

信用评级公告

联合〔2021〕545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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华阳新材料科技集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 阳煤 CP002”“20 阳煤 CP003”“20 阳煤 CP004”“20 阳煤 CP007”“20 阳煤 CP008”“20 阳煤 CP009”“20 阳煤 CP011”“20 阳煤 CP012”“20 阳煤 CP013”“20 阳煤 CP014”“20 阳煤 CP015”“20 阳煤 CP018”和“20 阳煤 CP019”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司



二〇二一年一月十九日

华阳新材料科技集团有限公司

2021 年短期融资券跟踪评级报告

评级结果

债券简称	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
20 阳煤 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP004	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP007	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP008	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP009	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP011	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP012	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP013	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP014	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP015	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP018	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳煤 CP019	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 阳煤 CP002	10 亿元	10 亿元	2021.3.30
20 阳煤 CP003	10 亿元	10 亿元	2021.3.17
20 阳煤 CP004	10 亿元	10 亿元	2021.4.10
20 阳煤 CP007	10 亿元	10 亿元	2021.3.12
20 阳煤 CP008	10 亿元	10 亿元	2021.6.05
20 阳煤 CP009	10 亿元	10 亿元	2021.6.06
20 阳煤 CP011	10 亿元	10 亿元	2021.7.27
20 阳煤 CP012	10 亿元	10 亿元	2021.8.06
20 阳煤 CP013	10 亿元	10 亿元	2021.8.20
20 阳煤 CP014	10 亿元	10 亿元	2021.8.28
20 阳煤 CP015	10 亿元	10 亿元	2021.9.18
20 阳煤 CP018	10 亿元	10 亿元	2021.10.26
20 阳煤 CP019	10 亿元	10 亿元	2021.10.20

注：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

评级时间：2021 年 1 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“公司”或“华阳新材料”，原名“阳泉煤业（集团）有限责任公司”）的评级结果反映了公司作为国有特大型煤炭生产企业，在资源储备、产业布局、财政支持等方面拥有的优势。跟踪期内，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，经营活动现金流入量对存续债券保障能力较好。同时，联合资信也关注到公司化工及铝业所处行业景气度低、铝业板块成本倒挂，公司整体盈利能力有所下滑、债务负担重且短期债务占比较高等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

公司作为山西省煤炭资源整合主体之一，拥有大量储备资源，对未来持续经营形成良好支撑。未来，公司拟将延伸煤化工产业链，向新材料制造方向转型。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 阳煤 CP002”“20 阳煤 CP003”“20 阳煤 CP004”“20 阳煤 CP007”“20 阳煤 CP008”“20 阳煤 CP009”“20 阳煤 CP011”“20 阳煤 CP012”“20 阳煤 CP013”“20 阳煤 CP014”“20 阳煤 CP015”“20 阳煤 CP018”和“20 阳煤 CP019”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司维持了资源和市场方面的竞争优势，政府支持力度大。公司是中国规划的 13 个大型煤炭基地—晋东煤炭基地的重要组成部分；公司在产业优化和转型升级等方面获政府支持力度大。公司无烟煤产品附加值高，市场竞争力强，资源优势明显。
- 跟踪期内，公司拟建煤炭项目规模较大，预计达产后煤炭产能将进一步增长。公司拟建主要煤炭项目规划产能达 1500 万吨/年。
- 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较好。2019 年，公司经营活动现金流入量 1537.19 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 4.83 倍

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

关注

- 2019 年以来, 公司盈利能力有所下滑。受宏观经济下行、中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情等因素影响, 化工和铝业板块收入规模及盈利能力均有所下滑。公司非煤业务盈利能力差, 对公司整体利润拖累严重。
- 公司债务负担重, 存在较大短期支付压力; 公司未来存在一定资本支出压力。截至 2020 年 9 月底, 公司全部债务资本化比率 74.73%, 债务负担重。其中, 短期债务 974.20 亿元, 规模较大, 公司存在较大短期支付压力; 公司预计未来三年将维持较大的投资规模, 存在一定资本支出压力。
- 公司煤炭开采和安全生产难度较大; 安全投入及安全管理压力较大。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, 安全投入及安全管理压力较大。
- 未来, 公司拟向新材料制造方向转型, 现金流持续性存在不确定性。2020 年 10 月, 山西省人民政府国有资产监督管理委员会对包括公司在内的煤炭企业进行重组改革, 同月, 公司更为现名, 拟向新材料方向转型。未来, 公司新材料业务可能带来的现金流入尚存不确定性。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	229.27	269.27	275.96	292.27
资产总额 (亿元)	2153.88	2396.78	2466.47	2589.82
所有者权益 (亿元)	354.33	556.84	575.32	611.96
短期债务 (亿元)	936.04	862.74	1029.29	974.20
长期债务 (亿元)	580.05	728.42	666.15	835.79
全部债务 (亿元)	1516.09	1591.16	1695.45	1809.99
营业收入 (亿元)	1608.06	1739.01	1761.02	1213.33
利润总额 (亿元)	19.28	27.37	16.58	6.93
EBITDA (亿元)	138.75	161.99	152.17	--
经营性净现金流 (亿元)	46.54	57.22	68.80	97.13
营业利润率 (%)	9.81	9.13	7.90	7.65
净资产收益率 (%)	0.46	1.28	0.44	--
资产负债率 (%)	83.55	76.77	76.67	76.37
全部债务资本化比率	81.06	74.08	74.66	74.73
流动比率 (%)	56.35	62.37	55.17	59.19
经营现金流动负债比 (%)	3.72	4.85	5.26	--
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.31	0.27	0.30
全部债务/EBITDA (倍)	10.93	9.82	11.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.75	1.82	1.66	--

公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	1246.17	1487.52	1582.67	1715.75
所有者权益（亿元）	171.68	249.76	272.61	282.39
全部债务(亿元)	809.70	999.54	1172.88	1488.10
营业收入(亿元)	74.96	87.60	88.73	41.73
利润总额(亿元)	-36.68	-26.54	9.47	-14.72
资产负债率（%）	86.22	83.21	82.78	83.54
全部债务资本化比率(%)	86.92	86.14	88.08	84.05
流动比率（%）	115.81	119.60	104.94	111.67
经营现金流动负债比(%)	0.66	0.32	1.66	--

注：1. 公司 2020 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 公司合并口径与公司本部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. 应收账款融资跳入现金类资产

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	2020/10/12	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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由华阳新材料科技集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华阳新材料科技集团有限公司

2021 年短期融资券跟踪评级报告

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“华阳新材料”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华阳新材料原名“阳泉煤业（集团）有限责任公司”，前身是山西省阳泉矿务局，始建于 1950 年 1 月；1997 年 12 月，其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会议决议，建设银行将其所持有公司 5.55% 股权转让给山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）。2017 年 7 月 27 日，山西省成立了山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”，现已更名为“山西省国有资本运营有限公司”），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 9 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 亿元出资未到账，山西省国资委为公司实际控制人。根据山西省人民政府国企改革部署，并经公司 2020 年第

五次临时股东大会会议决议通过，公司于 2020 年 10 月 26 日更为现名。

表 1 截至 2020 年 9 月公司实收资本情况(单位: %)

名称	出资额占比
山西省国有资本投资运营有限公司	59.78
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	34.67
合计	100.00

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，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。其中，公司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”，公司持股 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”，公司直接持股 24.19%，最终受益股份为 39.2352%）。

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，公司实现营业收入总收入 1761.02 亿元，利润总额 16.58 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2589.82 亿元，所有者权益 611.96 亿元（含少数股东权益 313.37 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 1213.33 亿元，利润总额 6.93 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 1 月 19 日，公司由联合资信评级的存续短期债券见表 2，募集资金均已按

