

信用等级公告

联合评字[2016]567号

永泰能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对永泰能源股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第三期）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+，评级展望为“稳定”

永泰能源股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第三期）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：

二零一六年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

永泰能源股份有限公司

2016 年公司债券（第三期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 18.50 亿元

债券期限：不超过 5 年期

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2016 年 6 月 7 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	476.15	521.09	875.56	875.72
所有者权益(亿元)	134.20	136.53	259.82	255.06
长期债务(亿元)	125.97	154.89	340.28	361.32
全部债务(亿元)	299.74	326.93	572.30	580.13
营业收入(亿元)	98.43	79.12	107.84	17.50
净利润(亿元)	6.28	4.84	9.84	0.62
EBITDA(亿元)	30.81	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	20.39	19.80	28.58	9.59
营业利润率(%)	29.72	38.31	40.90	34.27
净资产收益率(%)	4.11	3.58	4.97	0.24
资产负债率(%)	71.81	73.80	70.32	70.87
全部债务资本化比率(%)	69.07	70.54	68.78	69.46
流动比率(倍)	0.70	0.66	0.56	0.60
EBITDA 全部债务比(倍)	0.10	0.11	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.60	1.99	--
EBITDA/本期发行额度(倍)	0.95	1.10	1.62	--

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。③2016 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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”或“公司”）的评级反映了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。同时联合评级也关注到在煤炭市场景气度较低、火电上网电价下调、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。

2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票方式募集资金净额 48.40 亿元，资本实力得到增强。

未来随着公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略的逐步实施，公司的抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司确定了由相对单一煤炭主业向“能源、物流、投资”多元化产业转型的发展战略，产业布局由山西、河南等中西部地区向广东、江苏等沿海地区跨区域拓展，多元化、跨区域发展优势逐步显现。

2. 公司目前的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，资源优势明显。

3. 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。

4. 2016年5月公司通过非公开发行股票募集资金净额48.40亿元，增强了公司资本实力。公司资产规模稳定增长，整体资产质量尚可，经营活动现金为净流入，且规模较大。

关注

1. 在国内经济增速放缓、经济结构不断优化升级的形势下，煤炭供大于求的压力较大，全社会库存依然处于高位，煤炭价格低位运行，行业整体盈利水平大幅下降。

2. 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、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。

3. 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。

4. 公司目前债务负担较重，使得财务费用高企，侵蚀公司利润水平；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。

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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与永泰能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、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。

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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由永泰能源股份有限公司提供，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永泰能源股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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。

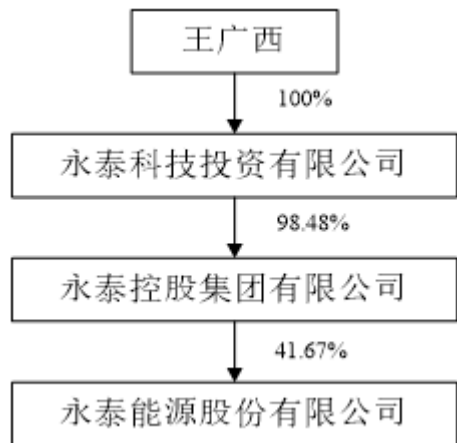
2007 年 11 月，江苏永泰地产集团有限公司（以下简称“永泰地产”）受让公司原大股东中国石化山东泰山石油股份有限公司、原第二大股东泰安鲁浩贸易公司所持有的公司股份共计 9,404.17 万股（占公司总股本的 55.18%）。2007 年 12 月 21 日公司完成股权分置改革。

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 5 月底，公司总股本 1,242,579.53 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 41.67%，公司实际控制人为王广西，如下图所示：

图1 截至2016年5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。

2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票募集资金净额 48.40 亿元，假设发行后公司财务数据在 2016 年 3 月 31 日的基础上只受本次发行的影响而变动，截至 2016 年 5 月底，公司资产总额 910.13 亿元，负债合计 606.66 亿元，所有者权益合计 303.46 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、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本次债券名称为“永泰能源股份有限公司 2016 年公司债券”，发行规模不超过 40 亿元，发行期限为不超过 5 年期，分期发行。

其中，第一期发行规模为 7.60 亿元，已于 2016 年 4 月 1 日完成发行，期限为 3 年，票面金额为 100 元，发行利率为 7.50%，起息日为 2016 年 3 月 30 日，兑付日为 2019 年 3 月 30 日。第一期债券证券简称为“16 永泰 01”，证券代码“136351.SH”。第二期发行规模 13.90 亿元，已于 2016 年 5 月 20 日完成发行，期限为 3 年，票面利率为 7.5%，起息日为 2016 年 5 月 19 日，兑付日期为 2019 年 5 月 19 日。第二期债券证券简称“16 永泰 02”，证券代码“136439”。

本期债券系第三期发行，发行规模不超过 18.50 亿元，票面金额为 100 元，按面值发行；采用固定利率，单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金用途拟用于调整公司债务结构、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业分析

2012~2014 年公司主要经营煤炭采选及销售，但近年来煤炭行业景气度持续下滑，为了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，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. 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业，是关系国计民生的基础产业，是世界各国经济发展战略中的优先发展重点。世界电力工业经过 100 多年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了极大的变化，已经形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之大幅增长。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。

根据中电联统计，受宏观经济尤其是工业生产下行、产业结构调整、工业转型升级以及气温等因素影响，2015年，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55,500亿千瓦时，同比增长0.5%，增速比上年回落3.3个百分点；全口径发电量56,045亿千瓦时，同比增长0.6%，比上年回落3.0个百分点。截至2015年末，全国发电装机容量150,828万千瓦，比上年增长10.5%，增速升高1.7个百分点。全年发电设备平均利用小时数为3,969小时，同比下降349小时，已连续三年下降；火电利用小时数创1969年以来的年度最低值4,329小时，同比降低410小时，火电设备利用小时数持续下降，主要是电力增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因之外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。

总体看，我国电力投资以国有资本为主，受宏观经济影响，我国电力行业发展开始放缓，但总体发展比较平稳。

2. 行业供需状况

2000年以来，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，电力需求总量迅速上升，电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。

供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。2013年底，全国发电装机容量达到12.5亿千瓦，同比增长9.17%，我国发电装机容量首次跃居世界第一；2014年底，全国发电装机容量13.60亿千瓦，比上年增长8.7%。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。

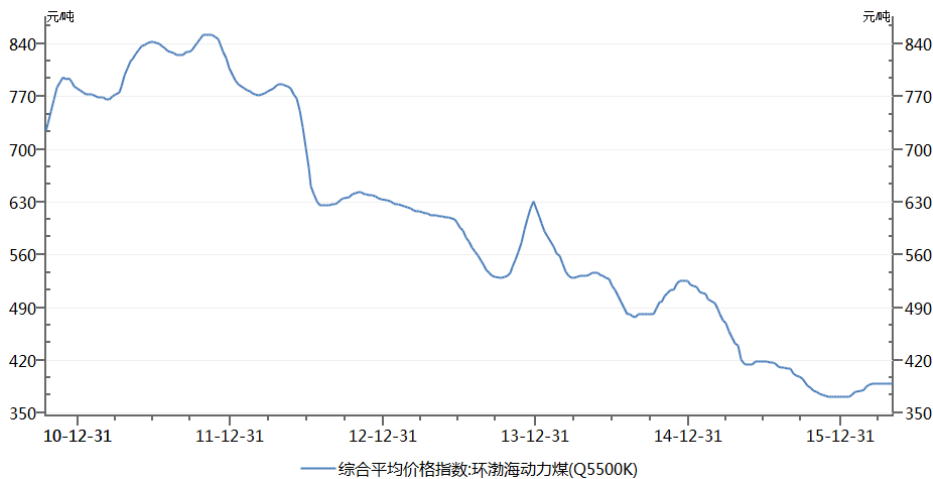
在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。

