# 信用评级公告

联合〔2021〕3909号

联合资信评估股份有限公司通过对山西华阳集团新能股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西华阳集团新能股份有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“18阳煤Y4”“19阳煤Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

# 山西华阳集团新能股份有限公司
# 公开发行可续期公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 山西华阳集团新能股份有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 18 阳煤 Y4 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 19 阳煤 Y1 | AAA | 稳定 | AAA | 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 |
|---|---|---|---|
| 18 阳煤 Y4 | 20.00 | 20.00 | 2021-12-10 |
| 19 阳煤 Y1 | 10.00 | 10.00 | 2022-12-10 |

注：1."18 阳煤 Y4"19 阳煤 Y1"为永续债券，所列到期兑付日为首次赎回权行权日；2. 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 6 月 11 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已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | aaa | | 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 | B | 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 | 3 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 2 |
| | | 资本结构 | | 2 |
| | | 偿债能力 | | 1 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| -- | | | | -- |

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

## 评级观点

跟踪期内，山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”或“华阳股份”）作为山西省属国有特大型煤炭生产企业之一，在资源禀赋、业务规模以及经营活动现金流入等方面继续保持优势，公司产销量进一步提升，并保持良好的经营性现金流状况。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到煤炭企业面临转型压力、公司资本支出压力较大、短期偿债压力较大、未来营业收入存在下降风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力很强，EBITDA对存续债券待偿还本金峰值保障能力强。

未来，随着公司在建项目投产，公司盈利能力有望改善。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18阳煤Y4”“19阳煤Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. **公司煤炭产销量规模保持增长势头。**2020 年，公司煤炭产量为 4321.77 万吨，同比增长 5.39%；煤炭销量为 8192 万吨，同比增长 8.52%。
2. **资源储备及煤炭运输条件便利等优势明显。**公司为山西省大型骨干企业，是全国重要的无烟煤炭生产基地之一，无烟煤资源储备及煤炭运输条件便利等优势明显。截至 2020 年底，公司煤炭核定产能为 3770 万吨。
3. **经营活动现金流状况佳。**2020 年，公司经营活动现金流额为 39.67 亿元，持续保持净流入态势。

## 关注

1. **“碳中和”政策下，煤炭行业的增量发展空间受到限制，煤炭企业面临一定转型发展压力。**未来，随着新能源发电成本下降和储能技术发展，作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定下降压力，煤炭企业面临一定转型发展压力。
2. **在建项目资本支出压力较大，短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司在建项目待投入规模较大，未来可能面临一定的资本支出压力；公司短期债务规模较大，存在较大的集中偿付压力。
3. **营业收入下降风险。**受公司控股股东华阳新材料科技集团有限公司部分子公司管理权移交影响，未来公司营业收入存在下降风险。

分析师：王文燕　王皓
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

## 主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 109.39 | 93.55 | 105.75 | 122.25 |
| 资产总额（亿元） | 461.28 | 490.65 | 574.83 | 618.41 |
| 所有者权益合计（亿元） | 219.15 | 241.63 | 260.05 | 257.01 |
| 短期债务（亿元） | 105.03 | 57.33 | 91.13 | 134.78 |
| 长期债务（亿元） | 7.41 | 34.75 | 44.21 | 42.90 |
| 全部债务（亿元） | 112.43 | 92.08 | 135.34 | 177.68 |
| 营业收入（亿元） | 326.84 | 326.58 | 311.81 | 107.74 |
| 利润总额（亿元） | 28.19 | 23.06 | 19.43 | 7.58 |
| EBITDA（亿元） | 54.93 | 48.69 | 46.21 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 37.64 | 35.05 | 39.67 | 12.95 |
| 营业利润率（%） | 14.55 | 13.79 | 12.91 | 11.08 |
| 净资产收益率（%） | 9.54 | 7.41 | 6.39 | -- |
| 资产负债率（%） | 52.49 | 50.75 | 54.76 | 58.44 |
| 全部债务资本化比率（%） | 33.91 | 27.59 | 34.23 | 40.88 |
| 流动比率（%） | 66.12 | 71.81 | 60.71 | 64.81 |
| 经营现金流动负债比（%） | 16.55 | 17.65 | 15.62 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.04 | 1.63 | 1.16 | 0.91 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 9.08 | 10.82 | 8.63 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 2.05 | 1.89 | 2.93 | -- |
| **公司本部（母公司）** | | | | |
| 项　目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 370.75 | 373.11 | 438.58 | 468.81 |
| 所有者权益（亿元） | 200.69 | 209.19 | 215.43 | 208.12 |
| 全部债务（亿元） | 87.71 | 77.67 | 125.00 | 162.10 |
| 营业收入（亿元） | 158.52 | 155.92 | 131.05 | 44.33 |
| 利润总额（亿元） | 15.61 | 14.38 | 10.25 | 3.51 |
| 资产负债率（%） | 45.87 | 43.93 | 50.88 | 55.61 |
| 全部债务资本化比率（%） | 30.41 | 27.08 | 36.72 | 43.79 |
| 流动比率（%） | 123.82 | 147.00 | 113.07 | 106.83 |
| 经营现金流动负债比（%） | 4.90 | 17.32 | 13.27 | -- |

注：1. 公司 2021 年一季度数据未经审计，2. 本报告已将长期应付款中的有息债务部分计入债务
资料来源：公司财务报告

## 评级历史：

| 债项简称 | 主体级别 | 债项级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 18 阳煤 Y4<br>19 阳煤 Y1 | AAA | AAA | 稳定 | 2020/6/2 | 华艾嘉 赵兮 | 煤炭行业企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法） | 阅读全文 |
| 19 阳煤 Y1 | AAA | AAA | 稳定 | 2019/12/2 | 王越 华艾嘉 | 煤炭行业企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法） | 阅读全文 |
| 18 阳煤 Y4 | AAA | AAA | 稳定 | 2018/10/22 | 王越 徐益言 | 工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法） | 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山西华阳集团新能股份有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 山西华阳集团新能股份有限公司
# 公开发行可续期公司债券 2021 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”或“华阳股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