指定用途使用完毕。

表 2 截至 2021 年 1 月 19 日公司存续短期债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	到期日
20 阳煤 CP002	10	10	2020.03.30	2021.03.30
20 阳煤 CP003	10	10	2020.03.17	2021.03.17
20 阳煤 CP004	10	10	2020.04.10	2021.04.10
20 阳煤 CP007	10	10	2020.05.12	2021.05.12
20 阳煤 CP008	10	10	2020.06.05	2021.06.05
20 阳煤 CP009	10	10	2020.06.09	2021.06.09
20 阳煤 CP011	10	10	2020.07.27	2021.07.27
20 阳煤 CP012	10	10	2020.08.06	2021.08.06
20 阳煤 CP013	10	10	2020.08.20	2021.08.20
20 阳煤 CP014	10	10	2020.08.28	2021.08.28
20 阳煤 CP015	10	10	2020.09.18	2021.09.18
20 阳煤 CP018	10	10	2020.10.26	2021.10.26
20 阳煤 CP019	10	10	2020.10.20	2021.10.20

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。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较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 3 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降

至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020

年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1—8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020年前三季度我国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总

体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，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，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速(11.1%)略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速(6.5%)继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度(10.8%)有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度(-1.0%)转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度(5.8%)显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出(2.6万亿元)、卫生健康支出(1.4万亿元)、农林水支出(1.6万亿元)和债务付息支出(7351.0亿元)为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口(2.0万亿元)继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作

用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，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，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上半年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其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。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”的财力和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期

流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

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。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，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。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，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；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造

业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度

收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

五、行业分析

1. 煤炭行业

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。

行业概况

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。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。中国“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，大兴安岭—太行山和贺兰山之间的地区是中国煤炭资源集中分布的地区，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，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源主要集中于贵州、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

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

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

从行业供需角度看，国内煤炭市场供需同时受煤炭生产、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，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，下游社会库存逐步饱和，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，煤炭行业出现普遍性亏损。2017—2019 年，随着过剩行业去产能政策推行，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

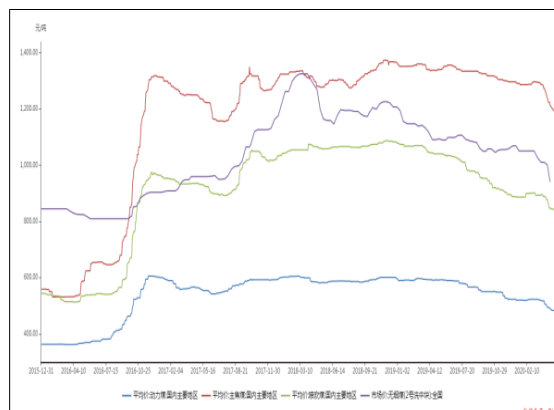
煤炭价格

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

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。

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。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%。

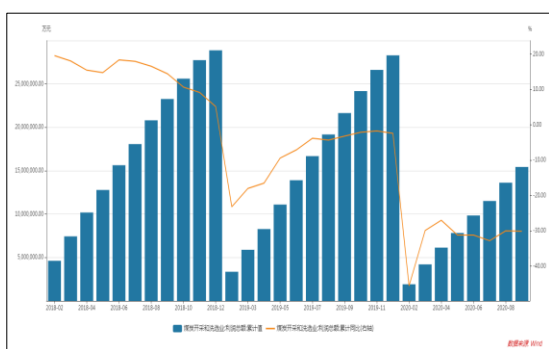
2020 年初，受疫情影响，煤炭下游需求下降，煤炭价格持续下滑。2020 年 5 月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平逐步恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。随着宏观经济增速的提升，煤炭行业下游需求不断回暖，叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严，煤炭价格持续回升。截至 2020 年 11 月 12 日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 524

元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨，较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%，但与去年同期比仍有所下滑。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，经营杠杆大，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，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。

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年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额1544.00亿元，同比下降30.10%。

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。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。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

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

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。

（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，在今后可预见的一段时期内，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、产量均保持世界第一。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

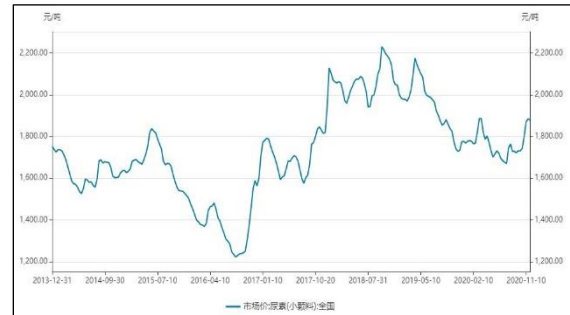
尿素企业开工率上升，受疫情影响和印度海外招标，产品价格阶段性抬升。

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年开始，国家开启供给侧改革，推动小散企业退出，出清过剩产能。2016—2020年，受尿素产能持续下降影响，国内尿素开工率近两年持续提高。据隆众化工统计，2020年1—11月，国内尿素平均开工率69.62%，较去年同期提高6.88个百分点，国内化肥累计产量4997.95万吨，同比增长2.45%。

价格方面，2020年，疫情初期运输受阻，下游需求恢复缓慢，尿素价格出现小幅度下降。随着国家“保供应、保春耕”的扶持政策推进和农业备肥开启，市场采购需求走强，尿素价格开始缓慢上涨。2020年3月，尿素价格达到1885.7元/吨。3月中下旬开始，春季用肥进入尾声，下游采购积极性下降，尿素价格开始不断下跌，2020年7月底达到1670.3元/吨的低点。进入8月后，印度频繁招标将国内尿素市场推上了高峰，尿素价格从10月初开始逐渐攀升。根据国家统计局数据显示，截至2020年11月底，国内尿素（小颗粒）均价为1877.20

元/吨，较去年同期增长8.31%。

图3 尿素价格（单位：元/吨）



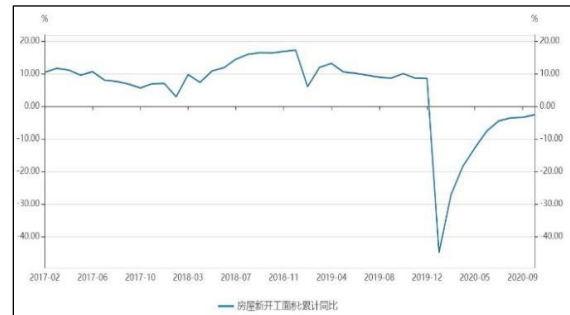
数据来源：Wind

PVC

前三季度 PVC 市场出现先抑后扬行情，疫情控制后，需求逐渐恢复

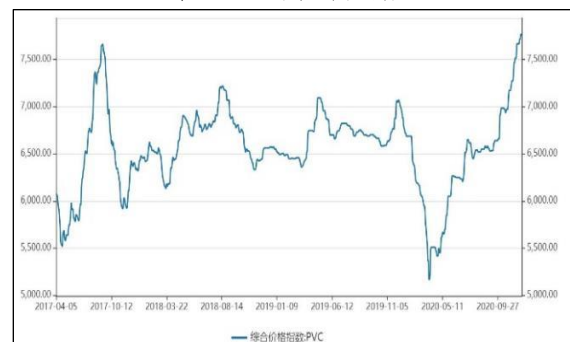
PVC 下游制品中以管材及型材为主的硬制品占比较高，主要用于房地产行业，因而房地产市场的变化对 PVC 需求影响明显。2020年1—9月，PVC 下游开工率受春节假期和疫情影响，2、3月份出现阶段性回落，但随着疫情控制，国内经济开始恢复，PVC 综合价格指数自5月开始逐渐提升。

