

信用评级公告

联合〔2022〕5800号

联合资信评估股份有限公司通过对华阳新材料科技集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华阳新材料科技集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN003”“19 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN001”“20 阳煤 MTN004”“20 阳煤 MTN005”、“20 阳煤 MTN009”和“22 华阳新材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十八日

华阳新材料科技集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
华阳新材料科技集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 阳煤 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 阳煤 MTN009	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华阳新材 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付 日
18 阳煤 MTN004*	10	10	2022/11/06
19 阳煤 MTN003	5	5	2022/07/17
19 阳煤 MTN004*	10	10	2022/10/16
19 阳煤 MTN005	15	15	2022/10/22
20 阳煤 MTN001	15	15	2023/02/26
20 阳煤 MTN004	10	10	2023/05/29
20 阳煤 MTN005	10	10	2023/06/16
20 阳煤 MTN009	5	5	2023/09/29
22 华阳新材 MTN001	10	10	2024/01/11

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：2022 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

跟踪期内，华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“公司”）作为山西省省属国有大型煤炭生产企业之一，在煤炭资源储备、产能规模，煤种煤质，以及业务多元化等方面仍具备明显的市场竞争优势。2021 年，煤炭板块盈利能力保持较高水平，经营性净现金流继续保持大规模净流入态势，且净流入规模有所增长。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司安全管理压力较大、债务负担重且短期债务占比高、资产重组存在不确定性等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流量和 EBITDA 对 2022 年剩余到期债券保障能力很强。

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。未来，随着山西省国有能源企业资产重组事项的推进，公司较多煤炭及传统业务资产可能面临划出，业务结构或将发生明显变化。考虑到公司为此次山西煤炭企业重组的重要主体之一，山西省政府对公司未来发展水平的重视程度很高，将对公司未来业务的成功转型提供有力支持。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA A，维持“18 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN003”“19 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN001”“20 阳煤 MTN004”“20 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN009”和“22 华阳新材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 政府支持力度较大，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，政府支持力度较大。无烟煤产品附加值高，市场竞争力强，资源优势明显。
2. 公司经营活动现金流保持大规模净流入状态，且净流入规模大幅增加。2021 年，公司经营活动现金净流入 160.45 亿元，同比增长 37.93%。
3. 2021 年以来，随着煤炭市场价格的攀升，公司整体经营业绩进一步提升。2021 年，公司营业总收入同比增长 7.50%，利润总额同比增长 259.99%。
4. 公司在建煤炭项目规模较大，有利于维持公司煤炭规模优势。公司子公司山西华阳集团新能股份有限公司在建的泊里项目和七元项目煤炭产能合计 1000 万吨/年，产能规模较大，未来

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		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	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
			资本结构	2
			偿债能力	3
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较大				+1
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：王文燕 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

能一定程度上抵消公司未来部分煤炭资产可能划转带来的影响，有利于维持公司煤炭产能规模优势。

关注

1. 公司的煤炭行业属于高危行业，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，公司安全管理压力较大。
2. 公司债务负担重，存在较大短期支付压力。截至 2021 年底，公司全部债务 1672.52 亿元，全部债务资本化比率为 74.69%，债务负担重，若考虑公司其他权益工具，公司债务负担将进一步加重。其中，短期债务 1235.58 亿元（占 73.88%），短期债务占比高，存在较大的短期支付压力。
3. 资产重组存在不确定性。未来公司拟以作价入股的方式进行资产划转，目前重组方案尚未发布，资产重组存在不确定性，联合资信将持续关注资产重组事宜的推进情况，以及资产重组后公司整体财务状况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	275.96	293.14	362.60	359.87
资产总额（亿元）	2466.47	2588.48	2721.43	2716.07
所有者权益合计（亿元）	575.32	580.79	566.73	586.31
短期债务（亿元）	1029.29	1120.91	1235.58	1181.67
长期债务（亿元）	552.34	591.17	436.95	429.88
全部债务（亿元）	1581.64	1712.08	1672.52	1611.55
营业总收入（亿元）	1761.02	1737.97	1868.27	437.12
利润总额（亿元）	16.58	11.95	43.01	26.02
EBITDA（亿元）	152.17	151.97	220.00	--
经营性净现金流（亿元）	68.80	116.32	160.45	36.53
营业利润率（%）	7.90	7.65	13.45	13.38
净资产收益率（%）	0.44	0.16	0.51	--
资产负债率（%）	76.67	77.56	79.18	78.41
全部债务资本化比率（%）	73.33	74.67	74.69	73.32
流动比率（%）	55.17	49.64	49.64	49.98
经营现金流动负债比（%）	5.26	8.38	9.66	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.26	0.29	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.65	2.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.39	11.27	7.60	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1582.67	1714.32	1720.62	1680.60
所有者权益（亿元）	272.61	265.74	296.87	292.76
全部债务（亿元）	1052.69	1068.71	1340.99	1291.35
营业总收入（亿元）	88.73	66.81	85.62	23.85
利润总额（亿元）	9.47	-24.61	-33.80	-4.40

资产负债率（%）	82.78	84.50	82.75	82.58
全部债务资本化比率（%）	79.43	80.09	81.87	81.52
流动比率（%）	104.94	99.85	83.65	78.59
经营现金流动负债比（%）	1.66	0.94	1.17	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.13	0.11	0.10

注：1. 公司 2022 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、其他应付款中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调整至长期债务；3. 公司本部其他流动负债、其他应付款中有息部分已调整至短期债务，公司本部长期应付款已调整至长期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	主体级别	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 华阳新材 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/12/30	王文燕 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 阳煤 MTN009 20 阳煤 MTN005 20 阳煤 MTN004 20 阳煤 MTN001 19 阳煤 MTN005 19 阳煤 MTN004 19 阳煤 MTN003 18 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/7/28	王文燕 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 阳煤 MTN009	AAA	AAA	稳定	2020/09/22	黄露 王皓 王佳晨子	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 阳煤 MTN005	AAA	AAA	稳定	2020/06/05	郭昊 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/05/20	郭昊 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 阳煤 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	郭昊 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 阳煤 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/08/19	郭昊 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/08/26	郭昊 王皓	煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） 煤炭企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 阳煤 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/07/09	郭昊 王皓	煤炭行业企业主体信用评级方法（2018.12）	阅读原文
18 阳煤 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/09/26	郭昊 张铮	煤炭行业企业主体信用评级方法（2017.12）	阅读原文

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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华阳新材料科技集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“公司”或“华阳集团”）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

华阳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运营有限公司（原名“山西省国有资本投资运营有限公司”，以下简称“山西国运”），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运，山西国运成为公司新的控股股东，山西省国资委仍为公司的实际控制人。2020 年 10 月，公司名称由“阳泉煤业（集团）有限责任公司”变更为现用名。

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 75.80 亿元，实收资本 72.65 亿元，主要系山西国运

尚有 3.16 亿元未到账；公司控股股东为山西国运，实际控制人为山西省国资委。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构情况

名称	出资额占比
山西省国有资本运营有限公司	53.80%
中国信达资产管理股份有限公司	34.67%
山西省财政厅	5.98%
山西焦煤集团有限责任公司	5.55%
合计	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司共有全资及控股 2 级子公司 64 家。其中，拥有上市公司两家，分别为山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“华阳股份”，股票代码：600348.SH）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）。截至 2022 年 3 月底，公司持有华阳股份 55.51% 股份，公司将其持有的华阳股份 39.35% 股权质押；公司持有阳煤化工 24.19% 股权，公司将其持有的阳煤化工 50.00% 股权质押。

跟踪期内，公司营业范围未发生明显变化，公司业务范围涵盖煤炭、化工、铝业、贸易、建筑、装备制造等多个业务板块。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 2721.43 亿元，所有者权益 566.73 亿元（含少数股东权益 275.72 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 1868.27 亿元，利润总额 43.01 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2716.07 亿元，所有者权益 586.31 亿元（含少数股东权益 284.61 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 437.12 亿元，利润总额 26.02 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90亿元。“22 华阳新材 MTN001”尚未到第一个付息日，公司的其他债券均已按期支付利息。

表2 跟踪评级债券概况（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	2022-11-06	10
19 阳煤 MTN003	2019-07-17	2022-07-17	5
19 阳煤 MTN004*	2019-10-16	2022-10-16	10
19 阳煤 MTN005	2019-10-22	2022-10-22	15
20 阳煤 MTN001	2020-02-26	2023-02-26	15
20 阳煤 MTN004	2020-05-29	2023-05-29	10
20 阳煤 MTN005	2020-06-16	2023-06-16	10
20 阳煤 MTN009	2020-09-29	2023-09-29	5
22 华阳新材 MTN001	2022-01-11	2024-01-11	10
合计	--	--	90

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. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内

外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60

一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人

民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助

力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定；着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

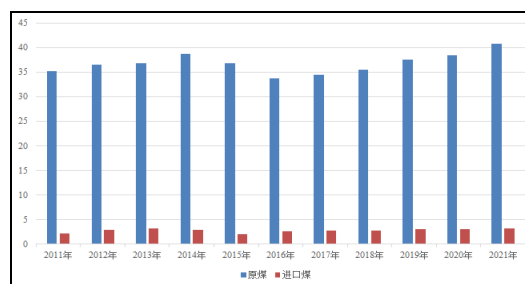
煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019 - 2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的

逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

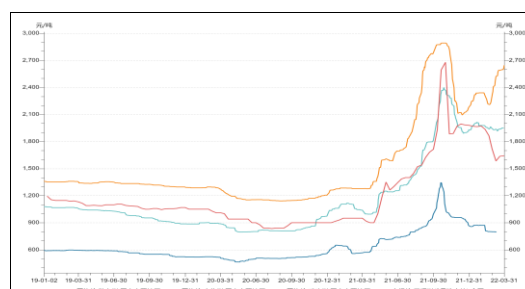
图 1 煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（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。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降¹，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

