



讽刺的是，债券评级机构联合信用2018年6月22日对公司所有发行的债券评级结果还为AA+——他们是等永泰能源实际性违约之后才下调公司债券评级至A的。

此前风云君《复盘盾安集团450亿债务惊雷:忽视财务常识的灭顶之灾》这篇文章对盾安集团债务违约进行了分析，风云君在此认为，分析盾安环境的方法论也适用于永泰能源。

所以，也可以说，这是“A股病人”们的殊途同归。

一、关联交易

在A股有一类企业，上市公司作为集团公司的子公司承担部分业务，集团自身业务极其复杂和多元化，且与上市公司发生诸多关联业务。

比如乐视集团的乐视网、神雾集团旗下的神雾环保和神雾节能、高视伟业集团的高斯贝尔、盾安集团旗下的盾安环境和江南化工、台海集团的台海核电、海航集团旗下的各上市公司、湖北宜化集团的湖北宜化和双环科技.....



永泰集团的官网介绍其经营业务范围，涉及房地产开发、建筑工程施工、酒店管理、资产管理、理财咨询、海外投资、投资移民、商业保险、财富传承指导、国际贸易、商务会馆、健身会所等.....反正风云君手指头加脚指头全用上，都已经数不过来了。

1、关联担保

截止2018年5月17日永泰能源对外担保总额为411亿，其中对下属公司担保总额为291亿，下属公司之间担保总额为102亿，下属公司为公司提供担保总额为11亿，永泰能源对外部企业提供担保总额为7.25亿。

截止2018年6月30日永泰能源及下属子公司对外担保总额为408亿，占2017年净资产167.65%，其中永泰能源对下属公司提供担保总额为288亿，占2017年净资产118.39%。

2、关联方资金占用

上市公司关联方资金占用规模越来越大，无论是上市公司体系内的子公司还是其他关联方，从2013年86.5亿急剧增加到2017年底的260多亿：

前十名股东持股情况							
股东名称 (全称)	报告期内增减	期末持股数量	比例 (%)	持有有限售条件股份数量	质押或冻结情况		股东 性质
					股份 状态	数量	
永泰集团有限公司	0	4,027,292,382	32.41	3,299,492,382	质押	4,016,654,977	境内非国有法人
青岛诺德能源有限公司	0	989,847,716	7.97	989,847,716	质押	989,838,476	境内非国有法人
西藏泰能股权投资管理有限公司	0	989,847,716	7.97	989,847,716	质押	928,575,000	境内非国有法人
襄垣县襄恒投资合伙企业(有限合伙)	0	659,898,478	5.31	659,898,478	质押	629,284,264	其他
南京汇恒投资有限公司	0	659,898,478	5.31	659,898,478	质押	659,898,478	境内非国有法人

二、上下游关联关系

这在A股算是很常见的现象了吧？反正大家都见怪不怪，习以为常了。

我们首先来看看煤炭市场的价格行情，煤炭价格在2012年就步入了漫漫跌势之中，从WIND数据中郑商所动力煤的期指行情来看，煤炭价格2014年-2015年是煤炭价格的下跌通道，一直到2015年12月触底反弹至今。

上市公司	2012年报	2013年报	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报
兖州煤业	40.19	41.17	20.48	27.91	38.55	46.83
大同煤业	35.87	33.82	38.03	36.25	50.45	54.60
阳泉煤业	19.88	15.57	14.96	16.19	22.45	21.64
陕西煤业	41.80	32.78	34.65	32.15	43.81	55.53
冀中能源	32.44	29.08	25.51	12.90	25.09	28.14
永泰能源	41.01	31.68	41.11	51.64	43.57	50.54
行业毛利率	29.39	28.56	28.07	27.21	30.01	33.77

永泰能源的煤炭销售价格也比同行业的上市公司高得多：

供应商名称	采购原料	采购金额	占营业成本比例	是否为关联方
2016年1-3月				
郑州煤电股份有限公司	煤炭	1.18	14.04%	否
中国石油天然气西气东输销售分公司	天然气	0.87	10.35%	否
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	煤炭	0.40	4.72%	否
神华销售集团华东能源有限公司	煤炭	0.27	3.16%	否
江苏中润华能能源发展有限公司	煤炭	0.25	3.01%	否
合计		2.96	35.28%	

同时，中润华能都是永泰能源2013年-2015年前五名客户之一，销售收入分别为9.41亿、9.52亿、1.38亿。如2014年，中润华能为永泰能源第三大客户，销售额为9.52亿。

单位名称	期末净资产	本期净利润
深圳市凯达中盛投资管理有限公司	4,837,350.18	-97,910.54
江苏永泰发电有限公司	47,446,969.82	-2,553,030.18
沛县永泰能源发展有限公司	5,000,150.13	150.13
山西灵石华瀛金泰源煤业有限公司	598,731,630.97	-1,268,369.03

