

# 信用等级公告

联合〔2020〕2304号

联合资信评估有限公司通过对阳泉煤业（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳泉煤业（集团）有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“19 阳煤 CP009”“19 阳煤 CP010”“19 阳煤 CP007”“20 阳煤 CP001”“20 阳煤 CP003”“20 阳煤 CP002”“20 阳煤 CP004”“20 阳煤 CP007”“20 阳煤 CP008”和“20 阳煤 CP009”的信用等级为A-1；维持“18 阳煤 MTN004”“18 阳煤 MTN005”“19 阳煤 MTN002”“19 阳煤 MTN003”“19 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN001”“20 阳煤 MTN004”和“20 阳煤 MTN005”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十日



# 阳泉煤业（集团）有限责任公司 2020 年度跟踪评级报告

## 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
阳泉煤业（集团）有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 阳煤 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 CP009	A-1	稳定	A-1	稳定
19 阳煤 CP010	A-1	稳定	A-1	稳定
19 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 CP007	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP004	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP007	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 CP008	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP009	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定

## 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 阳煤 MTN004*	10 亿元	10 亿元	2020-11-06
18 阳煤 MTN005*	12 亿元	12 亿元	2021-12-04
19 阳煤 MTN002	10 亿元	10 亿元	2022-06-19
19 阳煤 MTN003	5 亿元	5 亿元	2022-07-17
19 阳煤 CP009	10 亿元	10 亿元	2020-08-16
19 阳煤 CP010	10 亿元	10 亿元	2020-09-16
19 阳煤 MTN004*	10 亿元	10 亿元	2022-10-16
19 阳煤 MTN005	15 亿元	15 亿元	2022-10-22
19 阳煤 CP007	10 亿元	10 亿元	2020-11-19
20 阳煤 CP001	8 亿元	8 亿元	2021-01-10
20 阳煤 MTN001	15 亿元	15 亿元	2023-02-26
20 阳煤 CP003	10 亿元	10 亿元	2021-03-17
20 阳煤 CP002	10 亿元	10 亿元	2021-03-30
20 阳煤 CP004	10 亿元	10 亿元	2021-04-10
20 阳煤 CP007	10 亿元	10 亿元	2021-05-12
20 阳煤 MTN004	10 亿元	10 亿元	2023-05-29
20 阳煤 CP008	10 亿元	10 亿元	2021-06-05
20 阳煤 CP009	10 亿元	10 亿元	2021-06-09
20 阳煤 MTN005	10 亿元	10 亿元	2023-06-16

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2020 年 7 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

## 评级观点

跟踪期内，阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“阳煤集团”）煤炭板块盈利能力保持较高水平，经营性净现金流流入规模有所增长；同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到化工及铝行业景气度低、公司盈利能力有所下滑、债务负担重且短期债务占比高等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障程度较高。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，拥有大量煤炭储备资源，对未来持续经营形成良好支撑。公司在建煤炭项目规模较大，预计达产后煤炭产能将进一步增长。

综合评估，联合资信确定维持阳泉煤业（集团）有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19阳煤CP009”“19阳煤CP010”“19阳煤CP007”“20阳煤CP001”“20阳煤CP003”“20阳煤CP002”“20阳煤CP004”“20阳煤CP007”“20阳煤CP008”和“20阳煤CP009”的信用等级为A-1；维持“18阳煤MTN004”“18阳煤MTN005”“19阳煤MTN002”“19阳煤MTN003”“19阳煤MTN004”“19阳煤MTN005”“20阳煤MTN001”“20阳煤MTN004”和“20阳煤MTN005”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 政府支持力度大，资源和市场竞争优势明显。公司是中国规划的 13 个大型煤炭基地—晋东煤炭基地的重要组成部分；公司在产业优化和转型升级等方面获政府支持力度大。无烟煤产品附加值高，市场竞争力强，资源优势明显。



本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>-</sup>		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	资本结构	3
			偿债能力	4
调整因素和理由				调整子级
公司为山西省大型煤炭企业，地位重要，为政府重点支持企业，山西省国资委对公司支持力度大				+2
公司在建煤炭项目规模较大，预计达产后煤炭产能将进一步增长				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：黄露 王皓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

- 2019 年，公司经营活动产生现金流入量和净流入规模均有所上升，经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障程度较高。2019 年，公司经营活动产生现金流入量和净流入规模分别为 1537.19 亿元和 68.80 亿元，同比分别增长 1.83% 和 20.23%。2019 年，经营活动现金流入量分别为 2021 年内待偿还债券本金和由联合资信评级的债券余额的 7.46 倍和 7.88 倍，保障程度较高。
- 公司在建煤炭项目规模较大，预计达产后煤炭产能将进一步增长。公司在建主要煤炭项目规划产能达 1010 万吨/年，预计建成达产后煤炭产能将进一步增长。

关注

- 公司煤炭板块所属行业为高危行业，煤炭开采及运输过程具有一定的危险性，安全生产水平需持续关注。公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大；地方整合矿井安全生产条件较差，公司安全投入及安全管理压力较大。
- 跟踪期内，受煤炭价格下滑、国际贸易摩擦、国际油价波动及新冠肺炎疫情等因素影响，公司盈利能力有所下滑，整体盈利能力一般。2019 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率同比均有所下滑，分别为 7.90%、3.20% 和 0.44%，整体盈利能力一般。
- 跟踪期内，公司氧化铝由自产转为外采，关停部分电解铝产能。联合资信将持续关注公司后续对该板块的经营规划。公司先后关停氧化铝产能和兆丰铝电二期 10 万吨/年电解铝产能，铝业板块收入规模及盈利均有所下滑。
- 公司债务负担重，存在较大短期支付压力。截至 2019 年底，公司调整后全部债务 1695.45 亿元，调整后全部债务资本化比率为 78.60%，债务负担重。其中，短期债务 1029.29 亿元（占 60.71%），短期债务占比高，存在较大的短期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	229.27	269.27	275.96	299.81
资产总额（亿元）	2153.85	2396.78	2466.47	2513.69
所有者权益合计（亿元）	354.29	556.84	575.32	566.66
调整后短期债务（亿元）	936.04	862.74	1029.29	1024.07
调整后长期债务（亿元）	580.05	728.42	666.15	737.73
调整后全部债务（亿元）	1516.09	1591.16	1695.45	1761.80
营业总收入（亿元）	1608.06	1739.01	1761.02	312.10
利润总额（亿元）	19.28	27.37	16.58	1.35
EBITDA（亿元）	138.75	161.99	150.17	--
经营性净现金流（亿元）	46.54	57.22	68.80	2.39
营业利润率（%）	9.81	9.13	7.90	8.75
净资产收益率（%）	0.46	1.28	0.44	--
资产负债率（%）	83.55	76.77	76.67	77.46
调整后全部债务资本化比率（%）	83.28	77.09	78.60	79.19
流动比率（%）	56.35	62.37	55.17	61.41
经营现金流流动负债比（%）	3.72	4.85	5.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.75	1.82	1.64	--
调整后全部债务/EBITDA（倍）	10.93	9.82	11.29	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1246.17	1487.52	1582.67	1670.79
所有者权益（亿元）	171.68	249.76	272.61	254.57
调整后全部债务（亿元）	809.70	999.54	1172.88	1212.88
营业总收入（亿元）	74.96	87.60	88.73	13.56
利润总额（亿元）	-36.68	-26.54	9.47	-6.62
资产负债率（%）	86.22	83.21	82.78	84.76
调整后全部债务资本化比率（%）	86.92	86.14	88.08	88.94
流动比率（%）	115.81	119.60	104.94	111.41
经营现金流流动负债比（%）	0.66	0.32	1.66	--

注：1.公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2.公司合并口径中其他流动负债、长期应付款、所有者权益中其他权益工具已相应调整至短期债务和长期债务；3.公司本部长期应付款和所有者权益中其他权益工具已调整至长期债务；4.将应收款项融资调整入现金类资产

## 评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 阳煤 MTN005	AAA	AAA	稳定	2020/06/05	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP009	A-1	AAA	稳定	2020/05/29	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP008	A-1	AAA	稳定	2020/05/27	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/05/20	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP007	A-1	AAA	稳定	2020/04/28	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP004	A-1	AAA	稳定	2020/04/01	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP002	A-1	AAA	稳定	2020/03/17	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP003	A-1	AAA	稳定	2020/02/10	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP001 19 阳煤 CP007 19 阳煤 CP010 19 阳煤 CP009	A-1	AAA	稳定	2020/02/11	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 阳煤 CP001	A-1	AAA	稳定	2019/12/13	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 CP007	A-1	AAA	稳定	2019/05/24	郭昊 王皓	煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/08/19	郭昊 王皓	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>

19 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/08/26	郭昊 王皓	<a href="#">联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 CP010	A-1	AAA	稳定	2019/07/31	郭昊 王皓	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 CP009	A-1	AAA	稳定	2019/07/18	郭昊、 王皓	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 MTN002 18 阳煤 MTN005 18 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/07/12	郭昊 王皓	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/07/09	郭昊 王皓	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 阳煤 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/01/22	郭昊 张铮 张桐	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 阳煤 MTN005	AAA	AAA	稳定	2018/10/10	郭昊 张铮	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2017.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/09/26	郭昊 张铮	<a href="#">煤炭行业企业主体信用评级方法 (2017.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 阳泉煤业（集团）有限责任公司 2020 年度跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于阳泉煤业（集团）有限责任公司及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“阳煤集团”）的前身是山西省阳泉矿务局，始建于 1950 年 1 月。1997 年 12 月，改制为国有独资企业，系原煤炭工业部直属的 94 家国有重点煤炭企业之一，1998 年划归山西省政府管理。2005 年 12 月经债转股后，公司成为由山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达资产”）和中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）共同出资组建的大型煤炭企业集团。根据公司 2014 年第二次临时股东会议决议，建设银行将其所持有公司 5.55% 股权转让给山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）。2017 年 7 月 27 日，山西省成立了山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），是山西省国资委代表省政府出资设立的全资控股省属国企，山西省国资委将持有的公司全部股权划入山西国投，山西国投成为公司新的控股股东，山西省国资委仍然为公司的实际控制人。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 75.80 亿元，实收资本 72.65 亿元，主要系山西国投尚有 3.16 亿元未到账，山西省国资委为公司的实际控制人。

表 1 公司股权结构情况（单位：%）

名称	出资额占比
山西省国有资本投资运营有限公司	54.03
山西焦煤集团有限责任公司	5.55

中国信达资产管理股份有限公司	40.42
<b>合计</b>	<b>100.00</b>

注：2018 年 6 月 29 日，山西国投就转让所持有的公司 5.75% 股权与信达公司签署了《股权转让合同》，《股权转让合同》已经生效且山西国投已向信达公司支付了全部股权转让价款，2020 年 3 月底，公司尚未完成与本次股权转让相关的工商变更登记手续，本公司将尽快依法完成本次股权涉及的工商变更登记手续和国有股权变动手续。本次股权转让完成后，山西国投持有公司 59.78% 股份，山西省国资委通过山西国投和焦煤集团间接合法持有公司 65.33% 股权，仍为公司的实际控制人

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 55 家，其中直接及间接拥有上市公司两家，分别为阳泉煤业（集团）股份有限公司（以下简称“阳泉煤业”，股票代码：600348.SH，持股比例为 58.34%）和阳煤化工股份有限公司（以下简称“阳煤化工”，股票代码：600691.SH，持股比例为 32.16%），业务范围涵盖煤炭、化工、铝业、贸易、建筑、装备制造等多个业务板块。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 2466.47 亿元，所有者权益合计 575.32 亿元（含少数股东权益 303.86 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 1761.02 亿元，利润总额 16.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2513.69 亿元，所有者权益合计 566.66 亿元（含少数股东权益 304.73 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 312.10 亿元，利润总额 1.35 亿元。

公司注册地址：山西省阳泉市北大西街 5 号；法定代表人：翟红。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信评定的公司存续债券（见表 2）募集资金均已使用完毕，尚需偿还债券本金合计 195.00 亿元。公司均已按期支付存续债券利息。