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。

3. 电煤价格

随着全球经济形势严峻、页岩气等新能源崛起、国际煤价暴跌、以及进口煤炭大量倾销国内市场，使得国内煤炭市场持续低迷，2012年下半年，电煤供需逐步趋缓，电煤价格在全国范围内维持低位稳定。2013年初，国家发改委取消对合同电煤价格涨幅和市场交易电煤最高限价的有关规定，电煤由供需双方自主协商定价，国内煤价正式走向市场化。2014年煤炭价格不断刷新历史新低，一季度急速下跌、二季度缓慢爬升、三季度再次深度探底、四季度阶梯型攀升，截至2014年底，环渤海动力煤价格指数5,500K价格报收525元/吨，与年初610元/吨下跌85元/吨。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）



资料来源：Wind资讯

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，近年来，煤炭价格呈下跌趋势，有利于降低电力行业特别是火电行业的采购成本，提高其盈利能力。

4. 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，在当地积极展开扩张与收购行动，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。

5. 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年来电力行业的主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
节能减排“十二五”规划	国务院	加强用能节能管理，健全节能环保法律和标准等一系列环保要求。	2012年8月
关于扩大脱硝电价政策试点范围有关问题的通知	国家发改委	规定自2013年1月1日起，将脱硝电价试点范围扩大为全国，增加的脱硝资金暂由电网企业垫付。	2012年12月
国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知	国家发改委	分资源区制定光伏电站标杆电价；制定了分布式光伏发电项目电价补贴标准；明确了相关配套规定；明确了政策适用范围。	2013年8月
国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知	国家发改委	从2013年9月25日开始，降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；在上述电价基础上，通过提高上网电价鼓励企业采用新技术提高环保标准。	2013年9月
关于进一步疏导环保电价矛盾的通知	国家发改委	疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。	2014年5月
关于促进抽水蓄能电站健康有序发展有关问题的意见	国家发改委	促进电站建设步伐适度加快，计划到2025年，全国抽水蓄能电站总装机容量达到约1亿千瓦，占全国电力总装机的比重达到4%左右。	2014年11月
关于进一步深化电力体制改革的若干意见	中共中央、国务院联合下发	落实可再生能源发电保障性收购制度，解决新能源和可再生能源发电无歧视、无障碍上网问题，新增用电需优先满足清洁能源消纳，接受外输电中清洁能源的比例逐步提高。	2015年3月
关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见	国家发改委、能源局	强调清洁能源在技术条件框架内的全额上网、优先上网等一系列要求，重点明确了水力发电在清洁能源中的地位和参与方式，从	2015年3月

		而使拥有低成本和调节能力的水电企业得到了上网保证。	
关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知	国家发改委	自4月20日起,将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱。同时,全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。电价调整后,继续对对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、惩罚性电价和阶梯电价政策,促进产业结构升级和淘汰落后产能。	2015年4月
关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知	发改委	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格,并建立相应的价格调整机制。	2015年5月

资料来源:联合评级整理

另外,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,期盼已久的新电改6个配套文件终于落地。这六个文件分别是:《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20153105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,目前我国电力行业政策总体上鼓励清洁能源发展,对火电行业在环保和产业结构升级等方面提出了更高要求。

6. 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。

7. 未来发展

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“上大压小”、“节能调度”、“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。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

（二）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭行业是我国重要的能源基础行业。我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我国一次能源消费结构中所占的比重达到60%以上，“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，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

我国国内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。据统计，我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94.40%，探明储量的80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是我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，但地处西部内陆，运输不便；华东、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。

我国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46% 和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10% 的特低灰煤占 20% 以上；硫分小于 1% 的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2% 的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，我国煤炭质量较好。

由于我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。我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，我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。

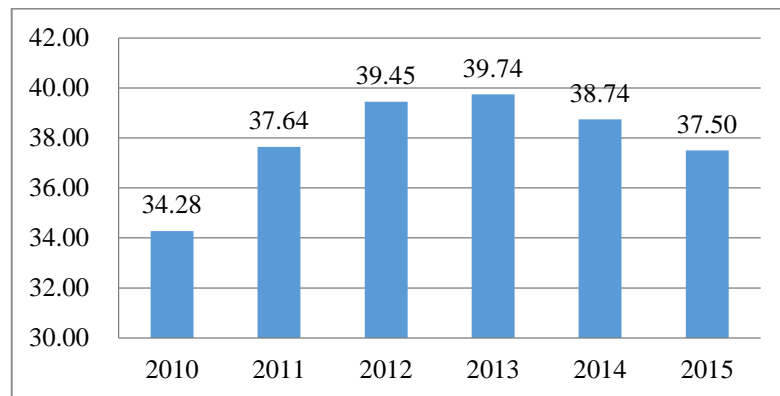
总体看，我国煤炭资源的种类丰富，国内供需区域分布不均，行业整体产能过剩。

2. 煤炭供需

煤炭供应

随着原煤产量持续增长，煤炭生产向西北地区集中趋势仍在延续，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽运来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本。

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。

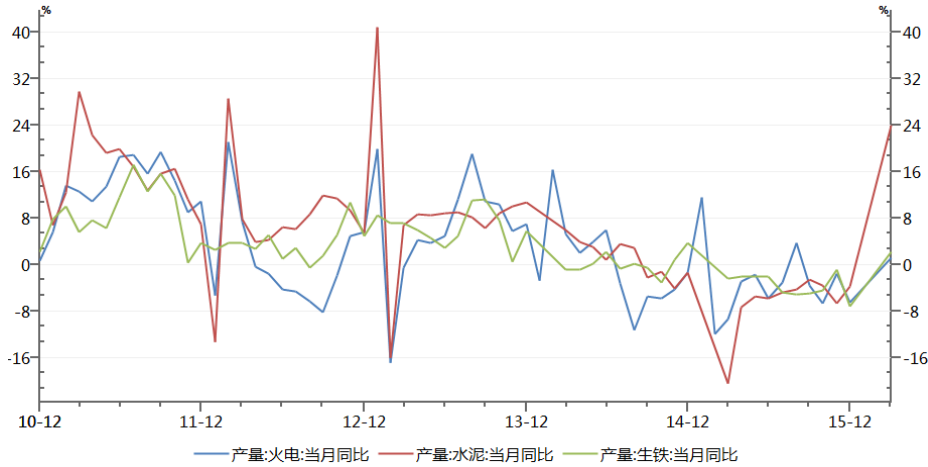
2013 年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，全年原煤产量为 39.74 亿吨，同比仅增加 0.74%。2014 年，各地环保政策出台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量达到 38.74 亿吨，同比下降 2.52%，2015 年进一步下降至 37.50 亿吨，如上图所示。虽然原煤产量开始下降，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

煤炭需求

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，约占煤

炭总需求的 82.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%。2011 年开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，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。

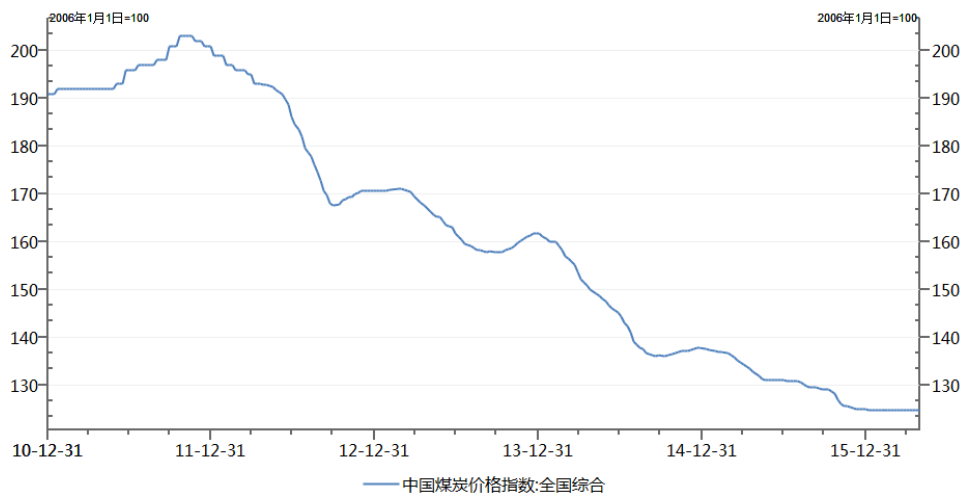
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得，为便于比较，此处省略其 1、2 月数值。

总体看，近年来煤炭市场景气度下滑，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求增速放缓，煤炭产品需求增长有所抑制。

