现金流入 120.99 亿元，同比增长 52.47%，系电力业务销售回款金额较大引起的销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；2015 年公司经营活动现金流出为 92.41 亿元，同比增长 55.17%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付的各项税费的增长。2015 年经营活动现金流量净额同比上升 44.34%，达到 28.58 亿元。受电力业务回款状况良好影响，2015 年公司收入实现质量好转，现金收入比为 103.40%，较上年增长 9.07 个百分点。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金净流出量达到 109.59 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，2015 年公司筹资性现金流继续呈现为净流入，为 104.41 亿元，为 2014 年的 5.26 倍，主要系非公开发行股票募集资金及借款增加所致。

总体看，在煤炭行业景气度下行及公司战略转型的过程中，2015 年公司经营活动现金流继续为净流入，但随着多元化转型战略的实施，公司资本支出将快速增长，经营活动产生的现金流量净额不能够满足投资需求，公司仍有较大的外部融资需求。公司作为上市公司，具备资本市场直接融资渠道，有助于公司缓解资金压力。

6. 偿债能力

2015 年，受合并范围变化引起的应付账款等的快速增长与公司长期债务到期的影响，公司流动负债增速高于流动资产及经营现金流入，公司流动比率由 0.66 倍下降到 0.56 倍，速动比率由 0.64 倍下降到 0.54 倍，现金短期债务比由 0.37 倍下降到 0.34 倍。整体看，公司短期偿债压力较

大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015年，随着财务费用的增加，公司EBITDA为52.58亿元，同比增长47.38%；其中，计入财务费用的利息支出占比48.14%、利润总额占比24.62%、折旧占比17.23%。2015年，公司EBITDA全部债务比由0.11倍下降到0.09倍，EBITDA对全部债务的保障程度不强。2015年由于公司摊销、折旧的增速快于计入财务费用的利息支出，EBITDA利息倍数由1.60倍上升到1.99倍，公司EBITDA对利息的覆盖程度有所上升。随着2014年度非公开发行募集资金到账，截至2015年底，公司资产负债率为70.32%，较2014年（73.80%）有所降低。考虑到2015年电力板块效益并表核算，电力业务将成为公司新的盈利增长点，盈利规模对债务的保障能力将获得提升，公司长期偿债能力较强。

截至2016年3月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至2016年3月底，公司对外担保合计16.48亿元，担保比率6.46%，被担保企业主要为永泰能源运销集团有限公司7.00亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（被查询机构信用代码 G99140729000273000），截至2016年4月7日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的信贷信息中，有17笔关注类贷款记录，均已正常收回，2笔关注类银行承兑汇票记录，均已结清。

公司与中国民生银行股份有限公司、平安银行股份有限公司、中信银行股份有限公司等金融机构建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司及控股子公司已获批准的授信额度607.94亿元，剩余授信额度222.48亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司（SH.600157），具备资本市场直接融资渠道。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较强；公司非公开发行股票募集资金使债务压力有所缓解；电力板块已成为公司主要的利润增长点，从而进一步提高公司的偿债能力及抗风险能力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达78.23亿元，约为“11永泰债”、“12永泰01”、“12永泰02”、“13永泰债”、“16永泰01”和“16永泰02”存续本金合计（78.63亿元）的0.99倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达259.82亿元，约为债券存续本金合计（78.63亿元）的3.30倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11永泰债”、“12永泰01”、“12永泰02”、“13永泰债”、“16永泰01”和“16永泰02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为52.58亿元，约为债券存续本金合计（78.63亿元）的0.67倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入120.99亿元，约为债券存续本金合计（78.63亿元）的1.54倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家以电力生产及煤炭采掘为主的综合能源生产企业，在多元化产业链、燃煤机组单机容量、煤炭资源储备、经营现金净流入规模等方面具备优势。联合评级认为，公司对“11永泰债”、“12永泰01”、“12永泰02”、“13永泰债”、“16永泰01”和“16永泰02”的偿还能力很强。