截至目前上述债券均未到兑付日。



表2 本次跟踪债券概况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期日期	当前余额
18 阳煤 MTN004*	2018-11-06	2020-11-06	10.00
18 阳煤 MTN005*	2018-12-04	2021-12-04	12.00
19 阳煤 MTN002	2019-06-19	2022-06-19	10.00
19 阳煤 MTN003	2019-07-17	2022-07-17	5.00
19 阳煤 CP009	2019-08-16	2020-08-16	10.00
19 阳煤 CP010	2019-09-16	2020-09-16	10.00
19 阳煤 MTN004*	2019-10-16	2022-10-16	10.00
19 阳煤 MTN005	2019-10-22	2022-10-22	15.00
19 阳煤 CP007	2019-11-19	2020-11-19	10.00
20 阳煤 CP001	2020-01-10	2021-01-10	8.00
20 阳煤 MTN001	2020-02-26	2023-02-26	15.00
20 阳煤 CP003	2020-03-17	2021-03-17	10.00
20 阳煤 CP002	2020-03-30	2021-03-30	10.00
20 阳煤 CP004	2020-04-10	2021-04-10	10.00
20 阳煤 CP007	2020-05-12	2021-05-12	10.00
20 阳煤 MTN004	2020-05-29	2023-05-29	10.00
20 阳煤 CP008	2020-06-05	2021-06-05	10.00
20 阳煤 CP009	2020-06-09	2021-06-09	10.00
20 阳煤 MTN005	2020-06-16	2023-06-16	10.00
合计	--	--	195.00

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于

存续期的债券；2.存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日  
资料来源：Wind

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模

以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提

高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企

业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

## 3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形

反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析

### （一）煤炭采选业

#### 1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2019 年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 58%，大幅高于 27% 的世界平均水平<sup>1</sup>。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

#### 资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭—太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、

<sup>1</sup>数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据



无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

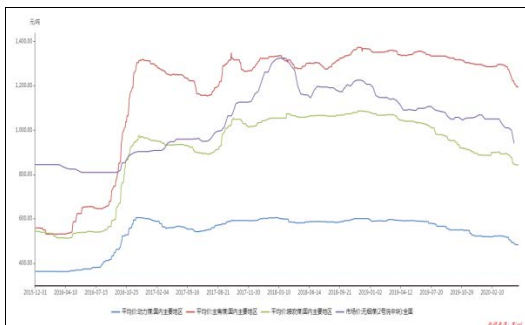
### 行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2016 年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018 年，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

### 煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 1 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

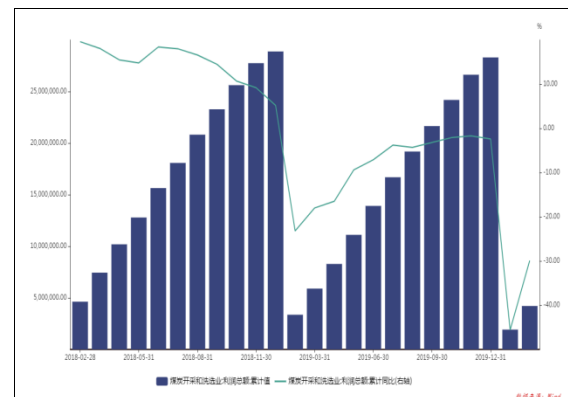
2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋

势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

### 行业经济效益

图2 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 2830.30 亿元，同比

下降 2.40%。2020 年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 421.10 亿元，同比下降 29.90%。

## 2. 行业关注

### 环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019 年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019 年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故 66 起，共造成 103 人死亡。2019 年 7 月以来，四川、贵州、河北等地接连发生 3 起较大瓦斯爆炸事故及 1 起较大冲击地压事故。

### 运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，用煤旺季始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

### 去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016 年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任

务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

### 新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至 2019 年底，中国全口径发电设备装机容量 20.11 亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为 40.79%，较上年底上升 1.00 个百分点。2019 年，中国实现全口径发电量 73253 亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的 31.13%，同比增长 1.54 个百分点。

## 3. 行业展望

历经 2002—2011 年的快速发展期和 2012—2015 年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格

局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

## （二）煤化工行业

### 1. 尿素

受供给侧改革及环保趋严管理影响，2019年我国尿素继续淘汰落后产能，产能利用率同比提高。下游需求中农业需求占比较大，但主要农作物种植量下降，国内化肥施用量减少。2019年尿素价格重心略有下移，但仍保持中高水平。2020年，尿素供给端有望趋于宽松，产业结构有望继续优化。

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

自2016年至今，尿素产业不断进行结构调整，大量落后产能陆续被市场淘汰，尿素年度产能逐渐下降。据卓创数据显示，2019年国内尿素产能预估约7400万吨，较2018年产能（7600万吨）下降200万吨，降幅约3%。经过近3年的供给侧改革，尿素产能利用率有所改善，2019年尿素年平均开工负荷约64%，较2018提高11个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引，尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场，产业结构有望继续优化。2020年，尿素计划新增产能约992万吨，且新增产能全部为煤头装置，尿素供给端有望趋于宽松。

需求方面，尽管农业需求占比较大，但是由于近几年国家对于化肥施用量的限制，根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》，国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看，据国家统计局数据显示，2019年国内小麦播种面积约22984千公顷，较2018年减少419千公顷，下降约1.8%。玉米种植面积约6.19亿亩，较2018年减少1,269万亩，下降约2%。近年来，尿素在工业领域的需求占比逐步提升，但2019年尿素在工业领域的消耗表现较为

分化。目前尿素工业需求主要涉及复合肥、三聚氰胺、人造板以及车用尿素等领域。2019年复合肥行业加速整合，实际新增产能仅185万吨，2019年1—11月份国内复合肥产量约3,834万吨，较去年同期下降307万吨，降幅7.4%，对尿素消耗量减弱。2019年1—11月份国内三聚氰胺产量约123万吨，较去年同期增长7万吨，年均增长率6%，尿素消耗量约370万吨，对尿素消耗量持稳。2019年因环保监管从严、大气污染防治等因素制约，人造板开工负荷一直受到压制。

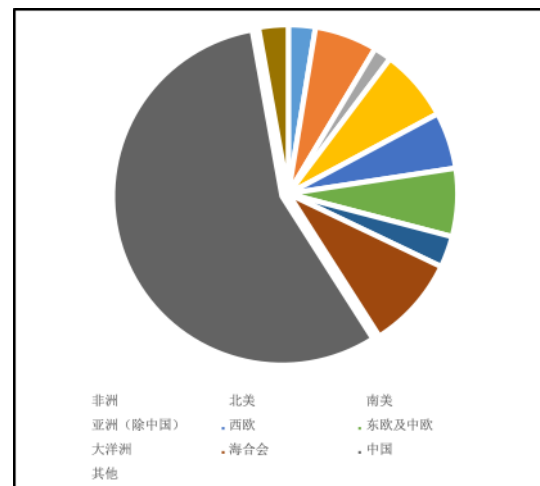
从市场价格来看，2019年我国尿素价格重心略有下移，尿素（小颗粒）全年均价为1933.92元/吨，较2018年全年均价下降了131.96元/吨，仍保持中高水平。

## （三）铝业

### 1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。

图3 2019年全球各地区原铝产量情况



资料来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性高和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”“以铝节铜”“以铝代塑”“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国

民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

**2019年，全球原铝产量出现下降，中国铝产量仍领跑全球。**根据 International Aluminium Institute 统计，2019 年全球原铝产量为 6369.7 万吨，较 2018 年下降 0.99%，为 2009 年以来的首次下降。2019 年，全球原铝产量出现下降主要原因为中国、西欧及南美产量下降，但同时海湾阿拉伯国家合作委员会<sup>2</sup>（以下简称“海合会”）（以下简称“海合会”）增产幅度较大（6.10%）。2019 年中国原铝产量为 3579.5 万吨，占比 56.20%，仍为原铝第一大生产国。自 2003 年起，中国已经连续 17 年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在 2013 年已超过 50%。预期中国仍将保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国。中国电解铝产销量的增长也为全球电解铝产销量的增长作出重要贡献。

**2019年，中国原铝、氧化铝产量小幅下降，铝材产量有所增长，电解铝产能置换对相关省份产量影响较大。**根据中国有色金属工业协会统计，2019 年，中国原铝产量 3504.36 万吨，同比下降 0.89%；氧化铝产量 7247.42 万吨，同比下降 1.01%；铝材产量 5252.24 万吨，同比增长 7.47%。具体来看，受电解铝产能置换向内蒙古、广西、云南和贵州等地区转移因素影响，上述省份电解铝产量近几年均有较大幅度增长。与此同时，山东、河南产能指标置出省产量出现较大幅度减少，但山东仍为中国电解铝产量最高的省份。未来，随着置换产能的逐步投产和充分释放，内蒙古、广西、云南和贵州等地电解铝产量占比将进一步提高。

根据国家统计局统计，2020年1-2月，中国原铝产量602.02万吨，同比增长4.32%。各省市产量排名看方面，主要产区中青海与甘肃出现排名互换，青海由2019年的第6位提高至第4

位，其余主要产区产量排名变动不大。

表4 中国主要电解铝产区产量情况

(单位：万吨)

省份	2018年	2019年	变动率	2020年1-2月
山东	915.02	815.53	-10.87%	133.86
新疆	634.21	605.64	-4.51%	96.95
内蒙古	449.29	510.77	13.68%	91.06
甘肃	259.01	228.36	-11.83%	38.16
广西	169.24	218.66	29.20%	38.66
青海	238.87	216.99	-9.16%	39.45
云南	161.07	191.01	18.59%	36.12
河南	249.58	187.04	-25.06%	28.86
贵州	104.46	126.64	21.23%	22.84
宁夏	127.64	124.37	-2.56%	19.46
陕西	68.76	82.71	20.29%	15.09
山西	99.52	79.43	-20.19%	12.64
辽宁	45.31	64.93	43.30%	7.39
四川	55.02	54.31	-1.30%	10.81
重庆	48.72	49.28	1.16%	8.04
湖北	9.72	9.25	-4.82%	1.51
福建	14.06	8.33	-40.76%	1.11

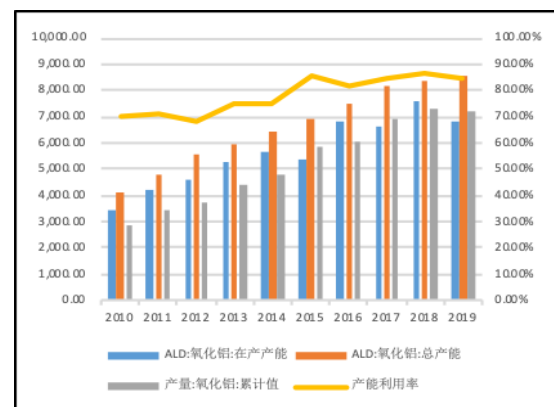
注：上表以2019年产量排名顺序列示

资料来源：Wind，联合资信整理

**氧化铝方面，中国氧化铝产能快速增加，已出现产能过剩。**近年来，中国氧化铝新增产能快速增长。截至2019年底，中国氧化铝产能为8597万吨/年，在产产能为6830万吨/年，产能利用率84.30%，较2018年下降2.18个百分点。若根据2019年全国原铝产量和氧化铝产量简单估算，氧化铝产量过剩约为519万吨，约为氧化铝产量的7%。

图4 近年中国氧化铝产能及产量情况

(单位：万吨/年、万吨、%)