2012年永泰能源还预付中润华能9000万现金，中润华能既是永泰能源的前五名大客户，又是供应商，也是资产的接手方。

9	2014-03-11	股东变更	江苏永泰融资租赁有限公司(退出) 江苏广能能源发展有限公司(退出)	贾世斌(新增) 王振生(新增)	市值风云
---	------------	------	--------------------------------------	--------------------	------

2017年3月8日变更前的地址是南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城3幢2708室，变更后的法人是燕阳。

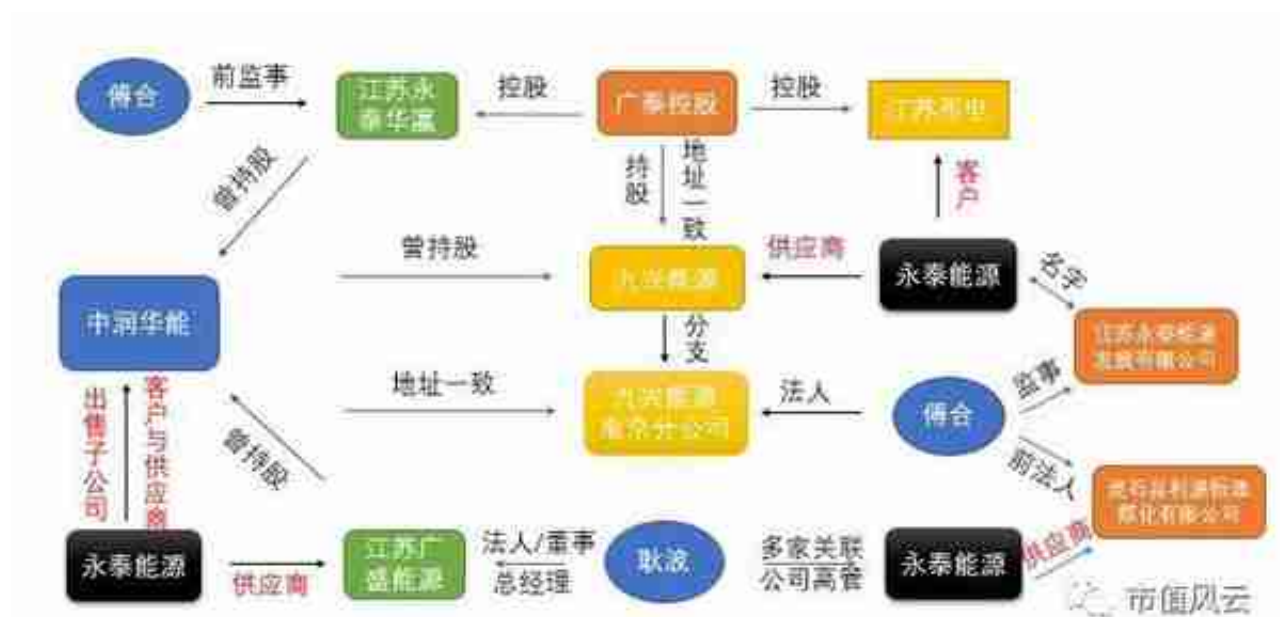
序号	变更日期	变更项目	变更前	变更后
1	2014-05-16	投资总额变更	500.000000	5000.000000 (+ 90.00%)
2	2014-05-16	注册资本变更	500.000000	5000.000000 (+ 90.00%)
3	2014-04-16	负责人变更 (法定代表人、负责人、首席代表、合伙事务执行人等变更)	金先成	耿波
4	2014-04-16	法定代表人变更	金先成	耿波

耿波曾是永泰能源控股股东永泰集团的董事，2014年9月17日才辞掉董事高管职位，同时也曾是永泰集团多家关联公司的高管，比如国开金泰资本投资有限责任公司的董事、永泰城建集团有限公司的法人、深圳市永泰融资租赁有限公司的董事、永泰科技投资有限公司的法人。

然而永泰能源披露所有的关联关系都是否，比如2014年的前五名供应商：

公司	性质	地址
江苏中润华能能源发展有限公司	永泰能源的客户	南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城3幢2708室
南京永坤信息科技有限公司	法人是中润华能前监事程泽豪	南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城3幢2708室
九兴能源实业有限公司南京分公司	永泰能源的供应商，法人是傅合	南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城3幢2708室

