信 用 等 级 公 告

联合[2018]1698 号

阳泉煤业（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对阳泉煤业（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可续期公司债券进行综合分析和评估，确定：

阳泉煤业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

阳泉煤业（集团）股份有限公司拟公开发行的可续期公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 十 月二十二 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

阳泉煤业（集团）股份有限公司
2018年公开发行可续期公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：本次债券发行规模不超过人民币30亿元（含30亿元），拟分期发行

债券期限：5+N年

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

递延支付利息权：本次债券附设公司延期支付利息权，除非发生债券条款约定的强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。

强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息和按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

赎回选择权：（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。（2）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时，公司有权对本次债券进行赎回。

评级时间：2018年10月22日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年	2017年	18年6月
资产总额（亿元）	338.22	417.93	419.68	426.29
所有者权益（亿元）	133.47	140.30	156.24	180.42
长期债务（亿元）	48.41	50.55	27.22	22.46
全部债务（亿元）	106.23	139.36	143.30	133.16
营业收入（亿元）	168.64	187.01	281.14	168.17
净利润（亿元）	-0.23	4.54	16.93	9.63
EBITDA（亿元）	16.39	26.39	47.31	--
经营性净现金流（亿元）	9.77	34.18	28.70	4.00
营业利润率（%）	15.18	20.14	17.12	13.27
净资产收益率（%）	-0.17	3.32	11.42	5.72
资产负债率（%）	60.54	66.43	62.77	57.68
全部债务资本化比率（%）	44.32	49.83	47.84	42.47
流动比率（倍）	0.70	0.67	0.56	0.62
EBITDA全部债务比（倍）	0.15	0.19	0.33	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.79	3.33	8.62	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.55	0.88	1.58	--

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、2018年1~6月财务数据未经审计，相关指标未年化。3、公司长期应付款为有息刚性债务，已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（下称“联合评级”）对阳泉煤业（集团）股份有限公司（下称“公司”）的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业之一，在资源禀赋、经营规模、政策支撑以及经营活动现金流入等方面拥有的优势。同时，联合评级也关注到公司资本支出压力较大、债务负担加重以及短期偿债压力持续增加等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，将持续突出煤炭主业发展，同时推进选煤、电力、供热以及煤层气开发和利用等其他产业的发展。未来，随着公司在建项目陆续投产，公司盈利水平有望进一步改善，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着去产能政策落实，煤炭行业产能过剩的局面有所改善，煤炭价格大幅回升，公司经营情况明显改善。

2. 公司是山西省大型骨干企业，是全国重要的无烟煤炭生产基地之一，无烟煤资源储备优势显著。同时，公司是山西省煤炭资源整合主体之一，公司资源整合矿井资源储备丰富，公司资源整合矿井建成后能够对公司现有资源储备提供有力支撑。公司所处区域交通便利，公司煤炭运销保障较好。

3．2016 年以来，随着供给侧结构性改革的持续推进，煤炭价格持续上升，公司盈利水平大幅增长。

4. 公司经营活动现金流入量规模大，且呈持续净流入状态；现金流入量及EBITDA对本次公司债券的保护程度较高。

关注

1．公司所处煤炭行业受国家宏观经济政策以及宏观经济环境影响较大，因此，宏观经济政策或宏观经济发展出现较大幅度波动将对公司经营构成不利影响。

2. 近年来，公司加大矿井资源整合，下属矿井数量较多，分布较广，公司安全生产管理压力加大。

3. 近年来，公司债务规模持续扩张，债务负担不断加重，短期债务占比较高，短期偿债压力大。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

徐益言
电话：010-85172818
邮箱：xuyy@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

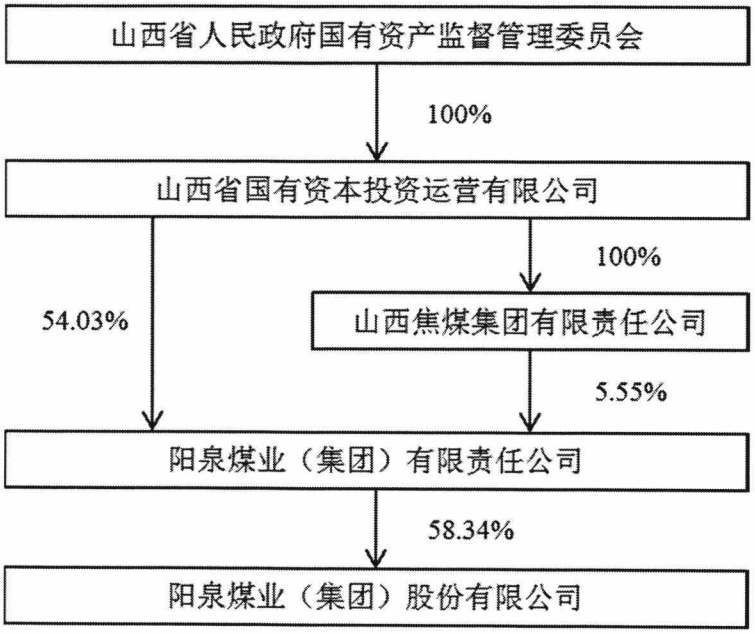
一、主体概况

阳泉煤业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“阳泉煤业”）系经山西省人民政府晋政函〔1999〕163号文批准，以阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“阳煤集团”）为主发起人，于2003年3月设立的股份有限公司。公司设立时总股本33,100万元，公司设立时名称为山西国阳新能股份有限公司（以下简称“国阳新能”）。

2003年7月，经中国证券监督管理委员会《关于核准山西国阳新能股份有限公司公开发行股票的通知》（证监发行字〔2003〕84号）核准，公司向社会公开发行人民币普通股股票15,000万股，每股面值1元人民币。2003年7月，经上海证券交易所《关于山西国阳新能股份有限公司人民币普通股股票上市交易的通知》（上证上字〔2003〕96号）同意，公司所发行的股票于当月在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称为“国阳新能”，证券代码为“600348.SH”。2008年6月，公司完成资本公积转增股本，总股本变更为96,200万股；2010年5月，公司完成送股及资本公积转增股本，总股本变更为240,500万股。2011年5月，公司变更为现名，股票简称变更为“阳泉煤业”。

截至2018年6月底，阳煤集团直接持有公司2,276.16万股，占公司总股本的58.34%，为公司的控股股东；山西省人民政府国有资产监督管理委员间接持有公司140,303.82万股，占公司总股本的56.34%，为公司的实际控制人。

图1　截至2018年6月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供，联合评级整理。

经营范围：矿产资源开采：煤炭开采；洗选加工、销售(仅限分支机构)；设备租赁；批发零售汽车（除小轿车）、施工机械配件及材料；汽车修理；道路普通货物运输（有效期至2018年8月7日）；电力生产、销售、供应、承装（修试）电力设备（仅限分公司）；热力生产、销售、供应；煤层气开发、管道燃气（仅限分公司）；煤层气发电及销售；粉煤灰、石膏生产及销售；电器试验检验、煤质化验、油样化验、机电检修；城市公共交通运输。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年6月底，公司共有全资及控股二级子公司33家，业务范围涵盖煤炭生产和销售。公司内设综合部、财务部、证券部、发展规划部、技术中心、运销部、法律事务部、审计部、总调、车队共计10个职能部门（附件1）。截至2017年底，公司在职员工的数量合计33,276名。

截至2017年底，公司合并资产总额419.68亿元，负债合计263.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计156.24亿元，归属于母公司的所有者权益149.87亿元。2017年，公司实现营业收入281.14亿元，净利润（含少数股东损益）16.93亿元，归属于母公司所有者的净利润16.38亿元；经营活动产生的现金流量净额28.70亿元，现金及现金等价物净增加额-18.41亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额426.29亿元，负债合计245.87亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计180.42亿元，归属于母公司的所有者权益173.19亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入168.17亿元，净利润（含少数股东损益）9.63亿元，归属于母公司所有者的净利润8.86亿元；经营活动产生的现金流量净额4.00亿元，现金及现金等价物净增加额1.76亿元。

公司住所：山西省阳泉市北大街5号；公司法定代表人：王强。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“阳泉煤业（集团）股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券”，本次债券发行规模不超过人民币30亿元（含30亿元），拟分期发行，首期发行规模不超过人民币30亿元（含30亿元）。本次债券面值为人民币100元，按面值平价发行。本次债券基础期限不超过5年（含5年），在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付。若在本次债券的某一续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本次债券，则该计息年度的付息日即为本次债券的兑付日。本次债券可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券为实名制记账式公司债券。

债券期限及续期选择权

本次债券基础期限不超过5年（含5年），在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付。本次债券可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。具体期限构成和品种，在发行前根据公司资金需求情况和市场情况，在上述范围内确定。

债券利率及其确定方式

本次债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，在公司不行使利息递延支付权的情况下，每年付息一次。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者询价的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

初始基准利率为簿记建档日前250个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本次债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；

后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前250个工作日中国债券信息网

（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本次债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

递延支付利息条款

本次债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息和按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息事件

付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息和按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序

本次债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

赎回选择权

（1）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次债券进行赎回。（2）根据《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2014〕23号）和《关于印发<金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定>的通知》（财会〔2014〕13号），公司将本次债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时，公司有权对本次债券进行赎回。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还有息负债和补充流动资金。

三、行业分析

公司主要经营煤炭采选、生产、销售业务。

1. 行业概况

煤炭是重要的基础能源和化工原料，在我国国民经济中占据重要的战略地位。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，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。

煤炭行业以资源开采为主，国有大中型企业集团为主要运营主体。煤炭企业的特点表现在：资源禀赋条件的先天性，生产成本受赋存条件影响，煤种、煤质决定下游客户；前期投入高，规模效应明显，产量越高平均成本越低；后期开采成本会增加，安全生产压力会更大；环保压力大；

政策导向性强等特点。股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模及安全生产水平是业内企业的核心竞争要素。近年来，煤炭资源整合快速推进，煤炭行业集中度相应改善，随着大集团、大基地的逐步形成，龙头企业行业影响力逐步增强。

煤炭资源方面，我国煤类齐全，从褐煤到无烟煤各个煤化阶段的煤都有赋存，能为各工业部门提供冶金、化工、气化、动力等各种用途的煤源。其中，褐煤和低变质烟煤资源量占全国煤炭资源总量的50%以上，动力煤资源丰富。但优质无烟煤和优质炼焦用煤较少，属于稀缺煤种。

煤炭运输方面，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。

2014年之后煤炭价格大幅下跌，2015年煤炭企业一度出现大面积亏损。2016年为煤炭行业供给侧改革元年。2016年3月以来，受煤炭行业供给侧改革尤其是“276个工作日”限制等政策因素影响，我国原煤产量出现阶段性急剧下降，煤炭港口库存及电企电煤库存储备随之偏紧；在下游需求整体保持相对稳定的情况下，2016年9月起，煤炭价格保持持续上涨趋势；之后随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017年，煤炭价格仍处于较高水平，受此影响，煤炭行业企业的营业收入和净利润规模有所增长，销售毛利率明显上升，整体经营情况及财务指标均有所改善，资产负债率略有下降但仍处于较高水平，未来去杠杆将仍是煤炭行业重点。2018年以来，煤炭价格仍维持高位震荡格局，行业整体状况基本与去年同期持平，去杠杆仍是煤炭行业重点。