注：产能利用率使用总产能计算

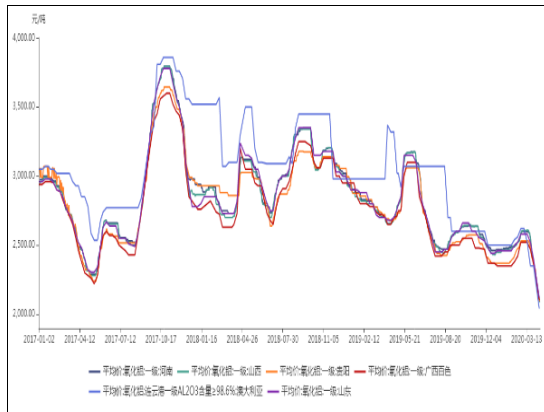
数据来源：Wind

<sup>2</sup> 海合会成员包括巴林、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋



价格方面，自2018年第四季度以来，氧化铝价格经历了大幅下降，仅在2019年第二季度因环保限产出现较大幅度反弹，但未能长期维持。以河南一级氧化铝平均价为例，截至2019年底和2020年4月15日分别为2470元/吨和2081元/吨，分别较上年底下降15.84%和15.75%。

图5 近年国内氧化铝价格走势（单位：元/吨）



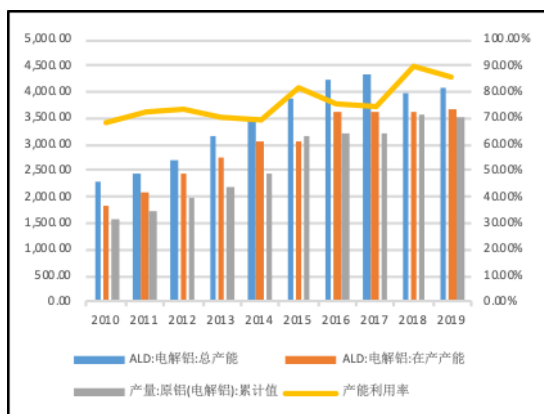
数据来源：Wind

### 市场供求关系

电解铝产能利用率偏低，产能存在过剩，在房地产投资维持较高水平增长的背景下，汽车行业景气度的回升对需求提升、过剩产能消化起到重要作用。

图6 近年中国电解铝产能及产量情况

（单位：万吨/年、万吨、%）



注：产能利用率使用总产能计算

数据来源：Wind

电解铝供给方面，近年来中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。截至2019年底，中国电解铝产能

4100.50万吨/年，在产产能3664.50万吨/年，产能利用率85.46%，较2018年下降4.34个百分点。中国除电解铝产能过剩问题外，另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

电解铝需求方面，建筑仍是铝材最主要的消费领域，其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域。房地产方面，自2016年始，房地产开发投资完成额增速出现显著回升，2018及2019年分别为9.50%和9.90%。2019年全国汽车累计产量2552.80万辆，同比下降8.00%。尽管新能源汽车行业继续呈高速增长，但比重尚低，2018年销量仅占4.63%。2020年1-2月，国内汽车累计产量200.50万辆，同比下降45.80%。汽车产业产量自2018年起持续下降，对铝材需求拉动效应持续降低。

## 2. 行业关注

### 电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，按照《铝行业规范条件》生产1吨电解铝最高消耗电力13500千瓦时和1.92吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。未来，随着自备电厂政策的逐步收紧，山东等地区主要依赖自备电厂成本优势的企业将面临较大的经营挑战。

### 铝资源对外依存度

中国铝土矿对外依存度始终维持高位，虽然电解铝年产量占世界产量一半以上，但是仍未对铝土矿形成较强的议价能力而处于价格的被动接受地位，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商为了保证自身资源供应，在铝土矿资源丰富的国家进行了相关投资，但这种方式同时也增加了自身面临的政治、汇率等风险。

### 价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，生产

方和采购方使用金融衍生工具愈发普遍。现货与期货价格联动性及国内和国际铝价联动性日益增强，其中国际铝价和国内铝价中分别以LME三月期铝和上海期货三月期铝最具代表性。2019年以来，受美国解除对俄铝制裁及中美贸易摩擦等因素影响，国际铝价呈波动下降态势，同期国内铝价整体呈波动态势。2020年初，受疫情影响，LME三月期铝和上海期货三月期铝价格均出现快速下降。截至2020年3月底，LME三月期铝收于1524.00美元/吨，较2019年底下降16.72%；期货收盘价（连三）收于11625元/吨，较2019年底下降17.08%。总体来看，LME三月期铝更易受宏观因素驱动，上海期货三月期铝更易受国内基本面的影响。

## 六、基础素质分析

跟踪期内，公司保持煤炭资源储备规模大、煤质优良，品牌认知度较高等较强市场竞争优势。

截至2019年底，公司煤炭产业拥有在产矿井38个，主要分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，在产矿井的核定能力合计为8170万吨/年，保有储量合计为73.38亿吨，可采储量合计为35.33亿吨。公司提供全国10%以上的无烟煤产量，生产规模优势明显。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员出现变动，新履任的管理人员经验丰富，整体素质高，能够满足公司经营管理需要。公司员工综合文化素质符合煤炭企业特点。公司在法人治理、内控体系及管理制度等方面无重大变化。

截至2019年底，公司高级管理人员合计20人，其中董事会成员10人、监事会成员4人、经理层6人。

2019年1月，王付云先生出任公司董事、专职党委副书记。王付云先生1965年1月出

生，中共党员，本科学历，会计师；曾任山西平舒煤业有限公司副董事长，公司副总经理。

截至2019年底，公司拥有在岗员工104331人。按学历结构划分，研究生及以上人员占比约0.85%，本科生人员占比约17.90%，大专及以下学历人员占比约81.24%。按岗位划分，管理岗占比约为18.75%，地面岗占比约为54.96%，辅助岗占比约为18.26%，掘进岗占比约为4.88%，回采岗占比约为3.16%。按年龄划分，30岁以下占比约为14.51%，30~40岁占比约为35.07%，40~50岁占比约为41.18%，50岁以上占比约为9.24%。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，煤炭业务收入有所下降，煤炭业务是公司主要利润来源，盈利能力保持较高水平；受宏观经济下行、中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，化工和铝业板块收入规模及盈利均有所下滑；物流贸易板块收入大幅增长，但毛利率低，对公司整体利润贡献不大；装备制造及其他等板块对公司收入形成一定补充。

公司主营业务包括煤炭、化工、铝业、装备制造及物流贸易等多个板块，2019年公司营业总收入为1761.02亿元，同比增长1.27%。其中，煤炭板块收入同比下降2.44%，主要系当期煤炭价格下行所致；受中美贸易摩擦和宏观经济下行影响，化工产品需求下降，公司化工板块收入同比下降5.37%；铝业板块收入同比下降11.55%，主要系外部需求下降以及公司关停部分电解铝和氧化铝产能，铝产品产销量减少所致；物流贸易板块经营规模有所扩张，收入同比增长23.06%。

从收入结构看，2019年，煤炭、化工、铝业和物流贸易板块仍为公司主要的收入来源。其中，煤炭、化工和铝业板块收入占营业总收入比重分别为17.40%、31.69%和13.77%，均

较上年有所下滑；物流贸易板块收入同比有所增长，占营业总收入比重同比增长 4.94 个百分

点至 27.90%；装备制造、建筑地产和其他板块收入占比较小，对公司收入形成一定补充。

表 5 近年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	285.38	17.75	44.98	314.10	18.06	45.01	306.45	17.40	41.24	78.59	25.18	38.01
化工	581.37	36.15	4.53	589.68	33.91	4.55	558.03	31.69	3.81	111.24	35.64	1.56
铝业	282.97	17.60	1.50	274.15	15.76	1.42	242.49	13.77	1.32	19.32	6.19	1.07
物流贸易	274.35	17.06	0.61	399.26	22.96	0.55	491.32	27.90	0.53	81.34	26.06	0.23
装备制造	37.66	2.34	9.59	39.68	2.28	9.52	46.32	2.63	9.51	8.33	2.67	8.56
建筑地产	75.19	4.68	10.22	61.34	3.53	10.21	60.42	3.43	10.19	5.70	1.83	8.41
其他	71.14	4.42	24.66	60.80	3.50	9.67	56.00	3.18	9.83	7.57	2.43	9.80
合计	1608.06	100.00	11.57	1739.01	100.00	10.94	1761.02	100.00	9.63	312.10	100.00	10.87

注：1.其他业务主要为服务类等中小企业业务；2.部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异  
资料来源：公司提供

从毛利率看，2019 年，公司煤炭板块毛利率为 41.24%，同比下降 3.77 个百分点，主要系煤炭销售价格同比下滑所致；化工板块毛利率为 3.81%，同比下降 0.74 个百分点，主要系中美贸易摩擦以及宏观经济下行，下游需求低迷，产品价格下降所致。同期，公司铝业板块毛利率为 1.32%，主要系公司电解铝维持价格成本倒挂现象，铝业板块毛利率始终处于较低水平；物流贸易、装备制造、建筑地产和其他业务毛利率分别为 0.53%、9.51%、10.19%和 9.83%，同比均变化不大。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率较 2018 年下降 1.31 个百分点至 9.63%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 312.10 亿元，较上年同期下降 16.30%；受新冠肺炎疫情影响，叠加原油价格下跌，煤化

工产品价格下行，公司化工业务收入及毛利率均较上年同期降幅较大。受公司关停氧化铝产能影响，铝业板块收入有所下降。

## 2. 煤炭板块

跟踪期内，公司煤炭资源储备及产销规模较大，煤炭销售价格有所下降；市场竞争力强，综合抗风险能力极强；公司煤炭板块所属行业为高危行业，煤炭开采及运输过程具有一定的危险性，安全生产水平需持续关注。

截至 2019 年底，公司煤炭产业拥有在产矿井 38 个，主要分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，在产矿井的核定能力合计为 8170 万吨/年，保有储量合计为 73.38 亿吨，可采储量合计为 35.33 亿吨。

表 6 截至 2019 年底公司部分主要生产矿井煤炭资源情况

矿名	核定能力 (万吨/年)	井田面积 (km <sup>2</sup> )	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	可采年限(年)	备注
国阳一矿	750.00	83.60	80235.30	45649.30	43.50	已有采矿权
国阳二矿	810.00	60.10	69079.00	34224.90	30.20	已有采矿权
阳煤新景矿	500.00	64.70	91112.90	55237.10	78.90	已有采矿权
阳煤五矿	770.00	82.50	70776.50	30304.90	28.10	已有采矿权
平舒煤业	90.00	27.80	12479.40	8282.70	65.70	已有采矿权

矿名	核定能力 (万吨/年)	井田面积 (km <sup>2</sup> )	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	可采年限(年)	备注
阳煤开元矿	300.00	27.90	33825.50	14506.40	34.50	已有采矿权
石港煤业	90.00	7.50	4806.90	1075.50	8.50	已有采矿权
寺家庄矿	500.00	120.30	107497.40	59433.90	84.90	已有采矿权
阳煤新元矿	300.00	136.80	133202.20	65716.30	156.50	已有采矿权
新大地矿	150.00	6.50	4847.20	3672.20	17.50	已有采矿权
长沟煤矿	180.00	9.10	4261.30	1349.00	5.40	已有采矿权
孙家沟	120.00	8.80	17651.60	8069.90	48.00	已有采矿权
<b>合计</b>	<b>4560.00</b>	<b>635.60</b>	<b>649060.60</b>	<b>327522.10</b>	--	<b>已有采矿权</b>

注：公司部分矿井存在超采行为，不符合《煤矿生产能力管理办法》〔安监煤总行（2014）61号〕的相关规定。部分矿井存在超采行为主要系公司设备较先进，核定产能与实际生产情况不匹配所致，公司目前正在对核定产能与实际生产情况不匹配的部分矿井进行重新核定产能申报工作

资料来源：公司提供

受国家去产能政策及煤炭市场回暖影响，2019年公司共生产原煤7041.83万吨，同比增长1.10%；销售商品煤7318.08万吨，同比增长1.42%，公司自产煤炭产销率保持较高水平，库存逐渐消化。2020年1—3月，公司原煤产量较上年同期增长35.49%；销售商品煤1906.22万吨，同比增长6.96%。