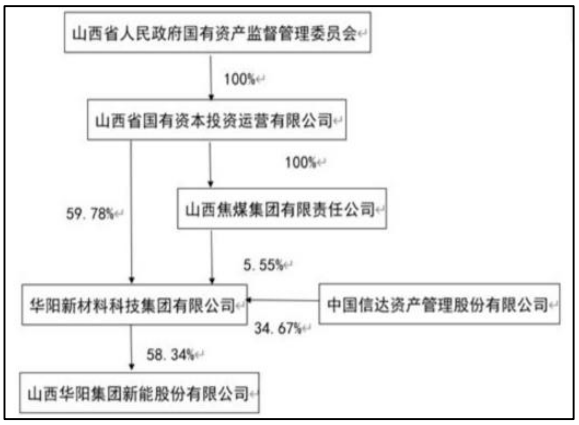
## 二、企业基本情况

公司系经山西省人民政府晋政函〔1999〕163号文批准，以华阳新材料科技集团有限公司（原阳泉煤业（集团）有限责任公司，以下简称“华阳集团”）为主发起人，于2003年3月设立的股份有限公司。公司设立时总股本33100万元，公司设立时名称为山西国阳新能股份有限公司（以下简称“国阳新能”）。

2003年7月，经上海证券交易所同意，公司所发行的股票于当月在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称为“国阳新能”，证券代码为“600348.SH”。2008年6月，公司完成资本公积转增股本，总股本变更为96200万股；2010年5月，公司完成送股及资本公积转增股本，总股本变更为240500万股。2011年5月，公司名称变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”，股票简称变更为“阳泉煤业”。2021年1月，公司名称变更为现用名“山西华阳集团新能股份有限公司”，股票简称变更为“华阳股份”，股票代码不变。

截至2020年底，公司总股本仍为240500万股，控股股东华阳集团直接持有公司58.34%股权；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”）实际控制华阳集团，为公司实际控制人。

图 1　截至 2020 年底公司股权结构图




资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围无重大变化。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 574.83 亿元，所有者权益 260.05 亿元（含少数股东权益 23.21 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 311.81 亿元，利润总额 19.43 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 618.41 亿元，所有者权益 257.01 亿元（含少数股东权益 24.90 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 107.74 亿元，利润总额 7.58 亿元。

公司注册地址：山西省阳泉市桃北西街 2 号；公司法定代表人：杨乃时。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

| 债券名称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|---|---|---|---|---|
| 18 阳煤 Y4 | 20.00 | 20.00 | 2018-12-10 | 3(3+N) |
| 19 阳煤 Y1 | 10.00 | 10.00 | 2019-12-10 | 3(3+N) |

资料来源：联合资信整理

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；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，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 74.64 | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 |
| GDP 增速（%） | 6.85 | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.00 | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.10 | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.40 | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 |
| 出口增速（%） | -1.90 | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 |
| 进口增速（%） | 0.60 | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 |
| CPI 增幅（%） | 2.00 | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 |
| PPI 增幅（%） | -1.40 | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 |
| 城镇失业率（%） | 4.02 | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.60 | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 |
| 公共财政收入增速（%） | 4.50 | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.40 | 7.70 | 8.70 | 8.10 | 2.80 |

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. 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，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。**2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

**工业企稳回升，服务业持续改善。**2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。

2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 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 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。**2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。**截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 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，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

**就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。**2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，

见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

## 五、行业分析

公司主要经营煤炭采选、生产、销售业务。

1. 行业运行

**2020年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于2019年，行业经济效益有所下降。2021年初，煤炭价格延续2020年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。**

煤炭产量方面，2020年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020年全国原煤产量38.44亿吨，同比增长2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重为78.29%，同比上升1.45个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表3 2017年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

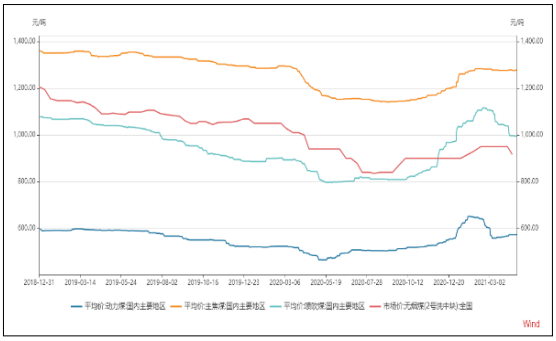
| 区域 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|---|---|---|---|---|
| 山西 | 85398.90 | 89340.00 | 97109.40 | 106306.80 |
| 陕西 | 56959.90 | 62324.50 | 63412.40 | 67942.60 |
| 内蒙古 | 87857.10 | 92597.90 | 103523.70 | 100091.30 |
| 新疆 | 16706.50 | 19037.30 | 23773.30 | 26587.40 |
| **合计** | **246922.40** | **263299.70** | **287818.80** | **300928.10** |
| 全国原煤产量 | 344546.00 | 354590.80 | 374552.50 | 384374.10 |
| **占比** | **71.67** | **74.25** | **76.84** | **78.29** |

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长0.6%，增速较上年下降0.4个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的56.8%，比上年下降0.9个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。

图 2　国内主要煤炭品种价格走势



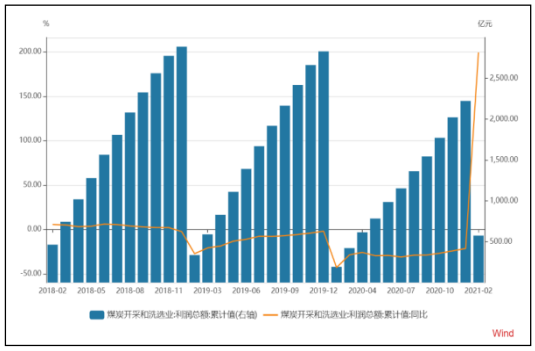
资料来源：Wind

2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。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/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5－8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31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565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10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641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图3　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

行业经济效益方面，2020 年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 222.70 亿元，同比下降 21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021 年 1－2 月，煤炭行业实现利润总额 574.70 亿元，同比大幅增长 199.32%，创近三年新高。

2.　行业关注

**环境保护、安全生产压力长期存在**

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生

产压力将长期存在。

**非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力**

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

**新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间**

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成电持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，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2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

3. 行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

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

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。

## 六、基础素质分析

1. 产权状况

**跟踪期内，公司产权状况未发生变化。**

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2020年底，控股股东华阳集团直接持有公司58.34%股权。公司实际控制人为山西省国资委。截至2021年3月底，华阳集团将其持有的公司50.00%股权质押。

2. 企业规模及竞争力

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

公司在全国煤炭市场占有较高的地位和市场影响力，是山西省大型骨干企业，华北地区乃至全国重要的煤炭生产基地之一，拥有煤炭资源和地理区域优势。公司主要煤炭产品包括3#无烟喷吹煤、无烟洗末煤、贫瘦喷吹煤、无烟洗中块、洗小块、无烟末煤、贫瘦末煤等多个品种。