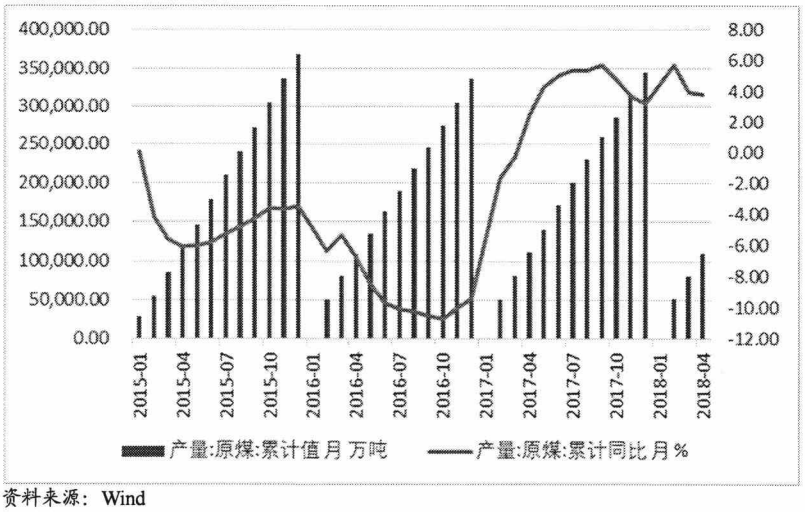
总体看，煤炭是重要的基础能源和化工原料，在现有能源格局下，我国将长期持续以煤为主的能源供应格局。我国煤炭资源生产与消费地逆向分布、动力煤较多而焦煤较少，在煤炭行业产能过剩的形势下，具备股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模优势及较高安全生产水平的企业将获得竞争优势，煤炭行业供给侧改革将优化大型煤炭企业生存空间。

2. 煤炭供需及价格走势

（1）煤炭供需

煤炭产量方面，2015年，中国生产原煤产量继续回落，全年生产原煤37.47亿吨，同比下降3.28%。受供给侧改革影响，2016年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量34.11亿吨，同比减少8.97%，具体看，受“276个工作日”影响，4~10月煤炭产量同比出现大幅下降，降幅均在10%左右，其中6月下降幅度最大为15.05%。9月，276个工作日限制逐步放开，10月以后，政策效果逐步显现，煤炭产量大幅回升；2017年，由于“276个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，同比增长3.20%至35.20亿吨。2018年1~4月，国内原煤累计产量为10.97亿吨，同比增长3.80%。

图 2　2015 年以来我国原煤累计产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

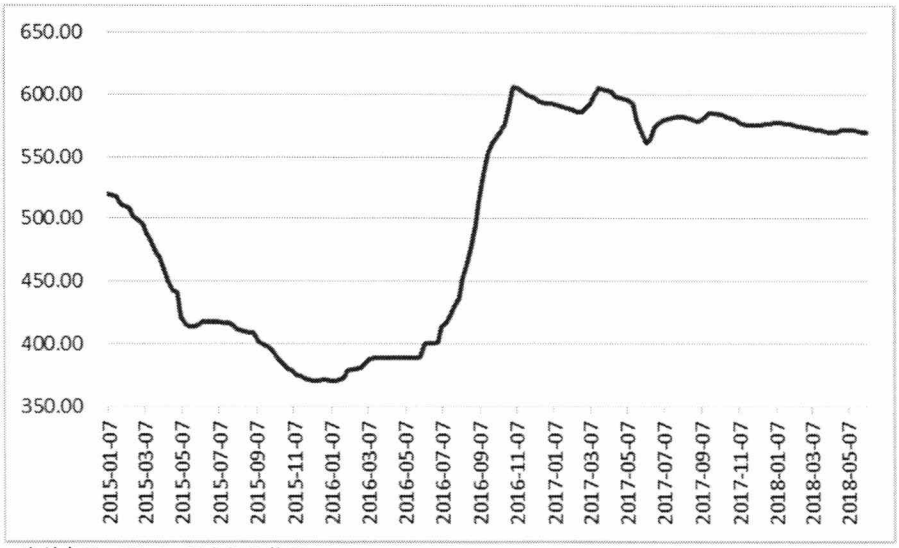
下游需求方面，煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的 51%、11%、12%和 4%。进入 2016 年后，随着我国整体经济环境的回暖，煤炭行业下游需求有所增长，但增幅有限。具体来看：2016 年我国火电发电量为 4.40 万亿千瓦时，同比增长 4.41%；2017 年火电发电量 4.61 万亿千瓦时，同比增长 4.60%；2018 年 1~4 月，我国火电发电量为 1.60 万亿千瓦时，同比增长 7.10%，增速基本保持稳定。2016 年，随着供给侧改革全面实施，钢铁行业去产能初见成效，当年粗钢产量 8.08 亿吨，较上年小幅增长 0.56%；2017 年，粗钢产量有所回升，为 8.32 亿吨，较上年小幅增长 2.97%；2018 年 1~4 月，粗钢产量为 2.89 亿吨，较上年小幅增长 5.00%，但随着钢铁行业供给侧改革的持续实施，未来钢铁产量增幅有限。

整体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革带来的供需失衡之后，2017 年，随着“276 个工作日”等政策的逐步放开，煤炭供不应求的状况有所改善，但供给侧改革的持续实施支撑 2017 年煤炭价格仍整体高位波动。

（2）价格走势

2015 年，煤炭价格呈震荡下降趋势。2016 年 2 月，供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于 7 月中旬便达到 31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于 9 月中旬达 4.27%，9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。2018 年以来，煤炭价格仍维持高位震荡格局，截至 2018 年 5 月 30 日，环渤海动力煤（Q5500K）价格指数为 570.00 元/吨，较年初 578.00 元/吨变化不大。

图 3　2015 年以来环渤海动力煤价格指数（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，受国家供给侧改革实施的影响，2016 年以来动力煤价格大幅上涨。虽然在煤炭去产能的影响下煤炭价格有较大幅度回升，但考虑到国民经济增速放缓，煤炭价格未来呈现区间震荡的可能性较大。

3. 行业竞争

行业竞争方面，煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小，加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。

从行业排名来看，近年来煤炭企业排名相对稳定，2017 年我国煤炭企业营业收入前 20 名如下表所示：

表 1　2017 中国煤炭企业营业收入前 20 名（单位：亿元）

排名	企业名称	2016 年度营业收入
1	神华集团有限责任公司	2,479.40
2	冀中能源集团有限责任公司	2,216.58
3	陕西煤业化工集团有限责任公司	2,120.95
4	山东能源集团有限公司	1,946.41
5	大同煤矿集团有限责任公司	1,701.42
6	山西焦煤集团有限责任公司	1,668.97
7	开滦（集团）有限责任公司	1,627.77
8	阳泉煤业（集团）有限责任公司	1,613.28
9	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	1,600.20
10	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	1,519.64
11	兖矿集团有限公司	1,397.89
12	河南能源化工集团有限公司	1,240.51
13	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	1,228.60
14	中国中煤能源集团有限公司	777.38
15	晋能集团有限公司	710.14
16	山西煤炭进出口集团有限公司	550.12

17	淮北矿业（集团）有限责任公司	514.44
18	徐州矿务集团有限公司	509.41
19	内蒙古伊泰集团有限公司	411.53
20	重庆市能源投资集团有限公司	377.77

资料来源：中国煤炭工业协会

总体看，随着供给侧改革的顺利实施，未来，拥有较好资源禀赋的煤炭企业将逐步兼并中小煤企，煤炭行业集中度将进一步提升。

4. 行业政策

2016 年系煤炭行业供给侧改革实施的元年，我国出台了一系列的政策控制煤炭行业的供给，主要包括去除落后产能以及“276 个工作日”；2017 年，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换、职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。主要的行业政策如下表。

表 2 近年来煤炭行业主要政策

出台时间	政策	内容
2016 年 2 月	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	“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”。“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”。
2016 年 3 月	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	明确了煤矿生产按 276 个工作日产能核定标准。针对去产能提出四种人员安置办法：支持企业内部分流；促进转岗就业创业；符合条件人员可实行内部退养；运用公益性岗位托底帮扶。
2016 年 9 月	《稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案》	如先进产能企业确要突破 276 个生产日，则应通过产能指标交易等方式，承担一定的经济责任，总量仍不超过 330 个工作日核定的产能。据预案，未复产煤矿可将产能交易至先进产能企业，也即所有合法煤矿的产能都可以释放，若仍未达调控目标，未来可能进一步出台其他措施。
2016 年 11 月	《加快签订中长期合同建立煤炭行业平稳发展长效机制》	一是加快签订中长期合同。二是加快和增加符合安全条件的产能释放。所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。三是切实加强煤矿安全生产。
2016 年 12 月	《煤炭工业发展“十三五”规划的通知》	强调化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，煤炭产量 39 亿吨。
2017 年 1 月	《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》	若以 535 元/吨为基准，煤炭价格将控制在绿色区间 500~570 元/吨。
2017 年 5 月	关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加快退出长期停工停产的“僵尸企业”；加快退出违法违规和不达标的煤矿；加快退出安全保障程度低、风险大的煤矿；加快推进兼并重组、转型升级和布局优化等内容
2017 年 6 月	《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017 年 12 月	《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》	要求按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段科学制定煤炭最低和最高库存，对煤炭生产企业、煤炭经营企业、煤炭主要用户（重点燃煤电厂）提出了煤炭库存的具体天数要求。该《意见》有利于保证煤炭供应和煤炭价格的稳定，从而实现上下游企业的生产经营安全。
2017 年 12 月	《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组；支持发展煤电联营；支持煤炭与煤化工企业兼并重组；支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组；通过兼并重组推动过剩产能退出。强调推进中央专业煤炭企业重组其他涉煤中央企业的所属煤矿，实现专业煤炭企业做强做优做大。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。

5. 行业关注

行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2016 年全年煤炭产量大幅减少，煤炭价格得到大幅提振，2017 年煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升，但煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，未来煤炭行业供给侧改革的持续性将直接影响煤炭企业高盈利的维持。

煤炭行业去杠杆

2012~2015 年，煤炭价格持续低位运行，煤炭企业经营承压严重，负债水平上升明显，债务水平的上升导致财务费用对企业利润侵蚀明显，此外，随着相关去杠杆政策的出台，未来一段时间内，去杠杆将是煤炭行业的重点。

安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重；近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出，同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

6. 未来发展

政策支持行业景气度保持稳定，逐步实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本保持稳定情况下，煤炭价格大幅上涨，短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的投产，煤炭行业供给将有所增长，随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

