

信用等级公告

联合〔2020〕3713号

联合资信评估股份有限公司通过对阳泉煤业（集团）有限责任公司及其拟发行的 2020 年度第九期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定阳泉煤业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，阳泉煤业（集团）有限责任公司 2020 年度第九期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年九月二十二日



阳泉煤业（集团）有限责任公司

2020 年度九期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况

本期中期票据发行额度：基础发行额度 5 亿元，发行额度上限 10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 9 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“阳煤集团”）的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业，在资源储备、产业布局、技术装备、财政支持等方面拥有的优势，近年来公司煤炭板块保持较高的毛利水平，经营活动净现金流规模持续增长。同时联合资信也关注到公司所处化工及铝业务所处行业景气度低、铝业板块成本倒挂，整体盈利能力一般、债务负担重且短期债务占比高等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，拥有大量储备资源，对未来持续经营形成良好支撑。未来公司将进一步完善煤化工产业布局，进而提升公司的抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 政府支持力度大，资源和市场竞争优势明显。公司是中国规划的 13 个大型煤炭基地—晋东煤炭基地的重要组成部分，在产业优化和转型升级等方面获政府支持力度大。公司无烟煤产品附加值高，市场竞争力强，资源优势明显。
2. 2019 年，公司在建煤炭项目规模较大，预计达产后煤炭产能将进一步增长。公司在建主要煤炭项目规划产能达 1010 万吨/年，预计建成达产后煤炭产能将进一步增长。

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	F4	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构	3		
		偿债能力	4		
调整因素和理由					调整子级
公司为山西省大型煤炭企业, 地位重要, 为政府重点支持企业, 山西省国资委对公司支持力度大					+2
公司在建煤炭项目规模较大, 预计达产后煤炭产能将进一步增长					+1

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

分析师: 黄露 王皓 王佳晨子

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

3. 公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。2019 年, 公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度上限的 153.72 倍、6.88 倍和 15.02 倍。

关注

1. 公司盈利指标表现趋弱。2019 年, 公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 7.90%、3.20% 和 0.44%, 较 2018 年分别下降 1.23 个、0.30 个和 0.83 个百分点。
2. 公司债务负担重, 存在较大的短期支付压力。截至 2019 年底, 公司调整后全部债务 1695.45 亿元, 调整后全部债务资本化比率为 78.60%, 债务负担重。其中, 短期债务占 60.71%, 存在较大的短期支付压力。
3. 公司煤炭开采和安全生产管理难度较大。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。

主要财务数据:

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

公司本部(母公司)

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

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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/08/12	黄露 王皓 王佳晨子	联合资信评估股份有限公司煤炭企业 信用评级方法(V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司煤炭企业主体 信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2017/06/02	郭昊 常启睿	煤炭行业企业信用分析要点(2016)	阅读全文

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

阳泉煤业（集团）有限责任公司

2020 年度第九期中期票据信用评级报告

一、 主体概况

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

表 1 公司实收资本情况(单位: 万元、%)

名称	出资额占比
山西省国有资本投资运营有限公司	54.03
山西焦煤集团有限责任公司	5.55
中国信达资产管理股份有限公司	40.42
合计	100.00

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

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

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

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

公司注册地址：山西省阳泉市北大西街 5 号；法定代表人：翟红。

二、 本期中期票据概况

公司已完成 DFI 注册（中市协注〔2020〕DFI8 号），本期拟发行阳泉煤业(集团)有限责任公司 2020 年度第九期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行额度为 5 亿元，发行额度上限为 10 亿元，期限为 3 年。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利。本期中期票据每年付息一次，于到期日一次性兑付本金及最后一期利息。公司计划将本期中期票据募集资金用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年上半年,突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象,但是依然处于萎缩低迷中,全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正,超预期增长3.2%,但上半年同比依然下降1.6%,疫情的负面影响尚未消除,经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散,疫情对世界经济的冲击将继续发展演变,外部风险挑战明显增多,国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制,经济活动受到严重冲击,2020年上半年中国经济出现负增长,GDP累计同比增长-1.6%,其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲,对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表2 2017—2020年上半年中国主要经济数据

项目	2017	2018	2019	2020	2020
GDP(万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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

数据来源:联合资信根据国家统计局和wind数据整理

三大需求全面收缩。2020年上半年,社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%,降幅较一季度(-19.0%)有所收窄,但仍处于深度萎缩状态;全国网络零售额达5.15万亿元,同比增长7.3%,为支撑消费的重要力量;全国固定资产投资(不含农户)累计同比增长-3.1%,比上季度(-16.1%)明显收窄,同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看,制造业投资增速为-11.7%,降幅比一季度(-25.2%)有所收窄,处于历史同期最低水平;基础设施建设(不含电力)投资增速为-2.7%,较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄,仍处下降状态;房地产投资增速为1.9%,较一季度(-7.7%)转负为正,成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%,比上年低13个百分点;国有投资增速为-5.8%,比上年低2.7个百分点。2020年1—6月,货物进出口总额14.24万亿元人民币,同比增长-3.2%,增速较一季度(-6.5%)收窄。其中,出口额7.71万亿元,累计同比增长-3.0%;进口额6.52万亿元,累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元,较一季度(993.0亿元)大幅增加,较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年,中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元(同比增长-1.8%),对东盟累计进出口额为2.09万亿元(同比增长5.6%),对美国累计进出口额为1.64万亿元(同比增长-6.6%),对日本累计进出口额为1.03万亿元(同比增长0.4%),东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度,资本形成总额拉动GDP增长5个百分点,最终消费支出向下拉动GDP2.3个百分点,货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点,可见二季度经济恢复超预期,主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快,服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%,其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%,其

中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0% 和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9% 和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、

5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情影响负面冲击，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需

具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、 行业分析

1. 煤炭采选业

行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自2012年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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

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

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭

—太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002—2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015年，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，2012年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2017—2019年，煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

煤炭价格

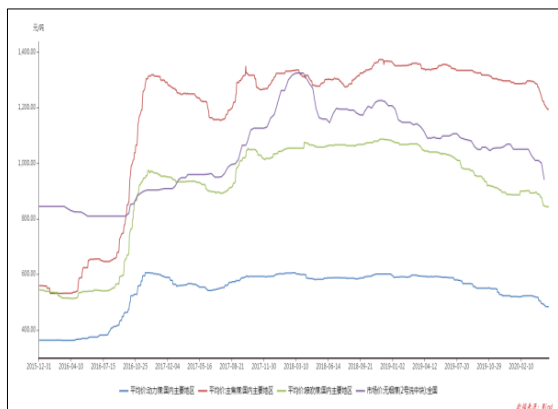
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明

¹数据引用自《BP世界能源统计年鉴》第68版中文版，为2018年数据

显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002—2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。据WIND资讯统计，截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图1 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回

暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

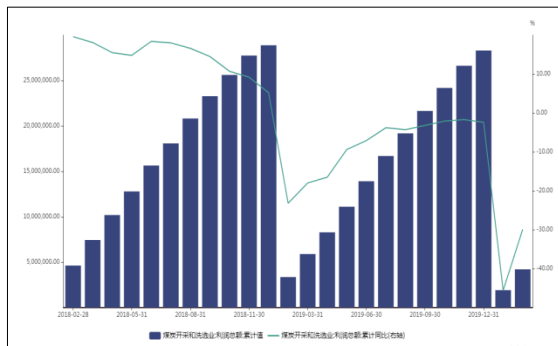
2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。

2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图2 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

行业关注

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

(2) 运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要

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

(3) 去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

(4) 新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

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

1.54 个百分点。

行业展望

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

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

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

2. 煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对应上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企

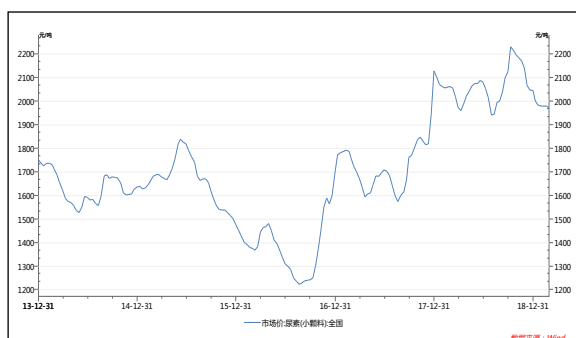
业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015—2017年以来，中国尿素产量连续下滑。2017年全年总产量5758万吨，较2016年同比下滑近20%。截至2017年底，全国尿素总产能约7489万吨，扣除停车9个月以上可认为复产无望退出市场的产能，中国尿素有效产能约为7241万吨，其中煤头尿素5446万吨，气头尿素1795万吨。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2017—2019年，尿素出口量分别为885.97万吨、465.00万吨和244.30万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图3 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬—8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，尿素价格较2018年底价格高点有所回落；2019年初以来，尿素价格总体呈延续回落趋势，截至2019年2月28日，尿素（小颗粒）价格为1969.90元/吨。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