2019年，公司煤炭销售价格同比下降6.82%，主要系煤炭去产能接近尾声以及先进产能的加速释放所致；受材料成本、职工薪酬等支出下降影响，煤炭成本同比小幅下降。2020年1—3月，公司煤炭销售价格回落至371.23元/吨，销售价格和成本的价差已由2019年的154.85元/吨下降至133.53元/吨。

表7 近年公司自产煤炭产销情况

(单位：万吨、%、元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
原煤产量	6767.42	6965.20	7041.83	1832.03
<b>商品煤销量</b>	<b>7079.33</b>	<b>7215.51</b>	<b>7318.08</b>	<b>1906.22</b>
其中：动力煤	5420.55	5494.09	5737.87	1488.77
喷吹煤	656.17	731.36	566.58	170.82
化工煤	574.87	530.68	489.16	134.64
其他	427.74	459.38	524.46	111.98
产销率	104.61	103.59	103.92	104.05
价格	399.29	422.75	393.93	371.23
成本	218.70	242.62	239.08	237.70

注：1.部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异；2.公司存在部分外购煤炭，规模较小，未纳入上表测算

资料来源：公司提供

公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大；地方整合矿井安全生产条件较差，公司安全投入及安全管理压力较大。跟踪期内，公司未发生重大安全生产事故。

表8 公司煤炭生产死亡率指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
死亡率(人/百万吨)	0.00	0.015	0.00	0.00

资料来源：公司提供

### 3. 化工板块

跟踪期内，化工板块仍保持较大经营规模，是公司重要的收入来源；受国际原油价格下滑影响，公司乙二醇价格成本倒挂。公司化工板块整体盈利能力趋弱。

公司化肥产品的经营主体包括阳煤化工，所属化肥生产企业有阳煤集团深州化工有限公司、阳煤平原化工有限公司、河北阳煤正元化工集团有限公司、阳煤集团淄博齐鲁第一化肥有限公司、山西阳煤丰喜肥业（集团）有限责任公司、山东阳煤恒通化工股份有限公司、山西阳煤电石化工有限责任公司、阳煤集团昔阳化工有限责任公司、阳泉煤业集团平定化工有限责任公司和阳煤集团寿阳化工有限责任公司。

截至2019年底，公司拥有尿素389万吨/年、乙二醇60万吨/年、离子膜烧碱66万吨



/年、PVC46万吨/年及复合肥40万吨/年等化工产品产能。

跟踪期内，公司生产模式和销售模式均未发生明显变化。

表9 公司主要化肥、化工产品发展情况  
(单位:万吨、元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	
尿素	产量	397.14	329.84	386.45	103.27
	销量	407.28	324.79	364.70	90.29
	平均售价	1380	1708	1606	1486
	平均成本	1258	1413	1319	1316
复合肥	产量	11.91	9.66	11.86	2.74
	销量	12.11	10.69	10.59	2.94
	平均售价	1789	1973	1987	1953
	平均成本	1748	2139	1824	1905
乙二醇	产量	33.69	35.44	36.85	8.79
	销量	33.32	35.09	37.17	7.39
	平均售价	5915	6012	3899	3674
	平均成本	4679	4734	4247	4779
离子膜碱	产量	40.33	40.46	43.91	9.63
	销量	39.35	39.14	43.69	9.35
	平均售价	2844	2477	2111	1703
	平均成本	860	866	875	757
PVC	产量	21.17	23.99	27.23	6.33
	销量	21.23	23.98	27.39	5.02
	平均售价	5536	5779	5851	5708
	平均成本	5480	5647	5403	5129

资料来源:公司提供

化肥产品方面,2019年,尿素产销量同比均有所增长,主要系公司增加下游渠道开拓力度所致;复合肥产量有所增长,销量同比变化不大。同期,受原材料成本下降影响,尿素和复合肥成本同比分别下降6.65%和14.73%,复合肥由亏转盈。2020年一季度,受国际油价下行影响,尿素价格较2019年下降7.47%;复合肥成本较上年有所增长,主要系新冠肺炎疫情导致原材料价格增长所致。

基础化工产品方面,2019年,受国际原油价格下滑影响,乙二醇价格成本倒挂。2019年和2020年一季度,公司乙二醇每吨平均售价和生产成本的价差分别为-348元和-1105元。2019年,PVC成本同比有所下降,每吨平均售价和生产成本的价差增长至448元;离子膜碱售价同比下降14.78%,主要系下游

行业受国际贸易摩擦和宏观经济下行影响,对烧碱需求萎缩所致,成本同比变化不大。

#### 4. 铝业

跟踪期内,公司氧化铝由自产转为外采,关停部分电解铝产能,电解铝价格成本仍呈倒挂状态,板块整体盈利能力较差。联合资信将持续关注公司后续对该板块的经营规划。

山西兆丰铝业有限责任公司(以下简称“兆丰铝业”)为公司氧化铝的生产主体,山西兆丰铝电有限责任公司(以下简称“兆丰铝电”)是公司电解铝的生产主体及贸易业务主体。

受电费成本高,氧化铝价格波动等因素影响,公司氧化铝由自产转为外采。目前,公司所需氧化铝主要由周边采购,运费为100元/吨左右。受采暖季环保限产影响,兆丰铝电二期10万吨/年电解铝产能关停,一期12.5万吨/年电解铝产能仍正常生产。

价格方面,2019年,公司电解铝销售价格保持稳定,成本小幅下降,价格成本仍呈倒挂状态;氧化铝销售价格同比下降2.63%,成本同比增长2.31%。

产销量方面,2019年以来,受宏观经济下行、国际贸易摩擦、新冠肺炎疫情等因素影响,需求端有所下滑,公司电解铝部分产能关停,氧化铝转为外采,产品产销量均呈下降趋势。2020年一季度,受产能关停和新冠肺炎疫情影响,公司电解铝和氧化铝产销量同比均有所下降。

表10 公司主要铝产品情况(单位:万吨、元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	
电解铝	产量	20.43	15.06	12.46	3.07
	销量	20.51	15.06	12.48	--
	平均售价	12098.30	12035.12	12048.87	11952.00
	平均成本	12366.52	14237.92	14117.52	13442.63
氧化	产量	83.09	75.66	58.40	--
	销量	85.30	73.85	59.70	0.95

铝	平均售价	2410.11	2550.82	2483.62	2170.56
	平均成本	2388.02	2320.78	2374.32	--

资料来源：公司提供

### 5. 物流贸易板块

跟踪期内，物流贸易板块的规模对公司营业收入和经营活动现金流入量贡献明显，但该类业务受行业竞争激烈影响，毛利率低，对公司利润贡献有限。

公司物流贸易板块主要经营主体为阳泉煤业集团物资经销有限责任公司（以下简称“物资经销公司”）和阳泉煤业集团国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”）。

物资经销公司主要负责公司的非煤产品的原材料采购，包括钢材、油脂、木材等产品。国贸公司主要是阳泉煤业为加深与境外客户贸易往来以及拓展业务渠道而设立的公司，主要贸易产品为煤炭、黑色及有色金属，2019年，前五大采购商采购金额约占总采购金额的44.91%，上游客户集中度较高；前五大客户销售金额约占总销售金额的18.56%，下游客户集中度低。

表 11 公司物流贸易板块主要贸易品种情况  
(单位：万元、%)

主要贸易品种种类	2019年		2020年1-3月	
	金额	占比	金额	占比
煤炭	8605.91	0.37	1085.25	0.19
铝锭	2091829.54	89.63	519636.17	93.01
高碳铬铁	74544.49	3.19	--	--
铬矿	61685.97	2.64	21874.20	3.92
其他	97294.61	4.17	16110.87	2.88
合计	2333960.52	100.00	558706.49	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，受大宗商品价格波动及下游客户谈判难度依旧较大影响，该板块毛利率有所下降，盈利能力弱。

### 6. 其他业务

跟踪期内，公司装备制造、建筑地产及其他板块经营稳定，对公司收入形成一定补充。

装备制造方面，经营主体为阳煤忻州通

用机械有限责任公司（以下简称“通用机械”）和阳泉煤业集团华越机械有限公司（以下简称“华越机械”），主要经营范围是制造煤矿专用设备、通用设备及配件、铸件。设有金工、铆焊、下料、热处理四个车间和铸造分厂，有专业的研究开发煤矿机械产品的技术中心和理化、材料性能测试室。现有生产设备300多台，其中高精度和数控设备20余台。主要生产煤矿井下工作面可弯曲刮板输送机、转载机、破碎机、自移机尾、给煤机等，全部产品都领取了矿用产品安全标志证书。

建筑地产方面，经营主体主要为阳泉煤业（集团）房地产开发有限责任公司、山西亚美建筑工程材料有限责任公司、山西宏厦建筑工程有限公司（以下简称“宏厦总公司”）、山西宏厦第一建设有限责任公司（以下简称“宏厦一建”）和山西宏厦建筑工程第三有限公司（以下简称“宏厦三建”）。公司建筑地产来源主要是宏厦一建、宏厦三建和宏厦总公司。宏厦一建和宏厦总公司主要从事集团公司矿井建设，宏厦三建主要从事集团公司地面建设，集团公司近年来加大投资力度，加快集团公司矿井建设和非煤产业建设。

中小企业方面，主要经营主体为中小企业投资管理（集团）有限责任公司（以下简称“中小企业投资公司”），经营范围为对政策允许的阳煤集团所属范围内的中小企业投资及其资产管理，经销钢材、木材、建材、机械设备（不含小轿车）、电子产品（不含卫星地面接收设备），技术咨询。目前中小企业投资公司下属子公司，主要负责对阳煤集团在所属中小企业中的投资进行监管，实现资源的优化配置，提高中小企业的经济效益和投资回报率，并通过贸易、提供劳务服务、技术咨询服务等方式实现盈利。截至2019年底，中小企业投资公司资产总额37.26亿元，资产负债率82.61%，所有者权益合计6.48亿元；2019年，中小企业投资公司实现营业收入16.90亿元，净利润365.93万元。

## 7. 经营效率

公司存货周转率有待提高，整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2019年，公司销售债权周转次数同比增长至17.33次；公司存货周转次数和总资产周转次数同比均有小幅下降，分别为8.80次和0.72次。

表 12 2019 年煤炭行业公司主要经营指标对比

(单位：次)

项目	公司	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司
销售债权周转次数	17.33	13.73	9.20
存货周转次数	8.80	10.43	4.28
总资产周转次数	0.72	0.73	0.53

资料来源：Wind，联合资信整理

与同行业企业对比，公司销售债权周转次数和总资产周转率表现较好，存货周转率有待提高。公司整体经营效率一般。

## 8. 在建及拟建工程

跟踪期内，公司部分在建项目建成转固，

煤化工及煤电一体化产业链有所完善。公司在建煤炭项目规划产能大，预计建成达产后煤炭产能将进一步增长。未来，公司或将持续维持较大的投资规模，对外投资压力较大。

公司非煤炭在建项目较多，主要为电厂项目。截至2019年底，公司平定乙二醇项目、寿阳乙二醇项目、新疆园区化工项目、新疆园区电厂项目、兆丰铝业公司脱硫系统改造项目以及昔阳氯碱化工项目均已完工。

根据晋发改能源〔2017〕1404号《关于防范供给侧结构性改革，防范化解煤电过剩风险的意见》，2017年8月，寿阳博奇电厂项目和西上庄电厂项目停建；2019年6月，寿阳博奇电厂项目和西上庄电厂项目达到建设标准，已恢复建设。

公司华能左权电厂项目，受控股方华能国际电力股份有限公司规划影响，目前处于缓建状态。受行业景气度和公司自身规划影响；恒源聚碳酸酯项目目前暂停投入，后期或全部出让或转让部分股权。