资源储备方面，截至2020年底，公司生产矿井的资源储量为29.63亿吨，可采储量15.01亿吨。公司拥有较丰富的煤炭储备资源，其中大部分为稀缺煤种无烟煤，为公司发展提供了充足的资源保障。截至2020年底，公司下属各矿井核定产能合计为3770万吨。

公司煤炭产品优质稳定，行销全国多个省市及用户，销量逐年递增。冶金用煤国内主要供应华北以及东北地区重点大型钢铁企业。近年来，“阳优”块煤大量进入冶金、有色金属、建材、化工、机械等行业，应用发展前景广阔。近年来，公司积极调整产品结构，优化市场结构，与国内主要钢铁企业及火电企业建立良好的业务合作关系，具备一定的抗市场风险能力。

运输方面，公司位于阳泉市，地处山西省沁水煤田东北部，石太铁路和石太高速公路从矿区穿过，交通便利。公司铁路运输跨石家庄、太原两个铁路分局，西距太原110公里，东距石家庄120公里，拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及储装运系统，有利于保障煤炭产品的运输及周转效率。

3. 企业信用记录

**公司过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的企业信用报告，截至 2021 年 5 月 18 日，公司无未结清不良信贷信息，已结清信贷信息中存在 6 笔关注类信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司董事、监事和高管有所调整，但对公司管理经营无重大影响。公司主要管理制度连续，管理运作正常。**

2020 年 8 月，公司董事会进行了换届选举，董事会成员变化不大。2020 年 12 月，经董事会审议通过，公司聘任张二生、石成涛、延春明同志为公司副总经理。2021 年 4 月，公司原总经理武学刚先生因工作原因离任，目前暂由公司董事长杨乃时代行总经理职责。

跟踪期内，除上述人员变动外，公司董事、监事、高管未发生明显变动，目前公司董事、监事及高管均在公司或煤炭行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

以上人事变更对公司管理运营无重大影响。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

## 八、经营分析

1. 经营概况

**跟踪期内，煤炭业务仍为公司的主要利润来源。受煤炭价格回落影响，公司营业收入和利润总额同比均有所减少。2020 年，公司综合毛利率有所下降。**

跟踪期内，煤炭业务仍为公司的主要利润来源。2020 年，公司实现营业收入 311.81 亿元，同比下降 4.52%，主要系煤炭价格回落所致；2020 年，公司利润总额 19.43 亿元，同比下降 15.73%。

收入结构方面，2020 年煤炭收入 292.45 亿元，同比减少 4.49%；煤炭业务仍为公司主要收入和利润来源，2020 年该板块收入占公司营业收入的 93.79%，煤炭收入及占比均较上年变化不大。2020 年，供电、供热业务板块收入规模仍很小，其收入变动对公司整体收入规模的影响不明显。公司其他业务主要包括材料销售业务、转供电业务、运输业务、工程及劳务、综合服务业务等，对公司收入和利润形成一定补充，2020 年其他业务同比下降 7.41%至 16.86 亿元。

表 4　公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 煤炭 | 311.49 | 95.30 | 19.20 | 306.19 | 93.75 | 18.41 | 292.45 | 93.79 | 16.79 |
| 供电 | 1.52 | 0.47 | 20.67 | 1.69 | 0.52 | 19.09 | 1.95 | 0.62 | 29.89 |
| 供热 | 0.32 | 0.10 | 19.77 | 0.49 | 0.15 | -5.09 | 0.55 | 0.18 | -21.93 |
| 其他 | 13.51 | 4.13 | 8.52 | 18.21 | 5.58 | 13.02 | 16.86 | 5.41 | 18.55 |
| **合计** | **326.84** | **100.00** | **18.76** | **326.58** | **100.00** | **18.07** | **311.81** | **100.00** | **16.90** |

资料来源：公司年报

从毛利率看，2020 年，公司煤炭板块毛利率同比下降 1.62 个百分点，主要系煤炭价格回落所致。同期，供热板块仍成本倒挂，主要系“三供一业”逐步移交，供热单价下降所致。其他业务毛利率为 18.55%，同比提高 5.53 个百分点，但由于其他业务规模较小，对公司毛利影响有限。综上，2020 年公司综合毛利率为 16.90%，同比下降 1.17 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 107.74 亿元，同比增长 27.46%；实现利润总额 7.58 亿元，同比增长 45.55%，主要系煤炭价格上涨所致。

2. 煤炭业务

**公司煤炭资源储备丰富，可采储量规模较大，主力矿井运营稳定。公司煤质优良，市场竞争力强，且与主要客户签订中长期合作协议，有利于巩固产品的市场渠道，稳定产品销量。2020 年，公司煤炭产销量均有所增长，受煤炭价格回落影响，公司煤炭销售均价同比有所下降。受华阳集团部分子公司管理权移交影响，未来公司煤炭板块收入或将下降明显；由于该部分业务毛利率极低，预计对公司利润总额影响不大。**

截至 2020 年底，公司煤炭资源储量为 29.63 亿吨，剩余可采储量 15.01 亿吨，煤种主要包括无烟煤、贫瘦煤等。截至 2020 年底，公司各主要生产矿井煤炭资源储量统计如下表所示。

表 5　截至 2020 年底公司主要矿井情况表

（单位：亿吨）

| 主要矿区 | 主要煤种 | 资源储量 | 可采储量 |
|---|---|---|---|
| 一矿 | 无烟煤 | 7.53 | 4.50 |
| 二矿 | 无烟煤 | 3.96 | 1.69 |
| 新景矿 | 无烟煤 | 8.46 | 5.10 |
| 平舒矿 | 贫煤、无烟煤 | 1.20 | 0.78 |
| 开元矿 | 贫瘦煤 | 2.92 | 1.22 |
| 景福矿 | 无烟煤 | 0.62 | 0.44 |
| 平兴矿 | 无烟煤 | 0.50 | 0.07 |
| 裕泰矿 | 无烟煤 | 0.61 | 0.06 |
| 榆树坡矿 | 焦煤、气煤 | 3.84 | 1.16 |
| **合计** | -- | **29.63** | **15.01** |