九兴能源实业有限公司（永泰能源供应商）南京分公司法人傅合，也是和永泰能源发生诸多关系。



2、主线二：资产出售

公司2012年12月8日公告，以3.03亿的价格将山西灵石昕益致富煤业有限公司49%股权出售给山西晋唐煤焦物流有限公司；分别以1.547亿、1269万出售北京永星文化传媒有限公司49%股权和灵石县华瀛农业开发有限公司100%股权给灵石县旭日昇矿产品经销有限公司。

表 8 2011 年公司对前五大客户销售情况

客户名称	销售额 (万元)	总额占比
晋中晋煤煤炭销售有限公司	69,585.12	33.75%
山西晋唐煤焦物流有限公司	41,993.50	20.37%
灵石县恒玖煤化有限公司	8,837.61	4.29%
山西聚源煤化有限公司	6,777.78	3.29%
吉林省苏润工贸有限公司	6,380.08	3.09%
合计	133,574.09	64.79%

风云君梳理历年年报，发现资产接收方的两家公司山西晋唐煤焦物流有限公司和灵石县旭日昇矿产品经销有限公司既是供应商又是客户，比如山西晋唐煤焦物流有限公司是永泰能源2011年第2大客户，2013年和2014年突然又变成供应商。

公司	性质	地址	关键人
灵石县德诚贸易有限公司	2014年供应商山西晋唐煤焦物流有限公司前股东	山西省晋中市灵石县翠峰镇刘家庄	法人曹品增
灵石县利源恒通煤化有限公司	2014年供应商	山西省晋中市灵石县翠峰镇水峪村	大股东朱庆国
山西灵石华源金泰源煤业有限公司	永泰能源控股孙公司	山西省晋中市灵石县夏门镇西河底村	监事曹品增
灵石县昌隆煤化有限公司	2010年永泰能源收购公司	山西省晋中市灵石县夏门镇西河底李家圪塔	股东曹品增、王伟
灵石县永恒煤化有限公司	2016年一季度客户	山西省晋中市灵石县两渡镇张村	实际控制人曹品增
山西晋唐煤焦物流有限公司	2011年-2014年客户与供应商	山西省晋中市灵石县翠峰镇常青路51号	高管曹品增

灵石县旭日昇矿产品经销有限公司的前法人是全先成，全先成同时也是江苏广盛能源（永泰能源的供应商）的前法人。

风云君再一次用图总结主线二的上下游关联关系：

年份	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-03-31
预付款项(亿)	14.40	16.63	34.38	7.58	3.60	11.54	19.70

2013年永泰能源预付江苏广盛能源发展有限公司和灵石利源恒通煤化有限公司2亿和2.34亿。

前五名供应商名称	采购金额	占公司采购总额比例%	是否关联
九兴能源实业有限公司	1,297,640,671.17	39.53	否
山煤国际上海销售有限公司	205,127,770.07	6.25	否
灵石利源恒通煤化有限公司	141,042,808.04	4.30	否
山西晋唐煤焦物流有限公司	122,222,222.00	3.72	否
江苏广盛能源发展有限公司	121,884,207.61	3.71	否
合计	1,887,917,678.89	57.51	

风云君认为永泰能源可能通过预付资金给关联方，关联方再以收入确认方式资金流回永泰能源，达成资金链闭环，虚增收入和利润，造成2013年-2015年期间毛利率比同行业公司相对较高。

三、盈利能力

我们首先看看最体现盈利能力的毛利率和净利率，虽然毛利率数据不一定真实可靠

财务数据(亿)	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-03-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	一季报
营业总收入	98.43	79.12	107.84	136.99	223.88	46.69
营业总成本	90.16	75.94	99.00	135.10	212.44	47.42
其他经营收益	0.52	0.99	1.32	6.98	-0.02	7.32
其中:投资净收益	0.52	0.99	1.24	6.98	-0.02	7.32
营业利润	8.79	4.18	10.17	8.87	11.39	6.59
加:营业外收入	0.34	2.25	3.05	3.44	0.08	0.02
减:营业外支出	0.06	0.04	0.27	0.86	0.16	0.02
利润总额	9.07	6.39	12.94	11.46	11.30	6.59
扣除投资收益和营业外收入的利润总额	8.21	3.15	8.65	1.04	11.22	6.57
税前净利率	8.34%	3.98%	8.02%	0.76%	5.02%	-1.61%

四、偿债能力

由于利润有虚增的成分，因此偿债能力分析利息保障倍数等是无效的，这里只需要做一些简单的财务指标对比，风云君挑了资产负债率、流动比例、现金/短期借款。从这三个财务指标可以看出永泰能源的偿债风险越来越大。