图4 房屋新开工面积同比变动（单位：%）



资料来源：Wind

图5 PVC综合价格指数



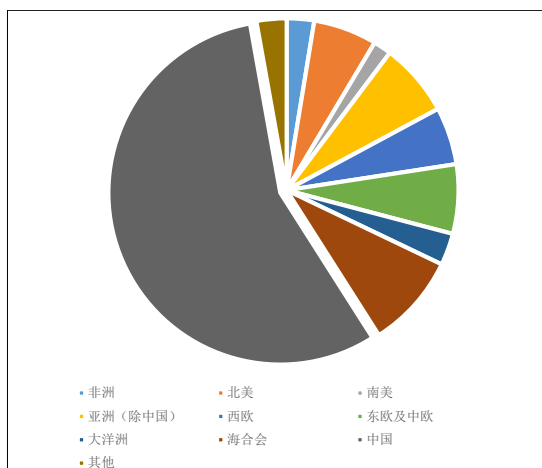
资料来源：Wind

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6 2019年全球各地区原铝产量占比情况



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（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，同比增长 7.47%。具体来看，受电解铝产能置换向内蒙古、广西、云南和贵州等地区转移因素影响，上述省份电解铝产量近几年均有较大幅度增长。与此同时，山东、河南产能指标置出省产量出现较大幅度减少，但山东仍为中国电解铝产量最高的省份。未来，随着置换产能的逐步投产和充分释放，内蒙古、广西、云南和贵州等地电解铝产量占比将进一步提高。

表4 中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2018年	2019年	变动率	2020年1-9月
山东	915.02	815.53	-10.87%	613.49
新疆	634.21	605.64	-4.51%	440.71
内蒙古	449.29	510.77	13.68%	428.05
甘肃	259.01	228.36	-11.83%	171.96
广西	169.24	218.66	29.20%	168.80
青海	238.87	216.99	-9.16%	173.29
云南	161.07	191.01	18.59%	187.41
河南	249.58	187.04	-25.06%	129.17
贵州	104.46	126.64	21.23%	102.81
宁夏	127.64	124.37	-2.56%	87.57
陕西	68.76	82.71	20.29%	67.96
山西	99.52	79.43	-20.19%	55.30
辽宁	45.31	64.93	43.30%	25.15
四川	55.02	54.31	-1.30%	55.16
重庆	48.72	49.28	1.16%	33.79
湖北	9.72	9.25	-4.82%	6.70
福建	14.06	8.33	-40.76%	5.14

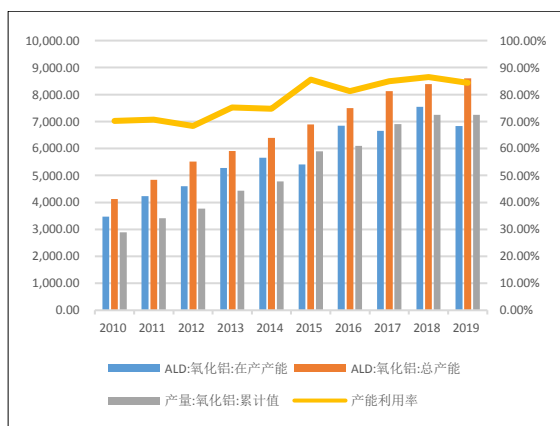
注：上表以2019年产量排名顺序列示

资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局统计，2020年1-9月，中国原铝产量2744.90万吨，同比增长4.09%。各省市产量排名看方面，主要产区中云南和四川产量明显上升，辽宁产量有所下降，其余主要产区产量变动不大。

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

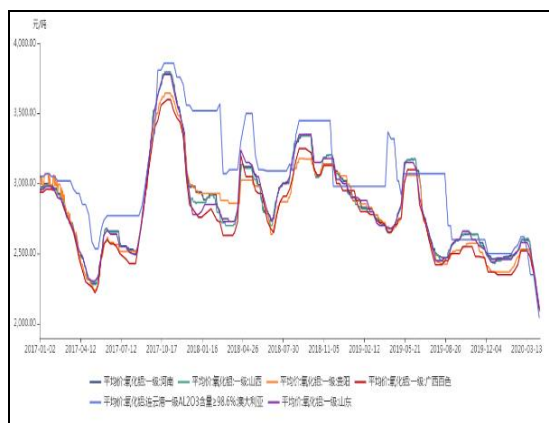
图7 近年中国氧化铝产能及产量情况
(单位：万吨/年、万吨、%)



注：产能利用率使用总产能计算
资料来源：Wind

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

图8 近年国内氧化铝价格走势 (单位：元/吨)



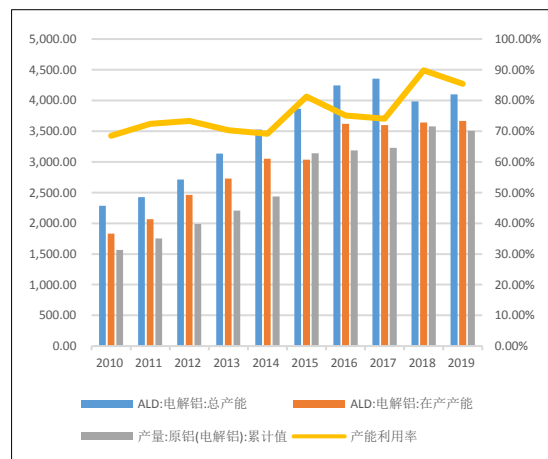
资料来源：Wind

市场供求关系

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

电解铝供给方面，近年来中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。截至2019年底，中国电解铝产能4100.50万吨/年，在产产能3664.50万吨/年，产能利用率85.46%，较2018年下降4.34个百分点。中国除电解铝产能过剩问题外，另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

图9 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
资料来源：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

(1) 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。

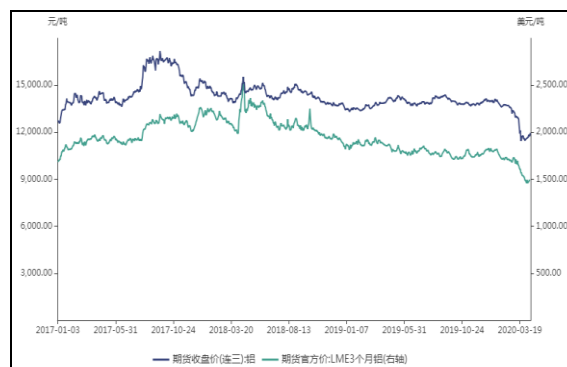
(2) 铝资源对外依存度

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。

(3) 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10 国内外铝价格变动情况



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本75.80亿元，实收资本75.80亿元，山西省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

跟踪期内，公司维持了煤炭资源储备规模大、煤质优良、品牌认知度较高等优势。

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。

七、管理分析

根据山西省人民政府国企改革部署，并经公司 2020 年第五次临时股东大会决议通过，公司于 2020 年 10 月 26 日更名为“华阳新材料科技集团有限公司”。

除此之外，跟踪期内公司管理制度及高级管理人员等未发生重大变动。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，煤炭业务仍是公司的主要利润来源，化工、铝电和物流板块收入规模较大，但毛利率低，利润贡献小。受煤炭价格下行、中美贸易摩擦、去产能政策推进、新冠肺炎疫情以及公司自身经营效率低等因素影响，公司

整体毛利率持续下降。

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。从利润贡献看，煤炭业务是公司主要的利润来源，化工、铝业和物流贸易业务毛利率低，利润贡献小。

2019 年，公司实现营业总收入 1761.02 亿元，同比增长 1.27%。其中，受煤炭价格下行影响，煤炭板块收入同比下降 2.44%，毛利率同比下降 3.77 个百分点；受中美贸易摩擦和宏观经济下行影响，化工行业下游需求低迷，产品价格下降，化工板块收入同比下降 5.37%，毛利率同比下降 0.74 个百分点；受铝产品外部需求下降影响，公司关停部分电解铝和氧化铝产能，铝业板块收入同比下降 11.55%，毛利率下降 0.1 个百分点；物流贸易板块收入同比增长 23.06%，毛利率维持低水平。