3. 煤炭价格

2012 年以来，全国综合煤炭价格指数震荡下降，如下图所示。从动力煤方面来看，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，动力煤价格震荡下降，尽管 2013 年末电煤合同谈判中煤炭大型集团提价带动动力煤价格回升至 660.00 元/吨，但由于缺乏下游需求有利支撑，动力煤价格下行压力依旧不减。至 2015 年 11 月 4 日~11 月 11 日这一周，秦皇岛港动力煤(Q5800K)平仓价为 420.00 元/吨。从焦煤方面来看，焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显。但由于焦煤下游钢铁行业需求不振，使焦煤价格在 2011 年后进入震荡下降通道，至 2015 年 11 月 6 日~11 月 13 日这一周，焦煤价格（全国含税均价）已跌至 590.00 元/吨。

图 5 2010 年以来全国综合煤炭价格指数走势



总体看, 虽然不同煤种抗跌能力不同, 但在供求格局恶化的情况下均呈下跌趋势。由于国内煤炭行业库存高企, 下游行业需求不振, 煤价整体处于震荡下行通道, 煤炭企业盈利能力有所下滑。

4. 行业竞争

行业竞争方面, 受成本控制能力、运输渠道、融资能力的影响, 大型企业与小型企业的分化已经开始。

在残酷的市场竞争压力下, 由于煤炭价格远远低于盈亏平衡点, 中小型煤炭企业普遍采取限价保价, 甚至停产的措施应对外部不利环境, 导致铁路装车和港口的资源供给主要集中在大型煤炭企业手中。大型煤炭企业为了确保市场份额, 让利不让市场, 虽然也面临成本倒挂的压力, 但生产和销售煤炭数量保持增势, 对中小煤炭企业形成生存压力。随着大型煤企的产销量大增, 其市场的话语权也随之增强。大型煤炭企业具有优先配置铁路资源的优势, 容易形成一体化产运销体系, 并降低成本, 减少营业支出。而中小煤企由于资源有限, 融资困难, 开始出现资金断裂的情况, 资金压力是造成中小煤企被兼并的重要原因之一。大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面的优势将会更加明显。

从行业排名来看, 近年来煤炭企业排名相对稳定, 2014 年我国煤炭企业营业收入前五名如下表所示:

表 2 2014 中国煤炭企业营业收入前五名 (单位: 万元)

排名	企业名称	地区	主要产品或服务	营业收入
1	神华集团有限责任公司	北京	煤炭、电力、航运、铁路、煤化工	36,781,691
2	山西焦煤集团有限责任公司	山西	煤炭、焦化、贸易、建筑建材、电力	23,608,769
3	冀中能源集团有限责任公司	河北	煤炭、制药、航空、机械制造、物流	22,990,319
4	山东能源集团有限公司	山东	煤炭、物流、化工、机械制造、医疗器械	22,972,301
5	晋能有限责任公司	山西	煤炭、物流	22,801,762

资料来源: 中国煤炭工业协会。

从集中度看, 煤炭行业兼并重组效果显著, 2014 年 9 月, 中国煤炭工业协会发布“2014 中国煤炭企业百强名单”, 入围企业占全国煤炭产量的比重首次超过 80%, 达到 81.66%。

总体看，我国煤炭行业竞争严酷，大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面具有较为明显的优势。未来，大型煤炭企业将逐步兼并中小煤企，煤炭企业生产经营将逐步规范化。

5. 行业政策

2014年以来，环境污染整治工作提上日程，政府陆续发布多条限制煤炭供给与使用量的相关政策，在煤炭质量等方面做出了严格的指标要求，鼓励使用替代能源，进一步整合煤炭企业。2014年，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且行业内停止征收煤炭等矿产资料补偿费，此举将增加税收弹性，在当前煤炭市场价格持续走低的情况下，降低企业的税收负担，同时还可以调节企业税费结构，避免重复征收。近年来煤炭行业的主要政策如下表所示：

表3 近年来煤炭行业主要政策

时间	法条	主要内容
2014年12月	《重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法》	指在北京市、天津市、河北省、山东省等重点区域规定煤炭消费量目标，通过淘汰落后产能、压减过剩产能、提高煤炭等能源利用效率直接减少煤炭消费。利用可再生能源、天然气、电力等优质能源替代煤炭消费。
2014年11月	《关于进一步加强资源整合技改煤矿建设项目安全监管监察工作的通知》	推进小煤矿资源整合、兼并重组工作，加强整合技改煤矿建设项目管理，加大整顿关闭力度，淘汰落后产能。
2014年10月	《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》	自2014年12月1日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理。
2014年10月	《关于实施煤炭资源税改革的通知》	自2014年12月1日起，全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，税率幅度为2%~10%。
2014年9月	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过600公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于16.5MJ/kg（约为3,942大卡/千克）。
2014年8月	《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于2014年8月31日前报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。

资料来源：联合评级根据公开资料整理。

进口政策方面，2014年8月，我国取消褐煤的零进口暂定税率，恢复实施3%的最惠国税率。2014年10月，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率。煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口，缓解进口煤对国内市场的冲击。

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。

6. 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。

7. 未来发展

兼并重组深化，行业集中度提升

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。具有资金、技术、规模、产业链优势的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。随着2016年政府主导的供给侧改革的实施，大型煤企的生存环境将进一步优化，而中小型煤企的生存空间将进一步缩小，行业集中度提升，不同规模企业的经营能力将显著分化。

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。

产业链逐步完善提升企业盈利能力

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续不景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。煤电、煤化工、煤建材、煤焦化、煤气化等优势产业都受到国家政策鼓励支持。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到改善，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，未来煤炭行业集中度将有所提升，供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到改善。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司确定了由相对单一煤炭主业向“能源、物流、投资”多元化产业转型的发展战略，产业布局由山西、河南等中西部地区向广东、江苏等沿海地区跨区域拓展，多元化、跨区域发展优势逐步显现。

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，主要为焦煤和长焰煤。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 11.44 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。

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。2013 年 1 月 8 日，华熙矿业接到国土资源部《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。

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，公司于 2015、2016 年先后收购了华兴电力合计 100.00% 股权。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。

2016 年 5 月，公司完成非公开发行募集资金净额 48.40 亿元，资本金实力显著增强，有助于进一步向“能源、物流、投资”多元化产业转型。

总体看，公司电力产业规模较大，发电机组平均单机容量大；煤炭资源储量充足，地理位置优越；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；未来，页岩气开发有望成为公司新的利润增长点。另外随着公司业务扩展至电力生产及石化产品贸易领域，公司业务向多元化产业发展有助公司抵御煤炭单一行业风险。

2. 技术及装备水平

电力业务

由于公司 600MW 及以上等级机组容量占比较高，且近年来节能技改成效明显，公司能耗控制水平逐年提升。2015 年，公司综合厂用电率为 4.87%；供电标准煤耗为 303.84 克/千瓦时，处于国内主要电力企业前列。

公司在建机组中，沙洲电力两台 100 万千瓦燃煤机组主要指标设计值与同类型机组相比处于先进水平，设计供电煤耗为 275.3 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 1,000MW 级超超临界机组前 20% 平均值；周口隆达两台 66 万千瓦燃煤机组投产发电后在同类机组中能耗较也属低，设计供电煤耗为 280.7 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 600MW 级超超临界机组前 20% 平均值，机组投产后在能耗方面均有较强竞争优势。为达到了减少环境污染目的，上述工程实施超低排放技术，同步建

设高效的脱硫设施、低氮燃烧器和高效的 SCR 脱硝装置，采用高效电袋复合除尘器和湿式静电除尘器，污染物排放浓度：烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 5、35、50 毫克/立方米，达到燃机排放水平，实现燃煤机组超低排放。

煤炭采掘

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。

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，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。

总体看，公司单机机组容量较高，电力能耗控制水平逐年提升，在建机组均可实现燃煤机组超低排放；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。

3. 资源及地质（地理）环境

电力资源

公司所属电力项目主要分布于江苏、河南两省，以上省份均是我国经济大省、用电大省。同时，江苏是资源小省，能源供应一直比较紧张；河南省虽然电力供应呈现“整体平衡”态势，但“局部紧张”状态难以缓解。为此，以上两个省份均有较高的用电需求。