表 13 截至 2019 年底，公司主要在建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	地区	项目建设内容	总投资	截至到 2019 年底已投资额
恒源聚碳酸酯项目	山东青岛	董家口化工园区，新建 10 万吨/年非光气法聚碳酸酯项目	19.00	0.55
寿阳博奇电厂项目	晋中市寿阳县	建设 2×350MW 超临界空冷燃煤发电机组，配套循环流化床锅炉、同步安装烟气脱硫、脱硝、除尘装置。	32.90	14.38
西上庄电厂项目	阳泉市郊区	建设 2×660MW 超超临界空冷燃煤发电机组，配套高效煤粉锅炉，同步建设高效脱硫、脱硝、除尘装置。	52.00	20.53
华能左权电厂项目	晋中市左权县	建设 2×660MW 超超临界空冷燃煤发电机组，配套高效煤粉锅炉，同步建设高效脱硫、脱硝、除尘装置。	52.60	3.05
华润宁武电厂项目	忻州市宁武县	建设 2×350MW 超临界空冷燃煤发电机组，配套循环流化床锅炉、同步安装烟气脱硫、脱硝、除尘装置。	31.41	6.67
神堂嘴 CNG 项目	阳泉市郊区	建设除氧浓缩制 1800 万立方米/年压缩天然气 (CNG) 项目	1.79	1.71
合计			189.70	46.89

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

表 14 截至 2019 年底，公司主要煤炭项目投资规划 (单位：万吨/年、亿元)

项目名称	规划能力	总投资	截至 2019 年底已投资额度
榆树坡矿井项目	300.00	12.08	13.62
山凹矿井技改项目	60.00	3.18	3.09
平定兴裕矿井技改项目	90.00	8.45	8.25
裕泰矿井技改项目	60.00	5.34	4.99
西上庄矿井项目	500.00	36.50	6.93
合计	1010.00	65.55	36.88

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2019年，随着平定乙二醇项目、寿阳乙二醇项目等在建项目建成转固，煤化工及煤电一体化产业链有所完善，非煤在建项目预计总投资额下降至189.70亿元，截至2019年底，已完成投资46.89亿元，未来待投资规模仍较大。公司主要煤炭项目合计规划能力1010.00万吨/年，预计总投资额为65.55亿元，截至2019年底，已投资36.88亿元。从在建项目投资规划看，公司在建项目以电厂和煤矿为主。其中，主要煤炭项目规划产能达1010万吨/年，预计建成达产后煤炭产能将进一步增长。同时，受国家供给侧改革政策影响，若部分工程不能按期完工并交付使用，随着隐形折旧的增加，在建工程或将发生减值。从在建拟建项目投资规划看，未来，公司或将持续维持较大的投资规模，对外投资压力较大。

#### 9. 未来发展

**公司未来发展规划明确，战略联动性强，有效实施后，可扩大经营规模并增强公司抗风险能力。**

公司中长期战略的总体思路是：坚持“煤与非煤并重、做大与做优并举”的战略方针，实施“大集团，多元化，国际化，可持续”战略，把阳泉煤业集团建设成为一个多元经营、竞争力强、可持续发展的大型煤炭集团。以科学发展观为指针，以做大做优的跨越式发展为目标，以解放思想、改革创新为动力，以提高效率效益为中心，以企业文化引领精细化管理为基础，坚持企业总目标和职工个人目标共同发展，全面推进“13436”工程，即：紧紧围绕实现又快又好发展这一主线，强化更新发展观念、加快发展速度、提升发展水平三个意识，坚持煤炭主业内部挖潜与外部拓展、非煤产业规模与效益、产品经营与资本运营、打造落实工作的执行力与提高发展的创造力四个并重，继续推进管理体制由传统企业向现代集团、管理模式由松散粗放向

集约精细、管理方法由内向守旧向外向开拓三个转变，努力实现开掘攻坚、重点工程建设、非煤达产达效、本质安全管理、产权改革及辅业改制、技术创新六个新突破。公司“十三五”期间制定了“突出主业、强煤强化、煤化为基、多业并举”的战略原则，集中力量完成30个煤炭项目、8大化工基地建设、1个煤电铝循环经济园区、3~4个煤机化机项目、8~10个战略新兴产业项目。确保工业和自然灾害防治、资源利用效率、环境保护水平、生态建设水平显著提高，产品结构轻型化、传统产业循环化、战略新兴产业取得实质性进展，职工收入、生活改善取得显著成效。

“十三五”期间，在煤炭板块，公司将以去产能为目标，计划5年陆续关停12个矿井，涉及年产能1740万吨；同时做好先进产能的置换工作和优质单矿井的产能收并购工作。化工方面，公司将以技术研发和升级为发展目标，化工产业将实施“三个一百、五大园区、两大基地”战略，建设百万吨级煤制乙二醇、百万吨级煤制烯烃、百亿方级煤制天然气，以资源合理配置、资本运作为保障，大力发展新型煤化工、适度发展化工新材料、巩固提升基础化工、配套发展化工装备制造、科学布局物流园区，进一步提升综合实力与核心竞争力，建成全国具有重要影响力的大型煤化工企业集团。铝电方面，公司将推进煤电一体化深度融合，加快煤炭转化率高、市场有保障的电力项目审批、建设和并购，同时抓住山西省扶持现有铝工业发展的优惠政策和丰富的铝土矿资源，实施能力重组并购，全面构建具有资源优势、电价优势、区位优势 and 全产业链优势的百万吨晋东煤电铝工业基地。物流贸易方面，公司将全面建成六大物流园区、三大集运站台，打造以煤炭和化工物流为基础、高附加值物流为主、轻资产运营的综合服务型物流企业。



## 九、财务分析

公司提供了 2017—2019 年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 55 家，合并范围较 2018 年底新增山西阳煤联创信息技术有限公司。2019 年，山西阳煤电石化工有限责任公司、阳泉威虎化工有限责任公司、阳煤集团山西吉天利科技有限公司、阳泉升华通信技术有限公司、阳泉煤业寿阳华越中浩机械有限公司和山西阳煤广瑞达机械制造有限公司不再纳入合并报表范围。公司合并范围变化较小，财务数据可比性较高。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 2466.47 亿元，所有者权益合计 575.32 亿元（含少数股东权益 303.86 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 1761.02 亿元，利润总额 16.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2513.69 亿元，所有者权益合计 566.66 亿元（含少数股东权益 304.73 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 312.10 亿元，利润总额 1.35 亿元。

### 1. 资产质量

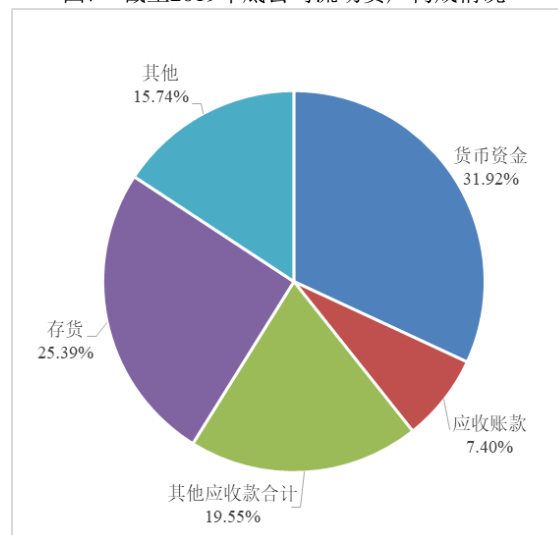
跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；现金类资产受限比例较高，资产流动性较弱，整体资产构成符合行业经营特点。

截至 2019 年底，公司资产总额 2466.47 亿元，较 2018 年底小幅增长 2.91%。其中，流动资产占 29.26%，非流动资产占 70.74%。公司资产中非流动资产占比高。

### 流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 721.65 亿元，主要由货币资金（占 31.92%）、应收账款（占 7.40%）、存货（占 25.39%）和其他应收款合计（占 19.55%）构成。

图7 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 230.35 亿元，较 2018 年底增长 6.22%，主要系当期公司投资规模有所下降，投资活动现金流净流出规模收窄所致。公司货币资金由银行存款（占 56.19%）、其他货币资金（占 43.80%）及少量库存现金构成；其中受限制的货币资金总额为 150.73 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 65.44%，货币资金受限比例高。

截至 2019 年底，公司应收票据 16.24 亿元，较 2018 年底下降 68.97%，主要系公司按照新金融工具准则的规定进行分类和计量，部分金融资产计入应收款项融资所致；公司受限制的应收票据 7.49 亿元，全部为质押的银行承兑汇票，受限比例为 46.13%，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司现金类资产为 275.96 亿元，其中，公司受限现金类资产 162.45 亿元（占 65.59%），现金类资产受限比例高。

截至 2019 年底，公司应收账款 53.40 亿元，较 2018 年底变化不大，共计提坏账准备 9.32 亿元。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 12.89 亿元（占 20.55%），计提坏账准备 0.54 亿元，计提比例 4.22%，主要系预计对介休市昌鑫洗煤有限公司的应收货款无法全部收回所致；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额 49.44 亿元（占 78.83%），计提坏账准备 8.74 亿元，计提比例 17.67%，账龄 1 年以内的占 55.89%，1~2 年的占 24.26%，综合账龄较长。

截至 2019 年底，公司其他应收款合计 141.09 亿元（其中，其他应收款项 139.56 亿元，占 98.91%），较 2018 年底下降 20.61%，主要系公司制定应收款项压控方案，清收力度增强所致。截至 2019 年底，公司其他应收款项共计提坏账准备 7.40 亿元，计提比例 5.03%，其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款项账面余额 95.24 亿元（占 64.81%），未计提坏账准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款项账面余额 51.61 亿元（占 35.12%），计提比例为 14.32%，账龄 1 年以内的占 57.13%，1~2 年的占 14.25%，2~3 年的占 10.75%，3 年以上的占 17.87%，综合账龄较长，公司其他应收款项计提坏账准备较为充分。

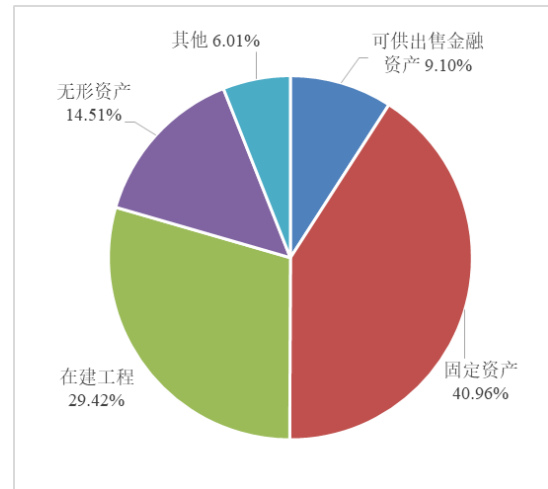
截至 2019 年底，公司存货账面价值为 183.25 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由原材料（占 16.30%）、自制半成品及在产品（占 57.19%）和库存商品（占 25.55%）构成。公司存货共计提跌价准备 0.16 亿元，计提比例较低，公司存货存在一定跌价风险。

#### 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1744.82 亿元，较 2018 年底增长 5.01%，主要系可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.10%）、固定资产（占 40.96%）、在建工程（占 29.42%）和无

形资产（占 14.51%）构成。

图 8 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 158.85 亿元，较 2018 年底增长 6.58%。其中，可供出售债务工具 40.53 亿元（占 25.52%，计提减值准备 0.03 亿元），主要包括晋金所和晋信资本理财产品 26.90 亿元；可供出售的权益工具 118.32 亿元（占 74.48%，计提减值准备 0.23 亿元），主要包括持有晋煤集团晟泰能源投资有限公司、沁秀煤业有限公司、华昱煤化工有限责任公司、天庆煤化工有限责任公司权益 45 亿元。

截至 2019 年底，公司持有至到期投资为 4.36 亿元，较 2018 年底下降 76.45%，主要系委托贷款规模下降所致。

截至 2019 年底，公司固定资产为 714.62 亿元（包含固定资产清理 0.06 亿元），较 2018 年底增长 3.55%；公司固定资产原值 1245.05 亿元，累计计提折旧 524.36 亿元，计提减值准备 6.13 亿元，固定资产成新率为 57.39%，成新率较低。公司固定资产主要由房屋、建筑物（占 53.27%）和机器设备（占 43.95%）构成。