表 5 近年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-9 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	215.98	17.80	41.34
化工	581.37	36.15	4.53	589.68	33.91	4.55	558.03	31.69	3.81	423.77	34.93	2.23
铝电	282.97	17.60	1.50	274.15	15.76	1.42	242.49	13.77	1.32	118.64	9.78	1.36
物流贸易	274.35	17.06	0.61	399.26	22.96	0.55	491.32	27.90	0.53	373.42	30.78	0.41
装备制造	37.66	2.34	9.59	39.68	2.28	9.52	46.32	2.63	9.51	24.99	2.06	9.53
建筑地产	75.19	4.68	10.22	61.34	3.53	10.21	60.42	3.43	10.19	29.14	2.40	10.30
其他	71.14	4.42	24.66	60.80	3.50	9.67	56.00	3.18	9.83	27.39	2.26	18.94
合计	1608.06	100.00	11.57	1739.01	100.00	10.94	1761.02	100.00	9.63	1213.33	100.00	9.26

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

2020 年 1-9 月，公司实现营业总收入 1213.33 亿元，同比下降 7.60%，收入结构较 2019 年变化不大，但由于部分产品价格下跌，公司整体毛利率较 2019 年下降 0.37 个百分点至 9.26%。2020 年 1-9 月，受前期疫情影响，煤炭业务收入同比有所下降，毛利率仍维持较

高水平；受疫情与国际原油价格下跌影响，化工板块部分化工产品价格有所下降，导致该板块收入和盈利能力均有所下降；铝电板块收入同比大幅下降，系公司于 2020 年下半年关停部分生产线所致；物流贸易业务收入占总收入比重进一步上升，毛利率进一步下降。

2. 煤炭板块

跟踪期内，公司维持了煤炭资源储备及产销规模较大的优势。公司所在的晋东矿区多为高瓦斯矿井，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，多为高瓦斯矿井。截至 2019 年底，公司煤炭产业拥有在产矿井 38 个，主要分布在山西阳泉、晋中、忻州、朔州、临汾、太原六个地市，在产矿井的核定能力合计为 8170 万吨/年，保有储量合计为 73.38 亿吨，可采储量合计为 35.33 亿吨。

表 6 截至 2019 年底公司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
孙家沟	120.00	8.80	17651.60	8069.90	48.00	已有采矿权
合计	4560.00	635.60	629775.20	327522.10	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司煤炭业务模式无变化。

产销量方面，2019 年，公司原煤产销量同比均有所增长；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。

产品价格方面，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—9 月，公司原煤产量为 2019 年全年的 81.08%，商品煤销量为 2019 年全年的 80.76%，产销率较 2019 年变化不大。公司煤炭销售价格回落至 341.66 元/吨，销售价格和成本的价差已由 2019 年的 154.85 元/吨下降至 129.81 元/吨。公司煤炭业务保持了较强的盈利能力。

表 7 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—9 月
原煤产量	6767.42	6965.20	7041.83	5709.33
商品煤销量	7079.33	7215.51	7318.08	5910.04
产销率	104.61	103.59	103.92	103.52
价格	399.29	422.75	393.93	341.66
成本	218.70	242.62	239.08	211.85

注：1.部分数据因四舍五入导致分项数与合计计数有差异；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

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。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

电力股份有限公司等电厂保持稳定的战略合作关系。

公司所处的晋东矿区多为高瓦斯煤矿，安全生产压力较大。公司持续加大对安全生产的投入，跟踪期内无安全事故。

表 8 公司煤炭生产死亡率指标

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

资料来源：公司提供

3. 化工板块

跟踪期内，化工板块仍保持较大收入规模，毛利率进一步下降。

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。

化肥产品方面，2019 年，尿素产销量同比均有所增长，主要系公司增加下游渠道开拓力度所致；复合肥产量有所增长，销量同比变化不大。同期，受原材料成本下降影响，尿素和复合肥成本同比分别下降 6.65% 和 14.73%，复合肥由亏转盈。

基础化工产品方面，2019 年，乙二醇、离子膜碱和 PVC 的产销量均有所增长，碳酸氢铵的产销量小幅下降。受国际原油价格下滑影响，乙二醇价格成本倒挂；PVC 价格有所增长，成本有所下降，每吨平均产销价差增长至 448 元；离子膜碱成本同比变化不大，售价同比下降 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。

表 9 公司主要化肥、化工产品发展情况

(单位：万吨、元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月	
尿素	产量	397.14	329.84	386.45	284.48
	销量	407.28	324.79	364.70	261.72
	平均售价	1380	1708	1606	1452
	平均成本	1258	1413	1319	1225

复合肥	产量	11.91	9.66	11.86	13.58
	销量	12.11	10.69	10.59	11.14
	平均售价	1789	1973	1987	1876
	平均成本	1748	2139	1824	1611
乙二醇	产量	33.69	35.44	36.85	24.85
	销量	33.32	35.09	37.17	25.12
	平均售价	5915	6012	3899	3118
	平均成本	4679	4734	4247	4221
离子膜碱	产量	40.33	40.46	43.91	30.75
	销量	39.35	39.14	43.69	30.06
	平均售价	2844	2477	2111	1508
	平均成本	860	866	875	742
PVC	产量	21.17	23.99	27.23	17.87
	销量	21.23	23.98	27.39	17.76
	平均售价	5536	5779	5851	5519
	平均成本	5480	5647	5403	4823
碳酸氢氨	产量	25.15	33.80	31.45	28.11
	销量	25.39	32.96	32.24	25.51
	平均售价	482	526	518	546
	平均成本	417	476	474	461

资料来源：公司提供

2020 年 1—9 月，公司的尿素产销量同比变化不大，产销价差由 2019 年的 287 元/吨降至 227 元/吨，主要系售价降低所致；复合肥产销量同比大幅增长，主要系公司加强营销与产能管理所致，产销价差由 2019 年的 163 元/吨上升至 265 元/吨，主要系成本下降所致；乙二醇产销量同比变化不大，成本仍然高于售价；离子膜碱产销量同比变化不大，产销价差由 2019 年的 1236 元/吨降至 766 元/吨，主要系售价大幅下降所致；PVC 产销量同比有所减少，产销价差由 2019 年的 448 元/吨增至 696 元/吨，主要系成本下降所致；碳酸氢氨产销量同比变化不大，平均售价与平均成本也变化不大。

4. 铝业

跟踪期内，公司铝电业务持续亏损。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。联合资信将持续关注公司后续对该板块的经营规划。

受生产成本高等因素影响，2019年，公司氧化铝由自产转为外采。兆丰铝电二期10万吨/年电解铝产能于2018年10月关停，一期12.5万吨/年电解铝产能仍正常生产。

2019年，公司电解铝销售价格保持稳定，成本小幅下降；氧化铝销售价格同比下降2.63%，成本同比增长2.31%。

公司电解铝生产成本高主要有两方面原因：其一，公司用电成本约为0.35元/千瓦时，高于云南、四川等地同业用电价格（0.25~0.26元/千瓦时）；其二，目前电解铝行业普遍使用500千安以上的电解槽型，公司现有电解槽型为240千安（已于2019年关停）和300千安，电解能耗高于主流槽型1280度电/吨。

表10 截至2020年9月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 1-9月
电 解 铝	产量	20.43	15.06	12.46	9.29
	销量	20.51	15.06	12.48	9.32
	平均售价	12098.30	12035.12	12048.87	11943.44
	平均成本	12366.52	14237.92	14117.52	12914.45
氧 化 铝	产量	83.09	75.66	58.40	--
	销量	85.30	73.85	59.70	--
	平均售价	2410.11	2550.82	2483.62	--
	平均成本	2388.02	2320.78	2374.32	--

资料来源：公司提供

2020年1-9月，公司电解铝产销量分别为2019年全年的74.56%和74.68%。受市场波动影响，电解铝平均售价有所下降；受公司采取增效降本措施影响，电解铝平均成本也有所下降，但售价与成本仍呈倒挂状态。