江苏省是我国国民经济最发达的省份之一，经济增长速度高于全国平均水平，随着国民经济的发展，全省电力需求呈较快增长趋势。江苏省“十二五”期间全社会用电量和最高用电负荷年均增长率分别为 7.7% 和 8.2%，预计到 2015 年，全社会用电量为 $5,600 \times 10^8$ 千瓦时，最高用电负荷为 9,500 万千瓦；“十三五”期间全社会用电量和最高用电负荷年均增长率分别为 5.1% 和 6.5%，到 2020 年，全社会用电量为 $7,200 \times 10^8$ 千瓦时，最高用电负荷为 13,000 万千瓦。

河南省地处中原经济区，是全国人口大省，经济发展后劲强，随着其经济的不断发展，用电需求也将持续增加。根据电力规划设计总院设计报告负荷预测，预计 2015 年和 2020 年河南省全社会用电量将达到 $3,300 \times 10^8$ 千瓦时和 $4,600 \times 10^8$ 千瓦时，“十二五”和“十三五”期间年均增长 7.0% 和 6.9%；最大负荷将达到 5,900 万千瓦和 8,500 万千瓦，“十二五”和“十三五”期间年均增长 8.9% 和 7.6%。

煤炭资源

公司的生产矿井主要集中在山西省境内，生产的煤种主要是优质焦煤及其配煤，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。

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，公司所属电力业务主要分布于江苏和河南境内，以上两省属于国家电力“负荷中心”，电力市场的刚性需求将维持公司电力业务良好的增长态势；公司主要煤种属稀缺煤炭资源，经济价值较高；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。

4. 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电力及煤炭企业引入大量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 54 岁，硕士研究生学历，教授级高级工程师。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，子公司华熙矿业董事长、公司副董事长；现任公司董事长，公司控股股东永泰控股董事。

公司董事、总经理常胜秋先生，现年 50 岁，硕士研究生学历，教授级高级工程师。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，子公司华熙矿业总工程师、子公司山西康伟总经理、子公司灵石银源煤焦开发有限公司董事长；现任公司董事、总经理，子公司华瀛石油化工有限公司董事长。

截至 2015 年底，公司拥有在职员工 9,214 人。从文化程度来看，硕士及以上员工占比 0.87%；本科员工占比 12.85%；大专及以下员工占比 86.28%。从岗位构成来看，管理人员占比 15.37%；技术人员占比 14.55%；生产人员占比 65.65%；销售人员占比 2.73%；财务人员占比 1.70%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的能源行业工作背景和管理经验，公司员工以生产人员为主，符合能源生产企业的特征。

五、公司管理

1. 治理结构

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，公司法人治理结构较为规范，符合上市公司规范要求。

2. 管理体制

公司从油品业务转为以煤炭采选为主后，至目前进一步转型为综合能源企业以来，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。

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。公司各职能部门分工明确，对下属企业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，各下属企业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，下属企业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、下属企业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；由公司向各单位派驻一名专职安全负责人，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，并对各单位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，公司与各单位、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，公司加强电厂和煤矿安全管理，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。

六、经营分析

1. 经营概况

2009 年以来，公司多次通过定向增发等方式先后收购了华熙矿业、灵石银源煤焦开发有限公司（简称“银源煤焦”）等煤矿企业，逐步由油品经营转型进入煤炭采选领域，形成了以煤炭采掘为主，煤炭洗选、贸易为辅的经营构架。2012 年以来，煤炭价格持续下滑，煤炭市场持续低迷，

2014 年以来公司剥离部分洗精煤业务，削减煤炭业务规模，同时着手布局电力产业；2015 年以来，公司大力拓展电力业务，电力业务板块初步成型。

从近三年的收入情况来看，公司营业收入呈波动变化，年均复合增长 4.67%，2015 年营业收入 107.84 亿元，毛利率 44.37%。公司主营业务突出，2013~2015 年主营业务收入占营业收入比重分别为 99.65%、99.60%和 99.47%，营业收入规模以及毛利率的变化主要取决于主营业务。

2013~2015 年公司主营业务收入复合增长 4.57%。2014 年，公司实现主营业务收入 78.80 亿元，同比下降 19.67%，主要系公司进行煤炭业务结构调整，减少洗精煤业务所致。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，2014 年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 4 近三年公司主营业务收入、占比、毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	
煤炭	煤炭采选	66.45	67.75	45.45	55.52	70.45	54.97	52.51	48.96	55.84
	煤炭贸易	29.90	30.48	1.09	22.45	28.49	6.87	4.51	4.21	2.85
	合计	96.36	98.23	31.68	77.97	98.94	41.11	57.03	53.16	51.64
电力	--	-	-	--	--	--	50.04	46.65	37.03	
其他	1.74	1.77	14.41	0.84	1.06	3.93	0.20	0.19	-166.84	
合计	98.09	100.00	31.32	78.80	100.00	40.72	107.27	100.00	44.42	

资料来源：公司年报

从盈利情况看，2013~2015 年公司主营业务毛利率呈持续增长趋势，煤炭采选毛利率波动趋势一致。煤炭贸易毛利率在 2014 年出现高峰后于 2015 年迅速下降，系公司煤炭行业产能过剩造成贸易利差减少。

2013 年，由于煤炭行业景气度持续下滑，致使公司盈利能力处于低位；2014、2015 年，公司通过提高全员效率、提高原煤质量和严控成本费用开支等措施，使得生产成本下降，毛利率有所升高，2014、2015 年公司主营业务毛利率分别为 40.72%和 44.42%。

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。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，2012~2014 年煤炭业务是公司的核心业务，2014 年公司剥离部分洗煤业务，主营业务收入规模有所缩减；同时，通过一系列成本控制措施，煤炭业务综合毛利率有所回升。2015 年公司大力拓展电力业务，主营业务收入大幅增长，虽然电力业务毛利率相较煤炭板块较低，但

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。

煤炭板块历史融资负担较重，使得其最终盈利能力弱于电力板块。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火力发电和天然气发电收入。如下表所示，2013~2015年，华兴电力总收入分别为100.68亿元、90.26亿元和71.86亿元，其中煤炭发电收入分别为87.25亿元、77.95亿元和56.35亿元，煤炭发电占比较高，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，华兴电力发电收入逐年减少，但毛利率逐年上升。

表5 2013~2015华兴电力发电收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭发电	87.25	25.26	77.95	28.72	56.35	40.48
天然气发电	13.43	18.20	12.31	14.56	15.51	11.92

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2013~2015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不断上升，从2013年的25.26%大幅上升至2015年的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不断下降，从2013年18.20%下降至2015年11.92%。

总体看，华兴电力收入主要来自煤炭发电收入，近三年发电收入不断减少，但毛利率逐年上升。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6 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。

2013~2015年和2016年1~3月，华兴电力采购煤炭总量分别为627.46万吨、562.55万吨、481.53万吨和99.32万吨（如下表所示），采购量不断下降系公司发电量减少所致。同期，受煤炭行业低迷和华兴电力采购策略的影响，煤炭采购价格不断下降，从2013年689.73元/吨下降至2015年442.69元/吨，2016年1~3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7 华兴电力近三年煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨）

指标	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
煤炭采购总量	627.46	562.55	481.53	99.32
煤炭采购平均单价	689.73	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8 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供煤集团展开合作，采购成本显著下降。

电力生产和销售

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，公司发电设备平均利用小时数不断下降，2013~2015年分别为4,810.15小时、4,261.21和3,907.00小时。受此影响，近三年华兴电力火力发电量及上网电量持续下降。2013~2015年，华兴火力发电量分别为236.18亿千瓦时、209.22亿千瓦时和191.86亿千瓦时，上网电量分别为220.08亿千瓦时、198.73亿千瓦时和182.55亿千瓦时。

受宏观经济下滑以及电力体制改革等行业环境影响，近三年华兴电力火力发电上网电价有所下降。其中，河南省平均上网电价持续下降，2013~2015年分别是0.4381元/千瓦时、0.4343元/千瓦时和0.4058元/千瓦时，2016年1~3月继续下降至0.3507元/千瓦时；江苏在2015年回升至0.4783元/千瓦时，但在2016年1~3月迅速下降至0.4098元/千瓦时，如下表所示：