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司年报

（1）生产情况

核定产能方面，公司根据有关部门相关文件精神，通过关停落后产能等措施逐步对下属的煤矿开展产能置换工作，逐步退出落后产能，释放先进产能。2020 年，一矿产能核增 100 万吨，同时原子公司阳泉煤业（集团）平定泰昌煤业有限公司（以下简称“泰昌公司”）破产清算，因此，截至 2020 年底，公司下属各矿井核定产能合计为 3770 万吨，较上年底新增 40 万吨产能，具体情况见下表。

表 6　公司下属各矿井的核定产能情况

（单位：万吨）

| 名称 | 截至 2019 年底核定产能 | 截至 2020 年底核定产能 |
|---|---|---|
| 一矿 | 750 | 850 |
| 二矿 | 810 | 810 |
| 开元 | 300 | 300 |
| 景福 | 90 | 90 |
| 新景 | 450 | 450 |
| 平舒[1] | 500（90） | 500（90） |
| 兴裕 | 90 | 90 |
| 裕泰 | 60 | 60 |
| 榆树坡 | 120 | 120 |
| 泰昌 | 60 | -- |
| 泊里[2] | 500 | 500 |
| **合计** | **3730** | **3770** |

资料来源：公司提供

产量方面，2020 年，公司产量为 4321.77 万吨，同比增长 5.39%，产能进一步释放。公司部分煤矿产量高于核定产能主要系公司主要矿井投产及核定产能较早，但随着生产发展、技术提

[1] 公司下属平舒煤矿核定产能为 500 万吨/年，目前正在办理新的采矿权证。
[2] 根据《国家能源局综合司关于山西阳泉矿区泊里煤矿产能置换方案的复函》（国能综煤炭〔2016〕870 号），国家能源局同意泊里煤矿项目建设规模 500 万吨/年，通过关闭退出其他煤矿进行产能置换，置换产能总指标为 500 万吨/年。2019 年，获得国家发改委项目核准的批复（发改能源（2019）1507 号文），根据批复目前正在办理煤炭产能置换手续，目前正在开工建设。

升，主要矿井的实际产能规模已明显提升，但相关产能核定部门尚未完成重新核定所致。

表 7　公司下属各矿井产量情况（单位：万吨）

| 名称 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| 一矿 | 918.86 | 962.31 | 999.46 |
| 二矿 | 1024.50 | 1046.80 | 1174.87 |
| 开元 | 347.09 | 352.09 | 350.09 |
| 景福 | 90.01 | 109.00 | 115.00 |
| 新景 | 805.88 | 892.18 | 927.67 |
| 平舒 | 295.00 | 326.28 | 323.59 |
| 兴裕 | 137.01 | 125.17 | 106.84 |
| 裕泰 | 60.03 | 70.09 | 31.37 |
| 榆树坡 | 175.84 | 216.95 | 292.88 |
| 泰昌 | 已关闭 | 已关闭 | 已关闭 |
| **合计** | **3854.21** | **4100.87** | **4321.77** |

资料来源：公司提供

煤炭生产方面，依靠科技创新，公司致力于实现煤的安全、绿色、智能化开采；以智能机器人无人探测技术研究应用为科技创新重点，不断推进“机械化换人、自动化减人”；依靠瓦斯治理技术的创新研究，公司践行“8+3”瓦斯治理阳泉模式，推行“8+3”瓦斯治理阳泉模式后，突出煤层掘进工作面月单进水平平均提高 30%以上，本煤层抽采效率大幅提高，回采面抽采达标时间缩短近一半。

安全管理方面，创新提升“166”安全管理体系，递进组织季度安全生产活动，扎实推进安全生产标准化达标创建，扎实构建“8+3”瓦斯治理模式，坚持煤矿水害防治“六进”管理，夯实水害预防管理基础。2020 年，公司未发生重大安全事故，煤炭生产死亡率为 0.00%，公司无重大环保处罚。近年来，公司加大矿井资源整合，下属矿井数量较多，分布较广，公司安全生产管理压力加大。

（2）采购与销售情况

公司在日常煤炭业务开展过程中，开展一部分的煤炭代售业务，所代售煤炭全部来源于华阳集团及其下属公司、其他煤炭生产企业等。2020 年，公司采购华阳集团及其子公司煤炭由上年的 3360 万吨增长 18.27%至 3974 万吨，采购华阳集团及其子公司煤炭量占公司煤炭总供给的 47.90%，且 2018－2020 年占比较稳定且保持较高水平。煤炭采购价格均依据市场价格。2021 年 4 月，华阳集团部分子公司管理权移交，管理权移交的子公司包括煤炭生产企业。受此影响，2021 年 5 月起，公司将不再向华阳集团及其子公司采购煤炭，未来公司煤炭采购和销售量或将明显下降，对公司收入存在一定影响；由于该部分业务毛利率极低，预计对公司利润总额影响不大。

表 8　公司煤炭采购及销售情况（单位：万吨、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| 自产煤炭量 | 3854.21 | 4100.87 | 4321.77 |
| 采购华阳集团及其子公司煤炭量 | 3744 | 3360 | 3974 |
| 小计 | 7598.21 | 7460.87 | 8295.77 |
| 采购华阳集团及其子公司煤炭量占比 | 49.27 | 45.03 | 47.90 |
| 销量 | 7128 | 7549 | 8192 |

资料来源：公司提供

公司采购集中度方面，2020 年公司前五大供应商集中度为 43.92%，均来自于关联方，公司采购集中度较高且关联交易规模较大。

销售方面，公司推行集中统一销售、铁路为主、长协为主的煤炭销售策略，已形成电煤公司、公路公司、出口公司等专业销售公司。2020 年，公司煤炭销量同比增长 8.52%至 8192 万吨。销售价格方面，2020 年，公司煤炭综合售价同比下降 11.99%至 356.98 元/吨，主要系煤炭市场均价下降所致。

表 9　公司分品种煤炭销售情况表

（单位：万吨、元/吨）

| 品种 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 销量 | 售价 | 销量 | 售价 | 销量 | 售价 |
| 洗块煤 | 478 | 635.99 | 485 | 618.24 | 437 | 592.52 |
| 洗粉煤 | 360 | 854.79 | 289 | 803.26 | 267 | 665.12 |
| 洗末煤 | 6063 | 406.06 | 6551 | 382.01 | 7157 | 341.59 |
| 煤泥 | 227 | 180.82 | 224 | 122.44 | 332 | 130.90 |
| **合计** | **7128** | **436.99** | **7549** | **405.62** | **8192** | **356.98** |