八、担保方实力

“11永泰债”、“12永泰01”和“12永泰02”均由永泰控股集团提供全额无条件不可撤销连带保证责任担保。

永泰控股集团的前身是成立于2002年4月的苏州工业园区新鸿泰房地产有限公司，经历次增资后，截至2016年3月底，永泰控股集团注册资本为46.698亿元，由江苏永泰科技投资有限公司98.48%控股，实际控制人为自然人王广西。

永泰控股集团是一家综合型的企业集团公司，目前主要产业有：能源、物流、投资、医药和金融产业板块，业务范围遍及北京、山西、山东、江苏、陕蒙、新疆、海南等地。

截至2015年底，永泰控股集团合并资产总额956.74亿元，负债合计737.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）219.28亿元，其中归属于母公司所有者权益合计51.33亿元。2015年永泰控股集团实现营业收入108.40亿元，净利润（含少数股东损益）2.93亿元，其中归属于母公司净利润-4.42亿元；经营活动产生的现金流量净额8.30亿元，现金及现金等价物净增加额24.23亿元。

永泰控股集团资产规模较大、盈利水平较高，对“11永泰债”、“12永泰01”和“12永泰02”债券的担保体现了大股东对公司发展的信心和支持。

九、综合评价

跟踪期内，永泰能源股份有限公司煤炭资源储量仍较大，原煤产量基本保持稳定，经营现金流状况良好；此外公司积极调整业务结构，不断通过兼并收购向能源、物流及投资领域的多元化发展，以抵御单一煤炭主业的经营风险，其中，收购电力业务使得公司2015年在行业普遍亏损的形势下实现了利润的大幅增长，对抗煤炭价格下跌的能力增强。同时联合评级也关注到在火电上网电价下调、公司发电量与上网电量继续下降、环境保护和治理压力较大，以及公司债务负担较重、财务费用侵蚀利润等因素对公司信用水平产生的不利影响。2015年8月，公司拟非公开发行股票募集资金不超过49亿元，2016年5月25日本次非公开发行募集资金已全部到位，公司资本实力得到了有效增强。

“13永泰债”、“16永泰01”和“16永泰02”无担保，“11永泰债”、“12永泰01”和“12永泰02”均由永泰控股集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。永泰控股集团为公司第一大股东，跟踪期内，永泰控股集团的资产规模增长较快，收入规模有所上升，其担保显示出大股东对公司发展的信心与支持。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“11永泰债”、“12永泰01”、“12永泰02”、“13永泰债”、“16永泰01”、“16永泰02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 永泰能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	521.09	875.56	875.72
所有者权益(亿元)	136.53	259.82	255.06
短期债务(亿元)	172.04	232.02	218.80
长期债务(亿元)	154.89	340.28	361.32
全部债务(亿元)	326.93	572.30	580.13
营业收入(亿元)	79.12	107.84	17.50
净利润(亿元)	4.84	9.84	0.62
EBITDA(亿元)	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	19.80	28.58	9.59
应收账款周转次数(次)	2.41	2.58	--
存货周转次数(次)	9.46	15.01	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.15	--
现金收入比率(%)	94.33	103.40	132.32
总资本收益率(%)	5.82	5.43	--
总资产报酬率(%)	5.55	5.48	--
净资产收益率(%)	3.58	4.97	--
营业利润率(%)	38.31	40.90	34.27
费用收入比(%)	34.20	32.97	51.36
资产负债率(%)	73.80	70.32	70.87
全部债务资本化比率(%)	70.54	68.78	69.46
长期债务资本化比率(%)	53.15	56.70	58.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.99	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.09	--
流动比率(倍)	0.66	0.56	0.60
速动比率(倍)	0.64	0.54	0.59
现金短期债务比(倍)	0.37	0.34	0.35
经营现金流动负债比率(%)	9.23	10.50	3.73
EBITDA/债券存续本金合计(倍)	0.45	0.67	--

附件 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。