表9 近三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		2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
发电量	河南	133.70	118.76	99.01	20.86
	江苏	102.48	90.46	92.85	16.91
	合计	236.18	209.22	191.86	37.77
上网电量	河南	125.98	112.02	93.42	19.62
	江苏	98.30	86.71	89.13	16.17
	合计	224.28	198.73	182.55	35.79
发电设备平均利用小时		4,810.15	4,261.21	3,907.00	765.71
综合厂用电率		5.07	5.06	4.87	5.33
供电标准煤耗		310.79	310.29	303.84	296.13
平均上网电价	江苏	0.4579	0.4488	0.4783	0.4098
	河南	0.4381	0.4343	0.4058	0.3507

资料来源：公司提供

2013~2015年，随着近年来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持续下降。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逐年下调，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 10 华兴电力近三年天然气采购量（单位：亿立方米、元/立方米）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
天然气采购总量	4.58	3.65	4.97	0.50
采购价格	1.73	1.96	2.57	2.15

资料来源：公司提供

燃气发电销售

2013~2015 年，华兴电力燃气发电量呈波动增长趋势，三年分别为 23.94 亿千瓦时、18.92 亿千瓦时和 25.75 亿千瓦时，上网电量分别为 23.44 亿千瓦时、18.55 亿千瓦时和 25.27 亿千瓦时，呈波动上升趋势，其中，2014 年出现谷底系周边燃煤机组的投产运营所致，2015 年大幅升的原因与天然气采购量上升原因一致（见上文）。

表 11 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
发电量	23.94	18.92	25.75	2.55
上网电量	23.44	18.55	25.27	2.51
发电设备平均利用小时	3,068.77	2,425.92	3,301.44	327.54
综合厂用电率	2.30	2.28	2.08	2.60
平均上网电价	0.5853	0.6060	0.7066	0.5750

资料来源：公司提供

2013~2015 年，华兴电力天然气发电销售价格稳步上升，从 2013 年 0.5853 元/千瓦时增长到 2015 年 0.7066 元/千瓦时，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，华兴电力燃气发电量有所上升。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

公司按照“以山西为中心、以陕蒙为接续、以新疆为储备”的煤炭发展战略，除在山西拥有丰富煤炭资源外，在陕西、新疆也获取了规模较大的煤炭资源。

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 11.44 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 12 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, 公司所拥有的资源优势突出, 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

2013~2015 年, 公司原煤产量增长缓慢, 主要系煤炭价格下降公司控制产量所致, 2015 年公司的原煤产量 1,144.98 万吨 (如下表所示); 另一方面, 精煤连续大幅减产, 其中 2014 年同比下降 80.95%, 主要是由于公司为应对洗精煤利润空间下降的局面主动处置了部分选洗厂。

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, 公司主动大幅度减少原煤产量。

表 13 近三年公司主要产品生产情况

期间	煤炭种类	产量 (万吨)
2013 年	原煤	1,081.08
	精煤	448.69

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，安全保障程度较高（如下表所示）。

表 14 近三年公司生产指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
综合机械化程度（%）	95	95	95
采煤机械化程度（%）	100	100	100
掘进机械化程度（%）	100	100	100
全员效率（吨/工）	8.78	9.62	9.83
死亡率（人/百万吨）	0	0	0

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司转型煤炭产业以来，坚持“安全高于一切，安全重于一切，安全先于一切”的经营理念，通过加大安全投入，实现了设备、系统的升级改造，矿井安全保障能力明显得到增强，为实现安全生产、高产高效生产提供了强有力的保证。同时，公司积极推进安全质量标准化，公司煤矿安全质量标准化工作在山西晋中地区属先进行列。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。

总体看，近年来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；2014 年起公司大幅削减洗精煤产量，持续进行煤炭产品结构调整；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

公司煤炭销售采用以产定销的方式，以直销为主，从销售合同签订、煤炭发运、资金回笼等业务由公司统一运作。近三年，受宏观经济形势放缓及经济产业结构调整等因素影响，国内煤炭市场持续疲软，下游行业景气度不断下降，市场需求不足，煤炭市场价格呈现下滑态势，加之行业竞争加剧，使得公司经营压力加大。面对不利的经营环境，公司根据市场形势，结合生产和销售实际，调整销售策略，拓宽煤炭销路，做好与大型用煤企业的促销工作，减少库存，保证产量平稳，并鼓励煤矿企业开展自产自销，增加煤炭销量。

近三年，公司煤炭销量增速放缓，主要是公司大幅削减精煤业务规模所致。2014 年公司煤炭销量 1,098.22 万吨，其中，实现原煤销售 1,061.36 万吨，产销率达 100.70%；同期，公司仅销售精煤 81.86 万吨，同比下降 81.65%，产销率达 96.47%，精煤销售比例不断下降。2015 年，公司原煤销量 1,072.01 万吨，精煤销量 57.79 万吨，产销率分别达 101.40%和 105.45%。

表 15 近三年公司自产煤炭产品的销售情况 (单位: 万吨、元/吨、%)

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率	销量	平均价格	产销率
原煤	606.87	554.09	90.38	1,016.36	583.35	100.70	1,072.01	540.43	101.40
洗精煤	446.06	989.25	99.33	81.86	691.91	96.47	57.79	607.09	105.45
合计	1,052.93	--	--	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, 公司通过优化生产组织和强化煤质控制实现提质保价, 通过优化筛选工艺, 加强煤质管理, 降低原煤含矸率, 提高商品煤质量, 对冲市场造成的价格下行压力。近三年, 公司原煤销售价格先升后降, 洗精煤销售价格持续下滑。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, 公司为实现资金快速回笼, 2014 年公司以经销商为主, 减少直供客户, 使得公司销售集中度较高。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 16 2013~2015 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 (%)
2013 年	晋中晋煤煤炭销售有限公司	181,303.54	18.48
	江苏中润华能能源发展有限公司	94,132.90	9.60
	山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	67,051.86	6.84
	山西煤炭运销集团长治沁源有限公司	47,387.13	4.83
	江苏西电能源燃料有限公司	43,029.14	4.39
	合计	432,904.57	44.14
2014 年	晋中晋煤煤炭销售有限公司	375,891.45	47.50
	山西煤炭运销集团晋中灵石有限公司	105,469.05	13.33
	江苏中润华能能源发展有限公司	95,242.06	12.04
	江苏西电能源燃料有限公司	93,204.56	11.78
	山西煤炭运销集团长治沁源有限公司	63,078.42	7.97
	合计	732,885.54	92.62
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

运输方式方面, 公司目前的煤炭运输方式主要是铁路运输和公路运输, 省内销售及铁路运输不便的情况下采用公路运输方式。公司目前拥有两个自有铁路站台, 与中宝富源、冷泉、南关三

个代发铁路站台合作，铁路站台发运能力能够满足公司正常销售需求。

总体看，公司大量削减洗精煤业务规模导致煤炭销售量增长速度有所减缓，但整体煤炭产销情况良好；公司原煤质量好，对销售价格起到一定支撑作用，受煤炭市场低迷影响，近三年公司煤炭销售价格有所下滑；公司客户以经销商为主，客户集中度高，公司运输能力能够满足正常销售需求。

（4）煤炭贸易

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

2013、2014年，公司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。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，如下表所示：

表 17 2013~2016 年 3 月公司煤炭贸易量及收入情况（单位：万吨、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
煤炭贸易	330	247	63.89	4.75
贸易收入	29.90	22.45	4.51	0.17

资料来源：公司提供

公司通过发展“大客户、长期客户”等销售策略，构建和完善销售网络，拓展采购和销售渠道，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，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。

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。

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。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。

总体看，公司煤炭贸易主要以煤炭产品为主，通过在全国范围内构建销售网络，具备了一定的贸易实力。但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。

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、国企改革、红筹回归及中国制造 2025 等领域。

(3) 非公开发行股票募集资金

2016 年 5 月 16 日至 25 日，公司向特定对象共计发行 123,115.58 万股新股，发行价格为每股 3.98 元，增加注册资本 12.31 亿元，变更后公司注册资本为 124.26 亿元，股本为 1,242,579.53 万股。本次非公开发行股票募集资金于 2016 年 5 月 25 日到达公司募集资金专项账户，募集资金净额为 48.40 亿元。