注：表格中销量包括自产煤数量与采购煤数量
资料来源：公司提供

2020 年，公司煤炭销售区域仍以华北地区为主，该区域业务收入占煤炭业务收入的

78.00%，同时公司探索多种销售模式，加大新型无烟煤市场的开发力度，以山东、河北市场为主，通过铁路运力和加强用户的沟通，维护市场份额；通过铁路直达到青岛港、京唐港、秦皇岛下水，增加南方下水煤发运；加大铁路直达南方市场的销售力度，增加南方市场用户的销量；在铁路运力紧张的情况下，充分发挥公路运输的补充作用；大力推进配煤工程，根据不同矿点、不同销售特点，分别在煤源地、港口、消费地进行经营性配煤销售。

表 10　公司按地区分布收入占比情况（单位：%）

| 地区 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| 东北地区 | 28.22 | 18.00 | 17.00 |
| 南方地区 | 0.63 | 5.00 | 5.00 |
| 华北地区 | 71.15 | 77.00 | 78.00 |
| **合计** | **100.00** | **100.00** | **100.00** |

资料来源：公司提供

运输方式方面，公司仍实行铁路为主、陆运为辅的模式。公司所处的阳泉地区地处石太铁路沿线，铁路运输方便，有效降低了公司的运输成本。但由于铁路运力紧张，为了确保煤炭稳定供应，公司同时增加公路煤炭运输。2020 年，公司煤炭外运量 3752.20 万吨，同比小幅增长 5.28%。

表 11　公司煤炭外运情况（单位：万吨、%）

| 时间 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| **煤炭外运量** | **3492.90** | **3564.00** | **3752.20** |
| 公路运量 | 1024.80 | 1087.00 | 1244.20 |
| 公路占比 | 29.34 | 30.50 | 33.16 |
| 铁路运量 | 2468.10 | 2477.00 | 2508.00 |
| 铁路占比 | 70.66 | 69.50 | 66.84 |

资料来源：公司提供

目前，公司市场定位于大工业用煤，用户主要为大型的电厂、钢厂和化工厂，与鞍钢、首钢、华能集团、国电集团等客户建立了战略合作伙伴关系。公司喷吹煤产品在北方大型国有钢厂中占据主导地位，对北方长协钢厂用户销量占（铁路）总销量的 90%以上，主要用户为鞍钢、本钢、首钢、河钢等；公司化工块煤产品主要供给山东、河北地区化工企业，其中约 80%（铁路）供应华阳集团参、控股化工用户，公司产品以市场价销售给华阳集团及关联公司；公司末煤主要供给河北、山东地区的五大集团电厂，电煤长协用户占比在 80%以上（铁路）。2018－20120 年，公司前五大销售客户集中度分别为 23.70%、26.96%和 23.93%，整体集中度一般。结算方面，针对下游大客户，采用先货后款的形式，公司给予一定的账期，通常为 1 个月左右；针对零散客户，通常采用现款现货的模式。

3. 其他业务

**公司供电业务、供热业务和其他业务收入规模及占比较小，对公司营业收入形成一定补充。2020 年供电业务收入及利润均有所增长，供热业务仍亏损。**

除煤炭业务外，公司其他业务包括供电业务、供热业务和其他业务，2018－2020 年，公司供电业务、供热业务和其他业务收入合计占比均不足 10%。

供电业务方面，2018－2020 年，公司销售量分别为 102739.28 万千瓦时、107962.95 万千瓦时和 110832.81 万千瓦时，实现供电业务收入为 1.52 亿元和 1.69 亿元和 1.95 亿元；实现供电业务毛利润分别为0.31 亿元、0.32 亿元和0.58 亿元。2020 年，公司发电量增长和外部供电量增长共同带动供电业务收入及利润同比均有所增长。

供热业务方面，2018－2020 年，公司供热量分别为 383.38 万百万千焦、397.24 万百万千焦和 355.59 万百万千焦。公司实现供热业务收入分别为 0.32 亿元、0.49 亿元和 0.55 亿元；实现供热业务毛利润分别为 0.06 亿元、-0.02 亿元和-0.12 亿元，自 2019 年公司供热业务持续呈亏损状态，主要系“三供一业”逐步移交，公司的供热单价降低所致。供热业务收入占比很低，该业务亏损对公司影响很小。

公司其他业务主要包括材料销售业务、转供电业务、工程及劳务、运输业务、综合服务业务等。公司材料销售业务收入主要系外委工程

方采购公司的各项材料产生的业务收入；转供电收入系由于公司自身业务发展需要，通过市场向电网购电后转卖第三方获得的收入；工程及劳务主要系公司供电、供热单位的实验组人员为需要校验的仪器仪表单位提供校表的劳务收入；运输业务主要是公司下属运输部提供车辆通勤产生的运输收入。2018－2020 年，公司实现其他业务收入分别为 13.51 亿元、18.21 亿元和 16.86 亿元，实现其他业务毛利润分别为 1.15 亿元、2.37 亿元和 3.13 亿元。

4. 关联交易

**2020 年，公司关联交易仍保持较大规模。较大规模的关联交易对公司经营独立性和流动性产生一定影响。**

关联交易方面，2020 年，公司购销商品、提供和接受劳务的金额为 191.49 亿元，占营业成本的 73.90%，同比减少 15.60%，关联交易主要内容为煤炭采购、工程服务等。同期，公司出售商品、提供劳务的金额为 66.40 亿元，占营业收入的 21.29%，交易内容包括煤、煤气费、配件、水、电、材料、运费、车证款等。公司与关联方之间的业务多为日常生产经营所必须和持续发生的，对公司的主营业务发展、未来财务状况和经营成果，具有一定保障作用。但较大规模的关联交易对公司经营独立性和流动性可能产生一定影响。

表 12 公司关联交易情况（单位：亿元）

| 关联交易内容 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---|---|---|---|
| 购销商品、提供和接受劳务 | 213.62 | 226.89 | 191.49 |
| 出售商品、提供劳务 | 55.35 | 68.52 | 66.40 |

资料来源：公司年报

2019—2020 年，公司应收关联方的应收账款余额分别为 27.20 亿元和 31.05 亿元，公司分别计提坏账准备 6.38 亿元和 9.19 亿元。应付关联方的应付账款分别为 60.77 亿元和 65.45 亿元，其中应付华阳集团的应付账款分别为 14.13 亿元和 13.02 亿元。应付关联方的其他应付款分别为 22.91 亿元和 11.97 亿元。