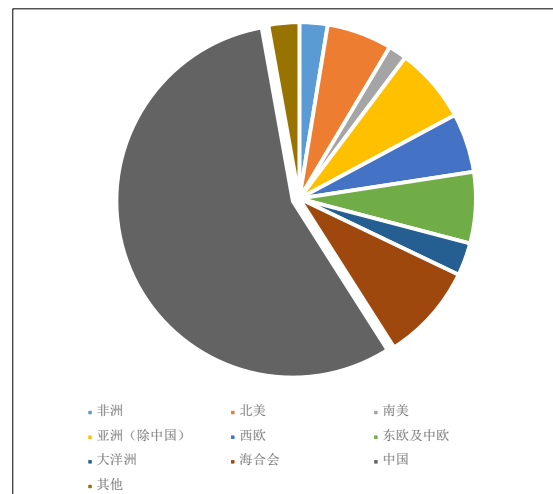
3. 铝业

行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性强和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”“以铝节铜”“以铝代塑”“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、

电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

图4 2019年全球各地区原铝产量情况



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

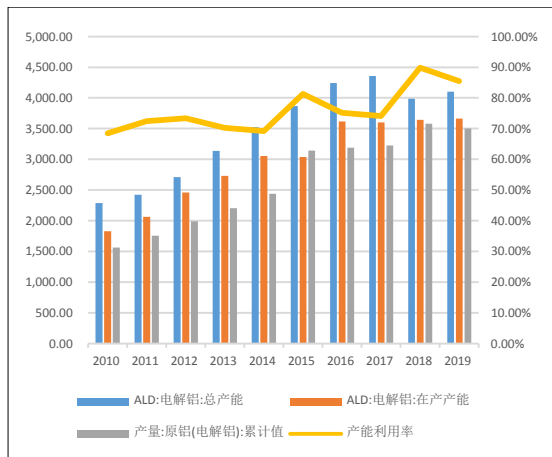
2019年，全球原铝产量出现下降，中国铝产量仍领跑全球。根据 International Aluminium Institute 统计，2019年全球原铝产量为6369.7万吨，较2018年下降0.99%，为2009年以来的首次下降。2019年，全球原铝产量出现下降主要原因为中国、西欧及南美产量下降，但同时海湾阿拉伯国家合作委员会²（以下简称“海合会”）（以下简称“海合会”）增产幅度较大（6.10%）。2019年中国原铝产量为3579.5万吨，占比56.20%，仍为原铝第一大生产国。自2003年起，中国已经连续17年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在2013年已超过50%。预期中国仍将继续保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

2019年，中国原铝、氧化铝产量小幅下降，铝材产量有所增长，电解铝产能置换对相关省份产量影响较大。根据中国有色金属工业协会统计，2019年，中国原铝产量3504.36万吨，同比下降0.89%；氧化铝产量7247.42万吨，同比下降1.01%；铝材产量5252.24万吨，同

² 海合会成员包括巴林、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋

过剩问题。截至2019年底，中国电解铝产能4100.50万吨/年，在产产能3664.50万吨/年，产能利用率85.46%，较2018年下降4.34个百分点。中国除电解铝产能过剩问题外，另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

图7 近年中国电解铝产能及产量情况
(单位：万吨/年、万吨、%)



注：产能利用率使用总产能计算
数据来源：Wind

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

行业关注 电力成本影响

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

经营挑战。

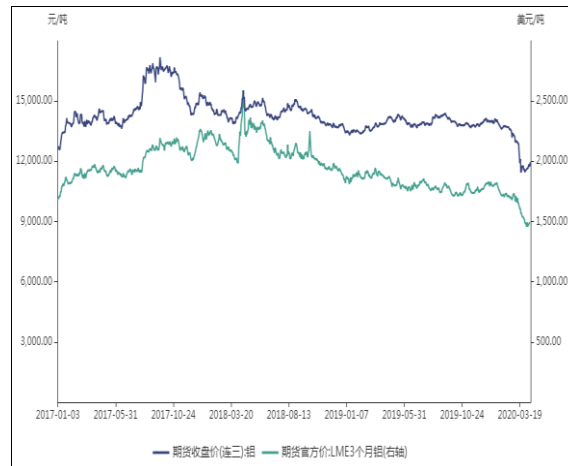
铝资源对外依存度

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

价格波动

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

图8 国内外铝价格变动情况



资料来源：Wind

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 75.80 亿元，实收资本 72.65 亿元，主要系山西国投尚有 3.16 亿元未到账，山西省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

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，也是中国首批 19 个煤炭规划矿区之一，被山西省政府列入三大经济方阵中第一方阵骨干企业。截至 2019 年底，公司煤炭产业拥有在产矿井 38 个，主要分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，在产矿井的核定能力合计为 8170 万吨/年，保有储量合计为 73.38 亿吨，可采储量合计为 35.33 亿吨。公司提供全国 10% 以上的无烟煤产量，生产规模优势明显。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，其中有 16 个荣获国家、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。

3. 人员素质

公司管理层熟悉公司情况，从业经验丰富，管理能力较强。公司员工构成符合煤炭企业特点。

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

公司董事长为翟红，男，1962 年 6 月生，现任阳煤集团董事长、党委书记。

公司总经理为王永革，男，1967 年 11 月出生，现任阳煤集团党委副书记、副董事长、总经理。

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

4. 技术水平

公司科研实力雄厚，在采煤工艺等环节上都处于中国煤炭企业前列，具备可持续发展能力。

在多年经营过程中，公司逐步加强节能减排工作力度，实施关小上大、淘汰落后设备及产能，通过主要工艺系统的设备能效测试及工序能耗分析，进行能耗平衡分析，做出有可操作性的节能技改项目规划方案，以拓展节能空间，建成煤炭、化工两个国家级技术中心，四个省级技术中心。采煤工艺革新、瓦斯治理等关键领域科技攻关成效显著，寺家庄矿一次采全高采煤工艺成功，含氧煤层气分离液化项目试验成功并推广应用。节能技改项目推陈出新，引进 100 万吨新型干法旋窑水泥生产线，新建年产 10 万立方米煤矸石免烧砖项目，实施“一炉两用”循环经济技术，新建瓦斯电站及气代煤工业锅炉改造，引入合同能源项目管理，推进变电站动态无功补偿、大型用电设备变频节能和生产车间绿色照明改造，五年实现单位产品节能量 40 万吨标煤。

六、 管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了股东会、董事会、监事会、党委会、经理层，目前已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

公司董事会由 13 名董事组成，其中信达资产推荐 5 名，山西焦煤推荐 1 名或委托公司推荐 1 名，山西省国资委推荐 6 名，职工代表 1 名。董事会设董事长 1 人、副董事长 2 人，董事长由山西省国资委推荐，副董事长由信达资产、山西省国资委各推荐一人，经全体董事三分之二以上表决通过产生。公司设监事会，监事会依照法律、法规及公司章程的规定，对财务、经营、董事会及其成员和公司总经理行使监督职能。监事会成员为 5 人，其中信达资产推荐 2 人，山西焦煤推荐 1 名或委托公司推荐 1 名，山西省国资委推荐 1 人，公司职工代表 1 人。监事会主席由信达资产推荐人员担任，董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。由于国资委尚未任命，截至报告出具日，公司尚缺三名董事和一名监事，除此之外，公司其他高管人员设置符合《公司法》等相关法律法规及公司章程要求。

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。公司副总经理和财务负责人由总经理提请聘任或解聘。

公司党委委员、常委的人数按照上级党组织的规定和要求配置，设书记 1 人，副书记 2 人，每届任期 4 年，期满及时换届；经理层成员与公司党委领导班子成员适度交叉任职；公司党委书记、董事长由一人担任。公司党委研究讨论是董事会、经理层决策重大问题的前置程序，重大决策事项必须经公司党委研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定。

2. 管理水平

公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，内控机制有效。

内部控制方面，公司党委研究讨论是董事会、经理层决策重大问题的前置程序，重大决策事项必须经公司党委研究讨论后，再由董事会或经理层作出决定，并明确各自职责，实现各负其责、协调运转、有效制衡。公司本部负责调配管理其它成员企业的人事与资源分配；成员企业是生产经营的主体，各成员企业具体负责本企业日常生产经营活动，并对经营结果承担责任。

财务管理方面，公司制订了《全面预算管理办法》，公司及所属单位的生产预算由发展计划部编制，公司所属单位的业务预算的编制，原则上先由各单位编制、上报建议预算，相关部门综合平衡、协调后编制正式预算，提交全面预算管理委员会审议、批准。每年三季度，各单位需召开预算编制专题会议，研究制定本单位下一年的预算目标，包括销售目标、生产目标、成本费用目标和利润目标等，确定预算编制政策，编制各项业务活动的建议预算。公司相关业务部室要对单位上报的季度、月度预算进行审核，按照“时间与任务同比”的原则，同时考虑各单位季节性、周期性经营的特点，分别编制季度生产计划和月度利润计划，并及时下发各单位。

融资管理方面，公司对融资实行统一管理，即公司成员单位内外部融资业务统一向财务公司申请办理。内部融资是财务公司向成员单位发放自营贷款，外部融资是财务公司协助成员单位进入货币市场，债券市场，资本市场等金融市场融入资金，通过财务公司专业化运作，在融入资金的价格和延伸服务上取得优势，降低融资成本。

对外投资管理中，公司对外担保实行集中统一管理，非经公司董事会批准，不得以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他具有产生担保后果的法律文件；公司履行必