本次募集资金净额将分别以 13.70 亿元投资建设张家港沙洲电力有限公司 2×100 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目，以 21.30 亿元投资建设周口隆达发电有限公司 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电机组项目，以不超过 14 亿元偿还公司和子公司的债务。

5. 经营效率

近三年，公司经营效率下降后有所回升。2014 年，由于煤炭行业持续低迷，公司应收账款账期较长、规模较大，致使应收账款周转次数较低，从 2013 年的 4.21 降为 2.41 次；2015 年，公司新增电力业务板块，回款质量较好，使得应收账款周转次数有所上升，为 2.58 次。

2014 年，受煤炭价格持续下滑影响以及公司煤炭销售规模增速大幅减缓影响，公司存货周转次数较低，从 2013 年的 16.60 降为 9.46 次；2015 年，公司煤炭业务占比下降，而在煤炭价格不断下降的情况下电力业务存货周转率较高，使得公司存货周转率回升，为 15.01 次。

同时，公司持续进行收购，采矿权的快速增加带动无形资产快速增长，公司总资产周转次数较低，2013~2015 年分别为 0.22 次、0.16 次和 0.15 次。

总体看，公司经营效率有待提高。

6. 在建项目

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目为河南周口电厂二期扩建工程、江苏沙洲电厂二期扩建工程、陕西榆林海则滩项目和惠州大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头项目等，项目预计总投资 221.63 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 48.10 亿元，2016 年 4~12 月预计投资 69.35 亿元，2017 年预计投入 45.82 亿元。

表 18 截至 2016 年 3 月末公司重大在建项目情况 (单位: 万元)

项目	总投资额	工程进度	截至 2016 年 3 月已投入	2016 年 4~12 月计划投资额	2017 年计划投资额
陕西榆林海则滩项目	490,000	前期规划	36,627	700	1,000
贵州页岩气项目	43,700	勘探	36,228	3,520	3,952
孟子峪巷道建设项目	37,650	建设	6,005	0	0
河南周口电厂二期 2*600MW 扩建工程	515,000	建设	72,610	215,482	185,408
江苏沙洲电厂二期 2*1000MW 扩建工程	826,700	建设	263,244	322,137	182,479
大亚湾燃料油调和配送中心及配套码头项目	303,238	建设	66,256	151,634	85,348
合计	2,216,288	--	480,970	693,473	458,187

资料来源: 公司提供。

公司在建项目是实现公司未来业务转型的具体措施。其中, 广东惠州大亚湾燃料油调和配送中心项目, 建成后有望成为国内最大的船用燃料油调配中心, 包含 1 座 30 万吨级原油品码头和 3 座 2 万吨级成品油码头, 最终形成 2,000 万吨/年码头吞吐能力, 1,000 万吨/年油品动态仓储能力。公司将加快施工与建设进度, 并以此为依托积极筹备开展油品贸易业务, 为公司带来新的收入和利润增长点。

整体看, 公司未来投资以电力为主, 随着在建电厂项目的投产运营, 公司电力业务收入将进一步提升。公司未来存在较大的资本支出需求。2016 年 5 月, 公司通过非公开发行股票募集资金净额 48.40 亿元, 一定程度上缓解了公司资本支出压力。

7. 经营关注

(1) 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。

(2) 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。

(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。

8. 未来发展

近年来, 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2013~2015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会计师事务所）审计，均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。公司根据财政部2014年新颁布和修订的相关会计准则要求于2014年7月1日实施新的会计政策，此次调整仅对公司2014年可供出售金融资产和长期股权投资两个科目有所影响，对公司2013年度总资产、负债总额、净资产及净利润不产生任何影响。

2013年，公司合并报表范围新增子公司2家，分别是公司收购的西藏朗鑫矿产资源投资有限公司和新设立的贵州永泰能源页岩气开发有限公司，另外有7家企业不再纳入合并范围。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，另外有2家公司不再纳入合并范围。上述合并范围变化不改变公司主营业务，公司报表可比性较强。

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。

2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票募集资金净额 48.40 亿元，假设发行后公司财务数据在 2016 年 3 月 31 日的基础上只受本次发行的影响而变动。截至 2016 年 5 月底，公司资产总额 910.13 亿元，负债合计 606.66 亿元，所有者权益合计 303.46 亿元。

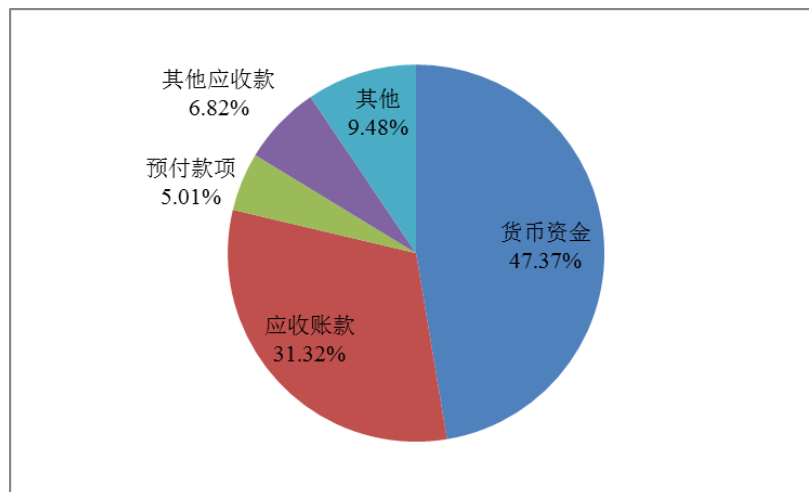
2. 资产质量

2013~2015 年公司资产规模持续增长，年均复合增长 35.60%，主要系公司通过多种渠道筹资持续收购资产所致。截至 2015 年底，公司资产总额 875.56 亿元，较上年末增长 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

2013~2015 年，公司流动资产占同期资产总额比例分 29.41%、27.17%和 17.29%，占比持续下降，主要是公司收购华兴电力等子公司所带来的资产结构变化所致。2015 年底公司流动资产达到 151.40 亿元，较上年末增长 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

2013~2015年，公司年末货币资金分别为66.76亿元、47.73亿元、71.72亿元，年均复合上升3.65%。截至2014年底，公司货币资金较上年末减少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。截至2015年底，公司货币资金较上年末增长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%。

2013~2015年，公司应收账款快速增长，年均复合增长26.40%。截至2015年底，公司应收账款为47.42亿元，较上年底增长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。

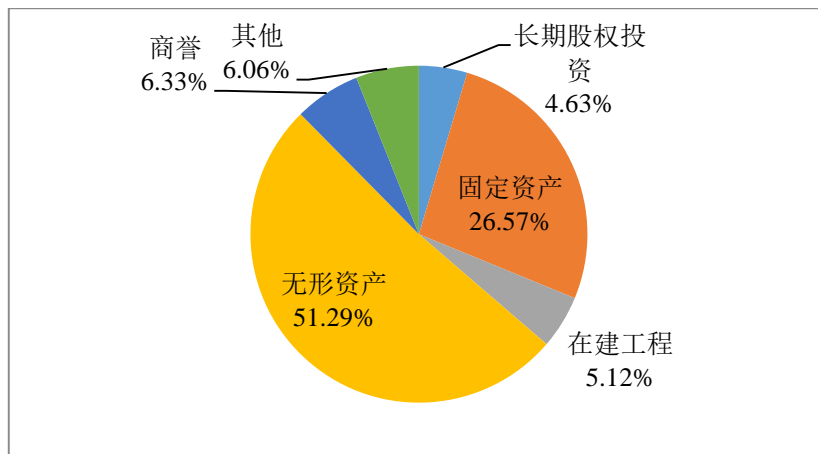
2013~2015年，公司年末预付款项分别为16.83亿元、34.38亿元、7.58亿元，年均复合下降32.88%。其中，2014年上升主要系随着公司收购资产规模不断扩大，预付股权款增加所致；截至2015年底，公司预付款项较上年末下降77.95%，主要系预付股权收购款已完成收购所致。

2013~2015年，公司年末其他应收款分别为4.44亿元、2.64亿元和10.33亿元，年均复合增长52.53%，主要系公司收购华兴电力后增加的往来款所致。截至2015年底，公司其他应收款主要由往来款（占比83.84%）、保证金（占比11.42%）构成。