5. 物流贸易板块

跟踪期内，公司物流贸易板块收入规模大，但盈利能力弱。

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”），贸易产品主要为铝锭、铁矿石及煤炭等。

物资经销公司主要涉及煤炭贸易、建材贸易和有色金属贸易，建材贸易产品包括钢材、板材；有色金属产品包括铜、铝、锌。

国贸公司的主要贸易产品为铝锭、钢材、铬矿等，其铝锭业务上游较为分散，下游全部销售给广西广投银海铝业集团有限公司，贸易价差约5~10元/吨。

表11 国贸公司主要贸易品种情况

(单位：万元、%)

贸易品种	2019年		2020年1-9月	
	金额	占比	金额	占比
铝锭	211.07	90.44	195.82	91.35
钢材	0.10	0.04	0.16	0.07
铬矿、高碳铬铁	13.62	5.84	8.02	3.74
煤炭	1.03	0.44	4.30	2.00
其他	7.57	3.24	6.07	2.83
合计	233.40	100.00	214.36	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年1-9月，物流贸易板块收入总额为2019年全年的76.00%，贸易品种以建材类和有色金属类为主。其中，有色金属类贸易收入占比有所增长，其他贸易品种收入占比变化不大。

6. 其他业务

2019年，公司其他业务经营稳定。2020年1-9月，受疫情等因素影响，公司装备制造、建筑地产和中小企业业务收入均有所下滑。

2019年，公司其他业务整体经营稳定：装备制造业务收入同比增长16.73%，毛利率变化不大；建筑地产业务的规模和毛利率均无明显变化；中小企业等其他业务收入同比小幅下降，毛利率变化不大。

2020年1-9月，受疫情影响，公司装备制造、建筑地产和中小企业服务等其他业务收入均有所下降。公司装备制造业务收入为2019年全年的53.95%，毛利率变化不大；建筑地产业务收入为2019年全年的48.23%，毛

利率变化不大；中小企业等其他业务收入为2019年全年的47.32%，毛利率有所增长。

7. 经营效率

公司整体经营效率一般。

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

表12 2019年煤炭行业公司主要经营指标对比
(单位：次)

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

资料来源：Wind，联合资信整理

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

8. 在建及拟建工程

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

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

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

表13 截至2019年底公司主要在建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	建设规模	计划总投资	自有资金	截至2019年底已投资额
昔阳氯碱化工项目	42万吨/年	29.65	8.90	29.40
寿阳博奇电厂项目	2×350MW	32.90	9.87	14.38
西上庄电厂项目	2×660MW	52.00	15.60	20.53
合计	--	114.55	34.37	64.31

资料来源：公司提供

未来三年，公司规划投资400亿元左右，主要实施项目有：

煤矿项目：主要是现有煤矿安全升级改造、现代化矿井建设，西上庄、七元、泊里3座新建煤矿项目复工建设，三座煤矿规划产能合计为1500万吨/年。

化工项目：主要有已开展前期设计的200万吨/年低阶煤分质清洁循环利用多联产项目、10万吨恒源聚碳酸酯项目，已规划的20万吨平定乙二醇二期、20万吨深州乙二醇二期、18万吨昔阳氯碱二期、20万吨恒通环氧丙烷等精细化工项目。

电力项目：主要是已开工建设的寿阳2×350MW、西上庄2×660MW、左权2×660MW、宁武2×350MW 4个低热值煤发电项目，已规划恒通2×350MW、新疆二期2×1000MW电厂项目等。

铝业项目：主要是正在开展前期工作的50万吨电解铝及深加工项目等。

综上，公司未来将存在一定资本支出压力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了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1-9月财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 55 家，合并范围较 2018 年底新增 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 9 月底，公司（合并）资产总额 2589.82 亿元，所有者权益 611.96 亿元（含少数股东权益 313.37 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 1213.33 亿元，利润总额 6.93 亿元。

2. 资产质量

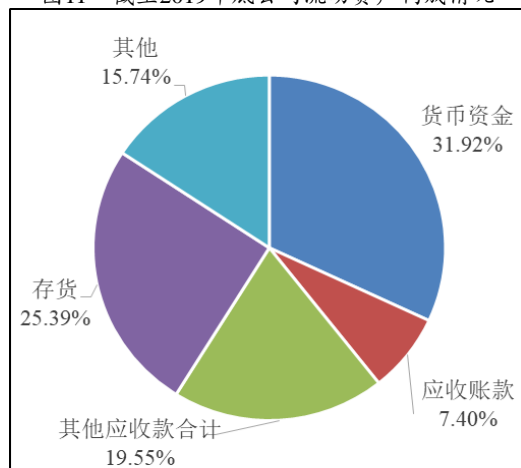
跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以非流动资产为主。公司现金类资产受限比例高，资产流动性较弱，整体资产构成符合行业经营特点。

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

流动资产

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

图 11 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

截至 2019 年底，公司货币资金合计 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，投资活动现金净流出规模收窄所致。公司货币资金由银行存款（占 56.19%）、其他货币资金（占 43.80%）及少量库存现金构成；其中受限制的货币资金总额为 150.73 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 65.44%，货币资金受限比例高。

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

截至 2019 年底，公司现金类资产为 247.66 亿元，其中，公司受限现金类资产 162.45 亿元（占 65.59%），现金类资产受限比例高。

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

截至 2019 年底，公司其他应收款 141.09 亿元（其他应收款项占 98.91%，应收股利占 1.09%），较 2018 年底下降 20.61%，主要系公司清收应收款力度增强所致。截至 2019 年底，公司其他应收款项 139.56 亿元，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

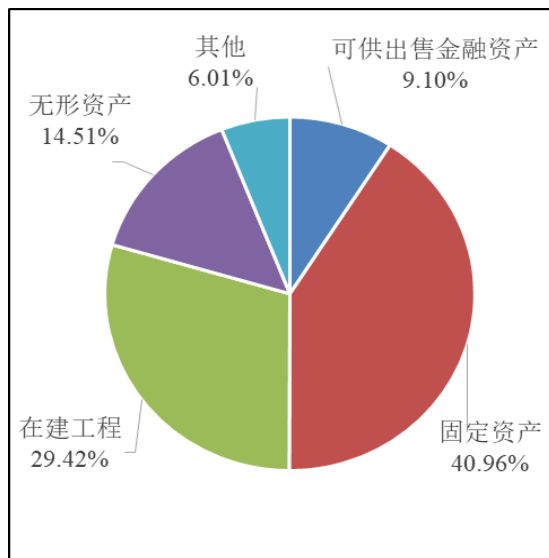
以上的占 17.87%。公司其他应收款项综合账龄较长，计提坏账准备较为充分。

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

非流动资产

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

图12 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

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），主要包括山西省金融资产管理公司和晋信资本投资管理有限公司理财产品 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），主要包括持有山西晋煤集团晟泰能源投资有限公司、山西晋煤集团沁秀煤业有限公司、山西晋煤集团华昱煤化工有限责

任公司、河南晋煤天庆煤化工有限责任公司权益合计 45 亿元。截至 2019 年底，公司持有至到期投资为 4.36 亿元，较 2018 年底下降 76.45%，主要系委托贷款规模下降所致。

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

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

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

表 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	银行承兑汇票保证金等
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 9 月底，公司资产总额 2589.82 亿元。其中，流动资产占 28.61%，非流动资产占 71.39%，公司资产规模和结构较 2019 年底

变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司货币资金 247.44 亿元，较 2019 年底增长 7.42%，其中受限资金 154.00 亿元，占 62.24%，主要为票据保证金、央行存款。截至 2020 年 9 月底，公司可供出售金融资产 225.84 亿元，较上年底增长 42.17%，主要系认购山西潞安矿业(集团)有限责任公司、太原重型机械集团有限公司永续期债 70 亿元所致。截至 2020 年 9 月底，公司抵质押物共计 88.08 亿元。其中，阳煤化工固定资产 52.73 亿元，阳煤股份股权 13.46 亿元。