要的内部决策和审批程序后，公司除对公司所属的全资子公司、控股子公司、参股公司、与公司互保的省属企业及其他与集团公司签订互保协议并报山西省国资委批准的国有独资公司或国有控股公司以外的其他企业、个人或组织提供担保。如有特殊情况需要提供担保的，需先经集团公司董事会审议通过、并报山西省国资委批准后方可提供担保。公司在办理担保业务时，财务部、审计部、法律事务部履行相应职责：财务部是办理担保业务的具体承办部门，负责对被担保企业的相关财务资料的整理、分析和担保业务的办理，并建立台账跟踪动态管理；审计部是对被担保企业偿债能力和风险进行评价的部门，负责对被担保企业的资产质量、财务信用、偿债能力等作出独立的评价；法律事务部负责对担保事项出具法律意见书；公司会计师根据部门意见审批之后，报董事会决策决定。

物资采购管理办法方面，公司物资采购管理遵循以下原则：减持煤炭主业全部集中的原则；减持通用、大宗物资“一厂一策”的原则；坚持集中采购与分级采购相结合的原则；坚持公开、公平、公正和择优采购的原则；坚持突出保护企业利益的原则。

七、经营分析

1. 经营现状

煤炭板块、化工板块、铝业板块和物流贸易板块是公司主要收入来源。2017—2019年，公司煤炭板块收入波动增长，盈利能力仍保持较高水平是公司主要利润来源；物流

贸易板块收入逐年增长，但毛利率低，对公司利润贡献不大。2019年以来，受宏观经济下行、中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，化工和铝业板块收入规模及盈利能力均有所下滑。

公司主业包括煤炭、化工、铝业及物流贸易等多个领域，2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长4.65%，分别为1608.06亿元、1739.01亿元和1761.02亿元。

从收入结构看，煤炭板块、化工板块、铝业板块和物流贸易板块是公司主要收入来源，另有部分装备制造、建筑地产等辅助性业务，占收入比重较低。2018年，受益于煤炭价格高位运行影响，公司煤炭板块收入大幅增长，占营业总收入的比重上升至18.06%，占比较2017年增长0.31个百分点。同期，公司物流贸易板块经营规模扩张，收入规模较2017年增长45.53%至399.26亿元，占营业总收入比重增长至22.96%。2019年，受煤炭价格下行影响，公司煤炭板块收入较2018年下降2.44%，占营业总收入比重小幅下降至17.40%；受中美贸易摩擦和宏观经济下行影响，化工产品需求下降，公司化工板块收入较2018年下降5.37%；铝业板块收入较2018年下降11.55%，主要系外部需求下降以及公司关停部分电解铝和氧化铝产能，铝产品产销量减少所致。化工板块和铝业板块占营业总收入比重分别较2018年下降2.22个和1.99个百分点。同期，物流贸易板块经营规模有所扩张，收入同比增长23.06%至491.32亿元，占营业总收入比重增长至27.90%。

表4 近年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	285.38	17.75	44.98	314.10	18.06	45.01	306.45	17.40	41.24	78.59	25.18	38.01
化工	581.37	36.15	4.53	589.68	33.91	4.55	558.03	31.69	3.81	111.24	35.64	1.56
铝业	282.97	17.60	1.50	274.15	15.76	1.42	242.49	13.77	1.32	19.32	6.19	1.07
物流贸易	274.35	17.06	0.61	399.26	22.96	0.55	491.32	27.90	0.53	81.34	26.06	0.23

装备制造	37.66	2.34	9.59	39.68	2.28	9.52	46.32	2.63	9.51	8.33	2.67	8.56
建筑地产	75.19	4.68	10.22	61.34	3.53	10.21	60.42	3.43	10.19	5.70	1.83	8.41
其他	71.14	4.42	24.66	60.80	3.50	9.67	56.00	3.18	9.83	7.57	2.43	9.80
合计	1608.06	100.00	11.57	1739.01	100.00	10.94	1761.02	100.00	9.63	312.10	100.00	10.87

注：1. 化工和铝业板块营业收入中含相关产品贸易；2. 其他业务主要为服务类等中小企业业务；3. 部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异

资料来源：公司提供

从毛利率看，2017—2019年，公司煤炭板块毛利率保持较高水平，分别为44.98%、45.01%和41.24%。其中，2019年受煤炭价格下行影响，煤炭板块毛利率较2018年下降3.77个百分点。2017—2019年，公司化工板块毛利率波动下降，主要系2019年中美贸易摩擦以及宏观经济下行，下游需求低迷，产品价格下降所致。同期，由于利润空间较小的贸易在铝业板块中占比较高，且电解铝出现价格成本倒挂现象，公司铝业板块毛利率逐年下降。2017—2019年，公司物流贸易板块毛利率处于低水平，分别为0.61%、0.55%和0.53%。

2020年1—3月，公司实现营业总收入312.10亿元，较上年同期下降16.30%；受新冠肺炎疫情影响，叠加原油价格下跌，煤化工产品价格下行，公司化工板块收入及毛利率均较上年同期降幅较大。受公司关停氧化铝产能以及疫情影响下贸易业务规模缩减影

响，公司铝业板块收入下降明显。

2. 煤炭板块

公司煤炭资源储备及产销规模较大，煤质优良，市场竞争力强。公司煤炭板块所属行业为高危行业，煤炭开采及运输过程具有一定的危险性，安全生产水平需持续关注。

公司所处晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区。公司煤炭板块的主要生产实体是公司本部、阳泉煤业、阳煤寺家庄煤业有限公司和山西新元煤炭有限责任公司。公司本部开采的全部原煤均由阳泉煤业洗选成商品煤后出售，其他煤矿独立销售。截至2019年底，公司煤炭产业拥有在产矿井38个，主要分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，在产矿井的核定能力合计为8170万吨/年，保有储量合计为73.38亿吨，可采储量合计为35.33亿吨。

表5 截至2019年底公司主要生产矿井煤炭资源情况

矿名	核定能力(万吨/年)	井田面积(km ²)	保有储量(万吨)	可采储量(万吨)	可采年限(年)	备注
国阳一矿	750.00	83.60	80235.30	45649.30	43.50	已有采矿权
国阳二矿	810.00	60.10	69079.00	34224.90	30.20	已有采矿权
阳煤新景矿	500.00	64.70	91112.90	55237.10	78.90	已有采矿权
阳煤五矿	770.00	82.50	70776.50	30304.90	28.10	已有采矿权
平舒煤业	90.00	27.80	12479.40	8282.70	65.70	已有采矿权
阳煤开元矿	300.00	27.90	33825.50	14506.40	34.50	已有采矿权
石港煤业	90.00	7.50	4806.90	1075.50	8.50	已有采矿权
寺家庄矿	500.00	120.30	107497.40	59433.90	84.90	已有采矿权
阳煤新元矿	300.00	136.80	133202.20	65716.30	156.50	已有采矿权
新大地矿	150.00	6.50	4847.20	3672.20	17.50	已有采矿权
长沟煤矿	180.00	9.10	4261.30	1349.00	5.40	已有采矿权

矿名	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
孙家沟	120.00	8.80	17651.60	8069.90	48.00	已有采矿权
合计	4560.00	635.60	649060.60	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

成本方面，2017—2019年，公司吨煤成本波动增长，主要系材料成本及人工薪酬同比增长所致。其中，2018年，公司吨煤成本同比增长10.94%，主要系材料成本、职工薪酬、设备租金及其他支出同比增长所致。受2016年下半年以来煤炭市场回暖影响，煤炭价格快速回升，2018年，公司煤炭销售价格较2017年增长5.88%。2019年，煤炭销售价格同比下降6.82%，主要系煤炭去产能接近尾声以及先进产能的加速释放所致。

2020年1—3月，公司煤炭销售价格回落至371.23元/吨，销售价格和成本的价差已由2019年的154.85元/吨下降至133.53元/吨。

表6 近年公司煤炭产销情况

(单位：万吨、%、元/吨)

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

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

资料来源：公司提供

从销售情况来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势，产品可替代性低。公司不仅无烟煤生产规模居全国首位（国内市场占比10%以上），而且由于煤炭可磨性好，被广泛用于高炉喷吹煤使用。在钢铁冶炼技

术中焦炭与喷吹煤是替代品关系，提高喷吹煤的使用可以减少焦炭的使用量。公司电煤销售量占总销量的60%以上，为全国最大的无烟电煤销售企业。2017—2019年，公司煤炭产销率保持在高水平。

销售区域方面，公司煤炭主要销往华北地区、东北地区及南方地区，华北地区始终是最主要的销售区域。公司结合分地区销售和分产品销售两种模式，成立了专业销售公司，包括电煤公司、公路公司、出口公司等。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。公司与鞍钢股份有限公司等大型钢铁生产厂以及华能国际电力股份公司等电厂的战略合作关系保持稳定。

煤炭开采业是高危行业，存在瓦斯、自然发火、煤尘爆炸、透水、冒顶、跑车等重大危险源。2018年1月9日，阳泉煤业集团和顺新大地煤业有限公司8煤一采区机轨运输巷发生一起运输事故，造成一人死亡。

表7 公司煤炭生产死亡率指标

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

资料来源：公司提供

3. 化工板块

2017—2019年，公司化工板块仍保持较大经营规模，是公司重要的收入来源。2019年以来，受国际原油价格下滑影响，公司乙二醇价格成本倒挂。化工板块整体盈利能力趋弱。