非流动资产

近三年，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，2013~2015年，年均复合增长46.78%。截至2015年底，公司非流动资产为724.16亿元，较上年底增长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（26.57%）、商誉（占比6.33%）、在建工程（占比5.12%）和长期股权投资（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

2012、2013年公司无长期股权投资。截至2015年，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。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、井巷工程和机器设备。近三年，公司固定资产规模大幅增长，年均复合增长78.04%。截至2015年底，公司固定资产原值274.16亿元，较上年底增长212.07%；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。

2013~2015年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长47.89%，主要系公司历史收购煤矿的技改项目以及新拓展的电力、物流项目投入持续增长所致。其中，2015年增幅较大，截至2015

年底，公司在建工程 37.08 亿元，较上年末增长 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。

2013~2015 年，公司无形资产逐年增加，年均复合增长 22.11%，主要系收购子公司取得的煤矿和页岩气矿业权增长所致。截至 2015 年底，公司无形资产原值共计 388.87 亿元，较上年底增加 30.48%，主要是矿业权（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，公司未计提无形资产减值准备；截至 2015 年底，公司无形资产未发生减值情形，故未计提无形资产减值准备。

2013~2015 年，公司商誉分别为 0.42 亿元、0.42 亿元、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，与上年末基本持平，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，公司以非流动资产为主的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，应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司资产以非流动资产为主，煤矿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

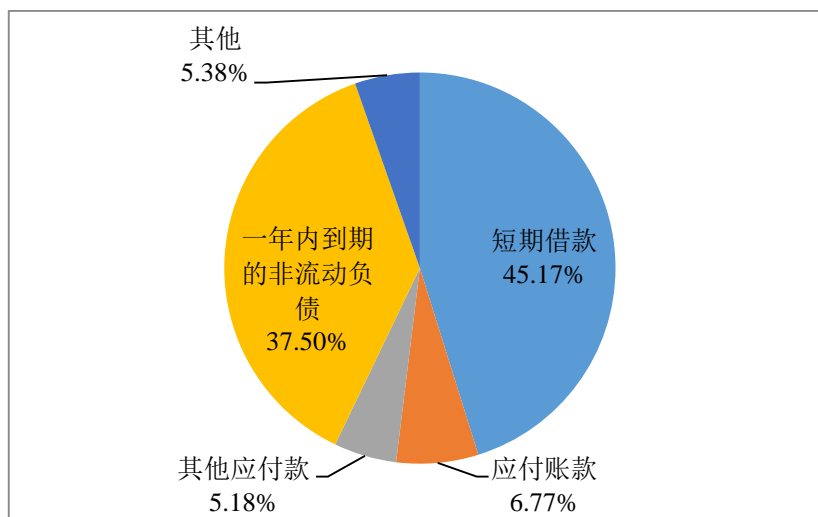
负债

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。2013~2015 年，公司负债持续增长，年均复合增长 34.19%，主要是由于公司债券发行规模及长期借款的快速增加所致；其中，增量主要集中在 2015 年。截至 2015 年，公司负债合计 615.73 亿元，较上年底增加 60.11%。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

近三年公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 16.52%，占总负债比重逐年下降，主要是由于公司调整负债结构所致。截至 2015 年底，公司流动负债为 272.21 亿元，较上年底增加 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

2013~2015 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 1.67%。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。

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 26.56%，其中，增量主要集中在 2015 年。截至 2015 年底，公司应付账款为 18.44 亿元，较上年底增长 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。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 41.48%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 102.07 亿元，较上年底增长 38.52%，系一年内到期的长期负债增加所致。

2013~2015 年，公司其他应付款规模波动增长，年均复合增长 27.56%。截至 2014 年底，公司其他应付款金额为 18.32 亿元，较上年底增长 111.35%，主要系当期新增信用证业务所致。截至 2015 年底，公司其他应付款金额为 14.10 亿元，较上年底下降 23.01%，主要系当期信用证业务规模下降所致。

非流动负债

公司近三年非流动负债逐年增长，年均复合增长 55.84%，其中 2015 年增幅较大；截至 2015 年底，公司非流动负债共计 343.53 亿元，较上年底增加 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。

2013~2015 年，公司长期借款波动上升，年均复合增长 79.91%，其中 2015 年增幅较大；截至 2015 年底，公司长期借款为 140.63 亿元，较上年末增加 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%。

2013~2015 年，公司应付债券年均复合增长 43.09%，其中，2014 年增长幅度较大；截至 2014 年末，公司应付债券为 129.45 亿元，较上年年末增加 87.07%，系新发行非公开定向债务融资工具所致。截至 2015 年底，公司应付债券 141.69 亿元，较上年年末增加 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。

2013~2015 年，公司长期应付款年均复合增长 44.80%，主要系新收购子公司引起的合并范围变化所致。其中，2015 年增长幅度较大；截至 2015 年末，公司长期应付款为 57.96 亿元，较上年末增长 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,由于公司并购规模不断扩大,全部债务快速增长,三年复合增长 38.18%。截至 2015 年末,公司全部债务为 572.30 亿元,其中短期债务占 40.54%,长期债务占 59.46%,以长期债务为主。近三年,公司资产负债率和全部债务资本化比率变化较小,长期债务资本化比率增长较快,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%,整体负债水平变化不大,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,较上年末增长 0.80%。其中,流动负债占比 41.42%,非流动负债占比 58.58%,较上年末变化不大。

总体看,公司持续进行资产收购与兼并,导致负债规模持续增长,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

近三年,由于公司不断进行资产重组和收购兼并,所有者权益不断增加,年均复合增长 39.14%。截至 2015 年底,公司所有者权益合计 259.82 亿元,较上年底增加 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,较上年底增加 105.24%,占所有者权益合计的比例为 78.75%,较上年底增长 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。

2016 年 5 月,公司通过非公开发行股票募集资金净额 48.40 亿元。截至 2016 年 5 月底,公司总股本 1,242,579.53 万股。假设发行后公司财务数据在 2016 年 3 月 31 日的基础上只受本次发行的影响而变动,截至 2016 年 5 月底,公司所有者权益合计 303.46 亿元,较年初增长 16.80%。

总体看,通过定向增发,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

2013~2015 年,公司营业收入波动增长,年均复合增长 4.67%。2014 年起公司对煤炭主业进行了调整,将毛利率较低的煤炭洗选业务和煤炭贸易业务进行剥离和压缩,使得营业收入规模大幅下降。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%,公司利润规模上升明显。

从期间费用看,2013~2015 年,公司费用总额年均复合增长 33.22%,远高于营业收入增长速度,主要是占比较大的财务费用快速增长导致。从三费构成来看,财务费用与管理费用在期间费用中的占比较高,2015 年占比分别为 81.35% 和 18.56%。受益于公司降本增效等措施的实施,2014 年公司管理费用有所下降,但随着并购规模的扩大,2015 年管理费用上升至 6.60 亿元。随着公司进行资产重组和收购兼并期间大规模的债务融资,使得公司财务费用近三年增幅较大,2015 年为 28.92 亿元。近三年,公司费用收入比分别为 20.35%、34.20% 和 32.97%,财务费用对利润影响较大,费用控制能力有待提升。

近三年公司投资收益分别为 0.52 亿元、0.99 亿元和 1.24 亿元,2014 年公司转让沁源县康泰煤焦气化有限公司 100% 股权形成 0.79 亿元投资收益,2015 年可供出售金融资产在持有期间的投

投资收益及处置可供出售金融资产取得的投资收益合计 0.91 亿元，带动投资收益快速增长。2013~2015 年，公司营业外收入年均复合增长 199.49%。2015 年，公司投资收益及营业外收入分别占利润总额的 9.55% 和 23.61%，对公司利润总额影响较大。

从盈利指标看，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，近三年总资本收益率、总资产报酬率呈下降趋势；由于电力板块盈利状况较好，公司净资产收益率波动上升。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，近三年公司经营业绩有所波动；在煤炭行业景气度低迷环境下，公司煤炭业务利润对历史债务融资的利息支出的保障作用下降；但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