截至 2019 年底，公司在建工程为 513.26 亿元，较 2018 年底增长 8.50%，主要系公司增加准东经济技术开发区煤基精细化工循环经济工业园一期项目、寺家庄矿井及 40 万吨

烧碱 40 万吨 PVC 等项目投入所致。

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 253.26 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由土地使用权（占 20.78%）、非专利技术（占 5.05%）和采矿权价款（占 69.55%）构成。公司无形资产累计摊销 56.39 亿元。

表 15 截至 2019 年底，公司资产受限情况  
(单位：亿元、%)

项目	账面价值	占期末资产总额比例	受限原因
货币资金	150.73	6.11	受限资金
应收票据	7.49	0.30	质押
应收账款	0.29	0.01	质押
应收款项融资	4.22	0.17	质押
存货	5.22	0.21	质押房产
固定资产	44.88	1.82	抵押、质押
无形资产	6.71	0.27	抵押
合计	219.54	8.90	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司受限资产合计 219.54 亿元，占当期资产总额的 8.90%，受限比例一般。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 2513.69 亿元，较 2019 年底变化不大，其中，流动资产占 31.32%，非流动资产占 68.68%，流动资产占比较 2019 年底小幅增长 2.06 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金为 252.06 亿元，较 2019 年底增长 9.43%，主要系公司加大筹资力度所致，当期筹资活动现金净流入 63.59 亿元；交易性金融资产为 4.53 亿元，较 2019 年底增长 3.27 倍，主要系购买银行短期理财产品所致；其他应收款合计 180.61 亿元，较 2019 年底增长 28.01%，主要系办理七元煤矿项目和泊里煤矿项目探矿权支出 40 亿元所致。

## 2. 负债及所有者权益

### 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模小幅波动。其中，少数股东权益和其他权益工具占比较大，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计

575.32 亿元（含少数股东权益 303.86 亿元，占 52.81%），较 2018 年底增长 3.32%；归属母公司的所有者权益主要由实收资本（占 26.76%）、资本公积（占 34.91%）、未分配利润（占-13.66%）、专项储备（占 8.11%）和其他权益工具（占 41.92%）构成。截至 2019 年底，公司未分配利润为-37.08 亿元，较 2018 年底增长 42.81%，主要系公司归母净利润持续亏损所致；专项储备 22.02 亿元，较 2018 年底下降 26.06%，主要系公司提取安全生产管理费和维简费等大于当期存入所致；其他权益工具为 113.81 亿元，较 2018 年底增长 35.61%，主要系公司当期发行永续中期票据“19 阳煤 MTN004”和可续期债券“19 阳煤 02”“S19 阳煤 1”所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 566.66 亿元，规模和结构较 2019 年底变化不大；公司专项储备为 25.00 亿元，较 2019 年底增长 13.51%，主要系公司根据产量计提的安全费、维简费增长所致；其他权益工具 103.76 亿元，较 2019 年底下降 8.83%，主要系偿还永续中期票据“17 阳煤 MTN002”所致。

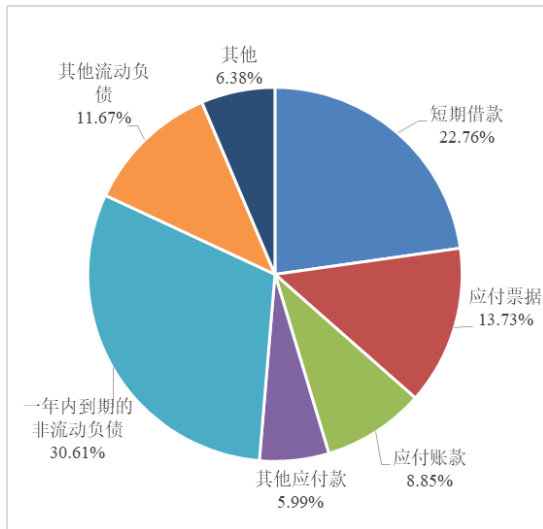
### 负债

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担重，且短期支付压力较大。

截至 2019 年底，公司负债合计 1891.14 亿元，较 2018 年底增长 2.78%，其中，流动负债占比较 2018 年底增长 5.10 个百分点至 69.16%，非流动负债占 30.84%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 1307.97 亿元，较 2018 年底增长 10.97%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 22.76%）、应付票据（占 13.73%）、应付账款（占 8.85%）、一年内到期的非流动负债（占 30.61%）及其他流动负债（占 11.67%）构成。

图9 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司短期借款为297.74亿元，较2018年底变化不大，其中质押借款7.3亿元（占2.45%）、抵押借款6.01亿元（占2.02%）、保证借款155.26亿元（占52.15%）和信用借款129.17亿元（占43.38%）。

截至2019年底，公司应付票据为179.62亿元，较2018年底增长46.92%，主要系公司贸易规模增长，增加票据结算所致。公司应付票据中商业承兑汇票2.44亿元（占1.36%），银行承兑汇票177.18亿元（占98.64%）；公司应付账款为115.77亿元，较2018年底下降11.53%，从账龄上看，1年以内的应付账款占58.75%，1~2年的占16.73%，2年及以上占24.53%。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为400.41亿元，较2018年底大幅增长74.03%，主要系公司偿还一年内到期的应付债券规模大幅增长所致；受短期应付债券规模下降影响，公司其他流动负债较2018年底下降29.06%至152.64亿元；同期，公司其他应付款较2018年底下降21.59%，主要系交付职工住房公积金13.95亿元所致。

截至2019年底，公司非流动负债为583.18亿元，较2018年底下降11.81%，主要系应付债券和长期应付款下降所致。公司非

流动负债主要由长期借款（占51.43%）和应付债券（占37.49%）构成。

受公司增加低利率的短期债券发行力度及该时点部分长期借款和债券存续期不足一年，转入一年内到期的非流动负债影响，截至2019年底，公司长期借款和应付债券分别为299.93亿元和218.61亿元，较2018年底分别下降10.04%和21.54%。

截至2020年3月底，公司负债合计1947.03亿元，较2019年底小幅增长2.95%，从负债结构来看，公司流动负债占比为69.83%。截至2020年3月底，受新冠肺炎疫情影响，公司流动资金较为紧张，通过短期借款补充流动资金，短期借款较2019年底增长11.41%至331.72亿元；应付票据和应付账款分别较2019年底下降5.21%和6.07%。当期，公司发行债券偿付到期有息债务，一年内到期的非流动负债较2019年底下降12.87%，应付债券较2019年底增长43.33%。

有息债务方面，截至2019年底，公司调整后全部债务<sup>3</sup>合计1695.45亿元，其中，短期债务占60.71%，长期债务占39.29%。债务指标方面，截至2019年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为76.67%、78.60%和59.07%。

图10 公司债务及偿债指标构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

<sup>3</sup>公司合并口径中其他流动负债、长期应付款中有息项；所有者权益中其他权益工具已相应调整至短期债务和长期债务



截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务为 1761.80 亿元，较 2019 年底增长 3.91%，长期债务占比较 2019 年底有所增长。债务指标方面，截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 77.46%、79.19% 和 61.45%，均较 2019 年底有所增长。公司一年内到期有息债务规模较大，存在较大短期支付压力。

表 16 截至 2020 年 3 月底，公司部分有息债务期限分布情况（单位：亿元、%）

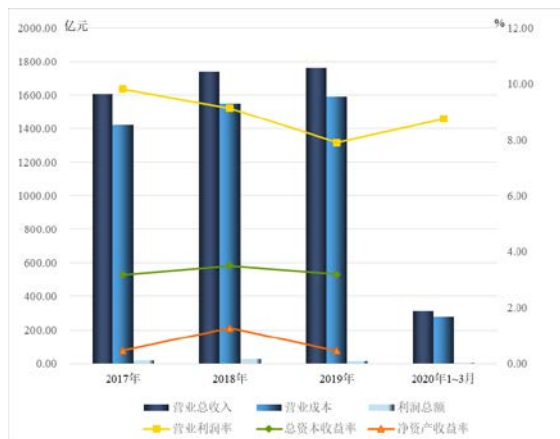
期限	金额	占全部有息债务比重
1 年内	853.80	48.46
1~2 年	241.89	13.73
2~3 年	270.77	15.37
3~4 年	51.03	2.90
4~5 年	43.08	2.45
5 年以上	27.21	1.54
合计	1487.78	84.45

资料来源：公司提供

### 3. 盈利能力

跟踪期内，受煤炭价格下滑、国际贸易摩擦、国际油价波动及新冠肺炎疫情等因素影响，公司盈利能力有所下滑，非经常性损益对利润影响较大，整体盈利能力一般。

图 11 公司盈利能力情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019 年，公司营业总收入为 1761.02 亿

元，同比增长 1.27%，主要系公司物流贸易业务规模扩大所致；同期，公司营业成本为 1591.48 亿元，同比增长 2.76%。2019 年，公司营业利润率为 7.90%，同比下降 1.23 个百分点。受煤炭价格下滑、国际贸易摩擦、国际油价波动及新冠肺炎疫情等因素影响，公司盈利能力有所下滑，2019 年公司实现营业利润为 15.49 亿元，较 2018 年下降 47.01%；利润总额和净利润分别为 16.58 亿元和 2.55 亿元。

2019 年，公司期间费用合计为 136.87 亿元，构成以管理费用和财务费用为主；期间费用率为 7.77%，同比略有下降，期间费用对公司利润侵蚀较大。

2019 年，公司投资收益 5.19 亿元，主要为处置可供出售的金融资产取得的投资收益；资产处置获得的收益 4.71 亿元，主要包括沁秀煤业有限公司分红（1.5 亿元）和理财产品的利息收入；其他收益 5.48 亿元，主要为项目补助资金、奖励金等。同期，公司营业外收入为 4.35 亿元，同比增长 2.03 倍，主要系处理往来款项收入增长所致，同期，营业外支出为 3.26 亿元，同比变化不大。非经常性损益对公司利润影响较大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.20% 和 0.44%，均较上年有所下滑。公司整体盈利能力一般。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 312.10 亿元，为 2019 年全年营业收入的 17.72%；实现利润总额 1.35 亿元，为 2019 年全年的 8.13%。

### 4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动产生现金净流入规模有所上升，收入实现质量较差；随着能源、化工等项目投资支出规模的不断增长，外部融资需求增加。

表 17 公司现金流情况  
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1380.71	1509.50	1537.19	337.84
现金收入比	83.42	84.50	84.40	101.01
经营活动产生的现金流量净额	46.54	57.22	68.80	2.39
投资活动产生的现金流量净额	-111.97	-125.57	-91.78	-44.46
筹资活动前现金流净额	-65.43	-68.34	-22.98	-42.06
筹资活动产生的现金流量净额	54.07	96.54	12.13	63.59

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

经营活动现金流方面, 2019 年公司经营活动现金流入量为 1537.19 亿元, 同比变化不大, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金; 公司经营活动现金流净流入 68.80 亿元。收现质量方面, 2019 年, 公司现金收入比为 84.40%, 公司收入实现质量仍较差。

投资活动现金流方面, 2019 年公司投资活动现金流入量为 102.02 亿元, 同比下降 31.56%, 主要系收回投资收到的现金下降所致。同期, 投资活动现金流出量为 193.80 亿元, 其中, 购建固定资产、无形资产支付的现金 105.20 亿元, 投资支付的现金 88.46 亿元。2019 年, 公司投资活动现金流净流出规模同比下降 26.91%。

2019 年, 公司筹资活动前现金净流出 22.98 亿元, 净流出规模同比有所收窄, 但公司筹资压力仍较大。

筹资活动现金流方面, 2019 年, 公司筹资活动现金流仍保持较大规模; 公司筹资活动现金流量净额为 12.13 亿元, 净流入规模同比下降 87.44%。

2020 年 1—3 月, 受营业收入下降影响, 公司经营活动现金净流入量同比下降 15.40%; 公司仍保持较大对外投资规模, 投资活动现金流量净额为 -44.46 亿元。公司筹资活动前现金流仍保持净流出, 筹资压力仍较