公司化肥产品的经营主体包括阳煤化工，所属化肥生产企业有阳煤集团深州化工有限公司、阳煤平原化工有限公司、河北阳煤正元化工集团有限公司、阳煤集团淄博齐鲁第一化肥有限公司、山西阳煤丰喜肥业(集团)有限责任公司、山东阳煤恒通化工股份有限公司、山西阳煤电石化工有限责任公司、阳煤集团昔阳化工有限责任公司、阳泉煤业集团平定化工有限责任公司和阳煤集团寿阳化工有限责任公司。公司无烟块煤供应于化工板块，可基本保障下游化工产业的原料需求，从而实现煤炭产业链的延伸。

截至 2019 年底，公司拥有尿素 389 万吨/年、乙二醇 60 万吨/年、离子膜烧碱 66 万吨/年、PVC46 万吨/年及复合肥 40 万吨/年等化工产品产能。

在生产模式方面，公司均采取“以销定产”模式安排生产，库存备货量控制在一个月以内，以减小市场价格波动对公司的影响，因此产销率一直处于良好水平。在生产及安全控制方面，公司下属的各经营主体已从事化肥生产多年，生产工艺基本成熟。生产过程中，公司对材料采购、入库、生产方面进行全面监控，各厂区均配备了相应的化验、检查设备及工具，形成了公司本部、厂、车间、班组四级质量管理网络，并加强对生产线的日常维护、保养。公司与各子公司、相应质量控制人员签有安全责任书，将其作为绩效考核的重要组成部分，以控制、防范生产过程中的风险。

从销售模式看，尿素等农用化工产品的消费对象主要是个人，公司采取区域代理制和竞价销售制相结合的销售模式；基本化工原料的消费对象主要是生产厂家，公司采取直销为主、中间商分销为辅的销售模式。公司根据每年的实际情况，在上述主要销售模式的基础上适时地调节营销策略，发展了其他销售模式，例如联储联销和保底销售，其

中联储联销指公司在综合考虑市场、库存、生产、资金及经销商的资质等情况下，与部分大经销商在一定时期、一定的区域内采用联合储备、联合销售的销售模式。

公司化肥生产企业分布于山西、山东以及河北三个省份，化肥需求整体比较稳定。受河北地区环保因素影响，公司于 2017 年停止生产硝酸铵。

2018 年，受环保限产影响，公司尿素和复合肥产销量同比均有所下降；尿素和复合肥平均成本同比分别增长 12.32%和 22.37%，复合肥每吨平均售价和生产成本的价差达为 -166 元，出现成本倒挂。2019 年，尿素产销量同比均有所增长，主要系公司增加下游渠道开拓力度所致；复合肥产量有所增长，销量同比变化不大。同期，受原材料成本下降影响，尿素和复合肥成本同比分别下降 6.65%和 14.73%，复合肥由亏转盈。2020 年一季度，受国际油价下行影响，尿素价格较 2019 年下降 7.47%；复合肥成本较上年有所增长，主要系新冠肺炎疫情导致原材料价格增长所致。

基础化工产品方面，2018 年，公司 PVC 价格及成本均较上年有所增长，实现扭亏，每吨平均售价和生产成本的价差增长至 132 元；离子膜碱售价同比下降 12.90%，主要系下游行业受环保监察影响，对烧碱需求萎缩所致，成本同比变化不大；乙二醇产销量和销售价格同比均有小幅增长。2019 年，受国际原油价格下滑影响，乙二醇价格成本倒挂。2019 年和 2020 年一季度，公司乙二醇每吨平均售价和生产成本的价差分别为 -348 元和 -1105 元；公司 PVC 价格有所增长，成本有所下降，每吨平均售价和生产成本的价差增长至 448 元；离子膜碱售价不断下降，2019 年同比下降 14.78%，主要系下游行业受环保监察影响，对烧碱需求萎缩所致，成本同比变化不大。

表 8 公司主要化肥、化工产品发展情况

(单位: 万吨、元/吨)

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

资料来源: 公司提供

4. 铝业

公司依托煤电资源优势, 基本形成了煤电铝产业链。2019 年, 公司氧化铝由自产转为外采, 关停部分电解铝产能, 电解铝价格成本仍呈倒挂状态, 板块整体盈利能力较差。联合资信将持续关注公司后续对该板块的经营规划。

山西兆丰铝业有限责任公司(以下简称“兆丰铝业”)为公司氧化铝的生产主体, 山西兆丰铝电有限责任公司(以下简称“兆丰铝电”)是公司电解铝的生产主体及贸易业务主体。2016 年 6 月, 由于民营企业具有成本管控等明显优势, 兆丰铝业通过增资方式引入山东信发铝电集团有限公司(以下简称“山东信发”)进行民营国企合作, 并由山东信发主要负责日常经营工作, 有利于降低成本、提高经营效率。

电解铝成本主要由氧化铝、烧碱、电能、阳极炭素和人工构成, 其中氧化铝和电能占到成本的 80%以上。公司设有电厂, 电力装机容量为 40.50 万千瓦, 但是未进行网前直供

之前, 公司电厂进行统一上网供电, 电解铝用电成本没有明显优势, 实行网前直供之后, 公司自有电厂和电解铝项目能够形成一体化产业优势, 公司开工的电解铝用电约 93%来自自有电厂。公司依托煤电资源优势, 基本形成了煤电铝产业链。

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

产销量方面, 2018 年, 电解铝产销量分别同比下降 26.28%和 26.57%, 受电解铝产销量下降影响, 氧化铝的产销量分别同比下降 8.94%和 13.42%。2019 年, 受宏观经济下行、国际贸易摩擦、新冠肺炎疫情等因素影响, 需求端有所下滑, 公司电解铝部分产能关停, 氧化铝转为外采, 产品产销量均呈下降趋势。2020 年一季度, 受产能关停和新冠肺炎疫情影响, 公司电解铝和氧化铝产销量同比均有所下降。

价格方面, 2018 年, 公司电解铝销售价格小幅下降, 价格成本倒挂现象加重; 氧化铝销售价格同比增长 5.84%, 成本受铝矾土价格影响, 小幅下降 2.82%。2019 年, 公司电解铝销售价格保持稳定, 成本小幅下降, 价格成本仍呈倒挂状态; 氧化铝销售价格同比下降 2.63%, 成本同比增长 2.31%。

表 9 公司主要铝产品发展情况

(单位: 万吨、元/吨)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	
电解铝	产量	20.43	15.06	12.46	3.07
	销量	20.51	15.06	12.48	--
	平均售价	12098.30	12035.12	12048.87	11952.00
	平均成本	12366.52	14237.92	14117.52	13442.63
氧化铝	产量	83.09	75.66	58.40	--
	销量	85.30	73.85	59.70	0.95
	平均售价	2410.11	2550.82	2483.62	2170.56

平均成本	2388.02	2320.78	2374.32	--
------	---------	---------	---------	----

资料来源：公司提供

5. 物流贸易板块

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

公司物流贸易板块主要经营主体为阳泉煤业集团物资经销有限责任公司（以下简称“物资经销公司”）和阳泉煤业集团国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”），贸易产品主要为钢材、铁矿石及化工产品等。

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

表10 公司物流贸易板块主要贸易品种情况
(单位：万元、%)

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

资料来源：公司提供

2017年以来，公司物流贸易板块毛利率逐年下降，受大宗商品价格波动及下游客户谈判难度依旧较大影响，该板块毛利率保持较低水平，盈利能力弱。

6. 其他业务

公司装备制造、建筑地产及其他板块经营稳定，对公司收入形成一定补充。

装备制造板块经营主体为阳煤忻州通用机械有限责任公司和阳泉煤业集团华越机械有限公司，主要经营范围是制造煤矿专用设备、通用设备及配件、铸件。阳煤忻州通用机械有限责任公司设有金工、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。阳泉煤业集团华越机械有限公司现有生产设备300余台，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，公司全部产品都领取了矿用产品安全标志证书。

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

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

2019年，中小企业投资公司实现营业总收入16.90亿元，净利润365.93万元。

7. 经营效率

公司存货周转率有待提高，整体经营效率一般。

从经营效率指标看，2017—2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数加权平均值分别为15.46次、9.04次和0.74次。2019年，公司销售债权周转次数同比增长至17.33次；公司存货周转次数和总资产周转次数同比均有小幅下降，分别为8.80次和0.72次。

表 11 2019 年煤炭行业公司主要经营指标对比

(单位：次)

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

资料来源：Wind，联合资信整理

与同行业企业对比，公司销售债权周转次数和总资产周转率表现较好，存货周转率

有待提高。公司整体经营效率一般。

8. 在建及拟建工程

公司在建煤炭项目规划产能大，预计建成达产后煤炭产能将进一步增长。未来，公司或将持续维持较大的投资规模，存在一定资本支出压力。

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

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

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

表 12 截至 2019 年底公司主要在建项目情况 (单位：亿元)

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

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

表 13 截至 2019 年底公司主要煤炭项目投资规划 (单位：万元)

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

西上庄矿井项目	500.00	36.50	6.93
合计	1010.00	65.55	36.88

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

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

9. 未来发展

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

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

的创造力四个并重，继续推进管理体制由传统企业向现代集团、管理模式由松散粗放向集约精细、管理方法由内向守旧向外向开拓三个转变，努力实现开掘攻坚、重点工程建设、非煤达产达效、本质安全管理、产权改革及辅业改制、技术创新六个新突破。公司“十三五”期间制定了“突出主业、强煤强化、煤化为基、多业并举”的战略原则，集中力量完成30个煤炭项目、8大化工基地建设、1个煤电铝循环经济园区、3~4个煤机化机项目、8~10个战略新兴产业项目。确保工业和自然灾害防治、资源利用效率、环境保护水平、生态建设水平显著提高，产品结构轻型化、传统产业循环化、战略新兴产业取得实质性进展，职工收入、生活改善取得显著成效。