兼并重组深化、产业链进一步完善

在行业衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，具有资金、技术、规模、先进产能、产业链优势的行业龙头企业能够顺利过关，加之煤炭行业供给侧改革去除落后产能，拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸。

总体看，未来煤炭行业集中度将有所提升，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

公司在全国煤炭市场占有较高的地位和市场影响力，是山西省大型骨干企业，华北地区乃至全国重要的煤炭生产基地之一，拥有煤炭资源和地理区域优势。公司主要产品为块炭、末煤、精煤、冶金喷吹煤等 23 个品种，其中 16 个品种获国家、部、省优质产品称号，是电力、冶金、化工、建材和民用的优质燃料和原料。公司在全国设有便捷高效的销售网络，行销国内各大钢厂、电厂等。

资源储备方面，截至 2018 年 6 月底，公司保有资源储量 33.75 亿吨，剩余可采储量 17.73 亿吨，其中：生产矿井保有储量 29.76 亿吨，剩余可采储量 17.73 亿吨；在建矿井保有储量 3.99 亿吨。公司拥有较丰富的煤炭储备资源，其中大部分为稀缺煤种无烟煤，且为公司发展提供了充足

的资源保障。

产品和市场竞争方面，公司控股股东阳煤集团是全国最大的无烟煤生产基地和喷吹煤加工基地之一，具有较大的市场占有率和影响力，为公司产品的销售提供一定保障。公司煤炭产品具有低灰、低硫、低磷、高发热量、高固定碳、可磨性好、反应性好，“三低、两高、两好”等特点，广泛用于电力、冶金、化肥、水泥等行业。公司已通过ISO9000—14000质量体系认证和山西省技术监督局的质量认证。

公司煤炭产品优质稳定，行销全国多个省市及用户，销量逐年递增。冶金用煤国内主要供应华北以及东北地区重点大型钢铁企业。近年来，“阳优”块煤大量进入冶金、有色金属、建材、化工、机械等行业，应用发展前景广阔。近年来，公司积极调整产品结构，优化市场结构，由民用煤为主转向工业用煤为主，与一批国内大钢厂、大电厂和国际大钢铁企业形成了战略合作伙伴关系，已具有一定的抗市场风险能力。

总体看，公司煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高，具有较强的市场竞争优势。

2. 人员素质

截止2018年6月底，公司董事、监事及高级管理人员合计21人，其中董事会成员9人，监事会成员7人以及其他非董事高级管理人员5人。

公司董事长王强先生，1974年3月出生，中共党员，硕士研究生学历，高级会计师。历任阳煤集团财务部资金结算中心主任助理，主任，山西晋润煤电公司财务总监，阳煤丰喜肥业集团总会计师、党委委员，化工产业管理局副局长、阳煤化工投资公司副总经理、总会计师，阳煤化工股份有限公司董事、副总经理、财务总监，公司监事会主席。2017年2月起，王强先生任阳煤集团副总会计师，公司党委书记、董事长。

公司总经理陆新先生，1969年6月出生，中共党员，硕士研究生学历，高级经济师。历任公司证券部投资者关系管理科科长，证券部部长助理，董事会秘书助理，董事会秘书，党委委员。2017年2月起，陆新先生任公司党委副书记、董事、总经理。

公司总工程师付书俊先生，1965年1月出生，中共党员，研究生学历，采矿高级工程师。历任阳煤集团四矿生产技术科主任工程师，开元矿业公司总工程师、安监处处长，阳煤集团安全监察局技术处处长、总工程师，公司生产技术部常务副部长。2017年2月起，师付书俊先生任公司总工程师、生产技术部部长。

截至2017年底，公司拥有员工33,276人。按学历结构划分，研究生以上人员占0.38%，大学本科人员占10.83%，大学专科占18.25%，高中及以下占70.53%；按专业构成类别划分，生产人员占71.18%，销售人员占0.77%，技术人员占1.72%，财务人员占0.65%，行政人员占6.52%，其他占19.15%。

总体看，公司管理人员行业从业经验丰富，公司员工学历水平符合煤炭企业特点，现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

3. 外部环境

（1）地理环境

公司所处的晋东矿区是我国14个大型煤炭基地之一，地处山西省沁水煤田东北部。西距太原110公里，东距石家庄120公里石太铁路和石太高速公路从公司矿区穿过，交通十分便利。公司拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及先进的储装运系统。公司是铁路重点保障的国有特大型煤

炭企业，供应及时、可靠，合同兑现率高。

（2）政策环境

山西省是全国煤炭大省，煤炭储量约占全国煤炭储量的三分之一。山西优质廉价的煤炭，在国家能源安全和国民经济发展中占据举足轻重的地位。2013 年以来，煤炭行业持续低迷，山西省煤炭企业受到较大冲击，多数企业盈利能力大幅下降。对此政府出台“煤炭 20 条”、“低热值煤发电 20 条”、“煤层气 20 条”、“保障工业运行 12 条”等一系列政策措施，主要涉及暂停提取有关费用，推进煤电一体化发展，鼓励煤电企业以股权为纽带实现联营，鼓励双方签订中长期购销协议，加快整合重组矿井技术改造和现代化矿井建设，加大煤炭就地转化力度等。此外，2015 年根据国家煤炭资源税从价计征的改革要求，山西省将税率确定为 8%，根据山西省财政厅的测算，结合清费减负政策，此税率不会增加企业负担。2015 年山西省将以煤炭深加工、产业链延伸为轴线，推动煤炭产业向“延伸循环型”转变。

总体看，煤炭在山西省重要经济地位决定了政府在调整产业结构的同时将出台相关支持政策以实现煤炭工业可持续发展，公司面临较好的区域政策环境。

五、管理分析

1. 治理结构

公司依据《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，设立了董事会、监事会、经理层等组织机构，内部管理制度完善。公司拥有独立完整的法人治理结构和组织机构，具有独立的生产经营场所，并与行政管理场所分开。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，主要负责：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等工作。股东大会决议分为普通决议和特别决议，普通决议应满足 1/2 以上表决权通过，特别决议应满足 2/3 以上表决权通过。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设独立董事，并建立独立董事制度。目前，公司设独立董事 3 名。公司董事会主要负责：召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案等工作。

公司设监事会，监事会由 7 名监事组成，其中职工代表为 3 人。公司监事会设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。公司总经理、副总经理、总工程师、财务负责人和董事会秘书、证券事务代表为公司高级管理人员。

总体看，公司法人治理结构完善，权责明确、制衡有效。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、投资管理、关联交易等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。公司内设综合部、财务部、证券部、发展规划部、技术中心、运销部、法律事务部、审计部、总调、车队共计 10 个职能部门（附件 1），各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司依据《公司法》、《证券法》和《企业内部控制基本规范》的规定，建立、健全了公司内控体系，完善了各项规章制度，对企业运行的各个领域实施全面的管理和控制，各项管理制度得

到了有效的执行。

会计核算及财务管理方面，公司根据《会计法》、《企业会计准则》、《企业财务准则》、《会计基础工作规范》等国家有关法律、法规，结合公司具体情况及公司对会计工作管理的要求制定，制定了详细的财务管理制度，对会计核算、会计政策、财务报告、会计档案、会计电算化、财务发票和收据管理等事项做出了详细的规定，用以规范公司的会计确认、计量和报告行为，保证会计信息质量，使公司的会计工作有章可循、有法可依，公允地处理会计事项，以提高公司经济效益，维护股东权益。

关联交易方面，公司制定了关联交易决策制度，以规范公司的关联交易决策管理，确保公司的关联交易行为不损害公司和全体股东的利益。关联交易（公司提供担保、受赠现金资产、单纯减免公司义务的债务除外）金额在3,000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的重大关联交易。公司拟发生重大关联交易的，应当提供具有执行证券、期货相关业务资格的证券服务机对交易标的出具的审计或者评估报告。

募集资金的内部控制方面，公司制定了募集资金管理办法，建立募集资金存储、使用、变更、监督和责任追究的内部控制制度，明确募集资金使用的分级审批权限、决策程序、风险控制措施及信息披露要求，用以规范公司募集资金的管理使用，保护投资者利益。

重大事项内部决策的内部控制方面，公司在《公司章程》中明确界定了股东大会、董事会、总经理等在对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易的权限，建立严格的审查和决策程序，同时规定重大投资项目应当组织有关专家、专业人员进行评审，并报股东大会批准。公司内部控制制度运行有效，不存在重大缺陷或重要缺陷。

公司各下属煤矿开采历史长，积累了丰富的煤炭生产安全管理及技术经验。一方面，公司制定了包括《煤矿安全规程》、《通风瓦斯管理实施细则》和《操作规程》在内的较为完善的安全制度，并通过加强现场管理以及定期对员工进行煤炭生产安全培训等措施，提高全体员工的安全防范意识；另一方面，公司防治瓦斯的技术和经验较为成熟，可以对瓦斯风险进行一定程度的控制。

总体看，公司内部控制制度健全，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营煤炭生产、洗选加工、销售以及电力和热力的生产、销售。公司拥有较丰富的煤炭储备资源，其中大部分为无烟煤，煤炭业务是公司主要收入和利润来源。受煤炭行业景气度回升影响，2015~2017年，公司营业收入逐年增长，分别为168.64亿元、187.01亿元和281.14亿元；营业利润分别为1.90亿元、10.49亿元和27.63亿元；净利润分别为-0.23亿元、4.54亿元和16.93亿元。

从收入结构看，公司收入主要来源于煤炭业务。近三年，受煤炭价格回升影响，公司煤炭板块收入持续增长，分别为152.24亿元、170.60亿元和267.48亿元，收入占比均处于90%以上，且逐年提升；供电、供热业务收入规模较为稳定，且占比较小；公司其他业务主要包括材料销售业务、转供电业务、运输业务、工程及劳务、综合服务业务等，近三年收入规模逐年下降，但占比较小、对公司总收入影响较小。

表 3　2015~2018 年 6 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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	152.24	90.28	16.19	170.60	91.23	22.45	267.48	95.14	21.64	158.60	94.31	16.32
供电	1.09	0.65	42.15	1.34	0.72	47.19	1.35	0.48	44.02	0.83	0.49	-9.98
供热	0.29	0.17	66.07	0.40	0.21	63.47	0.39	0.14	47.20	0.29	0.17	14.08
其他	15.02	8.91	41.32	14.67	7.84	37.58	11.93	4.24	5.33	8.45	5.03	33.27
合计	**168.64**	**100.00**	**18.68**	**187.01**	**100.00**	**23.90**	**281.14**	**100.00**	**21.09**	**168.17**	**100.00**	**17.03**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率看，近三年，受煤炭价格回升影响，公司煤炭板块毛利率稳中有升，分别为 16.19%、22.45%和 21.64%；供电毛利率分别为 42.15%、47.19%和 44.02%，供热板块毛利率分别为 66.07%、63.47%和 47.20%，均维持在较高水平；其他业务毛利率波动较大，分别为 41.32%、37.58%和 5.33%。综上，公司综合毛利率分别为 18.68%、23.90%和 21.09%。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 168.17 亿元，同比增长 14.82%，主要系煤炭综合售价上升所致；营业利润为 12.33 亿元，同比增长 4.37%；净利润为 9.63 亿元，同比增长 6.72%。其中，煤炭板块收入 158.60 亿元，同比增长 17.85%，占营业收入的比重为 94.31%，毛利率为 16.32%，保持稳定。