¹2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

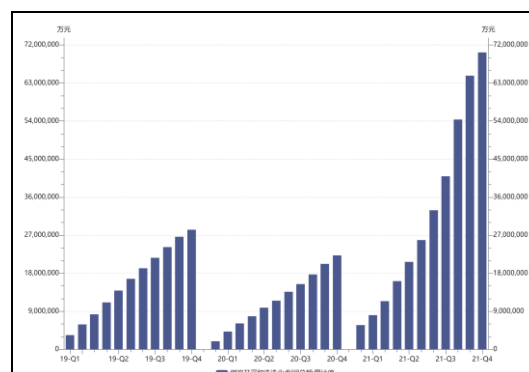
为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019—2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，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。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同

比增长113.47%。

图3 2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源: Wind

2. 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）²，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》

² 2017—2021年为470~600元/吨

等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加

10~20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。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，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%。

3. 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，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，行业竞争格局日趋稳定。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有中长期的发展空间。

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）尿素行业

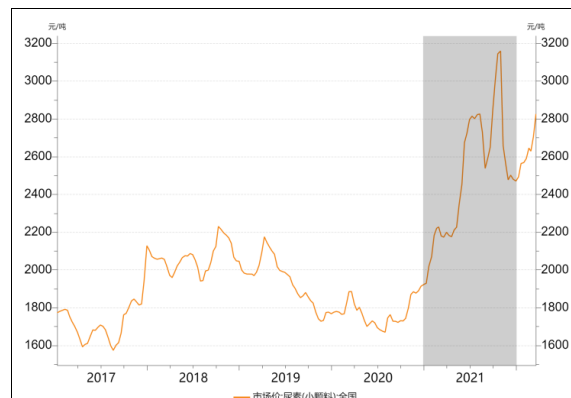
2021年，尿素有效产能增加，行业开工率提高，全年尿素价格总体上行。未来，煤化工行业仍将向优化产业结构，提升装置水平，探索减碳新工艺的方向发展。

近年来，国内持续推进尿素等传统行业的供给侧改革，随着落后产能的淘汰，国内尿素产能自2015年突破8000万吨后持续回落，2020年国内尿素产能已降至7260万吨左右。2021年，国内尿素名义产能与上年持平，但受益于尿素市场价格上行，有效产能较上年有所增加，有效产能6643万吨，同比增长4.55%，其中，煤制尿素5090万吨，占有效产能的76.62%。生产方面，国内主要尿素装置保持平稳，全年产量为5566万吨，与上年基本持平，较疫情前的2019年略有增加，行业开工率提升至75%以上。

2021年是我国尿素价格大幅增长的一年，年内价格两次突破历史高位。一方面在新冠肺炎疫情期间，国际主要经济推行宽松的货币政策，促使煤炭、天然气、原材料等价格上涨，进而对尿素市场形成了较强的成本支撑；另一方面，疫情影响了一部分尿素企业生产和流通，随着农业播种需求的到来，国内尿素市场出现了阶段性供需失衡，尿素市场价格在此期间出现较大波动。以尿素小颗粒为例，2021年价格波动区间为1900-3200元/吨，价格重心

较2020年大幅提升，全年小颗粒价格指数均价约为2400元/吨。

图4 2017年以来中国尿素价格



资料来源：Wind

基于我国能源结构特点，未来，国内煤化工产业依然有较大发展空间，现有企业还需在装置规模和资源利用水平上不断提高，以产出更加具有竞争力的产品。此外，煤化工产业具有高碳属性，虽然煤化工企业生产过程碳排放尚未纳入碳排放管理，但随着“双碳”目标的践行，对产业提出极大挑战。基于煤化工碳排放浓度高、排放集中的特点，为二氧化碳的收集和处理提供了条件，现阶段产业正逐步探索减碳技术工艺，但尚远不能满足日益增长的碳减排需求，未来，从工艺上根本降低二氧化碳排放将是行业的大趋势。

（三）铝业

2021年，全球原铝产量小幅增长，中国原铝产量仍领跑全球。同期，中国氧化铝、原铝和铝材产量均有所增长。2021年，受经济复苏和能耗双控政策影响，电解铝供需处于紧平衡状态，价格大幅上涨。未来，在“碳达峰、碳中和”背景下，电解铝供给仍将偏紧，电解铝价格或维持高位震荡。

根据International Aluminium Institute统计，2021年全球原铝产量为6734.3万吨，同比增长3.09%，增速转正。2021年，全球原铝产量增长主要来自中国产量增长。2021年中国原铝产量为3892.0万吨，占比57.79%，仍为原铝

第一大生产国，同比增长4.24%。自2003年起，中国已经连续19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。根据中国有色金属工业协会统计，2021年，中国氧化铝、原铝及铝材产量分别为7747.5万吨、3850.3万吨³和6105.2万吨，分别同比增长5.0%、4.8%和7.4%。

产能方面，2018年，随着国家四部委（包括国家发展改革委、工业和信息化部、国土资源部、生态环境部）提出的《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》的落实，电解铝产能无序扩张得到根本治理，电解铝总产能“天花板”（约为4500万吨/年）形成。根据阿拉丁统计数据，截至2021年底，中国电解铝总产能为4283.10万吨/年，未来产能增长有限，新建产能需通过置换原有产能指标实现。从产能分布来看，由于电解铝属于高耗能行业，产能主要集中在具有能源优势的地区，因此山东、新疆和内蒙古等煤炭资源丰富的地区为中国主要的电解铝生产区域；此外，近年来受环保政策趋严以及水电成本较低影响，电解铝置换产能逐步向云南、四川等清洁能源富集区转移。

表 4 中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年变动率
山东	815.53	811.60	805.75	-0.72%
新疆	605.64	593.51	617.47	4.04%
内蒙古	510.77	576.20	591.69	2.69%
云南	191.01	275.09	327.06	18.89%
青海	216.99	237.20	260.21	9.70%
甘肃	228.36	231.89	235.19	1.42%
广西	218.66	225.85	230.29	1.97%
河南	187.04	173.97	179.99	3.46%
贵州	126.64	138.19	132.75	-3.94%
宁夏	124.37	117.44	118.71	1.08%
四川	54.31	79.79	99.95	25.27%
山西	79.43	75.93	97.62	28.56%

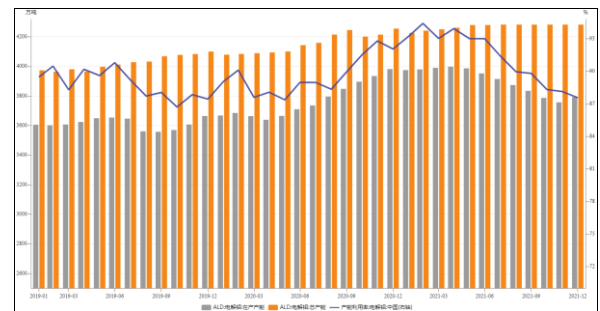
³ International Aluminium Institute 和中国有色金属工业协会统计结果存在一定差异

陕西	82.71	90.60	91.23	0.70%
重庆	49.28	45.96	49.35	7.39%
辽宁	64.93	35.13	44.44	26.51%
湖北	9.25	9.06	9.31	2.66%
福建	8.33	7.05	7.26	2.91%

注：上表以2021年产量排名顺序列示
资料来源：Wind，联合资信整理

电解铝供给方面，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。近年来，中国电解铝总产能保持增长，但增幅逐渐放缓，截至2021年底中国电解铝总产能4283.10万吨/年。在产产能方面，2019—2020年底，在产产能整体呈增长趋势；2021年一季度，随着海外需求复苏，国内电解铝在产产能保持高位；2021年二季度以来，受能耗双控和电网高负荷用电压力下拉闸限电的影响，广西、云南、青海等地区电力供应紧张，电解铝在产产能持续下降，年底受电力供应缓解在产产能回升至3792.10万吨/年，全年电解铝产能利用率维持在90%左右，处于较高水平。

图 5 近年中国电解铝产能及产能利用率情况



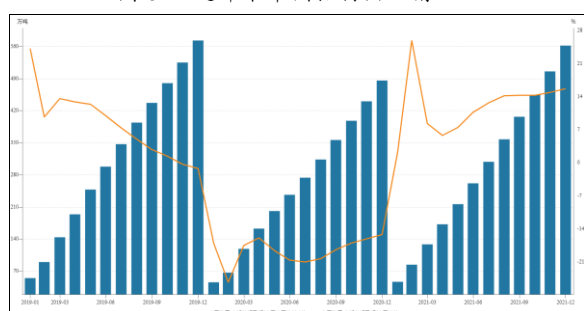
资料来源：Wind

电解铝需求方面，建筑地产仍是铝材最主要的消费领域，其次为交通运输、电线电缆和耐用消费品等工业领域。建筑地产方面，2020年疫情对建筑地产冲击较大，全年地产新开工面积和竣工面积均同比有所下降；2021年以来房企加快项目结转回流资金，带动地产竣工面积同比大幅增长，地产用铝需求回升。交通运输方面，2020年，中国汽车产量和新能源汽车产量分别同比下降1.40%和增长17.30%；2021年中国汽车产量和新能源汽车产量分别同比

增长4.80%和145.60%。新能源汽车行业呈高速增长态势，对铝材需求形成有力支撑。

出口方面，2020年由于全球疫情蔓延，国外下游消费市场低迷导致当年中国未锻轧铝及铝材的出口量同比下降15.20%至485.74万吨。随着各国疫苗的陆续推出以及财政和货币政策刺激，全球经济重启，对铝材出口形成一定拉动，2021年中国未锻轧铝及铝材的出口量为561.91万吨，同比增长15.70%。