大。同期, 公司发行多期债券, 筹资活动现金流表现为较大规模净流入。

## 5. 偿债能力

跟踪期内, 公司偿债能力指标表现趋弱, 但考虑到公司突出的市场地位及规模优势, 整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 截至 2019 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 55.17% 和 41.16%, 较上年底分别下降 7.20 个和 6.07 个百分点。截至 2020 年 3 月底, 上述指标分别增长至 61.41% 和 47.16%。2019 年, 公司经营现金流流动负债比为 5.26%; 现金类资产/短期债务为 0.27 倍。公司短期偿债能力指标表现弱。

从长期偿债能力指标看, 2019 年, 公司 EBITDA 为 150.17 亿元; 公司 EBITDA 利息倍数为 1.64 倍, 同比有所下降; 公司调整后全部债务/EBITDA 为 11.29 倍, 公司长期偿债能力指标表现趋弱。但考虑到公司突出的市场地位及规模优势, 公司整体偿债能力极强。

截至 2019 年底, 公司对外担保余额合计 114.93 亿元 (包含公司关联企业), 担保比率为 19.98%, 公司对外担保比率较高。其中, 关联公司阳煤集团太原化工新材料有限公司资产负债率较高, 经营情况一般, 公司或存在一定代偿风险。

表 18 截至 2019 年底公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保对象名称	被担保企业性质	担保种类	实际担保金额
山西汾西矿业集团有限责任公司	国有控股	贷款担保	7.55
山西蓝焰控股股份有限公司	国有控股	贷款担保	7.00
山西煤炭进出口集团有限公司	国有控股	贷款担保	29.91
阳泉市桃南加油站有限公司	私营	贷款担保	0.10
阳泉市众泰预应力线材制造有限公司	私营	贷款担保	0.10
阳泉市如日经茂有限公司	私营	贷款担保	0.20

阳泉市佳路国际贸易有限公司	私营	贷款担保	0.20
阳泉市景豪新型墙体建材有限公司	集体	履约担保	0.02
山西世忻铁路运销有限公司	国有控股	贷款担保	17.00
阳煤集团太原化工新材料有限公司	国有控股	贷款担保	48.47
晋商信用增进投资股份有限公司	国有控股	其他担保	4.39
<b>合计</b>	--	--	<b>114.93</b>

注：1.截至2020年3月底，公司对阳泉市景豪新型墙体建材有限公司担保为20.00万元；阳泉市景豪新型墙体建材有限公司营业执照已吊销，未注销；2.尾差系四舍五入所致  
资料来源：联合资信根据公司2019年度财务报告整理

截至2020年3月底，公司共获银行授信额度1480.72亿元，尚未使用额度为601.79亿元。另外，公司子公司阳泉煤业、阳煤化工是A股上市公司。公司直接和间接融资渠道畅通。

#### 6. 母公司财务分析

**跟踪期内，母公司资产规模有所增长，流动资产占比较高。**

##### 资产质量

截至2019年底，母公司资产为1582.67亿元，较2018年底增长6.40%，主要系货币资金、其他应收款合计、可供出售金融资产和长期应收款增长所致。其中，流动资产占59.21%，非流动资产占40.79%，资产结构较2018年底变化不大。

截至2019年底，母公司流动资产为937.03亿元，较2018年底增长8.51%，主要由其他应收款合计（占89.36%）构成；货币资金68.56亿元，较2018年底增长25.83%；母公司其他应收款合计837.36亿元，其中其他应收款项账面余额839.88亿元，计提坏账准备4.81亿元，账面价值为835.06亿元。

截至2019年底，母公司非流动资产为645.64亿元，较2018年底小幅增长3.47%。其中，可供出售金融资产（占20.16%）、长期股权投资（占45.11%）和无形资产（占13.72%）占比较高，长期股权投资主要是对集团子公

司的投资。

截至2020年3月底，母公司资产总额1670.79亿元，较2019年底增长5.57%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。从构成看，流动资产占比较2019年底增长2.07个百分点至61.28%。

##### 负债及所有者权益

**跟踪期内，母公司所有者权益有所增长，未弥补亏损规模较大；母公司债务规模有所增长，整体债务负担重，债务结构有待优化。**

截至2019年底，母公司所有者权益272.61亿元，较2018年底增长9.15%，主要系公司发行永续债券其他权益工具增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本（72.65亿元）、资本公积（94.32亿元）、其他权益工具（113.81亿元）、未分配利润（-22.39亿元）和专项储备（8.28亿元）构成。截至2020年3月底，母公司所有者权益239.04亿元，较2019年底下降6.62%，主要系公司偿付永续中期票据其他权益工具规模下降以及母公司当期亏损所致。

截至2019年底，母公司负债总额为1310.06亿元，较2018年底增长5.84%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，流动负债占比较2018年底增长9.83个百分点至68.16%。截至2019年底，母公司资产负债率为82.78%，较2018年底变化不大；母公司全部债务1172.88亿元，较2018年底增长17.34%。其中，短期债务（占55.12%）占比较高。同期，母公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为88.08%和76.82%。

截至2020年3月底，母公司负债总额1416.22亿元，较2019年底增长8.10%，主要系其他应付款和应付债券增长所致；母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较2019年底有所增长，分别为84.76%、88.94%和79.82%。

### 盈利能力

跟踪期内，母公司期间费用对利润侵蚀严重，非经常性损益对利润规模影响较大，母公司整体盈利能力较弱。

2019年，母公司营业收入为88.73亿元，同比变化不大；营业成本为63.37亿元，同比下降8.78%。期间费用方面，2019年，母公司管理费用和财务费用金额大，分别为16.77亿元和32.93亿元；母公司投资收益为14.35亿元，同比增长204.84%，主要系收到子公司分红款所致；资产处置的收益17.90亿元，主要为处置阳煤新元矿采矿权所获收益；母公司营业利润为-26.36亿元，利润总额为-26.54亿元，同比分别下降24.12%和27.66%。

2020年1-3月，母公司实现营业收入13.56亿元，同比有所下降；营业利润和利润总额分别为-6.65亿元和-6.62亿元，亏损规模同比有所增长。

### 现金流

跟踪期内，母公司收入实现质量进一步提高，经营活动现金净流入规模同比大幅收窄。2020年一季度，受母公司对外投资力度较大以及债务周转压力影响，母公司筹资活动现金净流入规模较大。

表19 母公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
经营活动现金流入量	224.46	276.86	299.57	64.41
现金收入比	103.18	99.93	107.17	126.14
经营活动产生的现金流量净额	4.34	2.28	14.78	0.49
投资活动产生的现金流量净额	-35.56	-56.15	0.08	-37.93
筹资活动前现金流净额	-31.22	-53.87	14.86	-37.44
筹资活动产生的现金流量净额	45.34	56.87	-21.39	56.67

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019年，母公司经营活动产生的现金流量流入量和经营活动产生的现金流量净额同比均有所增长，收入实现质量有所提高。同期，

受投资支付的现金缩减影响，母公司投资活动现金流由净流出转为小规模净流入。

2019年，母公司筹资活动前现金由净流出转为净流入，筹资压力有所下降。同期，母公司偿还部分有息债务，筹资现金流由净流入转为净流出，母公司对外融资活动规模大。

### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1404000000007267），截至2020年7月6日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的不良类及关注类信贷信息中有5笔贷款、4笔票据贴现及14笔银行承兑汇票，均由银行系统原因造成。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

### 8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来公司发展战略的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

## 十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障程度较高。

截至报告出具日，公司存续期内债券共计71只，出于审慎性原则，假设公司已发行的债券均于第一个行权日赎回，公司存续期内债券测算情况如下：

表20 截至报告出具日，公司待偿债券情况

（单位：亿元）

预计偿还年份	偿还金额
2020年	189
2021年	206
2022年	145
2023年及以后	136
合计	676

资料来源：Wind



公司待偿还的债券合计676亿元；最大还款额集中于2021年，合计金额206亿元。

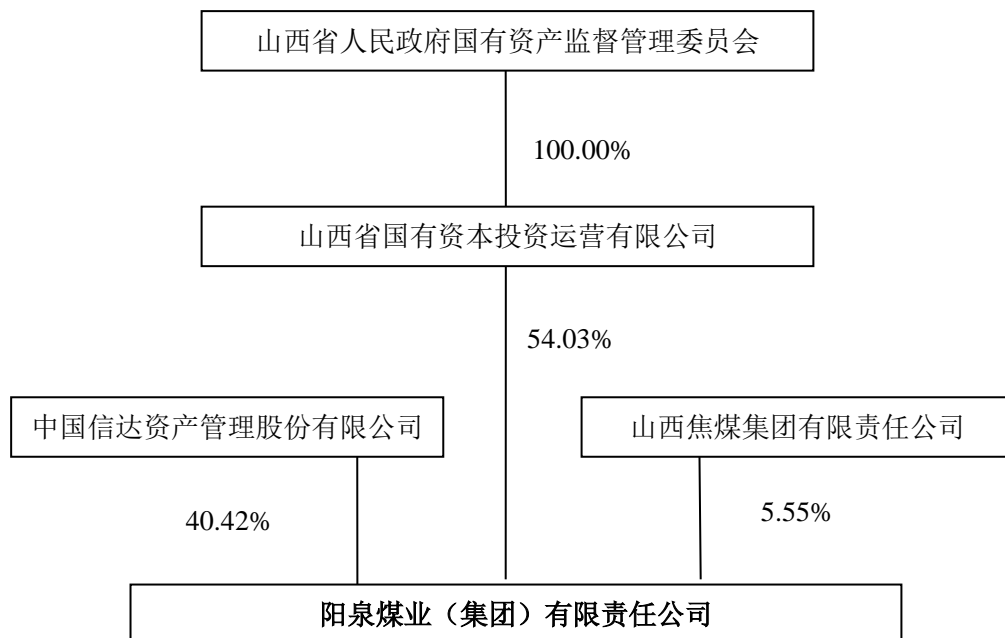
截至2019年底，公司现金类资产合计275.96亿元，为公司2021年内待偿还债券本金合计额的1.34倍。2019年，公司实现经营活动现金流入量1537.19亿元，为2021年内待偿还债券本金合计额的7.46倍；经营活动现金流量净额68.80亿元，为2021年内待偿还债券本金合计额的0.33倍。公司经营活动现金流入量对2021年内待偿还债券的保障程度较高。

截至本报告出具日，公司存续期内由联合资信评级的债券余额合计为195.00亿元，规模相对较大。2019年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对联合资信所评债券合计额（195亿元）的保障倍数分别为1.42倍、7.88倍、0.35倍和0.77倍。