总体看，受煤炭行业景气度回升影响，近年来公司营业收入逐年增长；煤炭业务为公司的主要利润来源，随着煤炭价格回升，公司盈利水平不断提升。

2. 煤炭业务

公司主要煤炭产品包括 3#无烟喷吹煤、无烟洗末煤、贫瘦喷吹煤、无烟洗中块、洗小块、无烟末煤、贫瘦末煤等多个品种。公司盛产“阳优”牌无烟煤，“阳优”品牌为国家商标局煤炭产品注册商标。截至 2018 年 6 月底，公司保有资源储量 33.75 亿吨，剩余可采储量 17.73 亿吨，其中：生产矿井保有储量 29.76 亿吨，剩余可采储量 17.73 亿吨；在建矿井保有储量 3.99 亿吨。截至 2018 年 6 月底，阳泉煤业各主要生产矿井煤炭资源储量统计如下。

表 4　截至 2018 年 6 月底公司主要矿井情况表（单位：万吨）

主要矿区	资源储量	可采储量
一矿	78,625.10	47,272.80
二矿	66,157.30	32,900.10
新景矿	89,668.20	54,325.60
平舒矿	12,267.80	8,037.90
开元矿	32,541.40	13,893.00
合计	**279,259.80**	**156,429.40**

资料来源：公司提供
注：公司资源储量计算系以年度为基础、并且由相关部门评审、认可的《储量核实报告》为依据，用储量基础数据依次递减每年的矿井采区动用储量得到现有数据。计算依据为《生产矿井储量管理规程》煤生字（1983）1275 号文件。

（1）生产情况

核定产能方面，公司已根据《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）、《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602 号）、《关于在建煤矿项目落实化解过剩产能任务有关事项的通知》（发改电〔2016〕1561 号）、《关于进一步做好建设煤矿产能置换有关事项的通知》（发改能源〔2017〕609 号）和《关于做好煤炭

产能置换指标交易服务有关工作的通知》（发改电〔2016〕626号）等文件精神，通过关停落后产能等措施逐步开展对下属的煤矿进行产能置换工作，逐步退出落后产能，释放先进产能。截至2018年6月底，公司下属各矿井核定产能合计为3,730万吨，具体情况见下表。

表5　截至2018年6月底公司下属各矿井的核定产能情况（单位：万吨）

名称	核定产能
一矿	750
二矿	810
开元	300
景福	90
新景	450
平舒（注1）	500（90）
兴裕	90
裕泰	60
榆树坡	120
泰昌（注2）	60
泊里（注3）	500
合计	**3,730**

资料来源：公司提供
注1：公司下属平舒煤矿核定产能为500万吨/年，目前正在办理新的采矿权证。
注2：根据国发[2016]7号文、山西省人民政府办公厅《关于分解下达钢铁煤炭行业化解过剩产能目标任务的通知》（晋政办发[2016]100号）的相关规定，公司根据"山西省2016年化解过剩产能关闭退出煤矿名单"于2016年8月关停了公司所属的阳泉煤业（集团）平定泰昌煤业有限公司，化解煤炭产能60万吨。
注3：根据《国家能源局综合司关于山西阳泉矿区泊里煤矿产能置换方案的复函》（国能综煤炭[2016]870号），国家能源局同意泊里煤矿项目建设规模500万吨/年，通过关闭退出其他煤矿进行产能置换，置换产能总指标为500万吨/年。

产量方面，2015~2017年，公司产量波动增长，主要系受政策变化影响所致。公司部分煤矿产量高于核定产能主要系矿井技术不断改造，由于公司主要矿井建设较早，随着生产发展、技术改造，煤炭部门尚未完成重新核定所致。

表6　公司下属各矿井产量情况（单位：万吨）

名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
一矿	857.88	707.72	867.17	437.39
二矿	834.62	896.12	939.58	518.14
开元	360.69	350.09	350.19	165.18
景福	102.21	71.63	82.67	32.75
新景	683.65	696.51	669.39	379.52
平舒	268.95	264.59	285.18	167.08
兴裕	--	17.31	75.06	32.66
裕泰	--	23.34	50.8	23.70
榆树坡	152.2	212.79	225.28	128.18
泰昌	60.29	9.77	已关闭	已关闭
合计	**3,320.49**	**3,249.86**	**3,545.31**	**1,884.61**

资料来源：公司提供

安全管理方面，公司围绕"166"安全管理新体系，按照"条块结合，全面排查，分级管控"的要求，从业务部门到基层班组，围绕安全工作，动态查找和补齐安全"短板"，统一思想，规范流程，积极构建安全短板分级排查整改长效机制。递进组织煤矿"百日安全生产活动"，开展了全

面的煤矿安全体检，真正做到了井上下、各专业的全覆盖，不留盲区死角，固化了“把脉会诊”的隐患排查治理模式。为提升安全生产的执行力，规范各级管理人员、技术干部和操作岗位人员的安全行为，公司广泛进行培训和贯彻，层层进行安全承诺，动员各级开展专项督查，公司安全基础管理工作得到进一步强化，安全形势总体稳定。近三年，公司未发生重大安全事故。

（2）采购与销售情况

采购方面，公司坚持集中采购，建立仓储、运输、销售物资动态管理监督机制，借力 ERP 系统建设，提升效率；公司主要供应商包括阳煤集团及其下属公司、其他煤炭生产企业等。2015 年~2018 年 6 月，公司采购阳煤集团及其子公司煤炭 3,494 万吨、3,589 万吨、3,626 万吨和 1,967 万吨。2015 年~2018 年 6 月，公司前五大供应商集中度分别为 53.34%、42.35%、44.30%和 38.23%，集中度较高且关联交易规模较大。

销售方面，公司推行集中统一销售、铁路为主、长协为主的煤炭销售策略，推进市场、价格、用户三个体系的创建；公司结合地域型销售（分地区）和专业型销售（分产品）两种模式，形成了专业公司的销售网络，专业公司包括电煤公司、公路公司、出口公司等。销量方面，2015~2017 年，公司煤炭销量逐年稳定增长。销售价格方面，2015 年~2018 年 6 月，公司煤炭综合售价持续上升，分别为 242.33 元/吨、259.17 元/吨、399.99 元/吨和 438.50 元/吨。

表 7　公司分品种煤炭销售情况表（单位：万吨、元/吨）

品种	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	销量	售价	销量	售价	销量	售价	销量	售价
洗块煤	485	521.84	443	430	479	589.34	218	664.21
洗粉煤	502	441.21	309	476.45	300	793.08	175	842.81
洗末煤	5,110	201.08	5,612	239.76	5,683	372.23	3,105	409.46
煤泥	185	109.48	218	103.2	225	173.98	118	186.15
合计	**6,282**	--	**6,583**	--	**6,687**	--	**3,617**	--

资料来源：公司提供
注：表格中销量包括自产煤数量与采购煤数量。

公司煤炭销售区域以华北地区为主，公司探索多种销售模式，加大新型无烟煤市场的开发力度，以山东、河北市场为主，通过铁路运力和加强用户的沟通，维护市场份额；通过铁路直达到青岛港、京唐港、秦皇岛下水，增加南方下水煤发运；加大铁路直达南方市场的销售力度，增加南方市场用户的销量；在铁路运力紧张的情况下，充分发挥公路运输的补充作用；大力推进配煤工程，根据不同矿点、不同销售特点，分别在煤源地、港口、消费地进行经营性配煤销售。

表 8　公司按地区分布收入占比情况（单位：%）

地区	2015 年度	2016 年度	2017 年度
东北地区	8.84	10.76	12.08
南方地区	5.44	1.40	1.69
华北地区	85.72	87.84	86.23
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

运输方式方面，公司实行铁路为主、陆运为辅的模式。公司所处的阳泉地区地处石太铁路沿线，铁路运输十分方便，有效降低了公司的运输成本。但由于铁路运力紧张，为了确保煤炭稳定供应，公司增加同时公路煤炭运输能力。

表 9 公司煤炭外运情况（单位：万吨、%）

时间	2015 年度	2016 年度	2017 年度
煤炭外运量	**3,585.03**	**3,779.26**	**3,652.27**
公路运量	1,164.90	1,366.30	1,238.10
公路占比	32.47	36.15	33.90
铁路运量	2,420.12	2,412.96	2,414.17
铁路占比	67.53	63.85	66.10

资料来源：公司提供

目前，公司市场定位于大工业用煤，用户主要为大型的电厂、钢厂和化工厂，与鞍钢、首钢、华能集团、国电集团等客户建立了战略合作伙伴关系。公司喷吹煤产品在北方大型国有钢厂中占据主导地位，对北方长协钢厂用户销量占（铁路）总销量的 90%以上，主要用户为鞍钢、本钢、首钢、河北钢；公司化工块煤产品主要供给山东、河北地区化工企业，其中约 80%（铁路）供应阳煤集团参、控股化工用户；公司末煤主要供给河北、山东地区的五大集团电厂，电煤长协用户占比在 70%以上（铁路）。2015~2018 年 6 月，公司前五大客户集中度分别为 21.43%、26.86%、25.56%和 21.91%，集中度一般。

总体看，公司煤炭资源储备丰富，可采储量规模较大，主力矿井运营成熟。公司商品煤产能和产量受政策影响变化。受供给侧结构性改革影响，煤炭行业景气度持续上升，煤炭价格持续上行。公司通过与主要客户签署中长期合作协议等方式，一定程度上保障了公司煤炭销售。公司煤质优良，市场竞争力强，综合抗风险能力较强。

3. 其他业务

除煤炭业务外，公司其他业务包括供电业务、供热业务和其他业务，2015~2018 年 6 月，公司供电业务、供热业务和其他业务收入合计占比均不足 10%。

供电业务方面，2015~2018 年 6 月，公司发电量分别为 102,382.22 万千瓦时、102,128.42 万千瓦时、100,509.52 万千瓦时和 67,771.97 千瓦时，实现供电业务收入为 10,915.35 万元、13,400.63 万元、13,476.91 万元和 8,252.80 万元，占公司营业收入的比重分别为 0.65%、0.72%、0.48%和 0.49%；实现供电业务毛利润为 4,601.35 万元、6,324.04 万元、5,932.44 万元和-823.99 万元。

供热业务方面，2015 年度、2016 年度、2017 年度及 2018 年 1~6 月，公司供热量分别为 406.16 万百万千焦、412.91 万百万千焦、420.07 万百万千焦和 262.1 万百万千焦。公司实现供热业务收入为 2,897.21 万元、3,987.70 万元、3,895.68 万元和 2,941.59 万元，占公司营业收入的比重分别为 0.17%、0.21%、0.14%和 0.17%；实现供热业务毛利润为 1,914.07 万元、2,530.95 万元、1,838.81 万元和 414.07 万元。