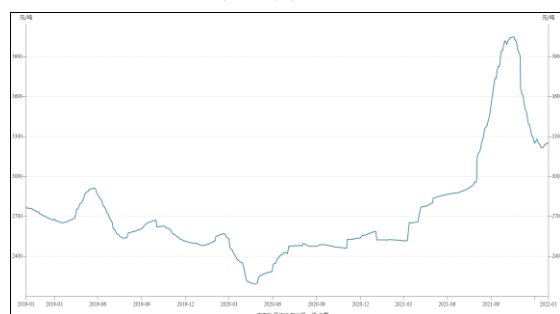
图6 近年来中国铝材出口情况



资料来源：Wind

中国氧化铝产能处于相对过剩状态，氧化铝厂的议价能力偏弱，2020年底全国一级氧化铝平均价格为2538元/吨，价格维持低位区间运行。2021年上半年，受益于下游需求回升以及大宗商品价格上涨，氧化铝价格持续上涨；2021年9月—11月，能耗双控政策导致氧化铝供给端受限，同时叠加电煤价格暴涨，共同推动氧化铝价格快速上升至历史高位；11月之后，随着保供稳价政策推行，煤炭价格下跌，且电力供给恢复，氧化铝价格大幅回落。

图7 近年国内氧化铝价格走势



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本75.80亿元，实收资本72.65亿元；公司控股股东为山西国运，实际控制人为山西省国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司煤炭资源储备规模较大、煤质优良、品牌认知度较高，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，截至2021年底，公司煤炭产业拥有在产矿井26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8150万吨/年，保有储量合计为85.6亿吨，可采储量合计为41.5亿吨。公司生产规模优势明显。公司盛产“阳优”牌无烟煤，“阳优”品牌1997年在国家商标局注册。公司煤炭产品有洗块煤、洗粉煤、选末煤、副产品等四大系列，共计23个品种。其中，16个品种荣获国家、部、省优质产品称号，广泛用于电力、冶金、化工和建材行业。在质量上，“阳优”牌喷吹煤具有低硫、低灰、发热量高、可磨性好等特点，在全国用户中有较高的品牌知名度和美誉度。

子公司华阳股份为公司煤炭业务的重要运营主体，华阳股份主要煤炭产品包括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。截至2021年底，华阳股份生产矿井的煤炭资源储量为31.10亿吨，剩余可采储量15.52亿吨。2021年华阳股份的煤炭自产量为4610万吨。运输方面，华阳股份位于阳泉市，地处山西省沁水煤田东北部，石太铁路和石太高速公路从矿区穿过，交通便利。华阳股份铁路运输跨石家庄、太原两个铁路分局，西距太原110公里，东距石家庄120公里，拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及储装运系统，有利于保障煤炭产品的运输及周转效率。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1404000000007267），截至 2022 年 4 月 6 日，公司无未结清的关注类或不良类信贷记录；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，均系 2017 年前产生且均已正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 17 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员有所调整，新任管理人员行业经验及管理经验丰富。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2021 年以来，公司董事、高管变动情况如下表所示，相关人事变更对公司管理运营无重大影响。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

截至 2022 年 3 月底，公司董事会员 13 人；监事会成员 4 人，公司监事会空缺一名监事成员；高级管理人员 4 人。

表 5 2021—2022 年 4 月底公司董监高变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期
韩振贵	外部董事	离任	2021.07
李洽	董事	被选举	2021.12
宋晓明	董事	被选举	2021.12
杜鹏	董事	离任	2021.12
李斌	董事	离任	2021.12
张建起	职工董事	离任	2022.02
刘建高	外部董事	被选举	2022.02
张勇	外部董事	被选举	2022.02

胡耀飞	外部董事	被选举	2022.02
刘晓勇	外部董事	被选举	2022.02
王克军	外部董事	被选举	2022.02
杜鹏	监事	被选举	2021.12
董家成	监事	被选举	2021.12

资料来源：公司提供

八、重大事项

未来公司拟以作价入股的方式进行资产划转，目前重组方案尚未发布，资产重组存在不确定性。

2021 年 6 月 11 日，公司发布《关于资产划转事项的公告》（以下简称“该公告”）称，根据山西省委省政府安排部署，2021 年 4 月 12 日，山西国运召开涉煤企业专业化重组管理权移交签约仪式，焦煤集团、晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）、公司、潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安集团”）4 户企业现场签订管理权移交协议。

根据该公告，公司拟划转 19 家子公司至晋能控股集团，拟划转 9 家子公司至潞安集团，本次划转涉及的相关资产尚未完成产权过户登记或工商变更登记。本次拟划转均为作价入股的方式进行，分别置换为对晋能控股集团、潞安集团的股权投资。

截至 2020 年 12 月底，华阳集团总资产为 2588.48 亿元，拟转让公司资产总额简单相加为 1611.52 亿元，占华阳集团资产的 62.26%。本次拟转让公司净资产简单相加为 254.36 亿元，占华阳集团净资产的 43.8%。其中：转让的子公司阳煤集团太原化工新材料有限公司、阳煤集团寿阳博奇发电有限责任公司、华润电力（宁武）有限公司等公司资产、净资产均未在华阳集团 2020 年度合并报表总资产范围内。

截至目前，上述重组事项正在进行当中，尚未进行资产划转，重组方案推进时间仍存在不确定性。未来随着资产划转方案的确定及推进，将对公司主营业务结构、财务状况等产生

影响，联合资信将持续对资产划转事宜的推进及其对公司的影响予以关注。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，受煤炭、化工产品及电解铝价格上涨影响，公司营业收入和利润总额同比均有所增长，公司综合毛利率提升。煤炭业务仍为公司主要利润来源，其盈利水平较高；化工和铝电板块毛利率亦有提升；公司收缩物流贸易业务规模，其毛利率很低，对公司整体利润贡献不大。

跟踪期内，公司业务结构多元，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。2021 年，公司实现营业总收入 1868.27 亿元，同比增长 7.50%；利润总额 43.01 亿元，同比增长 259.99%，主要系煤炭、化工产品和电解铝价格上涨所致。

从收入结构看，2021 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。2021 年，煤炭板块收入同比增长 63.46%，主要系煤炭价格上涨所致；煤炭收入占比同比提升 8.76 个百分点。公司铝电板块收入同比增长 34.68%，主要系电解铝价格上涨所致。公司化工板块收入同比增长 6.72%。公司收缩物流贸易板块经营规模，收入同比减少 25.44%，物流贸易板块收入占比下降 9.41 个百分点。其他板块包括装备制造、中小企业等，收入占比较小，对公司收入形成一定补充。其他板块收入同比下降 17.57%，主要系建筑地产收入下降所致。

从毛利率看，2021 年，煤炭价格上涨幅度明显，带动公司煤炭板块毛利率同比提升 6.38 个百分点至 47.59%。受产品价格上涨影响，公司化工和铝业板块毛利率分别同比提升 4.03 个百分点和 2.28 个百分点；物流贸易毛利率为 0.67%，对利润的贡献能力仍很低。受上述因素影响，2021 年，公司综合毛利率同比提高 6.66 个百分点至 15.87%。

表 6 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	306.45	17.41	41.24	292.60	16.85	41.21	478.29	25.61	47.59	141.64	32.41	44.86
化工	558.03	31.70	3.81	598.97	34.49	3.25	639.19	34.23	7.28	129.92	29.73	3.13
铝电	242.49	13.78	1.32	182.12	10.49	1.33	245.28	13.13	3.61	60.12	13.76	1.67
物流贸易	491.32	27.91	0.53	533.08	30.69	0.54	397.49	21.28	0.67	82.19	18.81	0.57
其他	161.79	9.19	9.83	130.07	7.49	11.19	107.21	5.74	10.00	23.09	5.28	7.68
合计	1760.07	100.00	9.63	1736.83	100.00	9.21	1867.46	100.00	15.87	436.96	100.00	16.22

注：1.其他业务主要为装备制造、建筑地产和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

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 437.12 亿元，同比下降 2.83%，主要系贸易和化工板块收入下降所致；公司实现利润总额 26.02 亿元，同比增长 106.23%，主要系煤炭价格上涨所致；公司综合毛利率同比提升 4.71 个百分点至 16.22%。

2. 煤炭板块

2021 年，公司煤炭资源储备及产销规模

较大，市场竞争力强；2021 年以来，公司煤炭价格上涨，煤炭业务盈利能力提升。由于煤炭开采具有一定的危险性，公司安全生产水平需持续关注。

截至 2021 年底，公司现有生产矿井（含管理权移交矿井）26 个，目前生产矿井的核定能力合计为 8150 万吨，保有储量合计为 85.6 亿吨，可采储量合计为 41.5 亿吨。根据山西省属能源企业专业化重组事项安排，公

司部分煤矿管理权已移交，未来公司煤炭资源储量将下降。

表 7 截至 2021 年底公司部分主要生产矿井煤炭资源情况

矿名	设计能力(万吨)	核定能力(万吨/年)	井田面积(km ²)	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	可采年限(年)	备注
华阳一矿	350	850	83.6	80235.3	45649.3	41.5	已有采矿权
华阳二矿	400	810	60.1	69079.0	34224.9	28.2	已有采矿权
新景矿	580	450	64.7	91112.9	55237.1	76.9	已有采矿权
华阳五矿	440	770	82.5	70776.5	30304.9	26.1	已有采矿权
平舒煤业	300	90	27.8	12479.4	8282.7	63.7	已有采矿权
开元矿	120	300	27.9	33825.5	14506.4	32.5	已有采矿权
石港煤业	90	90	7.5	4806.9	1075.5	6.5	已有采矿权
寺家庄矿	600	500	120.3	107497.4	59433.9	82.9	已有采矿权
阳煤新元矿	600	300	136.8	133202.2	65716.3	154.5	已有采矿权
新大地矿	90	150	6.5	4847.2	3672.2	15.5	已有采矿权
长沟煤矿	90	180	9.1	4261.3	1349.0	3.4	已有采矿权
孙家沟	120	120	8.8	17651.6	8069.9	46.0	已有采矿权
合计	3780	4610	635.60	629775.20	327522.10	--	--

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

产量方面，2021 年，公司原煤产量为 4163.73 万吨，同比下降 45.06%，主要系受山西省属能源企业专业化重组事项影响，统计口径已不含管理权划转企业所致。2021 年 4 月以来，管理权划转企业的煤炭销售由接收方统一销售。公司部分煤矿产量高于核定产能主要系公司主要矿井投产及核定产能较早，随着生产发展和技术提升，主要矿井的实际产能规模已明显提升，但相关产能核定部门尚未完成重新核定所致。销售方面，2021 年，公司商品煤销量为 5432.29 万吨，仍以动力煤销售为主。2022 年 1—3 月，公司原煤产量为 1044.13 万吨；销售商品煤 1079.54 万吨。