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

东煤电铝工业基地。物流贸易方面，公司将全面建成六大物流园区、三大集运站台，打造以煤炭和化工物流为基础、高附加值物流为主、轻资产运营的综合服务型物流企业。

八、 财务分析

1. 财务概况

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

从合并范围来看，截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 60 家，合并范围较 2017 年底新增 5 家，减少 7 家；截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 55 家，合并范围较 2018 年底新增 1 家，减少 6 家。公司合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

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

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

2. 资产质量

2017—2019 年，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。公司现金类资产受限比例较高，资产流动性较弱，整体资产构成符合行业经营特点。

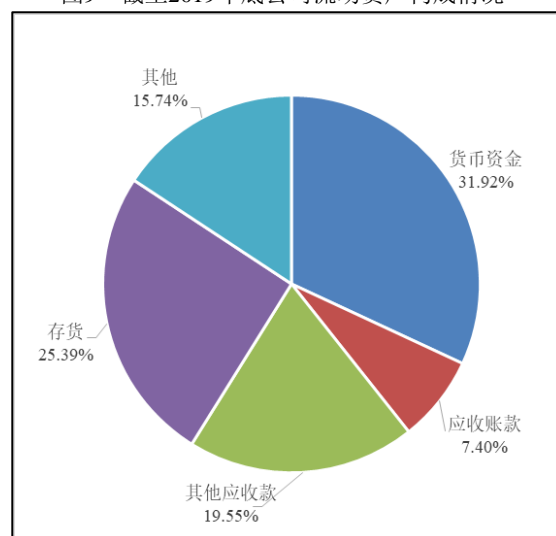
2017—2019 年，公司资产规模连续增长，年均复合增长 7.01%。截至 2019 年底，公司资产总额 2466.47 亿元，较 2018 年底小

幅增长 2.91%。其中，流动资产占 29.26%，非流动资产占 70.74%。公司资产中非流动资产占比高。

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长 1.13%。截至 2019 年底，公司流动资产合计 721.65 亿元，主要由货币资金（占 31.92%）、应收账款（占 7.40%）、存货（占 25.39%）和其他应收款（占 19.55%）构成。

图9 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 13.28%。截至 2018 年底，公司货币资金 216.87 亿元，较 2017 年底增长 20.81%，主要系煤炭市场回暖，煤炭价格提升，公司经营性净现金流大幅回升所致。截至 2019 年底，公司货币资金为 230.35 亿元，较 2018 年底增长 6.22%，主要系当期公司投资规模有所下降，投资活动现金流净流出规模收窄所致。公司货币资金由银行存款（占 56.19%）、其他货币资金（占 43.80%）及少量库存现金构成；其中受限制的货币资金总额为 150.73 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 65.44%，货币资金受限比例高。

2017—2019 年，公司应收票据波动下降，

年均复合下降 42.83%。截至 2019 年底，公司应收票据 16.24 亿元，较 2018 年底下降 68.97%，主要系公司按照新金融工具准则的规定进行分类和计量，部分金融资产计入应收款项融资所致；公司受限制的应收票据 7.49 亿元，全部为质押的银行承兑汇票，受限比例为 46.13%，受限比例较高。

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

2017—2019 年，公司应收账款波动下降，年均复合下降 13.17%。截至 2018 年底，公司应收账款净额 58.98 亿元，较 2017 年底下降 25.19%，主要系公司加大账款催收力度所致。截至 2019 年底，公司应收账款 53.40 亿元，较 2018 年底变化不大，共计提坏账准备 9.32 亿元。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 12.89 亿元（占 20.55%），计提坏账准备 0.54 亿元，计提比例 4.22%，主要系预计对介休市昌鑫洗煤有限公司的应收货款无法全部收回所致；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额 49.44 亿元（占 78.83%），计提坏账准备 8.74 亿元，计提比例 17.67%，账龄 1 年以内的占 55.89%，1~2 年的占 24.26%，综合账龄较长。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 9.30%。截至 2019 年底，公司其他应收款 141.09 亿元（其中其他应收款项 139.56 亿元，占 98.91%），较 2018 年底下降 20.61%，主要系公司制定应收款项压控方案，清收力度增强所致。截至 2019 年底，公司其他应收款项共计提坏账准备 7.40 亿元，计提比例 5.03%，其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款项账面余额 95.24 亿元（占 64.81%），未计提坏账准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款项账面余额 51.61 亿元（占 35.12%），计提比例为 14.32%，账龄 1 年以内的占 57.13%，1~2

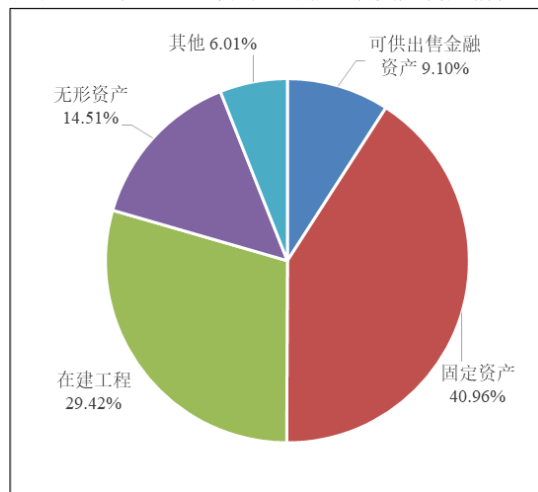
年的占 14.25%，2~3 年的占 10.75%，3 年以上的占 17.87%，综合账龄较长，公司其他应收款项计提坏账准备较为充分。

2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 6.80%。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 183.25 亿元，较 2018 年底变化不大，主要由原材料（占 16.30%）、自制半成品及在产品（占 57.19%）和库存商品（占 25.55%）构成。公司存货共计提跌价准备 0.16 亿元，计提比例较低，公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模有所增长，年均复合增长 9.76%。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1744.82 亿元，较 2018 年底增长 5.01%，主要系可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.10%）、固定资产（占 40.96%）、在建工程（占 29.42%）和无形资产（占 14.51%）构成。

图10 截至2019年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 50.68%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 149.05 亿元，较 2017 年底增长 113.04%，主要系对山西晋城无烟煤集团有限责任公司（以下简称“晋煤

集团”)投资增加 45 亿元,理财等债务工具增加 23 亿元及其他股权投资增加 11 亿元所致。截至 2019 年底,公司可供出售金融资产为 158.85 亿元,较 2018 年底增长 6.58%。其中,可供出售债务工具 40.53 亿元(占 25.52%,计提减值准备 0.03 亿元),主要包括晋金所和晋信资本理财产品 26.90 亿元;可供出售的权益工具 118.32 亿元(占 74.48%,计提减值准备 0.23 亿元),主要包括持有晋煤集团晟泰能源投资有限公司、沁秀煤业有限公司、华昱煤化工有限责任公司、天庆煤化工有限责任公司权益 45 亿元。截至 2019 年底,公司持有至到期投资为 4.36 亿元,较 2018 年底下降 76.45%,主要系委托贷款规模下降所致。

2017—2019 年,公司固定资产逐年增长,年均复合增长 3.59%。截至 2019 年底,公司固定资产为 714.62 亿元(包含固定资产清理 0.06 亿元),较 2018 年底增长 3.55%;公司固定资产原值 1245.05 亿元,累计计提折旧 524.36 亿元,计提减值准备 6.13 亿元,固定资产成新率为 57.39%,成新率较低。公司固定资产主要由房屋、建筑物(占 53.27%)和机器设备(占 43.95%)构成。

2017—2019 年,公司在建工程逐年增长,年均复合增长 7.89%。截至 2019 年底,公司在建工程为 513.26 亿元,较 2018 年底增长 8.50%,主要系公司增加准东经济技术开发区煤基精细化工循环经济工业园一期项目、寺家庄矿井及 40 万吨烧碱 40 万吨 PVC 等项目投入所致。

2017—2019 年,公司无形资产快速增长,年均复合增长 18.61%,主要系公司经营土地使用权和采矿权重新评估增值所致。截至 2018 年底,公司无形资产账面价值 247.21 亿元,较 2017 年底增长 37.33%。截至 2019 年底,公司无形资产账面价值 253.26 亿元,较 2018 年底变化不大,主要由土地使用权(占 20.78%)、非专利技术(占 5.05%)和采矿权价款(占 69.55%)构成。公司无形资产累计

摊销 56.39 亿元。

表 14 截至 2019 年底公司资产受限情况

(单位:亿元、%)

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

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

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

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

3. 负债和所有者权益

所有者权益

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,权益稳定性较弱。

2017—2019 年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长 27.42%。截至 2018 年底,公司所有者权益合计 556.84 亿元,较 2017 年底增长 57.17%,主要系公司经营土地使用权和采矿权重新评估增值,资本公积增长以及公司发行永续中期票据 12 亿元及阳泉煤业发行永续期公司债券 50 亿元计入其他权益工具所致。截至 2019 年底,公司所有者权益合计