5. 重要在建项目

**公司目前主要在建项目主要涉及煤炭业务，未来随着相关在建项目的投产，公司经营规模和综合抗风险能力有望持续增强，但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，加重公司债务负担。**

公司在建工程主要集中在煤炭主业，截至 2020 年底，公司重点在建煤炭项目为一矿阎家庄分区工程、七元煤矿建设项目等项目。截至 2020 年底，公司重点在建项目总投资为 248.22 亿元，已完成投资 117.14 亿元，2021 年计划投资 36.60 亿元，未来公司存在较大的资本支出压力。

表 13 截至 2020 年底公司重点在建项目情况

（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 截至 2020 年底已投资金额 | 2021 年计划投资金额 |
|---|---|---|---|
| 新景矿 525 水平井巷技改 | 10.00 | 10.08 | -- |
| 新景矿 420 水平井巷技改 | 22.00 | 21.00 | 1.00 |
| 阳泉热电 2*660MW 电厂项目 | 52.77 | 22.00 | 5.00 |
| 泊里 500 万吨技改工程 | 36.00 | 11.00 | 5.00 |
| 平舒风井工程 | 14.55 | 7.72 | 1.34 |
| 二矿 470 水平开拓准备巷 | 15.75 | 15.74 | 0.01 |
| 开元风井改造工程 | 2.46 | 2.35 | 0.11 |
| 一矿阎家庄分区工程 | 17.00 | 7.84 | 2.78 |
| 七元煤矿建设项目 | 50.77 | 17.33 | 10.76 |
| 平舒铁路专用线项目 | 18.62 | 2.02 | 7.60 |
| 寿阳中心选煤厂 | 8.30 | 0.06 | 3.00 |
| **合计** | **248.22** | **117.14** | **36.60** |

资料来源：公司提供，联合资信整理

6. 经营效率

**2020 年，公司销售债权周转次数较上年略有提升，存货周转率和总资产周转率较上年有所下降。公司整体经营效率较高。**

从经营效率指标看，2020 年，公司销售债权周转次数[3]由上年的 5.18 次提升至 5.37 次；

[3] 销售债权周转次数=营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）

存货周转次数由上年的44.76次下降至39.21次；总资产周转次数由上年的0.69次下降至0.59次。

从山西地区大型煤炭集团运营效率指标来看，应收账款周转率处于一般水平，存货周转率和总资产周转率处于较好水平。

表14　2020年山西省主要煤炭集团经营效率指标

（单位：次）

| 公司名称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|---|---|---|---|
| 山西潞安环保能源开发股份有限公司 | 6.33 | 20.41 | 0.38 |
| 山西焦煤能源集团股份有限公司 | 18.72 | 7.49 | 0.51 |
| 晋能控股山西煤业股份有限公司 | 11.96 | 13.16 | 0.43 |
| **华阳股份** | **10.79** | **44.76** | **0.69** |

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

7. 未来发展

**公司立足自身情况，发展计划切实可行。**

公司将全力推动公司高质量发展，建设亿吨级煤炭销售基地。致力于发挥资本市场融资平台作用，收购兼并煤炭资产，整合煤炭资源，做强煤炭主业，积极培育新能源产业，同时推进选煤、电力、供热以及煤层气开发和利用等其他产业的发展。

2021年的主要工作目标：预计煤炭产量为4379万吨，预计煤炭销量为7935万吨，预计全年实现营业收入347亿元，预计单位销售成本322元/吨。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。合并范围变化方面，2020年，公司通过同一控制下企业合并新增2家子公司，减少1家子公司，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大，公司财务可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额574.83亿元，所有者权益260.05亿元（含少数股东权益23.21亿元）；2020年，公司实现营业收入311.81亿元，利润总额19.43亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额618.41亿元，所有者权益257.01亿元（含少数股东权益24.90亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入107.74亿元，利润总额7.58亿元。

2. 资产质量

**跟踪期内，公司资产有所增长；货币资金较为充足，受限比例较低。公司应收账款规模较大，账龄较长，集中度一般。随着公司新建及技改项目推进，公司在建工程及固定资产规模均有所增长。公司资产结构以非流动资产为主，流动性一般。**

截至2020年底，公司合并资产总额574.83亿元，较上年底增长17.16%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占26.82%，非流动资产占73.18%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

**流动资产**

截至2020年底，流动资产154.17亿元，较上年底增长8.11%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占55.36%）、应收账款（占19.90%）和应收款项融资（占11.59%）构成。

截至2020年底，公司货币资金85.35亿元，较上年底增长37.41%，主要系公司七元煤矿建设项目、泊里500万吨技改工程等投资项目较多，年末资金储备增加所致。货币资金中有7.45亿元受限资金，受限比例为8.73%，主要为银行承兑汇票保证金、专户存储的土地复垦保证金和矿山环境治理恢复基金等。

截至2020年底，公司应收账款账面价值30.69亿元，较上年底下降8.90%，主要系销售收入下降，应收货款减少所致。按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内占47.55%，1至2年的占14.00%，2至3年的占

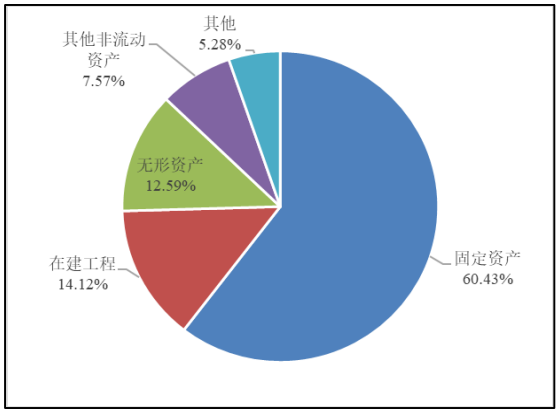
11.69%，3 至 4 年的占 10.65%，4 至 5 年的占 5.21%，5 年以上占 10.90%，公司应收款账龄较长，账龄在 3 年以上的应收账款主要形成于 2012－2016 年，煤炭行业景气度下行时期，目前，公司正在加紧清收相关款项。公司累计计提坏账 15.57 亿元，计提比例为 33.67%。应收账款余额前五大欠款方合计金额为 16.17 亿元，占比为 34.95%，集中度一般。

截至 2020 年底，公司应收款项融资 17.87 亿元，较上年底下降 27.47%，主要系收到的银行承兑汇票减少所致。公司因出票人未履约而将其转为应收账款的承兑汇票金额为 1.42 亿元，其为宝塔石化集团财务有限公司承兑的电子银行承兑汇票。