销售价格方面，2021 年，煤炭供需趋紧，煤炭价格持续攀升，公司煤炭价格同比大幅上涨 68.82%至 585.51 元/吨。2022 年一季度，煤炭价格保持高位，公司煤炭综合售价为 728.96 元/吨。2021 年，受材料成本、职工薪酬等支出增长影响，煤炭生产成本同比增长 33.85%至 281.14 元/吨；销售价格和成本之间的价差由 2020 年的 136.79 元/吨增长至

304.37 元/吨，公司煤炭业务盈利能力提升。

表 8 近年公司自产煤炭产销情况
(单位：万吨、元/吨)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
原煤产量	7041.83	7579.19	4163.73	1044.13
商品煤销量	7318.08	7758.21	5432.29	1079.54
其中：动力煤	5737.87	6080.34	4307.70	831.59
喷吹煤	566.58	628.65	385.17	72.25
化工煤	489.16	476.90	384.46	116.88
其他	524.46	572.33	354.96	58.82
价格	393.93	346.83	585.51	728.96
成本	239.08	210.04	281.14	237.78

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；3.上表中 2021 年煤炭产量数据不含管理权划转公司，2021 年商品煤销量不含管理权划转后公司的销量，2022 年一季度数据口径不含管理权划转公司
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。2021 年 3 月 25 日，公司子公司山西石港煤业有限责任公司（以下简称“石港煤业”）发生煤与瓦斯突出事故，造成 4 人死亡。根据国家矿山安全监察局山西局公布的石港煤业事故调查报告，石港煤业事

故是一起安全生产责任事故，对石港煤业实行整顿恢复机制，暂扣安全生产许可证，石港煤业事故对 28 名相关责任人员提出问责和处理建议。2022 年 5 月，子公司阳泉煤业集团寿阳景福煤业有限公司（以下简称“景福公司”）发生一起顶板事故，造成 1 人死亡，景福公司因此停产整顿，目前尚未复产。煤炭生产企业安全生产压力长期存在，未来仍需关注公司的安全生产水平。

表 9 公司煤炭生产死亡率指标（单位：人/百万吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
死亡率	0.00	0.00	0.088	0.00

资料来源：公司提供

3. 化工板块

2021 年，尿素和复合肥的销量下降，离子膜碱和 PVC 产销量变化不大；受原材料价格上涨影响，公司主要化工产品价格均有所上涨。

公司化肥产品的经营主体为阳煤化工等企业。2021 年，公司化工板块收入为 639.19 亿元，占公司营业收入比重为 34.23%；受尿素、PVC 等化工产品价格上涨影响，化工板块毛利率同比提高 4.03 个百分点至 7.28%，但盈利水平仍较低。截至 2021 年底，公司主要化工生产主体共拥有尿素 377 万吨/年、离子膜烧碱 40 万吨/年、PVC30 万吨/年等化工产品产能。

2021 年，公司化工板块的生产模式和销售模式均未发生明显变化。

表 10 公司主要化工产品销售情况
(单位：万吨、元/吨)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
尿素	产量	386.45	375.92	312.67
	销量	364.70	357.21	301.80
	平均售价	1606	1463	2083
复合肥	产量	11.86	17.76	10.55
	销量	10.59	16.58	9.47
	平均售价	1987	1835	2308
离子膜碱	产量	43.91	41.50	42.00
	销量	43.69	40.63	40.98

	平均售价	2111	1471	1982	2830
PVC	产量	27.23	25.00	25.10	6.15
	销量	27.39	24.95	25.16	6.13
	平均售价	5851	5866	8105	7626

资料来源：公司提供

化肥产品方面，2021 年，尿素和复合肥的销量分别同比下降 15.51%和 42.90%，主要系合并口径变化及环保限产所致。同期，受原材料成本上涨及市场供需趋紧影响，尿素和复合肥售价同比分别上涨 42.38%和 25.78%。

基础化工产品方面，2021 年，离子膜碱和 PVC 产销量变化不大。受原材料价格上涨影响，离子膜碱和 PVC 的售价分别同比上涨 34.74%和 38.17%。

2022 年 1—3 月，受原材料价格上涨影响，公司尿素、复合肥和离子膜碱价格较 2021 年全年均有所增长。PVC 价格同比下降 5.91%。

4. 铝电板块

2021 年，公司氧化铝仅销售少量库存品，部分电解铝产能仍处于关闭状态，电解铝价格有所上涨。

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，公司外采生产所需的氧化铝，110 万吨氧化铝产能目前仍处于停产阶段。目前，公司所需氧化铝主要由周边采购，运费为 100 元/吨左右。截至 2021 年底，公司电解铝产能为 22.5 万吨/年。2017 年以来，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。

产销量方面，2021 年，公司氧化铝仅销售库存品。2021 年，受下游市场需求增长影

响，公司电解铝产量和销量同比增长 53.61% 和 48.50%。

价格方面，2021 年，受能耗双控政策导致电解铝供给端受限，同时叠加电煤价格上涨影响，电解铝市场价格呈上行态势，公司电解铝销售价格同比增长 36.67%。

表 11 公司主要铝产品情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
电解铝	产量	12.46	9.29
	销量	12.48	9.32
	平均售价	12048.87	11943.44
氧化铝	产量	58.40	--
	销量	59.70	1.05
	平均售价	2483.62	2157.67

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，毛利率很低，对公司利润的贡献能力弱。

2021 年，公司物流贸易收入同比下降 25.44% 至 397.49 亿元，但毛利率仅为 0.67%。

在贸易业务开展方面，公司贸易的主要产品为煤炭、铝锭、铬矿等。

表 12 公司主要贸易品种情况

（单位：亿元）

主要贸易品种种类	2019 年	2020 年	2021 年
煤炭	0.86	9.21	7.70
铝锭	209.18	216.88	230.00
铬矿	6.17	9.20	7.25

资料来源：公司提供

2021 年和 2022 年一季度，受大宗商品价格波动及贸易行业竞争激烈影响，该板块毛利率分别为 0.67% 和 0.57%，盈利能力仍很弱。

6. 其他业务

2021 年，公司装备制造、建筑地产及其他板块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。2021 年，公司装备制造板块收入为 31.73 亿元，毛利率为 9.87%。

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，近年来加大投资力度，加快矿井建设和非煤产业建设。2021 年，公司建筑地产板块收入为 34.16 亿元，毛利率为 10.51%。

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华阳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主要负责对华阳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。2021 年，公司中小企业板块

实现收入 12.76 亿元，毛利率为 7.47%。

7. 经营效率

公司整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2021 年，受应收账款和应收款项融资大幅增长影响，公司销售债权周转次数由 19.10 次下降至 15.14 次；存货周转次数由上年的 8.41 次提升至 11.19 次，主要系公司合并范围变化，存货规模大幅减少所致。总资产周转次数由上年的 0.69 次提升至 0.70 次，变化不大。

与同行业公司对比，公司整体经营效率一般。

表 13 2021 年同行业公司主要经营指标对比
(单位：次)

项目	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	12.25	42.04	0.76
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	14.41	15.57	0.66
公司	11.19	24.29	0.70

资料来源：Wind，联合资信整理

8. 在建工程

未来，公司或将维持一定的投资规模，存在资本支出压力。

截至 2021 年底，公司煤炭板块主要由公司本部及子公司华阳股份运营，华阳股份重点在建煤炭项目为泊里 500 万吨技改工程、七元煤矿建设项目等项目，华阳股份重点在建项目总投资为 300.60 亿元，已完成投资 131.33 亿元，2022 年 4 月—12 月计划投资 55.79 亿元，未来华阳股份存在较大的资本支出压力。

泊里 500 万吨技改工程项目和七元煤矿建设项目的规划产能均为 500 万吨/年，主要煤种均为优质无烟煤。泊里煤矿项目的资源储量约 11 亿吨，七元煤矿项目的资源储量约 23 亿吨，两个项目的煤炭资源储量均较丰富。整体看，未来若华阳股份在建煤炭项目顺利投产，华阳股份煤炭产能将进一步增长，同时能一定程度上抵消公司未来部分煤炭资产可能划转带来的影响，有利于维持公司煤炭产能规模优势。

表 14 截至 2022 年 3 月底华阳股份重点在建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	总投资	项目起止时间	截至 2022 年 3 月底累计投资	未来预计资金投入		
				2022 年 4 月—12 月	2023 年	2024 年
新景矿 525 水平井巷技改	13.24	2014—2024 年	12.10	0.48	0.26	0.40
新景矿 420 水平井巷技改	29.37	2014—2024 年	24.82	0.95	1.80	1.80
阳泉热电 2*660MW 电厂项目	52.77	2015—2023 年	26.34	21.00	4.90	0.53
泊里 500 万吨技改工程	67.54	2010—2024 年	7.36	6.14	27.02	27.02
平舒风井工程	14.55	2012.03—2024.12	7.95	2.82	3.15	0.63
二矿 470 水平开拓准备巷	15.62	2014—2024 年	14.92	0.30	0.20	0.20
一矿阎家庄分区工程	17.00	2016.12—2024	9.76	0.79	1.65	4.80
七元煤矿建设项目	60.92	2011.9—2023.8	21.91	7.14	31.87	--
平舒铁路专用线项目	18.62	2021—2023 年	2.56	8.81	7.25	--
5GW 高效组件制造项目工程	10.97	2021—2022 年	3.61	7.36	--	--
合计	300.60	--	131.33	55.79	78.10	35.38

资料来源：公开资料，联合资信整理

截至 2021 年底，平定化工新材料项目已

完成投资 1.69 亿元，未来投资规模不大。

表 15 截至 2021 年底公司部分在建项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	项目建设内容	总投资	已投资额	2022 年计划投入
平定化工新材料项目	建设 6 万吨/年 PBAT 生产装置和 1 万吨/年改性 PBAT (地膜及工业包装) 生产装置	3.71	1.69	2.00