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

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

负债

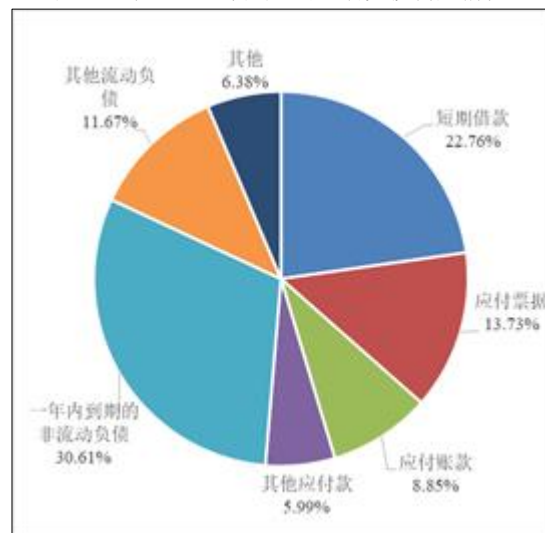
近年来，公司债务规模有所增长，债务负担重；短期债务占比较高，存在较大短期支付压力，债务结构有待改善。

2017—2019 年，公司负债规模保持稳定，年均复合增长 2.54%。截至 2019 年底，公司负债合计 1891.14 亿元，较 2018 年底增长 2.78%，其中，流动负债占比较 2018 年底增长 5.10 个百分点至 69.16%，非流动负债占 30.84%。

2017—2019 年，公司流动负债有所波动，年均复合增长 2.24%。截至 2019 年底，公司流动负债为 1307.97 亿元，较 2018 年底增长 10.97%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 22.76%）、应付票

据（占 13.73%）、应付账款（占 8.85%）、一年内到期的非流动负债（占 30.61%）及其他流动负债（占 11.67%）构成。

图11 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 5.77%。截至 2019 年底，公司短期借款为 297.74 亿元，较 2018 年底变化不大，其中质押借款 7.3 亿元（占 2.45%）、抵押借款 6.01 亿元（占 2.02%）、保证借款 155.26 亿元（占 52.15%）和信用借款 129.17 亿元（占 43.38%）。

2017—2019 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长 32.18%。截至 2019 年底，公司应付票据为 179.62 亿元，较 2018 年底增长 46.92%，主要系公司贸易规模增长，增加票据结算所致。公司应付票据中商业承兑汇票 2.44 亿元（占 1.36%），银行承兑汇票 177.18 亿元（占 98.64%）。

2017—2019 年，公司应付账款有所下降，年均复合下降 6.23%。截至 2019 年底，公司应付账款为 115.77 亿元，较 2018 年底下降 11.53%，从账龄上看，1 年以内的应付账款占 58.75%，1~2 年的占 16.73%，2 年及以上占 24.53%。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 26.47%。截

至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 400.41 亿元，较 2018 年底大幅增长 74.03%，主要系公司偿还一年内到期的应付债券规模大幅增长所致；受短期应付债券规模下降影响，公司其他流动负债较 2018 年底下降 29.06% 至 152.64 亿元；

2017—2019 年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降 12.86%。截至 2019 年底，公司其他应付款较 2018 年底下降 21.59%，主要系交付职工住房公积金 13.95 亿元所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.22%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 583.18 亿元，较 2018 年底下降 11.81%，主要系应付债券和长期应付款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 51.43%）和应付债券（占 37.49%）构成。

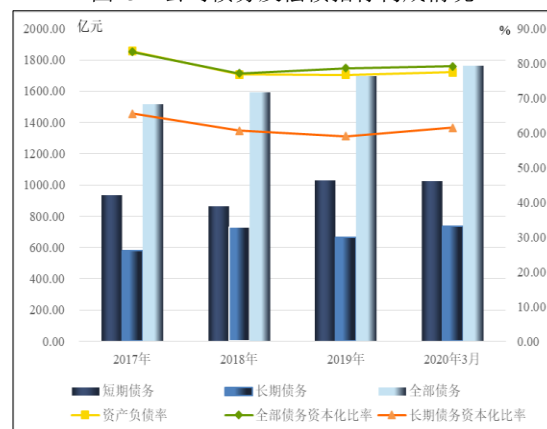
2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.55%。截至 2018 年底公司长期借款为 333.39 亿元，较 2017 年底增长 21.49%，主要系公司通过增加银行贷款为在建项目筹集资金所致。截至 2019 年底，公司长期借款为 299.93 亿元，较 2018 年底分别下降 10.04%，主要系该时点公司部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 4.68%。截至 2018 年底，公司应付债券余额为 278.62 亿元，较 2017 年底增长 39.66%，主要系公司于 2017 年新发行 15 期中长期债券，募集资金 119 亿元所致。截至 2019 年底，公司应付债券为 218.61 亿元，较 2018 年底下降 21.54%，主要系公司增加低利率的短期债券发行力度，以及该时点部分债券存续期不足一年，转入一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面，其他流动负债、长期应付款中有息项以及所有者权益中其他权益工具已相应调整至短期债务和长期债务测算。2017—2019 年，公司调整后全部债务逐年增

长，分别为 1516.09 亿元、1591.16 亿元和 1695.45 亿元，年均复合增长 7.17%。截至 2019 年底，公司全部债务中短期债务占 60.71%，长期债务占 39.29%。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 76.67%、78.60% 和 59.07%。

图13 公司债务及偿债指标构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1947.03 亿元，较 2019 年底小幅增长 2.95%，从负债结构来看，公司流动负债占比为 69.83%。截至 2020 年 3 月底，受新冠肺炎疫情影响，公司流动资金较为紧张，通过短期借款补充流动资金，短期借款较 2019 年底增长 11.41% 至 331.72 亿元；应付票据和应付账款分别较 2019 年底下降 5.21% 和 6.07%。当期，公司发行债券偿付到期有息债务，一年内到期的非流动负债较 2019 年底下降 12.87%，应付债券较 2019 年底增长 43.33%。有息债务方面，截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务为 1761.80 亿元，较 2019 年底增长 3.91%，长期债务占比较 2019 年底有所增长。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 77.46%、79.19% 和 61.45%，均较 2019 年底有所增长。公司一年内到期有息债务规模较大，存在较大短期支付压力。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司部分有息债务期限分布情况 (单位: 亿元、%)

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

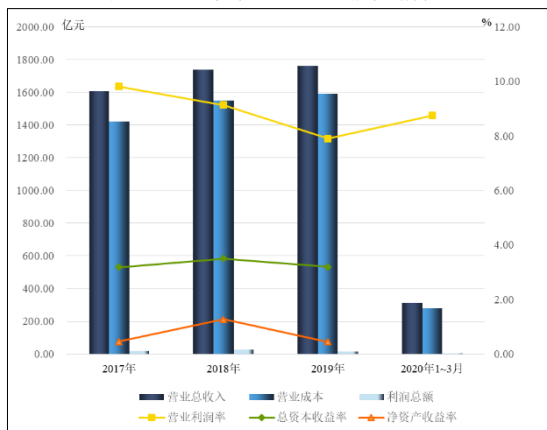
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

受益于煤炭和物流贸易业务规模扩张, 公司营业总收入持续增长, 但受煤炭价格波动、国际贸易摩擦加剧、国际油价波动及新冠肺炎疫情等因素影响, 公司整体盈利能力有所下滑。

2017—2019 年, 公司营业总收入连续增长, 年均复合增长 4.65%。2019 年, 公司营业总收入为 1761.02 亿元, 同比增长 1.27%, 主要系公司物流贸易业务规模扩大所致; 同期, 公司营业成本为 1591.48 亿元, 同比增长 2.76%。2019 年, 公司营业利润率为 7.90%, 同比下降 1.23 个百分点。受煤炭价格下滑、国际贸易摩擦、国际油价波动及新冠肺炎疫情等因素影响, 公司盈利能力有所下滑, 2019 年公司实现营业利润为 15.49 亿元, 较 2018 年下降 47.01%; 利润总额和净利润分别为 16.58 亿元和 2.55 亿元。

图 14 近年来公司盈利能力情况



资料来源: 公司财务报告

2017—2019 年, 公司期间费用年均复合增长 3.56%, 同期, 期间费用占收入比例分别为 7.94%、7.85% 和 7.77%, 公司费用控制能力小幅提高。2019 年, 公司期间费用合计为 136.87 亿元, 构成以管理费用和财务费用为主, 期间费用对公司利润侵蚀较大。

2017—2019 年, 公司投资收益快速增长, 2018 年投资收益由负转正。2019 年, 公司投资收益 5.19 亿元, 主要为处置可供出售的金融资产取得的投资收益; 资产处置获得的收益 4.71 亿元, 主要包括沁秀煤业有限公司分红 (1.5 亿元) 和理财产品的利息收入; 其他收益 5.48 亿元, 主要为项目补助资金、奖励金等。2019 年, 公司营业外收入为 4.35 亿元, 同比增长 2.03 倍, 主要系处理往来款项收入增长所致, 同期, 营业外支出为 3.26 亿元, 同比变化不大。非经常性损益对公司利润影响较大。

盈利指标看, 2017—2019 年, 公司总资产收益率有所波动, 分别为 3.18%、3.51% 和 3.20%。同期, 净资产收益率波动下降, 分别为 0.46%、1.28% 和 0.44%。2019 年, 受行业景气度下降影响, 公司整体盈利能力一般。

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

5. 现金流分析

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

表 16 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1380.71	1509.50	1537.19	337.84
现金收入比	83.42	84.50	84.40	101.01
经营活动产生的现金流量净额	46.54	57.22	68.80	2.39