**非流动资产**

截至 2020 年底，公司非流动资产 420.66 亿元，较上年底增长 20.86%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 4　截至 2020 年底公司非流动资产构成




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司固定资产 254.21 亿元，较上年底增长 11.89%，主要系在建转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（24.21 亿元）、矿井建筑物（139.10 亿元）和专用设备（67.97 亿元）构成，累计计提折旧 176.08 亿元，累计计提减值准备 0.61 亿元，固定资产成新率 59.00%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司在建工程 59.42 亿元，较上年底增长 44.11%，主要系新建煤矿项目及技改项目增加所致；主要在建工程包括七元煤矿建设项目、一矿阎家庄分区工程、平舒风井工程、新景矿 525 水平井巷技改等项目。公司计提在建工程减值准备 0.03 亿元，计提规模较小。

截至 2020 年底，公司无形资产 52.95 亿元，较上年底下降 3.08%。公司无形资产主要由专利权（48.70 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 31.86 亿元，较上年底增长 577.47%，主要系新增七元煤矿探矿权价款 24.99 亿元所致。2020 年 1 月，华阳集团已对山西省自然资源厅公开招标的七元煤矿矿业权（探矿权）项目进行投标并中标。按照华阳集团与山西省自然资源厅签署的《探矿权出让合同》，七元矿探矿权出让收益为 124.91 亿元，华阳集团须在探矿权出让合同签订后先期缴纳首期价款 24.99 亿元，剩余部分在探矿权转为采矿权后，按山西省自然资源厅批复的文件要求进行缴纳。2020 年 3 月公司与华阳集团签订了《委托服务协议》，委托华阳集团缴付七元矿矿业权价款，并适时取得七元矿采矿权。2020 年 3 月，公司支付了七元矿探矿权出让合同首期价款 24.99 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产 8.45 亿元，为受限货币资金和应收融资款项，受限资产占总资产比重为 1.47%，受限比例很低。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 618.41 亿元，较上年底增长 7.58%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 31.17%，非流动资产占 68.83%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3.　资本结构

（1）所有者权益

**截至 2020 年底，受优先股发行和少数股东权益增长影响，公司所有者权益增长。公司所有者权益中，未分配利润及其他权益工具占比较高，权益结构稳定性有待改善。**

截至 2020 年底，公司所有者权益 260.05 亿元，较上年底增长 7.62%，主要系少数股东权益和其他权益工具增长所致。其中，归属于母公司

所有者权益占比为91.08%，少数股东权益占比为 8.92%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 10.15%）、其他权益工具（占29.34%）和未分配利润（占47.71%）构成，所有者权益结构稳定性有待改善。其他权益工具较上年底增长 16.59%至 69.49 亿元，主要系公司非公开发行 10 亿元优先股所致；其他权益工具合计 69.49 亿元，主要为“18 阳煤 Y1”、“18 阳煤 Y2”、“18 阳煤 Y3”、“18 阳煤 Y4”和“19 阳煤 Y1”共 5 期可续期公司债券以及2020 年非公开发行优先股（第一期）。其中，“18阳煤 Y2”已于 2021 年 6 月 1 日完成本息兑付。

截至2021年3月底，公司所有者权益257.01亿元，较上年底下降1.17%。所有者权益构成较上年底变化不大。

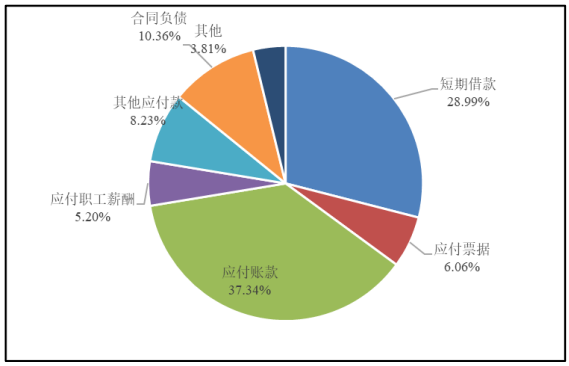
（2）负债

**截至2020年底，公司负债和债务规模均有所增长，短期债务占比仍较高。若将存续永续债“18阳煤 Y3”“18阳 Y4”和“19阳煤 Y1”的本金调整入公司债务，且到期兑付日为首次赎回权行权日，公司2021年存在较大的集中偿付压力。**

截至2020年底，公司负债总额314.78亿元，较上年底增长26.41%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占80.68%，非流动负债占19.32%。公司负债仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债253.96亿元，较上年底增长27.88%，主要系短期借款和合同负债增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 5　截至 2020 年底公司流动负债构成情况




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款73.63亿元，较上年底增长140.80%，主要系贷款增加所致。公司短期借款均为信用借款。

截至2020年底，公司应付票据15.40亿元，较上年底下降29.21%，主要系公司应付未到期票据减少所致。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至2020年底，公司应付账款94.83亿元，较上年底增长6.79%，主要系主要系公司未结算工程款增加所致。应付账款账龄以一年以内（占69.37%）和1至1年（占18.57%）为主。

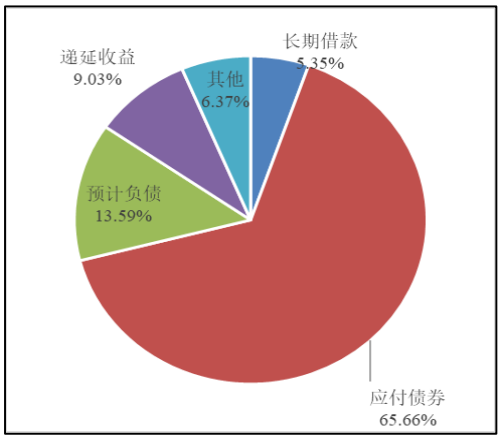
截至2020年底，公司应付职工薪酬13.21亿元，较上年底增长24.70%，主要系短期薪酬增长所致。

截至2020年底，公司其他应付款20.90亿元，较上年底增长5.60%，主要系铁路公司专用费和职工契约金增长所致。公司其他应付款主要由往来款（6.03亿元）、铁路公司专线费（2.96亿元）、采矿权使用费（4.16亿元）和职工契约金（1.27亿元）构成。

截至2020年底，公司新增合同负债26.30亿元，均为预收款项。

截至2020年底，公司非流动负债60.82亿元，较上年底增长20.61%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图 6　截至 2020 年底公司非流动负债构成情况