注: 1. 上表中不含已完工的在建项目; 2. 上表中不包含子公司华阳股份在建项目; 3. 上表中不含管理权移交公司的在建项目
资料来源: 公司提供

9. 未来发展

公司未来发展规划明确, 由于公司新材料业务开展时间较短, 未来新材料业务的转型存在一定不确定性。

“十四五”期间公司发展的总体思路是: 大力实施“127”发展战略, 聚焦新材料产业延链、补链、强链, 抓项目、抓研发、抓创新、抓产业、抓应用。

“1”即一个方向, 聚焦转型蹚新路这一个战略方向。“2”即两条路径, 坚持走碳基材料和数字资产两条路径。“7”即七个支撑, 形成 5G 智能矿山、功能性纤维新材料、新能源蓄能新材料、绿色节能建筑新材料、石墨烯新材料、铝镁合金新材料、大数据物联网七大支撑协同发展的产业集群。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围来看, 截至 2021 年底, 公司纳入合并范围的二级子公司共 64 家, 合并范围新增 4 家子公司, 减少 3 家子公司。公司合并范围变化较小, 财务数据可比性较强。

截至 2021 年底, 公司合并资产总额 2721.43 亿元, 所有者权益 566.73 亿元(含少数股东权益 275.72 亿元); 2021 年, 公司实现营业总收入 1868.27 亿元, 利润总额 43.01

亿元。

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 2716.07 亿元, 所有者权益 586.31 亿元(含少数股东权益 284.61 亿元); 2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 437.12 亿元, 利润总额 26.02 亿元。

2. 资产质量

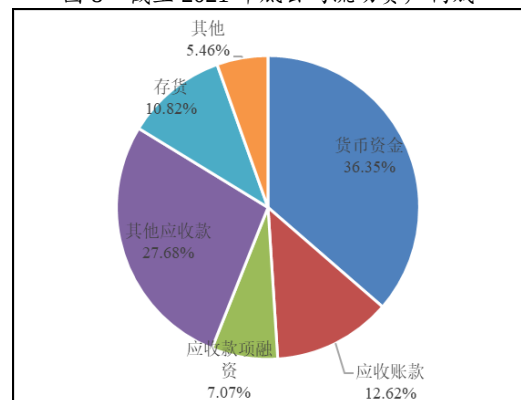
跟踪期内, 公司资产规模变化不大, 资产结构仍以非流动资产为主, 整体资产构成符合行业经营特点; 货币资金受限比例高, 较大规模的应收账款和其他应收款占用公司运营资金, 资产流动性较弱。

截至 2021 年底, 公司合并资产总额 2721.43 亿元, 较上年底变化不大。其中, 流动资产占 30.30%, 非流动资产占 69.70%。公司资产以非流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至 2021 年底, 流动资产 824.52 亿元, 较上年底增长 19.63%, 主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 8 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底, 公司货币资金 299.75 亿元, 较上年底增长 16.29%, 主要系煤炭销售价格上涨带动经营现金流入增加所致。货币资金中有 202.60 亿元受限资金, 受限比例为 67.59%, 受限比例高, 受限资金主要为银行

承兑汇票保证金（160.02 亿元）、信用证保证金（28.61 亿元）和央行法定准备金（9.47 亿元）等。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 104.05 亿元，较上年底增长 109.35%，主要系受山西省属能源企业专业化重组影响，公司应收潞安集团、太原煤炭气化（集团）有限责任公司、山西煤炭运销集团晋中榆次有限公司和晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋能煤业”）的款项增加所致；累计计提坏账 16.42 亿元，计提比例 13.63%。从账龄看，公司应收账款 1 年以内的占 76.53%，1~2 年的占 6.32%，2~3 年的占 2.95%，3 年以上的占 14.30%，综合账龄较长。应收账款前五大欠款方合计金额为 53.80 亿元，占比为 44.66%，其中占比最高的两大欠款方分别为潞安集团和太原煤炭气化（集团）有限责任公司集中度较高。

表 16 截至 2021 年底公司前五大应收账款情况
(单位：亿元、%)

债务人名称	账面余额	占应收账款合计的比例	坏账准备
潞安化工集团有限公司	20.14	16.72	0.35
太原煤炭气化（集团）有限责任公司	12.67	10.52	0.00
山西煤炭运销集团晋中榆次有限公司	6.44	5.34	0.00

表 17 截至 2021 年底公司前五大其他应收款情况 (单位：万元、%)

债务人名称	款项性质	账面余额	占比	是否关联方
阳泉煤业太行地产投资管理有限公司	往来款	58.06	23.93	是
太原化学工业集团有限公司	往来款	43.50	17.93	是
阳煤集团太原化工新材料有限公司	往来款	36.43	15.01	是
阳煤煤业集团孟县化工有限责任公司	往来款	25.39	10.46	是
晋能控股煤业集团有限公司	往来款	14.76	6.08	是
合计	—	178.13	73.41	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司存货 89.24 亿元，较上年底下降 53.44%，主要系太行地产不再纳入合并范围所致。公司存货主要由原材料（占 36.55%）、自制半成品及在产品（占 26.04%）和库存商品（占 34.72%）构成。累计计提跌价准备 0.98 亿元，计提比例较低，

晋能控股煤业集团有限公司	9.08	7.53	0.00
阳泉煤业（集团）平定泰昌煤业有限公司	5.47	4.54	5.47
合计	53.80	44.66	5.82

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

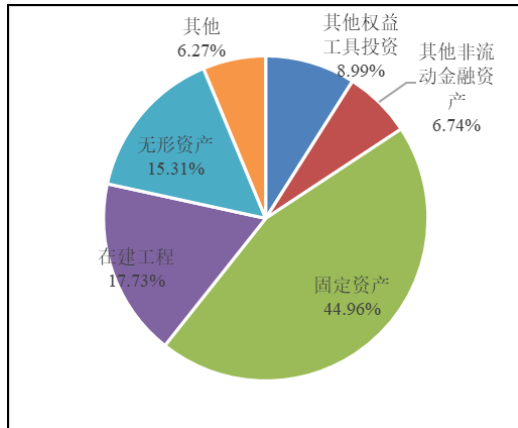
截至 2021 年底，公司其他应收款 228.26 亿元，较上年底增长 104.58%，主要系往来款大幅增加所致。2021 年 6 月，公司将原子公司阳泉煤业太行地产投资管理有限公司（以下简称“太行地产”）托管后，公司应收太行地产的往来款余额为 58.06 亿元。2021 年，阳煤煤业集团孟县化工有限责任公司不再纳入合并范围后，原内部往来款变为外部往来款；同时，与晋能煤业的往来款增加。公司按账龄披露的其他应收款项中，1 年以内的占 60.53%，1~2 年的占 13.70%，2~3 年的占 0.48%，3 年以上的占 25.30%，综合账龄较长。公司共计提坏账准备 14.43 亿元，计提比例 5.95%。其中，因阳泉煤业（集团）平定泰昌煤业有限公司破产清算，公司对其的投资借款存在回收风险，已全额计提 5.47 亿元坏账准备。公司前五大其他应收款合计为 178.13 亿元，均为关联方往来款，较大规模的其他应收款占用公司运营资金。

由于公司存货主要为煤炭、化工原材料、化工产品等，存在一定跌价风险。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 1896.91 亿元，较上年底下降 0.12%。公司非流动资产构成如下图所示。

图 9 截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司执行最新金融工具准则，2021 年 1 月 1 日及以后将持有的部分非交易性股权投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，列报为其他权益工具投资。截至 2021 年底，公司其他权益工具投资 170.52 亿元，较 2021 年年初增长 80.38%，主要系购买山西潞安矿业（集团）有限责任公司和太原重型机械集团有限公司永续期债所致；公司其他权益工具投资 2021 年持有期间的投资收益为 3.51 亿元。

公司执行最新金融工具准则，2021 年 1 月 1 日及以后将其重分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，列报为交易性金融资产或其他非流动金融资产。截至 2021 年底，公司其他非流动金融资产 127.80 亿元，较年初减少 8.19%，主要为公司对参股公司的股权投资。

截至 2021 年底，公司固定资产 852.86 亿元，较上年底增长 10.24%，主要是在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 43.05%）和机器设备（占 53.59%）构成，累计计提折旧 603.52 亿元；固定资产成新率 59.24%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程 336.35 亿元，较上年底下降 31.96%，主要系新疆国泰新华及医用树脂新材料在建项目转固所致；累计计提减值准备 3.13 亿元。

截至 2021 年底，公司无形资产 290.44 亿

元，较上年底变化不大。从构成看，主要由土地使用权（占 17.97%）、非专利技术（占 5.37%）、特许权（占 9.16%）和采矿权价款（占 52.46%）构成。公司无形资产累计摊销 71.88 亿元。

截至 2021 年底，公司受限资产合计为 324.77 亿元，占期末资产总额的比例为 11.93%，受限规模较大，具体情况如下表所示。

表 18 截至 2021 年底公司资产受限情况
(单位：亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	202.60	受限资金
应收票据	0.17	质押
应收账款	0.24	销售电费收费权抵押
应收款项融资	1.67	质押
存货	2.15	法院查封
固定资产	108.21	借款抵押、售后回租、法院查封
无形资产	3.79	借款抵押
在建工程	5.94	借款抵押、售后回租、法院查封
合计	324.77	--

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2716.07 亿元，资产规模及结构较上年底变化均不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模保持稳定。少数股东权益和其他权益工具占比较大，权益稳定性较弱。公司未分配利润持续为负，历年累积亏损对公司权益侵蚀严重。

截至 2021 年底，公司所有者权益 566.73 亿元，较上年底下降 2.42%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 51.35%，少数股东权益占比为 48.65%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 12.82%、35.33%、18.17%和-19.37%。截至 2021 年底，公司其他权益工具为 200.20 亿元，较上年底增长 44.12%，主要为公司及