## 十一、结论

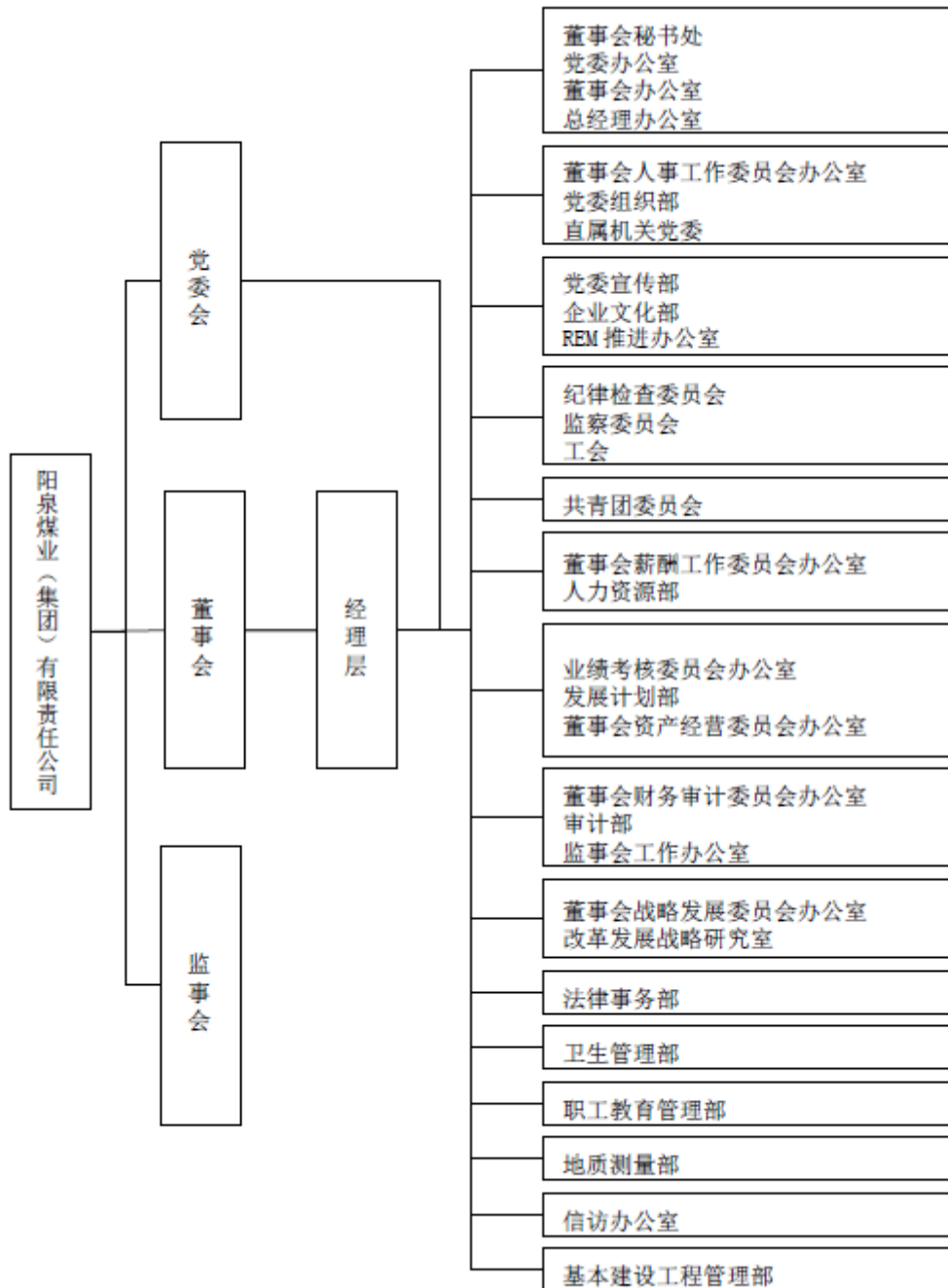
综合评估，联合资信确定维持阳泉煤业（集团）有限责任公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19阳煤CP009”“19阳煤CP010”“19阳煤CP007”“20阳煤CP001”“20阳煤CP003”“20阳煤CP002”“20阳煤CP004”“20阳煤CP007”“20阳煤CP008”和“20阳煤CP009”的信用等级为A-1；维持“18阳煤MTN004”“18阳煤MTN005”“19阳煤MTN002”“19阳煤MTN003”“19阳煤MTN004”“19阳煤MTN005”“20阳煤MTN001”“20阳煤MTN004”和“20阳煤MTN005”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



注：山西国投就转让所持有的公司 5.75% 股权与信达公司签署了《股权转让合同》，《股权转让合同》已经生效且山西国投已向信达资产支付了全部股权转让价款，本次股权转让完成后，山西省国资委通过山西国投和焦煤集团间接合法持有公司 65.33% 股权，仍为公司的实际控制人，但公司尚未完成本次股权转让涉及的工商变更登记手续

附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



## 附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)
1	阳泉煤业(集团)股份有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选及销售	24.05	58.34
2	阳煤化工股份有限公司	氮肥制造	23.76	34.96
3	阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司	动力煤项目及相关能源产业项目	10.00	51.00
4	阳煤集团天誉矿业投资有限责任公司	其他煤炭采选	5.10	100.00
5	阳泉煤业集团天安产业孵化器有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	2.55	100.00
6	阳泉煤业化工集团有限责任公司	化工原辅材料	32.50	100.00
7	阳泉煤业集团沙钢矿业投资有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	14.00	51.00
8	山西新元煤炭有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	4.35	55.00
9	山西石港煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	1.10	98.00
10	山西阳煤寺家庄煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	12.37	100.00
11	昔阳县坪上煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	0.87	51.00
12	山西昔阳运裕煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	0.75	60.00
13	阳泉煤业集团华越机械有限公司	制造销售 机电设备	2.53	100.00
14	阳泉煤业(集团)华鑫电气有限公司	销售变压器	0.42	100.00
15	山西兆丰铝电有限责任公司	金属材料及金属矿产品、化工产品进出口业务、销售、制造	6.62	100.00
16	山西兆丰铝业有限责任公司	生产销售铝锭、铝型材及铝制品	27.23	33.24
17	阳泉煤业集团融资再担保有限责任公司	集团内融资再担保业务	18.92	52.86
18	阳泉市南庄煤炭集团有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	5.25	51.00
19	阳泉市阳煤地产建设有限责任公司	房屋建筑业	5.64	100.00
20	深圳阳煤金陵产业投资基金有限公司	投资与资产管理	12.10	82.64
21	山西阳煤化工集团房地产有限公司	房地产开发	0.50	100.00
22	阳泉阳煤中小企业投资管理(集团)有限责任公司	钢材、木材、建材、机械设备、电子产品、技术咨询	0.75	40.00
23	阳泉煤业集团国际贸易有限公司	贸易代理	11.00	100.00
24	阳煤集团昔阳化工有限责任公司	专项化学用品制造	8.00	100.00
25	新疆国泰新华矿业股份有限公司	其他煤炭采选	1.10	90.91
26	阳泉煤业集团物资经销有限责任公司	金属及金属矿批发	3.02	100.00



27	山西科林矿山检测技术有限责任公司	环境检测、煤矿设备性能测试	0.03	51.00
28	山西阳煤联创信息技术有限公司	无线寻呼业务、因特网接入服务、通信技术软件开发	0.10	100.00
29	山西京宇磁性材料有限公司	生产销售钹铁硼、铁氧体、金属钹及磁性材料产品	1.25	97.85
30	山西辰诚建设工程有限公司	其他专业技术服务	0.38	51.00
31	阳泉煤业集团吉成建设工程检测有限责任公司	工程质量检测	0.06	100.00
32	阳泉煤业集团财务有限责任公司	对成员企业办理财务和融资顾问等	17.79	65.51
33	阳泉煤业集团晋南煤炭管理有限责任公司	煤矿的投资及管理	0.10	100.00
34	阳泉煤业集团七元煤业有限责任公司	煤矿建设	1.00	100.00
35	阳泉煤业(集团)太原物业管理有限公司	房屋租赁	50.00(万元)	100.00
36	阳煤忻州通用机械有限责任公司	矿山机械制造	3.14	51.00
37	阳泉科汇瓦斯检测技术有限公司	其他未列明服务业	150.00(万元)	100.00
38	山西平舒铁路运输有限公司	装卸搬运	4.50	100.00
39	山西顶吉食品开发有限公司	果菜汁及果菜汁饮料制造	0.375	60.00
40	阳泉阳华瓦斯治理工程有限责任公司	瓦斯地质技术咨询	0.05	60.00
41	阳煤集团大宁农业开发有限公司	食用菌种植	0.70	100.00
42	山西维克特瑞瓦斯钻抽有限公司	煤矿瓦斯治理等	0.10	51.00
43	和顺和邢铁路建设投资有限公司	投资与资产管理	10.75	95.65
44	阳煤集团寿阳博奇发电有限责任公司	火力发电	6.10	60.00
45	山西阳泰环保技术服务有限公司	环保节能项目等	0.05	55.00
46	阳泉煤业(集团)房地产开发有限责任公司	房地产开发、经营、物业管理	0.30	80.00
47	阳煤集团晋中物流有限公司	货物运输代理	0.04	100.00
48	阳泉煤业集团长沟煤矿有限责任公司	煤炭开采	1.91	62.98
49	山西阳煤新科农业开发有限公司	仁果类和核桃类水果种植	0.25	60.00
50	山西阳煤电力销售有限公司	电力供应	2.00	100.00
51	阳泉煤业集团孟县化工有限责任公司	氮肥制造	2.00	100.00
52	阳泉煤业集团兴峪煤业有限责任公司	煤炭开采	0.13	70.56
53	山西阳煤粟海农业开发有限公司	鸡的饲养	0.20	100.00
54	阳煤集团孟县铝土矿有限责任公司	铝土矿	0.10	60.00
55	山西瑞阳煤层气有限公司	天然气	0.72	54.95

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	229.27	269.27	275.96	299.81
资产总额（亿元）	2153.85	2396.78	2466.47	2513.69
所有者权益合计（亿元）	354.29	556.84	575.32	566.66
调整后短期债务（亿元）	936.04	862.74	1029.29	1024.07
调整后长期债务（亿元）	580.05	728.42	666.15	737.73
调整后全部债务（亿元）	1516.09	1591.16	1695.45	1761.80
营业总收入（亿元）	1608.06	1739.01	1761.02	312.10
利润总额（亿元）	19.28	27.37	16.58	1.35
EBITDA（亿元）	138.75	161.99	150.17	--
经营性净现金流（亿元）	46.54	57.22	68.80	2.39
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	10.90	15.40	17.33	--
存货周转次数（次）	9.49	9.13	8.80	--
总资产周转次数（次）	0.75	0.76	0.72	--
现金收入比（%）	83.42	84.50	84.40	101.01
营业利润率（%）	9.81	9.13	7.90	8.75
总资本收益率（%）	3.18	3.51	3.20	--
净资产收益率（%）	0.46	1.28	0.44	--
调整后长期债务资本化比率（%）	65.58	60.63	59.07	61.45
调整后全部债务资本化比率（%）	83.28	77.09	78.60	79.19
资产负债率（%）	83.55	76.77	76.67	77.46
流动比率（%）	56.35	62.37	55.17	61.41
速动比率（%）	43.52	47.23	41.16	47.16
经营现金流动负债比（%）	3.72	4.85	5.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.75	1.82	1.64	--
调整后全部债务/EBITDA（倍）	10.93	9.82	11.29	--

注：1.2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.公司合并口径中其他流动负债、长期应付款中有息项；所有者权益中其他权益工具已相应调整至短期债务和长期债务 3.应收款项融资调整入现金类资产

## 附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	57.20	76.82	78.12	94.14
资产总额（亿元）	1246.17	1487.52	1582.67	1670.79
所有者权益（亿元）	171.68	249.76	272.61	254.57
短期债务（亿元）	348.26	397.63	646.49	616.47
调整后长期债务（亿元）	461.44	601.90	526.39	596.42
调整后全部债务（亿元）	809.70	999.54	1172.88	1212.88
营业总收入（亿元）	74.96	87.60	88.73	13.56
利润总额（亿元）	-36.68	-26.54	9.47	-6.62
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	4.34	2.28	14.78	0.49
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	4.43	4.11	4.74	--
存货周转次数（次）	34.82	35.76	24.62	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比（%）	103.18	99.93	107.17	126.14
营业利润率（%）	24.50	16.43	24.69	14.05
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	-21.13	-10.57	3.46	--
调整后长期债务资本化比率（%）	79.11	78.91	76.82	79.82
调整后全部债务资本化比率（%）	86.92	86.14	88.08	88.94
资产负债率（%）	86.22	83.21	82.78	84.76
流动比率（%）	115.81	119.60	104.94	111.41
速动比率（%）	115.58	119.27	104.63	111.11
经营现金流动负债比（%）	0.66	0.32	1.66	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
调整后全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1.2020年1—3月财务数据未经审计；2.公司本部应付账款、长期应付款和所有者权益中其他权益工具已分别调整至短期债务和长期债务

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出



## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

## 附件 5-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变