2017年受限资产	受限额度(亿)	账面价值(亿)	受限比例	受限原因
货币资金	23.43	72.71	32.22%	存单质押、保证金
应收账款	13.48	39.88	33.80%	应收款项收费权质押
应收票据	0.41	16.72	2.42%	票据质押
其他流动资产	0.05	7.67	0.61%	复垦保证金
固定资产	238.28	262.18	90.88%	融资租入、借款抵押
在建工程	30.61	53.45	57.26%	融资租入、借款抵押
投资性房地产	0.64	3.30	19.34%	借款抵押
无形资产	121.38	430.05	28.22%	借款抵押

五、资产减值不充分

风云君发现，永泰能源资产减值主要是应收款和少量固定资产的计提，对比其他同行业公司可比上市公司，其他资产如存货、无形资产、商誉均没有进行资产减值。

1、应收账款计提较松

永泰能源应收账款和其他应收账款的计提标准明显比其他A股同比上市公司比较起来，十分宽松，涉嫌虚增利润，1年内的应收款只计提1%，1-2年的应收款只计提5%，2-3年只计提10%。

账 龄	期末余额		
	其他应收款	坏账准备	计提比例 (%)
1 年以内			
其中：1 年以内分项			
1 年以内小计	809,780,638.00	8,097,806.38	1
1 至 2 年	361,475,433.48	18,073,771.69	5
2 至 3 年	26,493,433.23	2,649,343.33	10
3 年以上			
3 至 4 年	28,898,607.50	8,669,582.26	30
4 至 5 年	23,607,944.59	11,803,972.30	50
5 年以上	231,885,092.11	231,885,092.11	100
合 计	1,482,141,148.91	281,179,568.07	

其他应收款的数额从2015年之后急剧上涨，前五名的林小强、山西明源能源集团有限公司、郑州裕中煤业有限公司的欠款一直没有收回来。

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
郑州裕中煤业有限公司	往来款	363,519,237.10	0-4 年	28.00%	

借助天眼查，风云君发现郑州裕中煤业有限公司是一个毫无主营业务的公司，单凭其利润根本没法偿还永泰能源账上6.79亿，不知道每年剧增的其他应收款用途是去了哪里？是否重新流入了控股集团公司内？

项 目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	551,209,440.86		551,209,440.86	375,621,435.88		375,621,435.88
在产品	988,121.29		988,121.29	3,350,261.18		3,350,261.18
库存商品	13,859,845.61		13,859,845.61	14,474,644.62		14,474,644.62
周转材料	484,398.52		484,398.52	566,974.39		566,974.39
低值易耗品	3,461,424.50		3,461,424.50	3,610,654.13		3,610,654.13
在途物资	2,082,294.06		2,082,294.06			
合 计	572,085,524.84		572,085,524.84	397,623,970.20		397,623,970.20

对比A股同行业可比上市公司，只有永泰能源才敢每年都不对煤炭存货进行减值处理：

无形资产	2013年报	2014年报	2015年报	2016年报	2017年报
兖州煤业	239	225	180	261	475
大同煤业	27	47	43	35	34
阳泉煤业	56	54	53	51	52
陕西煤业	219	218	212	214	228
冀中能源	65	63	60	58	56
永泰能源	249	286	371	434	430

此外，永泰能源2017年账上商誉46.74亿，主要有华瀛石油化工有限公司和华晨电力股份公司。

上市公司	2014年-2017年无形资产/商誉减值
兖州煤业	2017年对所属文玉煤矿采矿权计提减值损失14.92亿，2016年商誉减值3.27亿，2015年受煤炭市场疲软影响，公司对商誉计提资产减值准备3.27亿元
大同煤业	2015年无形资产减值2.88亿，对子公司矿业公司的采矿权计提无形资产减值准备
阳泉煤业	2016年对景福公司、榆树坡公司及鲁西公司商誉减值0.54亿
陕西煤业	2014年无形资产减值1115万
冀中能源	2017年商誉减值1753万
永泰能源	全无

六、结束语

我们再来回顾下整篇文章论述的重点：

- (1) 永泰能源与其控股股东永泰集团发生诸多额度较大的关联交易，包括关联担保、关联方资金占用、关联资产出售、关联租赁等；
- (2) 永泰能源毛利率过高，收入和利润有可能虚构，其上下游的关联关系极其复杂，股权变更往往在发生业务不久之前；
- (3) 扣除投资收益和营业外收入后，盈利能力水平极低，2018年一季度扣除关联资产出售确认的投资收益后，税前净利率为负；
- (4) 偿债风险极大，几乎所有重要的资产都用来质押/抵押借款，现金靠短期借款维持；
- (5) 通过会计手法增加账面利润，应收账款计提并不充分，重要资产（存货、无形资产、商誉）相对可比上市公司，均没有进行资产减值。



END/本文为市值风云APP原创作品 欢迎转发，转载需授权