子公司华阳股份的永续中期票据及永续期公司债；受下属的煤化工企业亏损严重、合并范围变化以及永续债利息支付影响，公司未分配利润由上年底的-57.07 亿元下降至-109.78 亿元，亏损规模扩大。整体看，公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较大，结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 586.31 亿元，较上年底增长 3.45%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 51.46%，少数股东权益占比为 48.54%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 12.39%、34.15%、17.57%和-17.46%。所有者权益结构稳定性较弱。

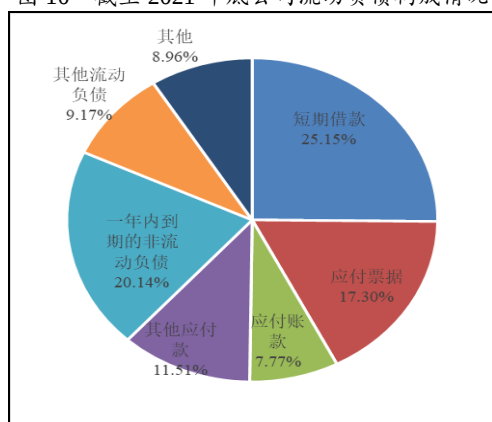
（2）负债

跟踪期内，公司债务负担仍重，且短期债务占比高，短期支付压力较大。

截至 2021 年底，公司负债总额 2154.70 亿元，较上年底增长 7.32%。其中，流动负债占 77.09%，非流动负债占 22.91%。公司负债以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债 1661.10 亿元，较上年底增长 19.65%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款等增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 10 截至 2021 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 2021 年底，公司短期借款 417.78 亿元，较上年底增长 24.13%，主要系随着公司

生产规模的不断扩大，资金需求增加所致。短期借款以保证借款 132.29 亿元（占 31.66%）和信用借款 280.11 亿元（占 67.05%）为主。

截至 2021 年底，公司应付票据 287.38 亿元，较上年底增长 25.21%，主要系根据自身的生产经营情况，公司增加票据结算所致。公司应付票据中商业承兑汇票 34.97 亿元，银行承兑汇票 252.41 亿元。

截至 2021 年底，公司应付账款 129.10 亿元，较上年底增长 25.73%，主要系应付工程款、设备款及货款等增加所致。从账龄上看，1 年以内的应付账款占 54.26%，1~2 年的占 16.95%，2 年及以上占 28.79%。

截至 2021 年底，公司其他应付款 191.12 亿元，较上年底增长 238.85%，主要系当年新增与省属企业往来款 145.56 亿元所致。截至 2021 年底，账龄超过一年的前五大客户占比合计 11.90%，集中度较低。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 334.54 亿元，较上年底增长 15.50%，主要系一年内到期的应付债券重分类所致。

截至 2021 年底，公司其他流动负债 152.27 亿元，较上年底下降 42.58%，主要系短期应付债券规模减少所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 493.60 亿元，较上年底下降 20.31%，主要系应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 53.94%）、应付债券（占 26.41%）和长期应付款（占 12.70%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 266.24 亿元，较上年底增长 11.72%，主要系随着在建项目的建设，公司融资需求增加所致。公司长期借款主要由信用借款（353.93 亿元）和保证借款（15.99 亿元）构成。

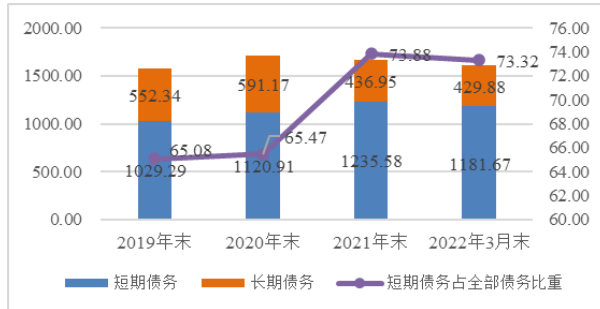
截至 2021 年底，公司应付债券 130.35 亿元，较上年底下降 55.42%，主要系一年到期的应付债券重分类所致。

截至 2021 年底，公司长期应付款 62.71 亿元，较上年底增长 6.11%。公司长期应付款

主要由融资租赁款和借款构成，分别为 35.79

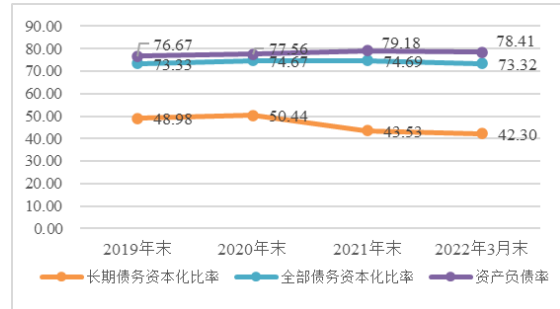
亿元和 14.55 亿元。

图 11 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 12 公司债务杠杆水平（%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司全部债务 1672.52 亿元，较上年底下降 2.31%。债务结构方面，短期债务占 73.88%，长期债务占 26.12%，以短期债务为主，其中，短期债务 1235.58 亿元，较上年底增长 10.23%；长期债务 436.95 亿元，较上年底下降 26.09%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.18%、74.69% 和 43.53%，较上年底分别提高 1.61 个百分点、提高 0.02 个百分点和下降 6.91 个百分点。公司债务负担重。

如将其他权益工具调入长期债务，截至 2021 年底，公司全部债务增至 1872.73 亿元。债务结构方面，短期债务 1235.58 亿元（占 65.98%），长期债务 637.15 亿元（占 34.02%）。从债务指标看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.53%、83.63% 和 63.48%，较调整前分别上升 7.36 个百分点、8.94 个百分点和 19.95 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 2129.76 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 77.16%，非流动负债占 22.84%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 1611.55 亿元，较上年底下降 3.65%。债务结构方面，短期债务占 73.32%，长期债务占

26.68%，以短期债务为主，其中，短期债务 1181.67 亿元，较上年底下降 4.36%；长期债务 429.88 亿元，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.41%、73.32% 和 42.30%，较上年底分别下降 0.76 个百分点、1.37 个百分点和 1.23 个百分点。

如将其他权益工具调入长期债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务增至 1811.75 亿元。债务结构方面，短期债务 1181.67 亿元（占 65.22%）、长期债务 630.09 亿元（占 34.78%）。从债务指标看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.78%、82.43% 和 62.00%，较调整前分别上升 7.37 个百分点、9.11 个百分点和 19.70 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年，受煤炭、化工、电解铝等产品价格上涨影响，公司营业总收入和利润总额均有所增长，但各类减值损失、营业外支出等非经常性损益对利润影响大，公司整体盈利能力一般。

2021 年，公司实现营业总收入 1868.27 亿元，同比增长 7.50%，主要系煤炭、化工、电解铝等产品价格上涨所致；公司利润总额 43.01 亿元，同比增长 259.99%。公司净利润

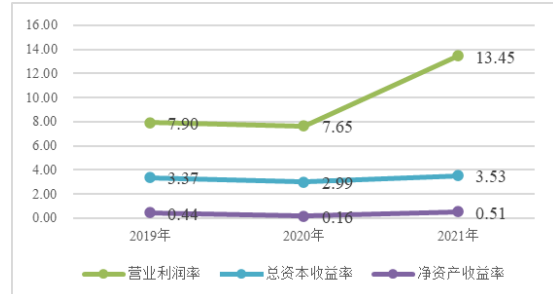
2.90 亿元，同比增长 209.03%；其中，归属于母公司净利润为-30.30 亿元，亏损规模进一步扩大，主要系下属的煤化工企业亏损严重所致。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 164.03 亿元，同比增长 31.84%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 3.09%、51.37%、4.67%和 40.88%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 84.26 亿元，同比增长 36.42%，主要系职工薪酬和其他费用增长所致；财务费用为 67.05 亿元，同比增长 26.84%，主要系融资规模扩大导致利息支出增加，以及利息收入减少所致。2021 年，公司期间费用率同比提高 1.62 个百分点至 8.78%，公司期间费用控制能力仍有待提升。

非经常性损益方面，2021 年，公司投资收益同比增长 51.71%至 11.77 亿元，主要系处置交易性金融资产（7.48 亿元）和投资其他权益工具所取得的投资收益（3.51 亿元）规模较大所致。公司其他收益主要为项目补助资金、奖励金等，2021 年，公司其他收益同比减少 26.76%至 3.96 亿元，公司资产减值损失由上年的 3.53 亿元增长至 24.68 亿元，由于部分矿产资源枯竭，公司对固定资产和无形资产分别计提 18.95 亿元和 2.49 亿元的减值损失；对停建和评估减值的在建工程计提 1.76 亿元的减值损失。2021 年，公司信用减值损失同比下降 34.41%至 4.87 亿元，为公司对应收账款和其他应收款计提的坏账损失。2021 年，公司对部分井巷资产进行集中报废处理，形成非流动资产毁损报废损失 14.17 亿元，公司对三供一业移交改造支出 12.57 亿元，导致公司营业外支出大幅增加 28.20 亿元至 30.43 亿元。2021 年，资产减值损失和信用减值损失分别占营业利润的比重为 34.60%和 6.83%，营业外支出占利润总额的比重为 70.77%，较大规模的减值损失和营

业外支出侵蚀公司利润。整体看，非经常性损益对公司利润影响大。

图 13 公司盈利指标 (%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2021 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 13.41%、3.53%和 0.51%，同比分别提高 5.82 个百分点、0.54 个百分点和 0.35 个百分点，受益于煤炭、化工、铝电等产品价格提升，公司各盈利指标均有所提升。从山西地区大型煤炭企业盈利指标来看，公司盈利指标表现一般。

表 19 2021 年同行业企业主要盈利指标对比

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山西潞安矿业（集团）有限责任公司	15.68%	3.98%	1.40%
晋能控股装备制造集团有限公司	17.72%	4.99%	6.80%
公司	15.87%	4.38%	0.51%

注：Wind 与联合资信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
资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司营业总收入 437.12 亿元，同比下降 2.83%；净利润 16.29 亿元，同比增长 74.17%，主要系煤炭价格上涨所致。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量较差；投资支出规模较大，考虑到未来公司在建项目投资支出保持较大规模，公司外部融资需求较大。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
----	--------	--------	--------	--------------