投资活动产生的现金流量净额	-111.97	-125.57	-91.78	-44.46
筹资活动前现金流量净额	-65.43	-68.34	-22.98	-42.06
筹资活动产生的现金流量净额	54.07	96.54	12.13	63.59

资料来源：公司提供

经营活动现金流方面，2017—2019年，公司经营活动现金流收支规模均连续增长，经营活动现金流量净额快速增长，年均复合增长21.58%。2019年公司经营活动现金流入量为1537.19亿元，同比变化不大，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流净流入68.80亿元。收现质量方面，2019年，公司现金收入比为84.40%，公司收入实现质量仍较差。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入波动增长，现金流出波动幅度较大，投资活动现金流净额持续为净流出。2019年，公司投资活动现金流入量为102.02亿元，同比下降31.56%，主要系收回投资收到的现金下降所致。同期，投资活动现金流出量为193.80亿元，其中，购建固定资产、无形资产支付的现金105.20亿元，投资支付的现金88.46亿元。2019年，公司投资活动现金流净流出规模同比下降26.91%。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流均表现为净流出，公司具有较强的外部融资需求。

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

2020年1—3月，受营业收入下降影响，公司经营活动现金净流入量同比下降15.40%；公司仍保持较大投资规模，投资活动现金流量净额为-44.46亿元。公司筹资活动前现金流仍保持净流出，筹资压力仍较大。同期，公司发行多期债券，筹资活动现金流表现为较大规模净流入。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现一般，存在较大短期支付压力；对外担保比率较高，或将存在一定代偿风险。考虑到公司突出的市场地位及规模优势，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均波动下降。截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为55.17%和41.16%，较上年底分别下降7.20个和6.07个百分点。截至2020年3月底，上述指标分别增长至61.41%和47.16%。2019年，公司经营现金流动负债比为5.26%；截至2019年底，公司现金类资产/短期债务为0.27倍。公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA和EBITDA利息倍数波动下降，全部债务/EBITDA波动增长。2019年，公司EBITDA为150.17亿元，EBITDA利息倍数同比下降至1.64倍，调整后全部债务/EBITDA为11.29倍，公司长期偿债能力指标表现趋弱。但考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司整体偿债能力极强。

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

表 17 截至 2019 年底公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保对象名称	被担保企业性质	担保种类	实际担保金额
山西汾西矿业集团有限责任公司	国有控股	贷款担保	7.55
山西蓝焰控股股份有限公司	国有控股	贷款担保	7.00
山西煤炭进出口集团有限公司	国有控股	贷款担保	29.91
阳泉市桃南加油站有限公司	私营	贷款担保	0.10

阳泉市众泰预应力线材制造有限公司	私营	贷款担保	0.10
阳泉市如日经茂有限公司	私营	贷款担保	0.20
阳泉市佳路国际贸易有限公司	私营	贷款担保	0.20
阳泉市景豪新型墙体建材有限公司	集体	履约担保	0.02
山西世忻铁路运销有限公司	国有控股	贷款担保	17.00
阳煤集团太原化工新材料有限公司	国有控股	贷款担保	48.47
晋商信用增进投资股份有限公司	国有控股	其他担保	4.39
合计	--	--	114.93

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

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

7. 母公司财务分析

母公司整体盈利能力较差，债务负担重；偿债能力依赖其对子公司的控制能力及自身融资能力。母公司自身融资能力强，对子公司控制力度强。

资产质量

2017—2019年，母公司资产规模不断增长，年复合增长12.70%。截至2019年底，母公司资产总额为1582.67亿元，较2018年底增长6.40%，主要系货币资金、其他应收款、可供出售金融资产和长期应收款增长所致。其中，流动资产占59.21%，非流动资产占40.79%，资产结构较2018年底变化不大。

2017—2019年，母公司流动资产不断增长，年复合变动10.69%。截至2019年底，母公司流动资产为937.03亿元，较2018年底增长8.51%，主要由其他应收款（占89.36%）构成；货币资金68.56亿元，较2018年底增长25.83%；母公司其他应收款合计837.36亿

元，其中其他应收款项账面余额839.88亿元，计提坏账准备4.81亿元，账面价值为835.06亿元。

2017—2019年，母公司非流动资产快速增长，年复合增长15.81%。截至2019年底，母公司非流动资产为645.64亿元，较2018年底小幅增长3.47%。其中，可供出售金融资产（占20.16%）、长期股权投资（占45.11%）和无形资产（占13.72%）占比较高，长期股权投资主要是对集团子公司的投资。

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

负债及所有者权益

2017—2019年，母公司所有者权益快速增长，年复合增长26.01%。截至2019年底，母公司所有者权益272.61亿元，较2018年底增长9.15%，主要系公司发行永续债券其他权益工具增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本（72.65亿元）、资本公积（94.32亿元）、其他权益工具（113.81亿元）、未分配利润（-22.39亿元）和专项储备（8.28亿元）构成。截至2020年3月底，母公司所有者权益239.04亿元，较2019年底下降6.62%，主要系公司偿付永续中期票据其他权益工具规模下降以及母公司当期亏损所致。

2017—2019年，母公司负债总额不断增长，年复合增长10.42%。截至2019年底，母公司负债总额为1310.06亿元，较2018年底增长5.84%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，流动负债占比较2018年底增长9.83个百分点至68.16%。截至2019年底，母公司资产负债率为82.78%，较2018年底变化不大；母公司调整后全部债务1172.88亿元，较2018年底增长17.34%。其中，调整后短期债务（占55.12%）占比较高。同期，母公司调整后全

部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 88.08% 和 76.82%。

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

盈利能力

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

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

现金流

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量和经营活动产生的现金流量净额同比均有所增长，收入实现质量有所提高。同期，受投资支付的现金缩减影响，母公司投资活动现金流由净流出转为小规模净流入。

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

表 18 母公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	224.46	276.86	299.57	64.41
现金收入比	103.18	99.93	107.17	126.14
经营活动产	4.34	2.28	14.78	0.49

生的现金流量净额				
投资活动产生的现金流量净额	-35.56	-56.15	0.08	-37.93
筹资活动前现金流净额	-31.22	-53.87	14.86	-37.44
筹资活动产生的现金流量净额	45.34	56.87	-21.39	56.67

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020 年一季度，受母公司对外投资力度较大以及债务周转压力影响，母公司筹资活动现金净流入规模较大。

8. 过往债务履约情况

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

9. 抗风险能力

基于对公司资源储备和经营规模、未来公司发展战略及股东支持的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

九、 本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据对公司现有债务结构影响小，经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度上限为 10 亿元，分别占 2020 年 3 月底公司调整后长期债务和调整后全部债务的 1.36% 和 0.57%，对公司现有债务结构影响小。

截至 2020 年 3 月底，公司的资产负债率、

调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 77.46%、79.19% 和 61.45%。以 2020 年 3 月底数据为基础，考虑到公司发行的“20 阳煤 CP004”“20 阳煤 CP005”“20 阳煤 CP006”“20 阳煤 SCP005”“20 阳煤 CP007”“20 阳煤 MTN004”“20 阳煤 CP008”“20 阳煤 CP009”“20 阳煤 SCP006”“20 阳煤 MTN005”“20 阳煤 CP010”“20 阳煤 MTN006”“20 阳煤 SCP007”“20 阳煤 CP011”“20 阳煤 CP012”“20 阳煤 SCP008”“20 阳煤 MTN007”“20 阳煤 CP013”“20 阳煤 MTN008”“20 阳煤 CP014”“20 阳煤 CP015”，本期中期票据按发行额度上限发行后，公司的资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至 79.12%、80.91% 和 62.69%，公司债务负担将有所上升。考虑本期中期票据募集资金将用于偿还公司有息债务，公司实际债务水平或低于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 1380.71 亿元、1509.50 亿元和 1537.19 亿元，分别为本期中期票据发行额度上限的 138.07 倍、150.95 倍和 153.72 倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 46.54 亿元、57.22 亿元和 68.80 亿元，分别为本期中期票据发行额度上限的 4.65 倍、5.72 倍和 6.88 倍；公司经营活动现金流量对本期中期票据保障能力强。

2017—2019 年，公司 EBITDA 为本期中期票据发行额度上限的 13.88 倍、16.20 倍和 15.02 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