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，权益稳定性弱。跟踪期内，未分配利润持续为负，亏损规模不断扩大。

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 年底扩大 42.81%，主要系公司归属于母公司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 9 月底，公司所有者权益合计 611.96 亿元，较上年底增长 6.37%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.79%，少数股东权益占比为 51.21%。归属于母公司所有者权益 298.59 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.87%、16.11%和-7.34%。所有者权益稳定性弱。截至 2020 年 9 月底，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；公司其他权益工具合计 138.84 亿元，较 2019 年底增长 21.99%，主要系增加对山西潞安矿业(集团)有限责任公司和太原重型机械集团有限公司的永续期权益工具融资共 70.00 亿元所致。

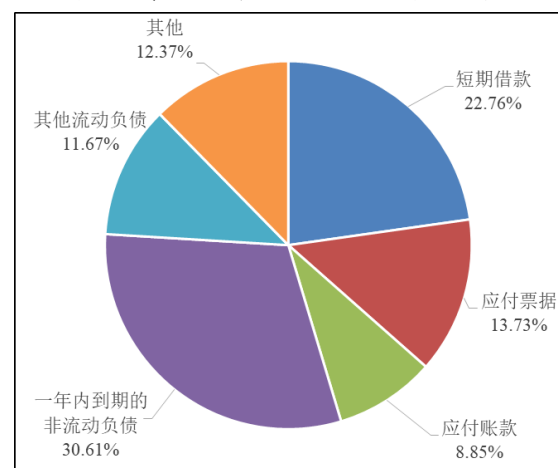
负债

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务负担重；短期债务规模大，存在较大短期支付压力，债务结构有待改善。

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

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

图 13 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

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 7.30 亿元（占 2.45%）、抵押借款 6.01 亿元（占

2.02%)、保证借款 155.26 亿元 (占 52.15%) 和信用借款 129.17 亿元 (占 43.38%)。

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

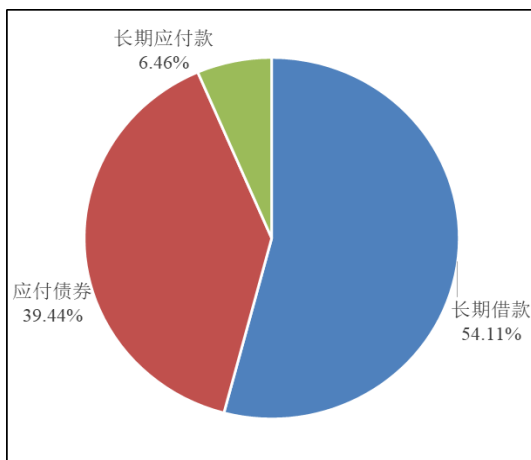
截至 2019 年底, 公司应付账款为 115.77 亿元, 较 2018 年底下降 11.53%, 从账龄上看, 1 年以内的应付账款占 58.75%, 1~2 年的占 16.73%, 2 年及以上的占 24.53%。

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

截至 2019 年底, 公司其他应付款 78.30 亿元, 较 2018 年底下降 21.59%, 主要系交付职工住房公积金 13.95 亿元所致。

截至 2019 年底, 公司非流动负债为 583.18 亿元, 较 2018 年底下降 11.81%, 主要系应付债券和长期应付款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款 (占 54.11%)、应付债券 (占 39.44%) 和长期应付款 (占 6.46%) 构成。

图 14 截至 2019 年底公司非流动负债构成情况



资料来源: 公司财务报告

截至 2019 年底, 公司长期借款为 299.93 亿元, 较 2018 年底下降 10.04%, 主要系该时

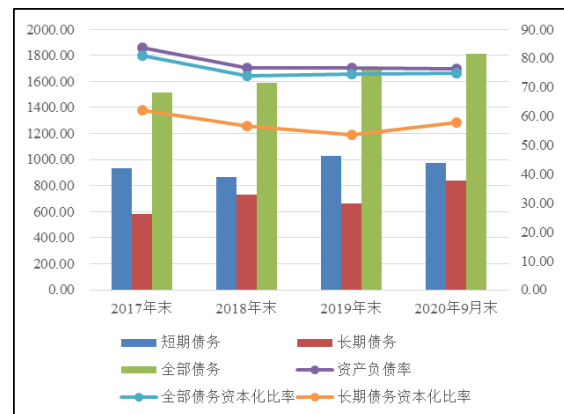
点公司部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

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, 已将其他流动负债、长期应付款中有息项以及所有者权益中其他权益工具相应调整至短期债务和长期债务测算。截至 2019 年底, 公司全部债务为 1695.45 亿元。其中, 短期债务占 60.71%, 长期债务占 39.29%。债务指标方面, 截至 2019 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.67%、74.66% 和 53.66%。

图 15 公司债务及偿债指标构成情况

(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司财务报告

截至 2020 年 9 月底, 公司负债总额 1977.86 亿元, 较上年底增长 4.59%。其中, 流动负债占 63.28%, 非流动负债占 36.72%, 负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月底, 公司短期借款 340.46 亿元, 较 2019 年底增长 14.35%, 新增短期借款主要用于补充流动资金; 公司一年内到期的非流动负债 197.23 亿元, 较 2019 年底下降 50.74%; 公司应付债券 315.16 亿元, 较 2019 年底增长 43.33%, 主要系公司发行债券偿付到期有息债务所致。有息债务方面, 截至 2020 年 9 月底, 公司全部债务为 1809.99 亿元, 较 2019 年底增长 6.76%, 长期

债务占比由2019年底的39.29%增长至46.18%。同期，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76.37%、74.73%和57.73%，均较2019年底有所增长。公司一年内到期有息债务为808.67亿元，存在较大短期支付压力。

截至2021年1月19日，公司存续期内债券共计67只，出于审慎性原则，假设公司已发行的债券均于第一个行权日赎回，公司存续期内债券测算情况如表15：

表15 截至2021年1月19日，公司待偿债券情况
(单位：亿元)

预计偿还年份	偿还金额
2021年	318.000
2022年	156.680
2023年	117.425
2024年及以后	21.000
合计	613.105

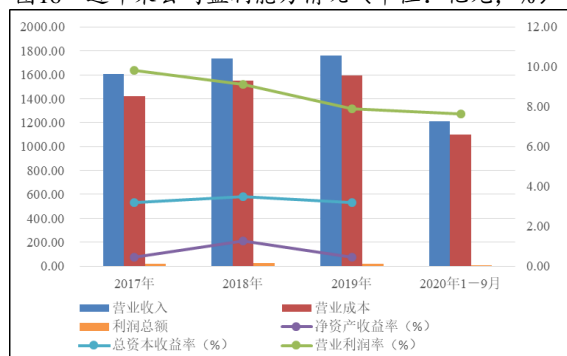
资料来源：Wind

4. 盈利能力

跟踪期内，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，但受营业成本增速更快、期间费用高、产品竞争力不强等因素影响，公司整体盈利能力有所下滑。

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。2019年，公司实现营业利润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16 近年来公司盈利能力情况(单位：亿元，%)



资料来源：公司财务报告

2019年，公司期间费用合计136.87亿元，同比变化不大，主要由管理费用（占47.12%）和财务费用（占42.72%）构成。期间费用占营业总收入比7.77%，对公司利润侵蚀较大。

2019年，公司投资收益5.19亿元，主要为处置可供出售的金融资产取得的投资收益；资产处置获得的收益4.71亿元，主要包括山西晋煤集团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。

2019年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为7.90%、3.20%和0.44%，同比均有所下降。受成本高、期间费用高、产品竞争力不强等因素影响，公司整体盈利能力有所下滑。