经营活动现金流入小计	1537.19	1546.93	1646.52	465.52
经营活动现金流出小计	1468.39	1430.60	1486.07	428.98
经营活动现金流量净额	68.80	116.32	160.45	36.53
投资活动现金流入小计	102.02	62.99	203.01	51.86
投资活动现金流出小计	193.80	230.43	193.27	17.79
投资活动现金流量净额	-91.78	-167.43	9.74	34.06
筹资活动前现金流量净额	-22.98	-51.11	170.18	70.59
筹资活动现金流入小计	1092.45	1228.91	1166.40	293.83
筹资活动现金流出小计	1080.32	1160.90	1335.93	328.39
筹资活动现金流量净额	12.13	68.01	-169.52	-34.55
现金收入比	84.40	84.93	86.09	102.71

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 6.44%；经营活动现金流出同比增长 3.88%；公司经营活动现金净流入同比增长 37.93%。2021 年，公司现金收入比为 86.09%，同比提高 1.16 个百分点，公司收入实现质量仍较差。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比增长 222.27%，主要系公司收回部分往来款，收到其他与投资活动有关的现金同比增长 21.83 倍至 161.09 亿元所致；投资活动现金流出同比下降 16.12%，主要系固定资产项目投入减少所致。2021 年，公司投资活动现金由上年的净流出 167.43 亿元转为净流入 9.74 亿元。

2021 年，受煤炭、化工和电解铝等产品价格增长导致经营现金净流入增加，叠加投资活动现金流转为净流入，公司筹资活动前现金流转为净流入。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入同比下降 5.09%，主要系借款规模下降所致；筹资活动现金流出同比增长 15.08%，主要系偿还债务支付的资金和支付其他与筹资活动有关的现金增长所致。2021 年，公司筹资活动现金由上年净流入转为净流出。

2022 年 1—3 月，受营业总收入增长影响，公司经营活动现金净流入量同比增长 34.22%；公司投资活动现金流量净额为 34.06 亿元；筹资活动现金流出净额由净流出 34.55 亿元。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现均较弱，考虑到公司市场地位、规模优势、政府支持以及融资渠道畅通，整体偿债能力极强。

表 21 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	55.17	49.64	49.64	49.98
	速动比率（%）	41.16	35.84	44.26	44.82
	经营现金/流动负债（%）	5.26	8.38	9.66	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.07	0.10	0.13	0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	0.27	0.26	0.29	0.30
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	152.17	151.97	220.00	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.39	11.27	7.60	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.07	0.10	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.66	1.65	2.84	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.75	1.26	2.07	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率较上年底无变化；公司存货规模下降，速动比率较上年底提升 8.43 个百分点。2021 年，经营活动现金流量净额对流动负债保障程度弱；公司短期债务规模较大，经营活动现金流量净额和现金类资产对公司短期债务保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 220.00 亿元，同比增长 44.76%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 33.27%）、摊销（占 12.58%）、计入财务费用的利息支出（占 34.60%）和利润总额（占 19.55%）构成。2021 年，EBITDA 和经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出的保障程度较上年均有所提升，但覆盖程度仍较弱。整体看，公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至 2021 年底，公司对外担保余额合计 70.57 亿元，占所有者权益的比重为 12.45%，对外担保规模较大，若被担保企业经营不善，公司可能存在或有负债风险。被担保方均为国有控股企业，以山西省内国企为主。

表 22 截至 2021 年底公司对外担保情况
(单位：亿元)

担保单位	被担保对象	担保方式	实际担保金额
华阳集团	山西汾西矿业(集团)有限责任公司	连带责任保证	5.05
华阳集团	山西煤炭进出口集团有限公司		7.11
华阳集团	冀建投寿阳热电有限责任公司		5.75
华阳集团	阳煤集团太原化工新材料有限公司		33.25
华阳集团	山西世忻铁路运销有限公司		16.91
阳泉煤业集团融资再担保有限责任公司	太原化学工业集团有限公司		2.00
阳泉煤业集团融资再担保有限公司	阳煤集团太原化工新材料有限公司		0.49
合计	--	--	70.57

资料来源：企业提供

截至 2022 年 3 月底，公司及子公司共有 5 笔主要未决诉讼，均为合同纠纷。其中 4 笔诉讼中子公司作为原告；1 笔诉讼中子公司作为被告，涉诉合同总金额为 1.22 亿元，公司或有风险可控。

截至 2021 年底，公司共获银行授信额度 1519.20 亿元，尚未使用额度为 507.73 亿元，间接融资渠道畅通。另外子公司华阳股份为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模变化不大，流动资产占比较高；母公司资产主要由其他应收款、长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产构成；公司主要经营业务在子公司层面开展，母公司承担了较多的融资职责，较大规模的财务费用导致母公司亏损严重。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1720.62 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产

887.78 亿元(占 51.60%)，非流动资产 832.84 亿元(占 48.40%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占 12.11%)和其他应收款(占 86.26%)构成，公司非流动资产主要由其他权益工具投资(占 17.42%)、其他非流动金融资产(占 14.33%)、长期股权投资(占 36.07%)、固定资产(占 5.41%)和无形资产(占 15.57%)构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 107.51 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1423.75 亿元，较上年底下降 1.71%。其中，流动负债 1061.26 亿元(占 74.54%)，非流动负债 362.49 亿元(占 25.46%)。从构成看，流动负债主要由短期借款(占 28.08%)、应付票据(占 21.79%)、其他应付款(占 10.54%)、一年内到期的非流动负债(占 24.64%)和其他流动负债(占 13.34%)构成；非流动负债主要由长期借款(占 64.20%)和应付债券(占 30.33%)构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 82.75%，较上年底下降 1.75 个百分点。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 296.87 亿元，较上年底增长 11.71%，母公司所有者权益中主要由实收资本 72.65 亿元(占 24.47%)、其他权益工具 200.20 亿元(占 67.44%)、资本公积 108.38 亿元(占 36.51%)和未分配利润-97.05 亿元(占-32.69%)构成，权益稳定性一般。

2021 年，母公司营业总收入为 85.62 亿元，营业收入为 85.62 亿元，利润总额为-33.80 亿元。同期，母公司投资收益为 12.50 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 12.42 亿元，投资活动现金流净额 84.21 亿元，筹资活动现金流净额-112.37 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 1680.60 亿元，所有者权益为 292.76 亿元，负债总额 1387.85 亿元；母公司资产负债率 82.58%。2022 年 1—3 月，母公司营业总收入 23.85 亿元，利润总额-4.40 亿元，投资收益

0.16 亿元。2022 年 1—3 月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 4.82 亿元、41.94 亿元、-34.39 亿元。

十一、外部支持

跟踪期内，政府支持力度仍较大。

公司作为国有大型煤炭企业和山西省煤炭企业重组主体之一，能够获得政府在去产能配套工作、安全改造等方面的支持，区域政策支持较明显。2019—2021 年，公司其他收益分别为 5.48 亿元、5.41 亿元和 3.96 亿元，以政府补贴为主，种类多，金额大，包括增值税退税、政府补贴、技术改造资金等。2019—2021 年，公司营业外收入中的政府补助分别为 0.28 亿元、0.46 亿元和 64.29 万元，主要为稳岗补贴、研发补助、去产能奖补资金等。

十二、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入、现金类资产、经营活动现金流净额和 EBITDA 对 2022 年剩余到期债券保障能力很强。

截至 2022 年 6 月 24 日，公司存续债券余额共 339.43 亿元。假设公司存续债均在下一个行权日全额回售或赎回，2022 年剩余到期债券本金为 128.43 亿元，为存续债券待偿还本金峰值。

截至 2022 年 3 月底，公司现金类资产为 359.87 亿元，为 2022 年到期债券本金的 2.80 倍，现金类资产对 2022 年到期债券保障能力很强。

2021 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 对存续债券待偿还本金峰值的覆盖倍数分别为 12.82 倍、1.25 倍和 1.71 倍。

未来待偿债券本金峰值（亿元）	128.43
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	2.80
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	12.82
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.25
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.71

注：1. 假设公司存续债均在下一个行权日全额回售或赎回，本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2022 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2021 年度数据
资料来源：Wind

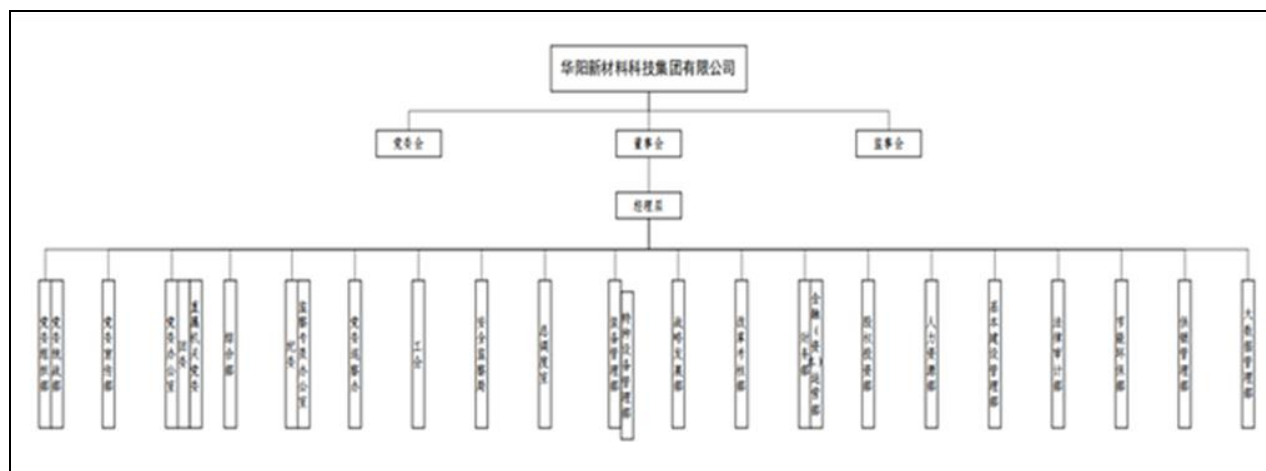
十三、结论

基于对公司经营风险、财务风险、债项条款及政府支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“18 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN003”“19 阳煤 MTN004”“19 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN001”“20 阳煤 MTN004”“20 阳煤 MTN005”“20 阳煤 MTN009”和“22 华阳新材 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