公司其他业务主要包括材料销售业务、转供电业务、运输业务、工程及劳务，综合服务业务等。公司材料销售业务收入主要系外委工程方采购公司的各项材料产生的业务收入；转供电收入系由于公司自身业务发展需要，通过市场向电网购电后转卖第三方获得的收入；工程及劳务主要系公司供电供热单位的实验组人员为需要校验的仪器仪表单位提供校表的劳务收入；运输业务主要是公司下属运输部提供车辆通勤产生的运输收入；综合服务是指其他除以上类别外产生的收支。2015~2018 年 6 月，公司实现其他业务收入分别为 150,175.74 万元、146,707.88 万元 119,275.21 万元和 84,543.28 万元，占公司营业收入的比重分别为 8.91%、7.84%、4.24%和 5.03%；实现其他业务毛利润分别为 315,089.88 万元、447,015.95 万元 6,361.73 万元和 28,123.82 万元。

总体看，公司供电业务、供热业务和其他业务收入规模及占比较小，对公司营业收入形成一

定补充。

4. 关联交易

关联交易方面，2015~2017 年，公司购销商品、提供和接受劳务的金额分别为 116.62 亿元、114.18 亿元和 171.68 亿元，占营业成本的比重分别为 85.04%、80.23%和 77.39%，关联交易主要内容为煤炭采购。公司出售商品、提供劳务的金额分别为 34.06 亿元、31.92 亿元和 47.41 亿元，占营业收入的比重分别为 20.20%、17.07%和 16.86%，交易内容包括煤、煤气费、配件、水、电、材料、运费、车证款等。公司与关联方之间的业务多为日常生产经营所必须和持续发生的，对公司的主营业务发展、未来财务状况和经营成果，具有一定保障作用。同时，联合评级关注到较大规模的关联交易对公司经营独立性构成一定影响。

表 10 公司关联交易情况（单位：亿元）

关联交易内容	2015 年发生额	2016 年发生额	2017 年发生额	2018 年 1~6 月
购销商品、提供和接受劳务	116.62	114.18	171.68	85.22
出售商品、提供劳务	34.06	31.92	47.41	28.74

资料来源：公司年报

总体看，较大规模的关联交易对公司经营独立性构成一定影响。

5. 重要在建项目

公司在建工程主要集中在煤炭主业，截至 2018 年 6 月底，公司重点在建煤炭项目为西上庄电厂技改、一矿阎家庄及狮子坪风井工程，投资概算分别为 52.77 亿元、17.00 亿元，截至 2018 年 6 月底累计投资分别为 20.53 亿元和 1.93 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司重点在建项目投资概算合计 92.29 亿元，已完成投资 28.10 亿元，2018 年 7~12 月计划投资 4.13 亿元，2019 年计划投资 8.79 亿元，未来公司仍存在一定的资本支出压力。

表 11 截至 2018 年 6 月底公司重点在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	投资概算	自有资金		投资情况		
		占比	是否落实	截至 2018 年 6 月底累计投资	2018 年 7~12 月计划投资	2019 年计划投资
神堂嘴 CNG 项目	15,014.36	100.00	是	5,414.93	9,599.43	0.00
西上庄电厂技改	527,700.00	100.00	是	205,255.00	0.00	0.00
一矿阎家庄及狮子坪风井工程	170,000.00	100.00	是	19,309.00	10,000.00	50,000.00
二矿龙门辅助提升运输系统改造	53,300.00	100.00	是	22,969.00	5,000.00	10,000.00
新景 420 水平井巷技改工程	100,000.00	100.00	是	7,920.39	10,000.00	20,000.00
平舒风井工程	56,900.00	100.00	是	20,114.00	6,696.00	7,867.00
合计	**922,914.36**	--	--	**280,982.32**	**41,295.43**	**87,867.00**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司未来产业架构将主要围绕煤炭板块，经营规模和综合抗风险能力有望持续增强，但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，加重公司债务负担。

6. 兼并重组整合煤矿企业情况

2009 年 4 月 15 日，山西省政府常务会议通过了《山西省煤炭产业调整和振兴规划》，要求积极推进大基地大集团建设，提高产业集中度。山西省政府规划中，提出要建设“煤-电-气-化为一体的晋东无烟煤基地”。中国无烟煤产量区域相对集中，山西省块煤产量占到全国总量的 30%以上，而山西省无烟煤有 45%左右集中在晋城及阳泉两大煤业集团，另有 15%隶属于国有地方煤炭企业，剩余 40%为县营及乡镇小煤矿产量。阳煤集团是规划的晋东无烟煤基地的骨干企业，是山西省政府确立煤炭企业兼并重组的主体之一。

阳泉煤业根据山西省煤炭资源整合领导组办公室的整体工作规划，结合阳煤集团制定的“突出主业，强煤强化，内强外拓，五年千亿”的煤炭产业发展思路和集团“十二五”发展规划，以下属阳泉煤业集团天泰投资有限责任公司（以下简称“天泰公司”）作为整合主体开展兼并整合工作。截至 2018 年 6 月 30 日，原天泰公司整合的平定地区 12 家小煤矿兼并整合事项已接近尾声，新煤业公司已设立，并取得营业执照和采矿权许可证。该整合事项共需支付的投资额及资源整合费用等共计 74,905.35 万元，截至 2018 年 6 月 30 日已支付 73,453.90 万元，尚需支付 1,451.45 万元。

原天泰公司与阳泉煤业集团沙钢矿业投资有限公司（沙钢公司）共同收购翼城县河寨煤业有限公司、翼城县中卫青洼煤业有限公司、山西翼城汇嵘煤业有限公司、山西翼城峥嵘煤业有限公司、蒲县锦泰煤业有限公司等 18 个小煤矿的兼并整合事项已接近尾声，新设的 8 个煤业公司均已取得营业执照和采矿权许可证，该整合事项共需支付 78,753.65 万元，截至 2018 年 6 月 30 日已支付购买价款 70,972.09 万元，尚需支付 7,781.56 万元。

天泰公司原为公司下属全资子公司；沙钢公司为公司控股股东阳煤集团与江苏沙钢和润能源投资有限公司共同出资组建的有限公司，其中阳煤集团持有沙钢公司 51%股权。

根据山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导组办公室于 2009 年 11 月 11 日出具的文件，天泰公司和沙钢公司分别为公司和阳煤集团下属参与山西省煤炭资源整合的实施主体。鉴于被整合主体的债权债务关系较为复杂，为了规避风险，天泰公司和沙钢公司采取新设公司的方式（共设立了 8 家子公司），再将各自对被整合矿井实物资产和采矿权享有的权益转让给新设公司。

表 12　公司和沙钢公司通过新设公司收购整合的煤矿具体情况

序号	新设公司名称及公司持股比例	收购整合前公司名称	收购时间
1	阳泉煤业集团翼城河寨煤业有限公司（49%）	翼城县河寨煤业有限公司（主体）	2010.9
2		翼城县殿儿垣煤炭有限公司	2010.1
3		山西翼城燕家庄煤业有限公司	2010.1
4	阳泉煤业集团翼城中卫青洼煤业有限公司（49%）	翼城县中卫青洼煤业有限公司（主体）	2010.9
5		山西翼城东山煤业有限公司	2010.1
6	阳泉煤业集团翼城汇嵘煤业有限公司（49%）	山西翼城汇嵘煤业有限公司（主体）	2010.12
7		山西翼城峥嵘煤业有限公司	2010.12
8		山西翼城刘王沟煤业有限公司	2010.12
9	阳泉煤业集团翼城下交煤业有限公司（49%）	山西翼城下交煤业有限公司（主体）	2010.8
10		山西翼城南头煤业有限公司	2010.12
11		翼城庄里煤业有限公司（关闭）	2010.9
12	阳泉煤业集团翼城石丘煤业有限公司（27.46%）	翼城县杨洼煤炭有限公司	2011.1
13		石丘煤业	2011.12
14	阳泉煤业集团蒲县天煜新星煤业有限公司（4.78%）	山西蒲县锦泰煤业有限公司	2011.3

15	阳泉煤业集团翼城山凹煤业有限公司（49%）	翼城山凹煤业有限公司（主体）	2011.8
16		山西翼城大阳院煤业有限公司	2011.6
17	阳泉煤业集团翼城华泓煤业有限公司（49%）	山西翼城华泓煤业有限公司（主体）	2010.9
18		翼城县张家沟煤炭开采有限公司	2010.9

资料来源：公司提供

根据天泰公司与被整合煤矿签署的《资产收购协议书》、实物资产移交情况报告，新设子公司的注册资本均为 2,000 万元，双方将各自对被整合矿井享有的权益以投资性借款的形式转让给了新设公司，根据该等款项的预计收回时间，公司以长期应收款的方式对该等款项进行了核算，并在 2015 年年报中进行了披露。截至本报告出具日，被整合矿井的可利用实物资产和采矿权已全部转移至新设公司，天泰公司和沙钢公司分别按照对新设公司的股权比例享有股东权益并承担股东义务。除此之外，天泰公司和沙钢公司并未就收购翼城 18 家煤矿有其他具体安排。

根据公司 2017 年 10 月 27 日公告的《阳泉煤业（集团）股份有限公司关于公司拟吸收合并下属全资子公司阳泉煤业集团天泰投资有限责任公司事宜的公告》，公司吸收合并天泰公司事项的初步方案已经公司第六届董事会第七次会议审议通过（详见公司 2017-049 和 2017-050 号公告），并已经山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于阳泉煤业（集团）股份有限公司吸收合并阳泉煤业集团天泰投资有限责任公司有关事宜的批复》（晋国资改革函[2017]549 号）批准。天泰公司已聘请具有证券从业资格的会计师事务所对天泰公司截至 2017 年 9 月 30 日的财务报表进行了审计，并出具了专项审计报告，天泰公司和公司已根据《公司法》的规定，于 2017 年 9 月 12 日在《山西市场导报》上刊登了吸收合并公告。截至本报告出具日，天泰公司已完成税务注销和工商注销的全部手续，天泰公司整体债权债务已全部转移至公司。

根据阳煤集团 2009 年 11 月 9 日出具的《关于授权阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司等 5 家子公司作为煤矿企业兼并重组整合主体的请示》（阳煤发[2009]1010 号）和山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导组办公室的相关批示，天泰公司为山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导组办公室指定的专门从事煤炭资源整合的主体。

根据公司公告，公司吸收合并天泰公司主要系为了减少公司管理层级并提高运营效率，公司对天泰公司的吸收合并为同一控制下且不需要支付对价的企业合并，本次吸收合并不会对公司产生实质性影响，也不会增加公司的税务负担；本次吸收合并不涉及公司股本变化，吸收合并完成后，天泰公司注销，其持有的兼并整合煤矿的股权和对兼并整合煤矿享有的债权均转移至公司，不会损害公司及股东的利益。基于上述说明，公司认为天泰公司注销后对公司不存在重大影响。