2020年1-9月，公司实现营业总收入1213.33亿元，同比下降7.60%，为2019年全年营业收入的68.90%；实现利润总额6.93亿元，同比下降55.42%，为2019年全年利润总额的41.80%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量有所改善；投资支出规模较大，具有较强外部融资需求；筹资活动现金流规模大。

表16 公司现金流情况(单位：亿元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
经营活动现金流入量	1380.71	1509.50	1537.19	1268.01
经营活动现金流出量	1334.17	1452.28	1468.39	1170.87
经营活动现金流量净额	46.54	57.22	68.80	97.13
投资活动现金流入量	77.29	149.07	102.02	43.48
投资活动现金流出量	189.26	274.63	193.80	200.27

投资活动现金流量净额	-111.97	-125.57	-91.78	-156.79
筹资活动前现金流净额	-65.43	-68.34	-22.98	-59.66
筹资活动现金流入量	1076.24	1242.69	1092.45	941.05
筹资活动现金流出量	1022.16	1146.16	1080.32	881.71
筹资活动现金流量净额	54.07	96.54	12.13	59.33
现金收入比(%)	83.42	84.50	84.40	101.29

资料来源：公司提供，联合资信整理

2019年，公司经营活动现金流入和流出同比变化不大，经营活动现金流净额同比增长20.24%；公司投资活动现金流入同比下降31.56%，主要系收回投资收到的现金下降所致；投资活动现金流出同比下降29.43%，整体投资规模缩减；投资活动现金流出量较流入量下降较大，净流出同比下降26.91%。2019年，公司筹资活动前现金净流出规模同比下降66.37%，但公司仍有较强外部融资需求。2019年，公司筹资活动现金流净额同比下降87.44%。2019年，公司现金收入比为84.40%，收入实现质量仍较差。

2020年1—9月，公司经营活动现金净流入量同比下降4.90%；公司仍保持较大投资规模，投资活动现金净流出规模大。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，筹资活动有大规模现金净流入。2020年1—9月，公司现金收入比大幅提高，较2019年提高16.89个百分点。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现一般，存在较大短期支付压力；公司担保规模较大，或将存在一定代偿风险。考虑到公司的市场地位和规模优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为55.17%和41.16%，较2018年底分别下降7.20个和6.07个百分点；公司现金短期债务比为0.24倍，较2018年底有所下降。截至2020年9月底，公

司流动比率和速动比率分别增长至59.19%和44.34%，现金短期债务比为0.28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，2019年，公司EBITDA为152.17亿元，EBITDA利息倍数同比下降至1.66倍，调整后全部债务/EBITDA为11.14倍，公司长期偿债能力指标表现趋弱。综合考虑公司的长短债指标和突出的市场地位及规模优势，公司整体偿债能力极强。

截至2020年9月底，公司担保余额合计183.46亿元（包含公司关联企业），担保比例较高，为29.98%。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2020年9月公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保对象性质	被担保企业名称	担保种类	实际担保金额
对集团内担保	--	--	151.70
对集团外担保	山西汾西矿业集团有限责任公司	贷款担保	7.55
	山西煤炭进出口集团有限公司	贷款担保	24.21
合计	--	--	183.46

注：对集团内担保企业共35家，此处不全部列举

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9月，公司共获银行授信额度1519.64亿元，尚未使用额度为653.22亿元。另外，公司子公司阳泉煤业、阳煤化工是A股上市公司，公司具有直接和间接融资渠道。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司债务负担重，盈利能力弱；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

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%。其中，

流动资产占 59.21%，非流动资产占 40.79%，资产结构较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年底，母公司流动资产为 937.03 亿元，较 2018 年底增长 8.51%，主要由其他应收款（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，其他应收款项账面价值 839.88 亿元。因关联方不计提坏账或因债权债务清理暂不计提坏账的其他应收款项合计 833.11 亿元，占全部其他应收款项 99.19%。

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子公司的投资。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产总额 1715.75 亿元，较 2019 年底增长 8.41%，主要系货币资金、其他应收款和无形资产增长所致。其中，货币资金 79.89 亿元，较 2019 年底增长 16.53%；其他应收款 853.72 亿元，较 2019 年底增长 1.95%；无形资产 126.53 亿元，较 2019 年底增长 42.86%，主要系新增无形资产-探矿权 36.38 亿所致。母公司资产结构较 2019 年底变化不大。

负债及所有者权益

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 9 月底，母公司所有者权益 282.39 亿元，较 2019 年底增长 3.59%。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 1310.06 亿元，较 2018 年底增长 5.84%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，流动负债占比较

2018 年底增长 9.83 个百分点至 68.16%。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 82.78%，较 2018 年底变化不大；母公司全部债务 1172.88 亿元，较 2018 年底增长 17.34%。其中，短期债务占 55.12%。同期，母公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.14% 和 65.88%。

截至 2020 年 9 月底，母公司负债总额 1433.36 亿元，较 2019 年底增长 9.41%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增长所致；母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2019 年底有所增长，分别为 83.54%、84.05% 和 71.47%，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 6.82 亿元，利润总额为 9.47 亿元。

2020 年 1—9 月，母公司实现营业收入 41.73 亿元，同比下降 40.10%；营业利润和利润总额分别为 -14.74 亿元和 -14.72 亿元，较 2019 年由盈转亏，主要系母公司其他收益较 2019 年大幅下降所致。

现金流

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

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

表 18 母公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
经营活动现金流入量	224.46	276.86	299.57	134.60
现金收入比	103.18	99.93	107.17	56.86
经营活动产生的现金流量净额	4.34	2.28	14.78	18.30
投资活动产生的现金流量净额	-35.56	-56.15	0.08	-116.01
筹资活动前现金流量净额	-31.22	-53.87	14.86	-97.71
筹资活动产生的现金流量净额	45.34	56.87	-21.39	106.53

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2020 年 1—9 月, 母公司经营活动现金流入量同比有所下降, 主要系收入规模同比下降所致; 同期, 母公司经营获现能力大幅下降。2020 年 1—9 月, 母公司对外投资力度大, 筹资现金流净额为负, 母公司对筹资活动依赖较大。

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 11 月 23 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。

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值保障能力较好, 现金类资产、经

营活动现金流量净额对待偿债本金峰值保障能力一般。

截至 2020 年 9 月底, 公司存续债券余额共 613.11 亿元。其中 2021 年到期的应付债券为 318.00 亿元, 达到存续债券待偿本金峰值。截至 2019 年底, 公司现金类资产合计 275.96 亿元, 为公司存续债券待偿还本金峰值的 0.87 倍; 2019 年, 公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 1537.19 亿元和 68.80 亿元, 为公司存续债券待偿还本金峰值的 4.83 倍和 0.22 倍。

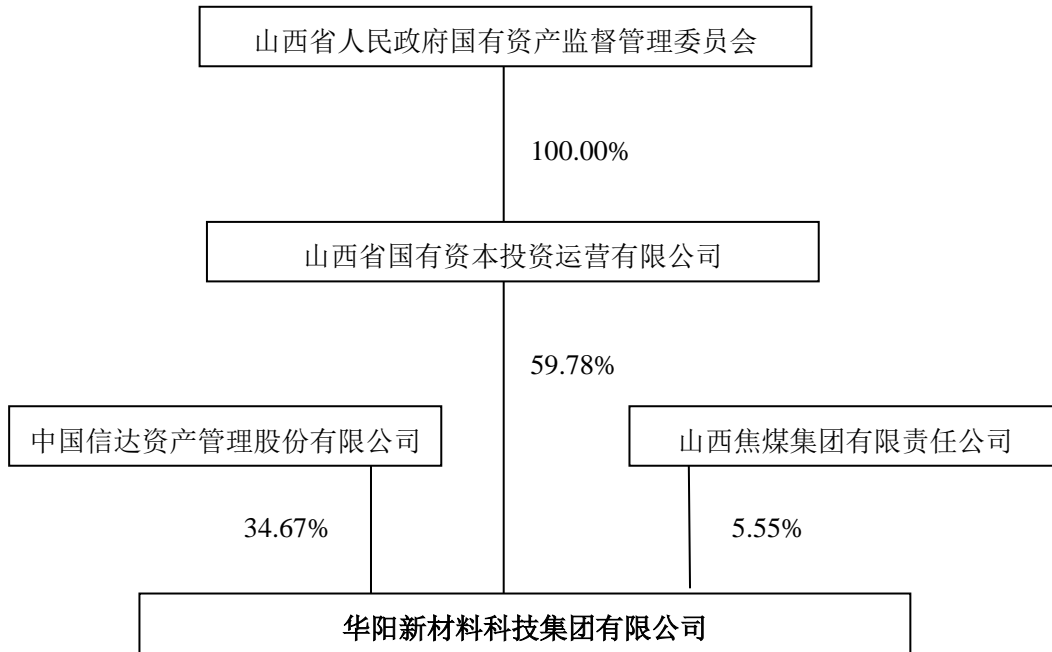
截至 2020 年 9 月底, 公司现金类资产 292.27 亿元, 为公司存续债券待偿还本金峰值的 0.92 倍。