表 19 截至 2020 年 9 月 20 日公司存续期内债券期限分布情况（单位：亿元）

预计偿还年份	偿还金额
2020年	110.00
2021年	276.00

2022年	141.68
2023年及以后	156.00
合计	683.68

注：存续期内永续中票均按首个赎回日测算

资料来源：Wind

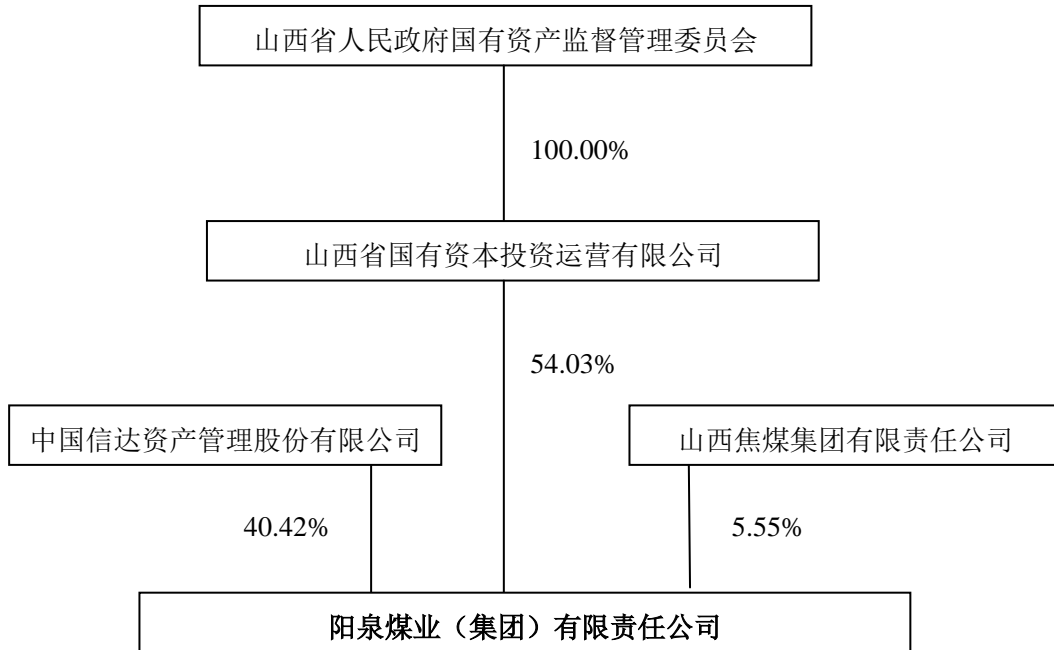
截至 2020 年 9 月 20 日，公司存续期内债券金额合计 683.68 亿元，其中 2021 年集中兑付压力较大，单年最高偿付额为 276.00 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 2021 年到期债券余额的 5.00 倍、5.47 倍和 5.57 倍，经营活动现金流量净额分别为 2021 年到期债券余额的 0.30 倍、0.31 倍和 0.31 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 2021 年到期债券余额的 0.50 倍、0.59 倍和 0.54 倍。

十、 结论

煤炭行业作为以资源型产品为主的产业，发展前景长期向好。公司是中国煤炭行业特大型企业，所处晋东矿区是中国大型煤炭基地之一，是中国无烟煤储量最集中的地区，公司在股东支持及政策支持等方面具有综合竞争优势。公司发挥无烟煤的资源优势，拓展下游煤化工业务，延伸产业链，提高产品附加值；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，整体抗风险能力极强。同时联合资信也关注到化工及铝行业景气度低、公司盈利能力有所下滑、债务负担重且短期债务占比高等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

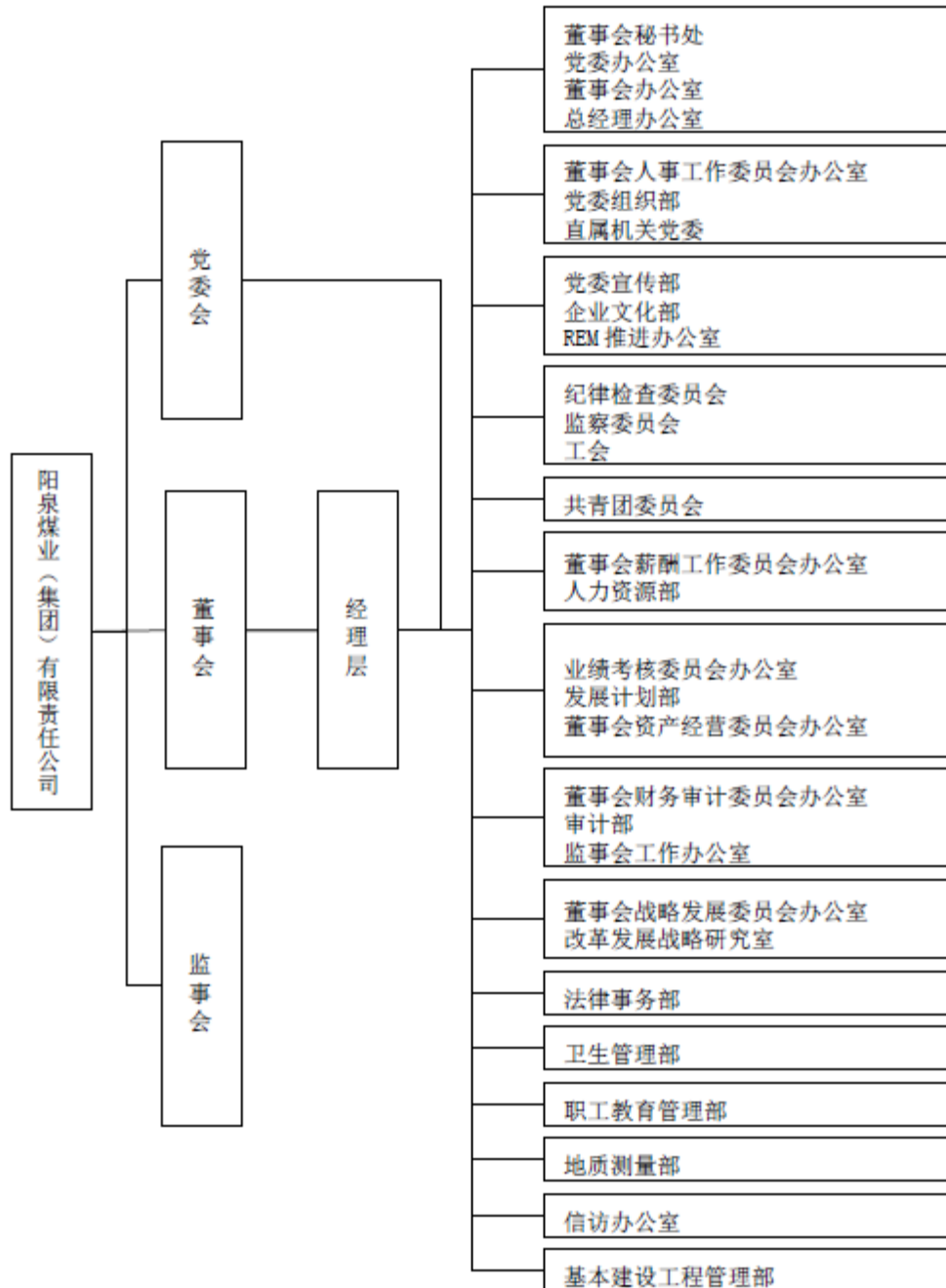
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



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

附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)
1	阳泉煤业(集团)股份有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选及销售	24.05	58.34
2	阳煤化工股份有限公司	氮肥制造	23.76	34.96
3	阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司	动力煤项目及相关能源产业项目	10.00	51.00
4	阳煤集团天誉矿业投资有限责任公司	其他煤炭采选	5.10	100.00
5	阳泉煤业集团天安产业孵化器 有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	2.55	100.00
6	阳泉煤业化工集团有限责任公司	化工原辅材料	32.50	100.00
7	阳泉煤业集团沙钢矿业投资有限公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	14.00	51.00
8	山西新元煤炭有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	4.35	55.00
9	山西石港煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	1.10	98.00
10	山西阳煤寺家庄煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	12.37	100.00
11	昔阳县坪上煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	0.87	51.00
12	山西昔阳运裕煤业有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	0.75	60.00
13	阳泉煤业集团华越机械有限公司	制造销售 机电设备	2.53	100.00
14	阳泉煤业(集团)华鑫电气有限公司	销售变压器	0.42	100.00
15	山西兆丰铝电有限责任公司	金属材料及金属矿产品、化工产品进出口业务、销售、制造	6.62	100.00
16	山西兆丰铝业有限责任公司	生产销售铝锭、铝型材及铝制品	27.23	33.24
17	阳泉煤业集团融资再担保有限责任公司	集团内融资再担保业务	18.92	52.86
18	阳泉市南庄煤炭集团有限责任公司	烟煤和无烟煤的开采洗选	5.25	51.00
19	阳泉市阳煤地产建设有限责任公司	房屋建筑业	5.64	100.00
20	深圳阳煤金陵产业投资基金有限公司	投资与资产管理	12.10	82.64
21	山西阳煤化工集团房地产有限公司	房地产开发	0.50	100.00
22	阳泉阳煤中小企业投资管理(集团) 有限责任公司	钢材、木材、建材、机械设备、电子产品、技术咨询	0.75	40.00
23	阳泉煤业集团国际贸易有限公司	贸易代理	11.00	100.00
24	阳煤集团昔阳化工有限责任公司	专项化学用品制造	8.00	100.00
25	新疆国泰新华矿业股份有限公司	其他煤炭采选	1.10	90.91
26	阳泉煤业集团物资经销有限责任公司	金属及金属矿批发	3.02	100.00
27	山西科林矿山检测技术有限责任公司	环境检测、煤矿设备性能测试	0.03	51.00

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

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

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

注：1. 母公司2020年1-3月财务数据未经审计；2. 母公司应付账款、长期应付款和所有者权益中其他权益工具已分别调整至短期债务和长期债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 阳泉煤业（集团）有限责任公司 2020 年度第九期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

阳泉煤业（集团）有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的三个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

阳泉煤业（集团）有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对阳泉煤业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，阳泉煤业（集团）有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注阳泉煤业（集团）有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现阳泉煤业（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对阳泉煤业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如阳泉煤业（集团）有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对阳泉煤业（集团）有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与阳泉煤业（集团）有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。