总体看，公司资源整合矿井资源储备丰富，公司资源整合矿井建成后能够对公司现有资源储备提供有力支撑。

7. 经营效率

从资产运营效率看，2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 4.48 次、4.51 次和 7.40 次，主要系行业景气度回升导致公司回款情况好转所致；公司存货周转次数分别为 17.33 次、18.22 次和 28.57 次，主要系煤炭价格上涨导致营业成本大幅提升所致；公司总资产周转次数分别为 0.51 次、0.49 次和 0.67 次，变动不大。

从山西地区大型煤炭集团运营效率指标来看，公司处于中上水平。

表 13　2017 年山西省五大煤炭集团经营效率指标（单位：次）

	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率
晋煤集团	0.70	12.21	53.53
同煤集团	0.52	10.79	13.37
潞安集团	0.72	10.58	25.70
焦煤集团	0.54	6.54	10.93
阳泉煤业	**0.67**	**31.82**	**8.57**

资料来源：Wind
注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，受益于行业景气度回升，公司经营效率整体提高，且处于山西地区大型煤炭集团中上水平。

8. 经营关注

（1）宏观经济增速放缓及煤炭价格大幅波动风险

煤炭作为基础性行业，受下游受电力、冶金、建材、化工等相关行业影响较大，未来影响宏观经济的不确定因素很多，如若煤炭价格大幅波动，将对公司煤炭业务规模、利润水平产生较大影响。

（2）安全生产风险

近年来，公司加大矿井资源整合，下属矿井数量较多，分布较广，公司安全生产管理压力加大。

（3）公司在建工程项目规模较大，资金压力较大

公司在建工程项目规模较大，尚需投资 101.43 亿元，未来公司可能存在较大的资金压力；此外，受制于行业景气度影响，公司在建项目未来达产收益实现面临一定不确定性。

9. 未来发展

未来公司将致力于发挥资本市场融资平台作用，收购兼并煤炭资产，整合煤炭资源，做强煤炭主业，同时推进选煤、电力、供热以及煤层气开发和利用等其他产业的发展。2018 年的主要工作目标为：预计煤炭产量为 3,592 万吨，预计煤炭销量为 6,905 万吨，预计全年实现营业收入 287 亿元，预计单位销售成本 307 元/吨。具体看：

安全管理方面，公司将以习近平新时代中国特色社会主义思想和关于安全生产工作的系列重要讲话精神为指导，贯彻落实上级安全生产工作的决策部署，树立总体安全观，坚持标本兼治、综合治理、系统建设，巩固、深化和提升以“一个理念、六个抓手、六个提升”为主体的“166”安全管理新体系为主线，开创安全生产新局面。另外，公司还将注重安监队伍建设，注重协调业务部门发挥系统主导作用，创新工作方式方法，把预防煤矿瓦斯、水害事故作为安全监察工作的重中之重，牵头落实安全生产标准化达标规划，持续开展安全生产禁令的督查突查，提升规章制度的执行力，促进安全生产形势的稳定发展。

生产经营方面，公司将继续出台经济考核政策，调动基层单位的生产积极性、强化生产组织管理，确保矿井产能稳定发挥、不断规范采掘技术管理，有效指导生产实际。同时，通过开展科技创新，积极推进先进产能建设，持续加大煤炭生产技术研发力度，做好新工艺、新技术、新装备试验推广工作，解决制约生产难题。对照新标准从资料管理、质量验收、现场管理、矿压监测、安全管理五方面入手，提升质量标准水平，稳步推进安全生产标准化工作。优化设计，力促提能矿井达产达效。

市场销售方面，公司将以稳价增收为前提、以铁路外运为重点、坚持煤炭统一集中销售；坚持长协为主的销售战略，提高重点用户合同兑现率，进一步巩固和加强双方的战略合作关系；继续坚持“铁路为主、公路为辅”的销售策略，确保煤炭总销量的完成；积极推进陆港公司工作，为公司转型发展培育新动能；加强煤质管理，为用户提供优质满意产品；继续推进市场体系、价格体系、质量体系创建，确保回款质量。

筹融资方面，公司将结合市场情况，充分利用多种渠道筹措资金，充分保证公司经营与发展现金流：一方面，公司将继续利用银行这个间接融资的渠道，申请银行贷款用以补充生产经营性流动资金；另一方面，择机开展权益融资工作，2018 年，公司将完成发行 30 亿元可续期公司债工作。2018 年 2 月 26 日，公司取得证监会关于公开发行可续期公司债券的相关核准文件，并于 2018 年 3 月底完成了第一期的发行工作，后续发行工作将择机完成。发行可续期公司债券将有效降低公司资产负债率，优化公司财务结构。

资产整合方面，公司一直以来定位于控股股东阳煤集团下属煤炭和电力资产的整合平台，对于阳煤集团下属的煤炭资产，公司坚持“成熟一个，收购一个”的原则，未来，公司仍将坚持这一原则，逐步收购行业内以及阳煤集团下属的优质资产。

环境保护方面，公司将继续坚守环保红线，开展煤矸石山生态环境恢复治理、储煤场全封闭、无组织扬尘治理、渣场规范化整治、噪声治理、燃煤锅炉清洁能源替代、污水处理提标改造等环保工程，争取实现各类污染物排放处置全面达标；进一步加强环保新技术、新工艺的推广应用，提升环保管理水平，实现公司绿色可持续发展。

总体看，公司发展战略立足自身煤炭资源优势，整体战略联动性强，有效实施后，可扩大公司的经营规模并增强公司的抗风险能力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度财务数据均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2018 年 1~6 月财务数据未经审计。2015 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 30 家，较 2014 年减少 1 家、增加 3 家，,当年新增阳泉煤业集团创日泊里煤业有限公司、晋中市阳煤杨德煤层气发电有限公司和聊城鲁西燃料有限公司，减少阳煤股份和顺新大地洗选煤有限公司。截至 2016 年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司 31 家，与 2015 年底相比，新增阳泉煤业集团西上庄低热值煤热电有限公司 1 家子公司。截至 2017 年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司 34 家，与 2016 年底相比，新增山西阳煤芬雷选煤有限公司、山西（阳泉）国际陆港集团有限公司、山西阳煤国华选煤工程技术有限公司和阳泉阳煤电力有限公司 4 家子公司，减少阳泉煤业集团天泰投资有限责任公司 1 家子公司。总体看，公司合并报表范围变动不大，财务数据连续性和可比性较好。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 419.68 亿元，负债合计 263.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 156.24 亿元，归属于母公司的所有者权益 149.87 亿元。2017 年，公司实现营业收入 281.14 亿元，净利润（含少数股东损益）16.93 亿元，归属于母公司所有者的净利润 16.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 28.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.41 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 426.29 亿元，负债合计 245.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 180.42 亿元，归属于母公司的所有者权益 173.19 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 168.17 亿元，净利润（含少数股东损益）9.63 亿元，归属于母公司所有者的净利

润 8.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.76 亿元。

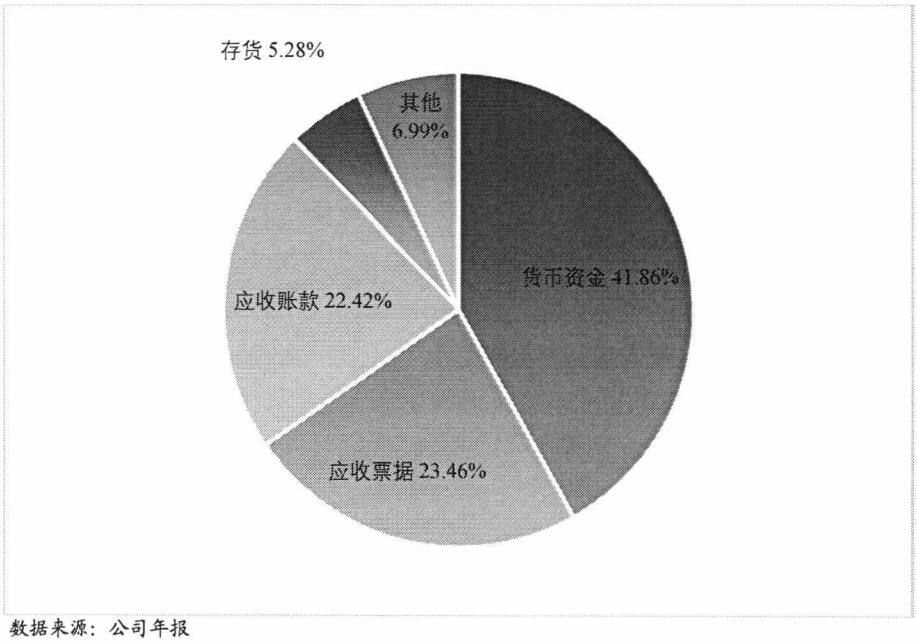
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 11.39%，主要系流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司资产合计 419.68 亿元，较年初增长 0.42%，其中流动资产 129.36 亿元（占 30.82%），非流动负债 290.32 亿元（占 69.18%），资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模呈波动增长态势，年均复合增长 9.58%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 150.48 亿元，较年初大幅增长 39.69%，主要系货币资金、应收票据和存货大幅增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 129.36 亿元，较年初下降 14.03%，主要系货币资金、应收票据、应收账款和存货减少所致；流动资产主要由货币资金（占 41.86%）、应收票据（占 23.46%）、应收账款（占 22.42%）、和存货（占 5.28%）构成。

图 4　截至 2017 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 29.74%。截至 2016 年底，公司货币资金账面价值为 61.93 亿元，较年初大幅增长 92.52%，主要系公司收入规模增长，经营性现金流流入增长以及借款增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金账面价值为 54.14 亿元，较年初减少 12.57%，主要系本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由财务公司存款（占 56.84%）、银行存款（占 13.13%）和其他货币资金（占 30.02%）构成；其中，货币资金受限金额为 16.26 亿元，占 30.02%。

2015~2017 年，公司应收票据呈波动增长态势，年均复合增长 3.72%。截至 2016 年底，公司应收票据账面价值为 38.91 亿元，较年初大幅增长 37.95%，主要系公司销售收入增长，票据结算增加所致。截至 2017 年底，公司应收票据账面价值为 30.35 亿元，较年初大幅减少 22.01%，主要系下游客户结算方式改变，票据结算比例减少所致；其中期末公司已质押的应收票据 14.17 亿元，占 46.71%。

2015~2017 年，公司应收账款呈逐年减少态势，年均复合减少 11.36%。截至 2016 年底，公司

应收账款账面价值为 36.63 亿元，较年初变化不大。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 29.01 亿元，较年初大幅减少 20.82%，主要系公司调整结算模式，逐渐转为以先款后货的方式结算所致。公司应收账款计提的坏账准备包括按账龄组合计提坏账准备和单项金额不重大但单项计提坏账准备，分别为 4.92 亿元和 0.68 万元，综合计提比例为 16.18%。其中，按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占比 23.62%，1~2 年的占比 9.62%，2 年以上的占比 66.76%，公司应收款账龄集中在 2 年以上。账龄在两年以上的应收账款主要形成于 2012~2016 年，煤炭行业景气度下行时期，目前，公司正在加紧清收相关款项。截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 12.96 亿元，占应收账款余额的 37.46%，集中度一般。