总体看, 公司经营活动现金流入量对待偿还本金峰值保障能力较好, 现金类资产、经营活动现金流量净额对待偿债本金峰值保障能力一般。

十一、结论

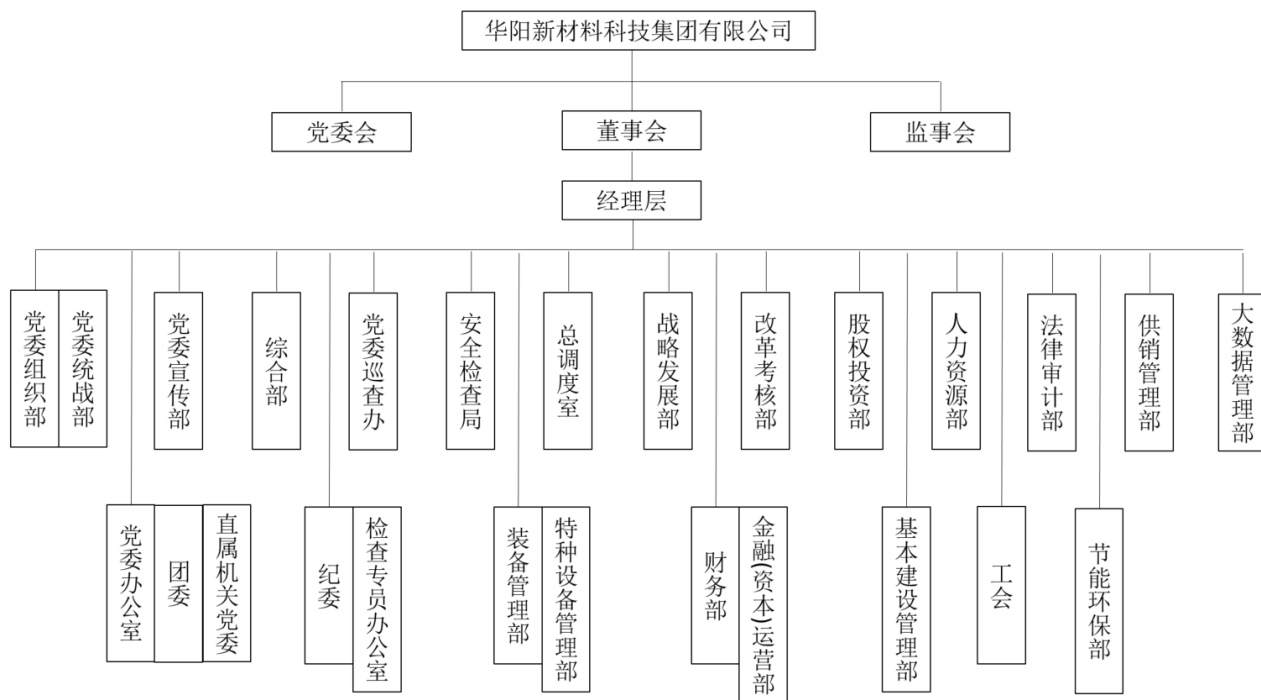
综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 并维持“20 阳煤 CP002”“20 阳煤 CP003”“20 阳煤 CP004”“20 阳煤 CP007”“20 阳煤 CP008”“20 阳煤 CP009”“20 阳煤 CP011”“20 阳煤 CP012”“20 阳煤 CP013”“20 阳煤 CP014”“20 阳煤 CP015”“20 阳煤 CP018”和“20 阳煤 CP019”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



注：公司于 2020 年 10 月更为现名，故提供截至 2020 年 12 月底股权架构图
资料来源：公司提供，联合资信整理制作

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



注：公司于 2020 年 10 月更为现名，故提供截至 2020 年 12 月底组织架构图
 资料来源：公司提供，联合资信整理制作

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	华阳新材料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	华阳新材料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	华阳新材料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	华阳新材料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	华阳新材料晋中物流有限公司	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	华阳新材料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 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	229.27	269.27	275.96	292.27
资产总额 (亿元)	2153.88	2396.78	2466.47	2589.82
所有者权益合计 (亿元)	354.33	556.84	575.32	611.96
短期债务 (亿元)	936.04	862.74	1029.29	974.20
长期债务 (亿元)	580.05	728.42	666.15	835.79
全部债务 (亿元)	1516.09	1591.16	1695.45	1809.99
营业总收入 (亿元)	1608.06	1739.01	1761.02	1213.33
利润总额 (亿元)	19.28	27.37	16.58	6.93
EBITDA (亿元)	138.75	161.99	152.17	--
经营性净现金流 (亿元)	46.54	57.22	68.80	97.13
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	--
现金收入比率 (%)	83.42	84.50	84.40	101.29
营业利润率 (%)	9.81	9.13	7.90	7.65
总资本收益率 (%)	3.18	3.51	3.20	--
净资产收益率 (%)	0.46	1.28	0.44	--
长期债务资本化比率 (%)	62.08	56.67	53.66	57.73
全部债务资本化比率 (%)	81.06	74.08	74.66	74.73
资产负债率 (%)	83.55	76.77	76.67	76.37
流动比率 (%)	56.35	62.37	55.17	59.19
速动比率 (%)	43.52	47.23	41.16	44.34
经营现金流流动负债比 (%)	3.72	4.85	5.26	--
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.31	0.27	0.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.75	1.82	1.66	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.93	9.82	11.14	--

注: 1.2020 年 1-9 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 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	57.20	76.82	78.12	82.32
资产总额 (亿元)	1246.17	1487.52	1582.67	1,715.75
所有者权益 (亿元)	171.68	249.76	272.61	282.39
短期债务 (亿元)	348.26	397.63	646.49	780.65
长期债务 (亿元)	461.44	601.90	526.39	707.45
全部债务 (亿元)	809.70	999.54	1172.88	1,488.10
营业总收入 (亿元)	74.96	87.60	88.73	41.73
利润总额 (亿元)	-36.68	-26.54	9.47	-14.72
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	4.34	2.28	14.78	18.30
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	120.91
营业利润率 (%)	24.50	16.43	24.69	13.97
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	-21.13	-10.57	3.46	--
长期债务资本化比率 (%)	72.88	70.67	65.88	71.47
全部债务资本化比率 (%)	82.51	80.01	81.14	84.05
资产负债率 (%)	86.22	83.21	82.78	83.54
流动比率 (%)	115.81	119.60	104.94	111.67
速动比率 (%)	115.58	119.27	104.63	111.55
经营现金流流动负债比 (%)	0.66	0.32	1.66	--
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.19	0.12	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
调整后全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 母公司 2020 年 1-9 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+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

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 短期债券信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-3 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