表 23 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
2022 年度剩余应到期债券金额（亿元）	128.43

附件 1-1 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司二级子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
1	山西华阳集团新能股份有限公司	240500.00	55.52	烟煤和无烟煤的开采洗选及销售
2	阳煤化工股份有限公司	237598.20	34.96	氮肥制造
3	阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司	100000.00	51.00	动力煤项目及相关能源产业项目
4	阳煤集团天誉矿业投资有限责任公司	51000.00	100.00	其他煤炭采选
5	阳泉煤业集团天安产业孵化器有限责任公司	25500.00	100.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
6	阳泉煤业化工集团有限责任公司	325000.00	100.00	化工原辅材料
7	阳泉煤业集团沙钢矿业投资有限公司	140000.00	51.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
8	山西新元煤炭有限责任公司	43461.00	55.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
9	山西石港煤业有限责任公司	11000.00	98.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
10	山西阳煤寺家庄煤业有限责任公司	123700.00	100.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
11	昔阳县坪上煤业有限责任公司	8725.00	51.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
12	山西昔阳运裕煤业有限责任公司	7505.12	60.00	烟煤和无烟煤的开采
13	阳泉煤业集团华越机械有限公司	25280.77	100.00	制造销售机电设备
14	阳泉煤业（集团）华鑫电气有限公司	4239.52	100.00	销售变压器
15	山西兆丰铝电有限责任公司	66239.00	100.00	金属材料及金属矿产品、化工产品进出口业务、销售、制造
16	山西兆丰铝业有限责任公司	272293.52	33.24	生产销售铝锭、铝型材及铝制品
17	阳泉煤业集团融资再担保有限责任公司	189178.96	52.86	集团内融资再担保业务
18	阳泉市南庄煤炭集团有限责任公司	52503.20	51.00	烟煤和无烟煤的开采洗选
19	深圳阳煤金陵产业投资基金有限公司	121000.00	82.64	投资与资产管理
20	华阳集团（山西）碳基材料科贸有限公司	5000.00	100.00	房地产开发
21	阳泉阳煤中小企业投资管理（集团）有限责任公司	7500.00	100.00	钢材、木材、建材、机械设备、电子产品、技术咨询
22	阳泉煤业集团国际贸易有限公司	110000.00	100.00	贸易代理
23	华阳集团（山西）树脂医用材料有限责任公司	80000.00	100.00	专项化学用品制造
24	新疆国泰新华矿业股份有限公司	11000.00	90.91	其他煤炭采选
25	阳泉煤业集团物资经销有限责任公司	30159.60	100.00	金属及金属矿批发
26	山西科林矿山检测技术有限责任公司	300.00	51.00	环境检测、煤矿设备性能测试
27	山西阳煤联创信息技术有限公司	1000.00	60.00	无线寻呼业务、因特网接入服务、通信技术软件开发
28	山西京宇磁性材料有限公司	12522.53	97.85	生产销售钕铁硼、铁氧体、金属钕及磁性材料产品
29	山西辰诚建设工程有限公司	3758.00	51.00	其他专业技术服务
30	阳泉煤业集团吉成建设工程检测有限责任公司	600.00	100.00	工程质量检测
31	阳泉煤业集团财务有限责任公司	177947.61	65.51	对成员企业办理财务和融资顾问等
32	阳泉煤业集团晋南煤炭管理有限责任公司	1000.00	100.00	煤矿的投资及管理
33	华阳集团智联（山西）新材料科技有限公司	50.00	100.00	房屋租赁
34	阳煤忻州通用机械有限责任公司	31406.12	51.00	矿山机械制造
35	阳泉科汇瓦斯检测技术有限公司	150.00	100.00	其他未列明服务业
36	山西顶吉食品开发有限公司	3750.00	60.00	果菜汁及果菜汁饮料制造
37	阳泉阳华瓦斯治理工程有限责任公司	500.00	60.00	瓦斯地质技术咨询服务
38	阳煤集团大宁农业开发有限公司	7000.00	100.00	食用菌种植

39	山西维克特瑞瓦斯钻抽有限公司	1000.00	51.00	煤矿瓦斯治理等
40	和顺和邢铁路建设投资有限公司	107500.00	95.65	投资与资产管理
41	山西阳泰环保技术服务有限公司	500.00	55.00	环保节能项目等
42	阳泉煤业（集团）房地产开发有限责任公司	3000.00	80.00	房地产开发、经营、物业管理
43	阳煤集团晋中物流有限公司	400.00	100.00	货物运输代理
44	阳泉煤业集团长沟煤矿有限责任公司	19053.67	62.98	煤炭开采
45	山西阳煤新科农业开发有限公司	2500.00	60.00	仁果类和核桃类水果种植
46	山西阳煤电力销售有限公司	20000.00	100.00	电力供应
47	阳泉煤业集团兴峪煤业有限公司	1275.51	70.56	煤炭开采
48	阳煤集团孟县铝土矿有限责任公司	1000.00	60.00	铝土矿
49	山西瑞阳煤层气有限公司	7215.00	54.95	天然气
50	山西宏厦第一建设有限责任公司	8000.00	100.00	土木工程建筑业
51	阳泉新宇岩土工程有限责任公司	1500.00	100.00	专业技术服务业
52	山西亚美建筑工程材料有限责任公司	24304.29	96.75	黑色金属冶炼和压延加工业
53	山西宏厦建筑工程有限公司	6000.00	100.00	房地产业
54	山西宏厦建筑工程第三有限公司	6000.00	100.00	建筑装饰、装修和其他建筑业
55	阳泉晋美耐火材料有限公司	5732.00	100.00	非金属矿物制品业
56	山西阳煤华豹纳谷气凝胶涂层有限公司	2700.00	39.00	化学纤维制造业
57	山西链接数字工业科技有限公司	100.00	45.00	信息技术
58	华阳集团（阳泉）新能源销售有限公司	5000.00	100.00	贸易销售
59	华阳集团（山西）钙基新材料有限责任公司	30000.00	80.00	电石加工
60	山西阳煤九洲节能环保科技有限责任公司	5000.00	100.00	环境治理
61	山西嘉盛招标代理有限公司	735.00	78.57	招标代理
62	华阳集团（山西）纤维新材料有限责任公司	155675.06	70.66	基础化学原料
63	华阳集团（山西）碳基合成新材料有限责任公司	5000.00	100.00	基础化学原料
64	阳煤集团纳谷（山西）气凝胶科创城管理有限责任公司	10000.00	100.00	园区管理服务

注：截至 2021 年底，公司对阳煤化工股份有限公司、山西兆丰铝业有限责任公司、山西阳煤华豹纳谷气凝胶涂层有限公司和的山西链接数字工业科技有限公司的持股比例未超过 50%，由于公司对上述公司形成实际控制权，因此公司将上述公司纳入合并范围
 资料来源：公司财务报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	275.96	293.14	362.60	359.87
资产总额（亿元）	2466.47	2588.48	2721.43	2716.07
所有者权益合计（亿元）	575.32	580.79	566.73	586.31
短期债务（亿元）	1029.29	1120.91	1235.58	1181.67
长期债务（亿元）	552.34	591.17	436.95	429.88
全部债务（亿元）	1581.64	1712.08	1672.52	1611.55
营业总收入（亿元）	1761.02	1737.97	1868.27	437.12
利润总额（亿元）	16.58	11.95	43.01	26.02
EBITDA（亿元）	152.17	151.97	220.00	--
经营性净现金流（亿元）	68.80	116.32	160.45	36.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.33	19.10	15.14	--
存货周转次数（次）	8.80	8.41	11.19	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.69	0.70	--
现金收入比（%）	84.40	84.93	86.09	102.71
营业利润率（%）	7.90	7.65	13.45	13.38
总资本收益率（%）	3.37	2.99	3.53	--
净资产收益率（%）	0.44	0.16	0.51	--
长期债务资本化比率（%）	48.98	50.44	43.53	42.30
全部债务资本化比率（%）	73.33	74.67	74.69	73.32
资产负债率（%）	76.67	77.56	79.18	78.41
流动比率（%）	55.17	49.64	49.64	49.98
速动比率（%）	41.16	35.84	44.26	44.82
经营现金流流动负债比（%）	5.26	8.38	9.66	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.26	0.29	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.65	2.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.39	11.27	7.60	--

注：1. 2022 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、其他应付款中有息部分已调整至短期债务，长期应付款中有息部分已调整至长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	78.12	77.23	110.66	101.05
资产总额（亿元）	1582.67	1714.32	1720.62	1680.60
所有者权益（亿元）	272.61	265.74	296.87	292.76
短期债务（亿元）	640.11	586.66	983.96	985.31
长期债务（亿元）	412.58	482.05	357.02	306.04
全部债务（亿元）	1052.69	1068.71	1340.99	1291.35
营业总收入（亿元）	88.73	66.81	85.62	23.85
利润总额（亿元）	9.47	-24.61	-33.80	-4.40
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	14.78	9.05	12.42	4.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.74	6.30	9.59	--
存货周转次数（次）	24.62	34.53	132.21	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.04	0.05	--
现金收入比（%）	107.17	118.74	104.80	71.82
营业利润率（%）	24.69	17.00	8.21	4.90
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.46	-9.33	-11.42	--
长期债务资本化比率（%）	60.21	64.46	54.60	51.11
全部债务资本化比率（%）	79.43	80.09	81.87	81.52
资产负债率（%）	82.78	84.50	82.75	82.58
流动比率（%）	104.94	99.85	83.65	78.59
速动比率（%）	104.63	99.82	83.57	78.47
经营现金流动负债比（%）	1.66	0.94	1.17	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.13	0.11	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2022 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 公司本部其他流动负债、其他应付款中有息部分已调整至短期债务，公司本部长长期应付款已调整至长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持