2015~2017 年，公司存货呈波动增长态势，年均复合增长 10.89%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 7.12 亿元，较年初大幅增长 28.18%，主要系煤炭综合价格上涨，带动存货账面价值增长所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 6.83 亿元，较年初减少 4.07%，变化不大。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 12.23%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 290.32 亿元，较年初大幅增长 69.18%，主要系固定资产和无形资产增长所致；非流动资产主要由固定资产（占 63.38%）、在建工程（占 11.66%）和无形资产（占 18.04%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 36.53%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 143.02 亿元，较年初大幅增长 44.87%，主要系设备购置增加以及在建工程转固所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 184.01 亿元，较年初增长 28.66%，主要系在建工程转固所致。

2015~2017 年，公司在建工程呈逐年减少态势，年均复合减少 20.62%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 52.03 亿元，较年初减少 3.18%。截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 33.86 亿元，较年初大幅减少 34.91%，主要系在建工程完工逐步转入固定资产所致。

2015~2017 年，公司无形资产呈波动减少态势，年均复合减少 1.15%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 50.73 亿元，较年初减少 5.36%，主要系采矿权账面价值减少所致。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 52.38 亿元，较年初增长 3.25%。

截至 2018 年 6 月底，公司所有权受限制的资产共计 30.79 亿元，占公司总资产的 7.22%，受限比例低。其中：货币资金 19.67 亿元，主要为信用证、银行承兑汇票和质押贷款保证金；应收票据 11.12 亿元，其中银行承兑票据 10.70 亿元（占 98.64%），商业承兑票据 0.42 亿元（占 1.36%）。

截至 2018 年 6 月底，公司资产合计 426.29 亿元，较年初增长 1.57%。其中，流动资产占 31.25%，非流动资产占 68.75%，较年初变化不大。

总体看，近年来公司资产不断增长且规模较大；货币资金比较充足，受限制的货币资金占比较低。公司应收账款规模有所下降，但账龄较长，集中度一般。随着公司在建工程的逐步完工转入固定资产，公司固定资产规模持续扩大。公司资产结构以非流动资产为主，流动性一般，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2015~2017 年，公司负债规模呈波动增长态势，年均复合增长 13.43%。截至 2016 年，公司负债规模合计 277.63 亿元，较年初大幅增长 35.60%，主要系流动负债大幅增长所致。截至 2017 年底，公司负债规模合计 263.44 亿元，较年初减少 5.11%，主要系非流动负债大幅减少所致，其中

流动负债 232.48 亿元（占 88.25%），非流动负债 30.96 亿元（占 11.75%），负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 22.62%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 224.84 亿元，较年初大幅增长 45.42%，主要系短期借款、应付票据、应付账款、应付职工薪酬和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 232.48 亿元，较年初增长 3.40%，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；流动资产主要由短期借款（占 32.77%）、应付票据（占 6.53%）、应付账款（占 31.00%）、其他应付款（占 8.13%）和一年内到期的非流动负债（占 9.74%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 42.86%。截至 2016 年底，公司短期借款账面价值为 62.28 亿元，较年初大幅增长 66.83%，主要系公司信用借款大幅增长所致。截至 2017 年底，公司短期借款账面价值为 76.18 亿元，较年初增长 22.34%，主要系经营规模的不断扩大和重大在建工程的陆续投入增加抵质押借款所致。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 10.06%。截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 79.68 亿元，较年初大幅增长 33.92%，主要系公司应付的材料款和工程设备款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 72.07 亿元，较年初减少 9.55%，其中账龄在一年以内的应付账款占 76.62%。

2015~2017 年，公司其他应付款呈逐年减少态势，年均复合减少 3.54%。截至 2016 年底，公司其他应付款账面价值为 19.68 亿元，较年初减少 3.06%。截至 2017 年底，公司其他应付款主要为个人部分薪酬、铁路公司专线费、外部往来款和采矿权使用费，其账面价值为 18.89 亿元，较年初减少 4.01%，主要系个人部分薪酬减少所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 83.29%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 12.12 亿元，较年初大幅增长 79.80%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 22.64 亿元，较年初大幅增长 86.84%，主要系公司 2015 年第一期中期票据由应付债券转入一年内到期的非流动负债所致所致。

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少 21.42%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 52.79 亿元，较年初增长 5.30%，主要系应付债券大幅增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 30.96 亿元，较年初大幅减少 41.35%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款减少所致；非流动资产主要由长期借债（占 23.08%）、应付债券（占 48.39%）、长期应付款（占 16.43%）和递延收益构（占 11.70）成。

2015~2017 年，公司长期借款呈逐年减少态势，年均复合减少 46.15%。截至 2016 年底，公司长期借款账面价值为 13.16 亿元，较年初大幅减少 46.58%，主要系公司借款减少以及一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，公司长期借款账面价值为 7.15 亿元，较年初大幅减少 45.72%，主要系公司借款减少所致。

2015~2017 年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 0.09%。截至 2016 年底，公司应付债券账面价值为 29.96 亿元，较年初大幅增长 100.29%，主要系公司发行中期票据所致。截至 2017 年底，公司应付债券账面价值为 14.98 亿元，较年初大幅减少 49.99%，主要系公司 2015 年第一期中期票据转入一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司长期应付款呈逐年减少态势，年均复合减少 24.01%。截至 2016 年底，公司长期应付款账面价值为 7.43 亿元，较年初减少 15.68%，主要系采矿权价款减少所致。截至 2017

年底，公司长期应付款账面价值为5.09亿元，较年初大幅减少31.51%，主要系资源整合矿欠付国土资源局的资源价款减少所致。

2015~2017年，公司递延收益呈逐年增长态势，年均复合增长44.76%，主要系收到的政府补助增加所致。受此影响，截至2017年底，公司递延收益账面价值为3.62亿元，较年初大幅增长61.53%。

随着经营规模的不断扩大和重大在建工程的陆续投入，公司全部债务呈逐年增长态势。2015~2017年，公司全部债务年均复合增长16.15%。截至2017年底，公司短期债务为116.08亿元（占81.01%），较年初大幅增长30.71%，主要系公司短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；公司长期债务为27.22亿元（占18.99%），较年初大幅减少46.16%，主要系长期借款和应付债券大幅减少所致。公司债务结构以短期债务为主。公司短期债务主要为短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成，相关短债务存在一定的偿付压力。

从债务指标方面看，2015~2017年，公司资产负债率分别为60.54%、66.43%和62.77%；公司全部债务资本化比率分别为44.32%、49.83%和47.84%；公司长期债务资本化比率分别为26.62%、26.49%和14.84%。整体看，近三年公司债务水平较为稳定但短期债务增长较快，存在一定的集中偿付压力。

截至2018年6月底，公司负债规模合计245.87亿元，较年初减少6.67%，其中流动负债214.35亿元（占87.18%），非流动负债31.51亿元（占12.82%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为57.68%、42.47%和11.07%，分别较年初下降5.10个百分点、5.38个百分点和3.77个百分点。截至2018年6月底，公司全部债务为133.16亿元，较年初变化不大。其中，公司短期债务为110.71亿元（占83.14%）；公司长期债务为22.46亿元（占16.86%），公司债务结构仍较年初变化不大，仍以短期债务为主。

总体看，随着业务规模扩大，公司负债规模相应增长，全部债务规模持续增长。全部债务中以短期债务为主，有一定的偿债压力。

（2）所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长8.19%，主要系行业景气度回升，公司盈利水平于2017年大幅提升，进而带动2017年未分配利润大幅增长所致。截至2017年底，公司所有者权益合计156.24亿元，较年初增长11.36%，其中归属于母公司的所有者权益占95.93%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本24.05亿元（占16.05%）、专项储备20.75亿元（占13.85%）、盈余公积金13.99亿元（占9.33%）和未分配利润91.08亿元（占60.77%）构成。

截至2018年6月底，公司所有者权益合计180.42亿元，较上年末增长15.48%，主要系公司发行“18阳煤Y1”和“18阳煤Y2”成功，并将其计入其它权益工具所致。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较低。

4. 盈利能力

2015~2017年，受煤炭价格增长，拉动公司煤炭销售收入增长影响，公司营业收入呈逐年增长态势，分别为168.64亿元、187.01亿元和281.14亿元，年均复合增长29.12%。2015~2017年，公司营业利润呈逐年增长态势，年均复合增长280.95%；公司净利润呈逐年增长态势，2017年，公司实现净利润16.93亿元，较上年大幅增长272.57%，其中归属母公司所有者的净利润16.38亿元。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用呈波动增长态势，年均复合增长4.70%。具体

看，2015~2017 年，公司销售费用呈波动减少态势，年均复合减少 6.24%。2016 年，公司销售费用为 2.79 亿元，较上年减少 21.58%，主要系港杂费以及销售服务费减少所致。2017 年，公司销售费用为 3.13 亿元，较上年增长 12.10%，主要系职工薪酬以及其他费用增长所致。2015~2017 年，公司管理费用呈波动减少态势，年均复合减少 3.35%。2016 年，公司管理费用为 13.81 亿元，较上年增长 9.97%，主要系修理费增长所致。2017 年，公司管理费用为 11.73 亿元，较上年减少 15.07%，主要系修理费减少所致。2015~2017 年，公司财务费用呈逐年增长态势，分别为 4.06 亿元、6.01 亿元和 7.26 亿元，年均复合增长 33.71%。主要系公司有息债务规模增长，利息支出增加所致。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 15.18%，20.14%和 17.12%，呈波动上升态势；公司总资本收益率分别为 1.42%，4.51%和 7.69%，呈逐年上升态势；公司净资产收益率分别为-0.17%，3.32%和 11.42%，呈逐年上升态势。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 168.17 亿元，同比增长 14.82%，主要系煤炭价格持续上升，拉动公司煤炭销售收入不断增长所致；实现净利润 9.63 亿元，同比增长 6.72%，其中归属于母公司所有者的净利润 8.86 亿元。