从经营活动看，近三年公司经营活动现金流入波动上升，年均复合增长 7.67%。2015 年公司当期经营活动现金流入 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；近三年，公司经营活动现金流出年均复合增加 4.90%，2015 年为 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。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额波动增长，年均复合增长 18.38%。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，近三年公司收入实现质量波动上升，2013~2015 年分别为 98.05%、94.33%、103.40%。

从投资活动来看，近三年，由于公司持续进行资产收购与兼并，投资活动资金支付规模较大导致公司现金流量净额持续呈现为净流出，2015 年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，近三年公司筹资性现金流净额均呈现为净流入。公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、债券融资和股权融资收到的现金。近三年筹资活动现金净流入分别为 13.00 亿元、19.84 亿元和 104.41 亿元，2015 年大幅增长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，公司经营活动现金流有较大波动但均为净流入；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

从短期偿债能力指标看，2013~2015 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，公司流动比率分别为

0.70 倍、0.66 倍和 0.56 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.64 和 0.54 倍，现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.37 倍和 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，2013~2015 年，公司利润总额波动上升，年均复合增长 19.46%。随着财务费用的增加，公司 EBITDA 分别为 30.81 亿元、35.68 亿元和 52.58 亿元，呈持续增长趋势。2015 年的 EBITDA 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%。近三年公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.11 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度不强。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.85 倍、1.60 倍、1.99 倍；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，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所上升，整体看，EBITDA 对利息的覆盖能力一般。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。2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票取得募集资金净额 48.40 亿元，假设发行后公司财务数据在 2016 年 3 月 31 日的基础上只受本次发行的影响而变动，截至 2016 年 5 月底，公司资产负债率下降至 66.66%。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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月末，公司债务总额为 580.13 亿元，本次拟发行公司债券不超过 40 亿元（第一、二期实际发行金额合计 21.50 亿元），占公司全部债务总额的 6.90%；本期公司债发行对公司债务结构影响不大。

截至 2016 年 3 月末，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 70.87%、69.46%和 58.62%，在其他因素不变的情况下，考虑到第一、二期实际发行金额合计 21.50 亿元，本期公司债发行后，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将分别上升至 72.15%、70.86%和 61.14%，公司债务负担将有所加重。考虑到部分募集资金将偿还银行借款、公司于 2016 年 5 月取得非公开发行股票募集资金净额 48.40 亿元，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2015 年相关财务数据为基础，2015 年公司 EBITDA 为 52.58 亿元，为本期公司债券发行额度（18.50 亿元）的 2.84 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流入 120.99 亿元，为本期公司债券发行额度（18.50 亿元）的 6.54 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高；经营活动现金净流入 28.58 亿元，为本期公司债券发行额度（18.50 亿元）的 1.54 倍，经营活动现金净流量对本期公司债券的覆盖程度好。

综合以上分析，并考虑到公司煤炭资源储量、电力生产规模及未来在建发电机组的投产、电力企业并购的进一步实施，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

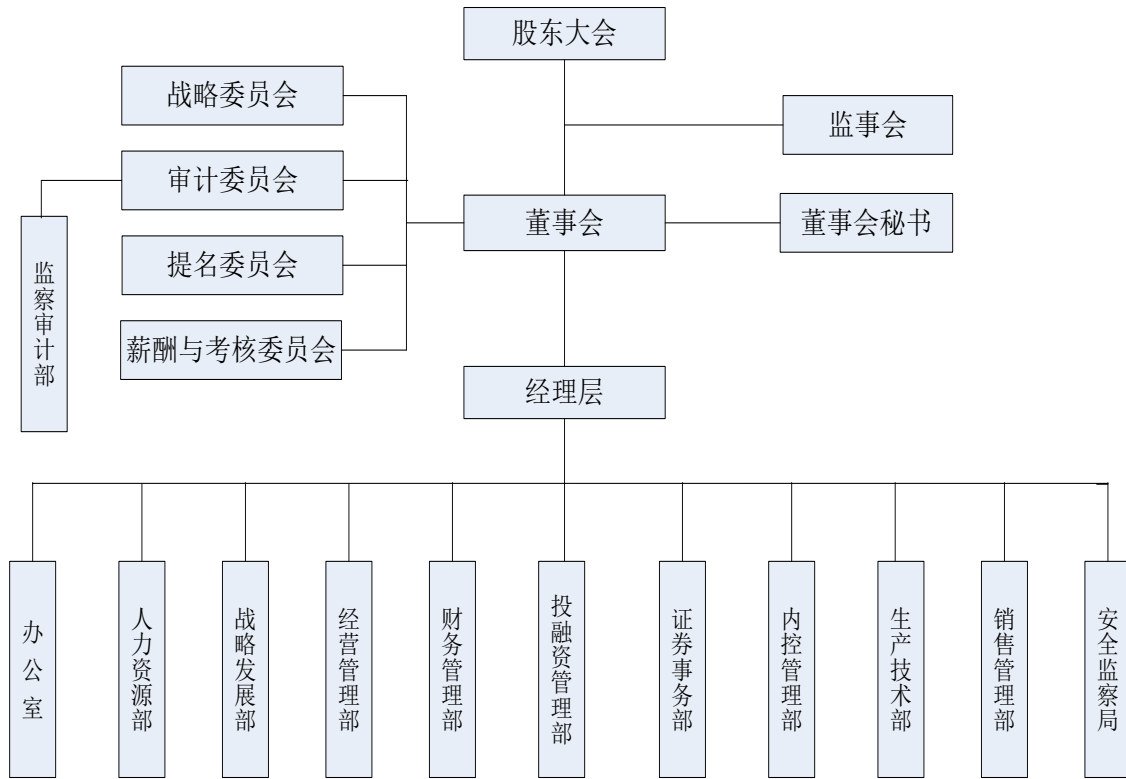
公司作为一家以电力生产及煤炭采掘为主的综合能源生产企业，在多元化产业链、燃煤机组单机容量、煤炭资源储备、经营现金净流入规模等方面具备优势。同时联合评级也关注到在煤炭市场景气度较低、火电上网电价下调、环境保护和治理压力较大，以及公司债务负担较重、财务费用侵蚀利润等因素对公司信用水平产生的不利影响。

2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票方式募集资金净额 48.40 亿元，资本实力得到增强。

未来随着公司制定的“能源、物流、投资”三大产业发展战略的逐步实施，公司的抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 永泰能源股份有限公司 组织结构图



附件 2 永泰能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	476.15	521.09	875.56	875.72
所有者权益(亿元)	134.20	136.53	259.82	255.06
短期债务(亿元)	173.77	172.04	232.02	218.80
长期债务(亿元)	125.97	154.89	340.28	361.32
全部债务(亿元)	299.74	326.93	572.30	580.13
营业收入(亿元)	98.43	79.12	107.84	17.50
净利润(亿元)	6.28	4.84	9.84	0.62
EBITDA(亿元)	30.81	35.68	52.58	--
经营性净现金流(亿元)	20.39	19.80	28.58	9.59
应收账款周转次数(次)	4.21	2.41	2.58	--
存货周转次数(次)	16.60	9.46	15.01	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.16	0.15	--
现金收入比率(%)	98.05	94.33	103.40	132.32
总资本收益率(%)	5.57	5.82	5.43	--
总资产报酬率(%)	5.60	5.55	5.48	--
净资产收益率(%)	4.11	3.58	4.97	--
营业利润率(%)	29.72	38.31	40.90	34.27
费用收入比(%)	20.35	34.20	32.97	51.36
资产负债率(%)	71.81	73.80	70.32	70.87
全部债务资本化比率(%)	69.07	70.54	68.78	69.46
长期债务资本化比率(%)	48.42	53.15	56.70	58.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.60	1.99	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.10	0.11	0.09	--
流动比率(倍)	0.70	0.66	0.56	0.60
速动比率(倍)	0.67	0.64	0.54	0.59
现金短期债务比(倍)	0.45	0.37	0.34	0.35
经营现金流动负债比率(%)	10.17	9.23	10.50	3.73
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.95	1.10	1.62	--

附件 3 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 4 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。

联合信用评级有限公司

关于永泰能源股份有限公司

2016 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年永泰能源股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

永泰能源股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注永泰能源股份有限公司的相关状况，如发现永泰能源股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如永泰能源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至永泰能源股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送永泰能源股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年六月七日