总体看，受煤炭行业回暖，煤炭价格回升的影响，公司的收入规模有所增长，整体盈利能力逐年提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，受煤炭行业回暖，煤炭价格上升，销售收入规模增长的影响，公司经营活动现金流入规模逐年增长，分别为 106.83 亿元、147.47 亿元和 291.50 亿元，年均复合增长 65.18%。2015~2017 年，受煤价增长，公司采购集团公司煤炭现金流出规模增长的影响，公司经营活动现金流出规模呈逐年增长态势，分别为 97.06 亿元、113.29 亿元和 262.80 亿元，年均复合增长 64.55%。综上影响，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 9.77 亿元、34.18 亿元和 28.70 亿元，经营活动现金流保持净流入，且流入规模呈波动增长态势。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 62.59%、77.93%和 102.52%，呈逐年上升态势，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模逐年减少，年均复合减少 93.91%。2016 年，公司投资活动现金流入规模为 0.40 亿元，较上年减少 84.50%，主要系回收投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和处置子公司及其他营业单位收到的现金减少所致。2017 年，公司投资活动现金流入规模为 0.01 亿元，较上年减少 97.61%，主要系取得投资收益收到的现金和处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金大幅减少所致。2015~2017 年，受公司购建固定资产支付的现金比例增加的影响，公司投资活动现金流出规模呈逐年增长态势，分别为 31.34 亿元、31.84 亿元和 45.91 亿元，年均复合增长 21.04%。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金流分别为-28.73 亿元、-31.43 亿元和-45.90 亿元，投资活动现金流保持净流出，且流出规模呈增长态势。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入规模逐年增长，年均复合增长 21.11%，主要系公司经营规模的不断扩大，购建固定资产规模的不断增长，经营活动现金流无法满足投资活动需求，融资需求增长所致。2016 年，公司筹资活动现金流入规模为 99.65 亿元，较上年大幅增长 45.95%，主要系取得银行借款和发行中期票据收到的现金大幅增长所致。2017 年，公司筹资活动现金流入规模为 100.14 亿元，较上年变化不大。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出规模逐年增长，分别为 48.04 亿元、74.47 亿元和 101.35 亿元，年均复合增长 45.26%，主要系偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金增长所致。综上影响，2015~2017 年，公司

筹资活动现金净额分别为 20.24 亿元、25.19 亿元和-1.21 亿元，2017 年，筹资活动现金由净流入转为净流出。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为 0.40 亿元，公司投资活动现金流净额为-9.34 亿元，公司筹资活动现金净额为 7.10 亿元。

总体看，公司经营活动现金流保持净流入，且规模波动上升，公司收入实现质量不断提高；随着公司购建固定资产规模的不断增长，经营活动现金流无法满足投资活动需求，公司未来仍存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 0.70 倍、0.67 倍和 0.56 倍，呈逐年下降态势；2015~2017 年，公司速动比率分别为 0.66 倍、0.64 倍和 0.53 倍，呈逐年下降态势，公司资产流动性较差；2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 1.04 倍、1.14 倍和 0.73 倍，呈波动下降态势，主要系公司短期债务规模不断增长所致，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 16.39 亿元、26.39 亿元和 47.31 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 69.92%。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 55.48%），计入财务费用的利息支出（占 11.28%），折旧（占 28.40%），以及摊销（占 4.84%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.15 倍、0.25 倍和 0.33 倍，呈逐年上升态势，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般；2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.79 倍、3.33 倍和 8.62 倍，呈波动上升态势，EBITDA 对利息支出的覆盖程度高，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 6 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 6 月底，公司及其子公司银行授信总额为 170.31 亿元，已使用 62.55 亿元，未使用 107.76 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G10140303000021705），截至 2018 年 8 月 16 日，公司无未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期债务规模较大、短期偿债能力较差；EBITDA 对利息的覆盖程度较高，长期偿债能力强；公司融资渠道畅通。

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

本次可续期公司债券在公司赎回前长期存续，联合评级通过对相关条款的分析，认为本次债券在清偿顺序和利息支付等方面与其他普通债券相关特征接近，以下指标测算将其视为公司普通有息债务。

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 245.87 亿元，本期拟发行可续期公司债规模为不超过 30 亿元（含 30 亿元），假设本期公司发行债券 30 亿元，占公司全部债务的 12.20%，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度规模一般。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30.00 亿元，在其它因素不变的情况下，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为上升 2.78 百分点、5.02 百分点和 11.46 百分点至 60.46%、47.49%和 22.53%，债务负担将明显加重。考虑到本期债券发行后，部分募集资金拟用于偿还公司债务，公司实际债务水平将低于上述预测值，债务结构将有所

改善。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2017年的财务数据为基础，公司2017年EBITDA为47.31亿元，约为本期公司债券发行额度（30亿元）的1.58倍，EBITDA对本期债券的保障程度高。公司2017年经营活动产生的现金流入291.50亿元，约为本期公司债券发行额度（30亿元）的9.72倍，公司经营活动现金流入规模大，对本期债券覆盖程度高。公司2017年经营活动产生的现金流量净额5.03亿元，约为本期公司债券发行额度（30亿元）的0.96倍，公司经营活动现金净流量规模小，对本期债券覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司作为以煤炭采掘、销售为主的龙头企业，在行业地位、经营规模等方面有较强的竞争优势，未来，随着公司技改项目的陆续投产以及煤炭资源的进一步整合，公司收入及利润规模有望进一步增长，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

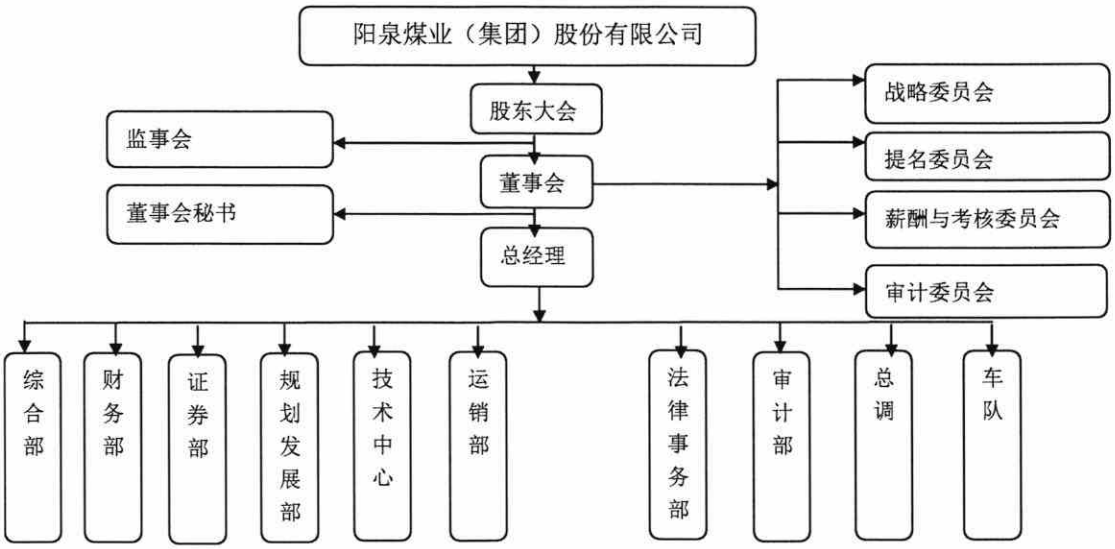
九、结论

联合评级对公司的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业之一，在资源禀赋、经营规模、政策支撑以及经营活动现金流入等方面拥有的优势。同时，联合评级也关注到公司资本支出压力较大、债务负担加重以及短期偿债压力持续增加等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司是山西省煤炭资源整合主体之一，公司将持续突出煤炭主业发展，同时，推进选煤、电力、供热以及煤层气开发和利用等其他产业的发展。未来，随着公司在建项目的投产、国家供给侧改革促使煤炭价格的稳定，公司盈利能力有望获得改善，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1　阳泉煤业（集团）股份有限公司
组织机构图



附件 2 阳泉煤业（集团）股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
资产总额（亿元）	338.22	417.93	419.68	426.29
所有者权益（亿元）	133.47	140.30	156.24	180.42
短期债务（亿元）	57.82	88.81	116.08	110.71
长期债务（亿元）	48.41	50.55	27.22	22.46
全部债务（亿元）	106.23	139.36	143.30	133.16
营业收入（亿元）	168.64	187.01	281.14	168.17
净利润（亿元）	-0.23	4.54	16.93	9.63
EBITDA（亿元）	16.39	26.39	47.31	--
经营性净现金流（亿元）	9.77	34.18	28.70	4.00
应收账款周转次数(次)	4.48	4.51	7.40	--
存货周转次数（次）	17.33	18.22	28.57	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.49	0.67	--
现金收入比率（%）	62.59	77.93	102.52	1.16
总资本收益率（%）	1.42	4.51	7.69	4.17
总资产报酬率（%）	1.59	4.24	7.54	3.59
净资产收益率（%）	-0.17	3.32	11.42	5.72
营业利润率（%）	15.18	20.14	17.12	13.27
费用收入比（%）	11.97	12.09	7.87	6.20
资产负债率（%）	60.54	66.43	62.77	57.68
全部债务资本化比率（%）	44.32	49.83	47.84	42.47
长期债务资本化比率（%）	26.62	26.49	14.84	11.07
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	3.33	8.62	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.19	0.33	--
流动比率（倍）	0.70	0.67	0.56	0.62
速动比率（倍）	0.66	0.64	0.53	0.59
现金短期债务比（倍）	1.04	1.14	0.73	0.82
经营现金流动负债比率（%）	6.32	15.20	12.34	1.87
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.55	0.88	1.58	--

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、2018 年 1~6 月财务数据未经审计，相关指标未年化。3、公司长期应付款为有息刚性债务，已计入长期债务。

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=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

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
阳泉煤业（集团）股份有限公司
2018年公开发行可续期公司债券的跟踪评级安排

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，在每年阳泉煤业（集团）股份有限公司年度报告出具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。

阳泉煤业（集团）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。阳泉煤业（集团）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阳泉煤业（集团）股份有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现阳泉煤业（集团）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。

如阳泉煤业（集团）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，直至阳泉煤业（集团）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阳泉煤业（集团）股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年十月二十二日

NK 1611914

营业执照

（副本）

统一社会信用代码 91120104738471845H

名　　称　联合信用评级有限公司

类　　型　有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住　　所　天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人　万华伟

注册资本　叁仟万元人民币

成立日期　二00二年五月十日

营业期限　2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务（不含中介）；从事证券市场资信评级业务。（国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理）

仅限评级业务使用 复印无效

登记机关　天津市南开区市场和质量监督管理局

2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日，应登录公示系统报送年度报告，逾期列入经营异常名录

企业信用信息公示系统网址：www.tjcredit.gov.c

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

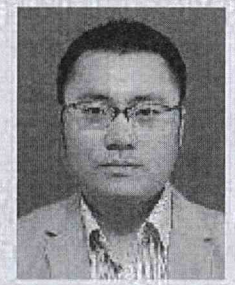
注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年 8月 29日

中国证券业执业证书



执业注册记录

证书取得日期 2016-05-27　　证书有效截止日期 2018-12-31

姓　　名：王越

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：联合信用评级有限公司

编　　号：R0040216050003

仅限评级业务使用
复　印　无　效

中国证券业协会

2018 年 03 月 06 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓　　名：徐益言

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编　　号：R0040218010009

执业注册记录

证书取得日期 2018-01-28　　证书有效截止日期 2020-12-31

仅限评级业务使用
复　印　无　效

2018 年 04 月 18 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。