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司长期借款3.25亿元，较上年底下降23.16%，主要系公司偿还贷款所致；

长期借款由信用借款（12.51亿元）和保证借款（20.00亿元）构成。

截至2020年底，公司应付债券39.93亿元，较上年底增长33.46%，主要系公司新发“20阳煤01”[4]所致。

截至2020年底，公司预计负债8.27亿元，较上年底增长13.00%，主要系确认与矿山环境治理恢复基金相关的预计负债所致。公司根据财建〔2017〕638号和〔晋政发〔2019〕3号文件的规定建立了矿山环境治理恢复基金。公司下属各生产矿井确认了与矿山环境治理恢复相关、可能导致经济利益流出义务的预计负债，同时确认了对应弃置资产。

截至2020年底，公司递延收益5.49亿元，较上年底下降4.14%，主要系政府补助减少所致。

截至2020年底，公司全部债务135.34亿元，较上年底增长46.98%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占67.33%，长期债务占32.67%，仍以短期债务为主，其中，短期债务91.13亿元，较上年底增长58.96%，主要系短期借款增长所致；长期债务44.21亿元，较上年底增长27.21%，主要系应付债券增长所致。从债务指标来看，截至2020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54.76%、34.23%和14.53%，较上年底分别提高4.01个百分点、6.64个百分点和1.96个百分点。2020年，公司债务负担有所加重。

如将存续的永续债（“18阳煤 Y3”“18阳煤 Y4”“19阳煤 Y1”的本金合计为43.50亿元）调入长期债务，截至2020年底，公司全部债务增至178.84亿元。债务结构方面，短期债务91.13亿元（占50.96%），长期债务87.71亿元（占49.04%）。从债务指标看，截至2020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62.33%、45.23%和28.83%，较调整前分别上升7.57个百分点、11.00个百分点和14.30个百分点。

若将存续永续债“18阳煤 Y3”“18阳 Y4”“19阳煤 Y1”的本金调整入公司债务，且到期兑付日为首次赎回权行权日，从债务分布期限看，2021年债务到期124.63亿元，2022年债务到期39.74亿元，2021年存在较大的集中偿付压力。

表 15　截至 2020 年底公司全部债务到期分布

（单位：亿元、%）

| 期限 | 期末余额 | 占比 |
|---|---|---|
| 2021 年 | 124.63 | 69.69 |
| 2022 年 | 39.74 | 22.22 |
| 2023 年 | 11.11 | 6.21 |
| 2024 年及以后 | 3.36 | 1.88 |
| **合计** | **178.84** | **100.00** |

注：存续永续债“18 阳煤 Y3”“18 阳 Y4”“19 阳煤 Y1”的本金调整入公司债务，且到期兑付日为首次赎回权行权日
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

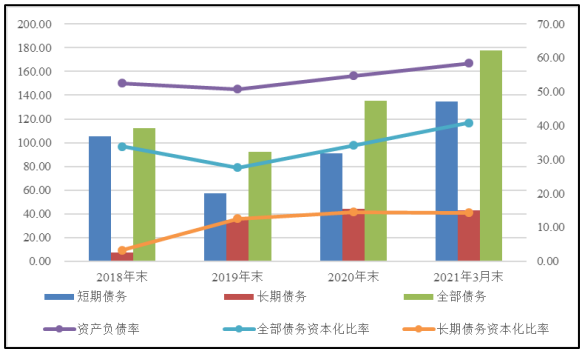
截至2021年3月底，公司负债总额361.40亿元，较上年底增长14.81%，主要系短期借款增长所致。其中，流动负债占82.29%，非流动负债占17.71%。公司仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务177.68亿元，较上年底增长31.29%，主要系短期债务增长所。债务结构方面，短期债务占比较上年底提升8.52个百分点至75.86%，长期债务占24.14%，短期债务占比有所提升，其中，短期债务134.78亿元，较上年底增长47.91%，主要系短期借款和应付票据增长所致；长期债务42.90亿元，较上年底下降2.96%。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.44%、40.88%和14.30%，较上年底分别提高3.68个百分点、提高6.65个百分点和下降0.23个百分点。如将存续的永续债调入长期债务，截至2021年3月底，公司全部债务增至221.18亿元。债务结构方面，短期债务134.78亿元（占60.94%）、长期债务86.40亿元（占39.06%）。从债务指标看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.47%、50.88%和28.81%，较调整前

[4] 债券简称为“163398.SH”，债券全称为“阳泉煤业(集团)股份有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)”

分别上升7.03个百分点、10.01个百分点和14.50个百分点。

图 7　公司债务及偿债指标构成情况

（单位：亿元、%）




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4.　盈利能力

**跟踪期内，受煤炭价格回落影响，2020 年公司营业收入和利润总额均有所下降，虽公司费用控制能力较强，但整体盈利能力仍有待提升。2021 年一季度，受市场煤价上涨因素带动，公司营业收入和利润总额均有所上涨。**

2020 年，公司实现营业收入 311.81 亿元，同比下降 4.52%，主要系煤炭价格回落所致；2020 年，公司利润总额 19.43 亿元，同比下降 15.73%。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 18.56 亿元，同比下降 10.30%，主要系销售费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 5.05%、59.49%、13.21%和 22.25%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 0.94 亿元，同比下降 59.34%，主要系公司执行新收入准则，将销售费用中属于合同履约成本的部分调整至主营成本所致。管理费用为 11.04 亿元，同比下降 6.61%；研发费用为 2.45 亿元，同比增长 0.99%，；财务费用为 4.13 亿元，同比下降 0.15%；公司管理费用、研发费用和财务费用变化均不大。2020 年，公司期间费用率为 5.95%，同比下降 0.38 个百分点，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 5.70 亿元，同比增长 563.36%，主要系本年度因原子公司泰昌公司破产清算不再继续纳入公司合并范围，于合并层面产生的处置损益 4.90 亿元所致，投资收益占营业利润比重为 29.30%，对营业利润影响较明显。2020 年，公司信用减值损失 8.82 亿元，同比增长 192.37%，主要系公司当期其他应收款计提坏账损失 4.48 亿元所致。公司原子公司泰昌公司清算注销，公司对泰昌公司向公司的借款计提坏账准备 4.37 亿元。整体看，泰昌公司破产清算对公司利润影响不大。

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.34%和 6.39%，同比分别下降 1.32 个百分点和 1.02 个百分点。公司盈利能力有所下降。从山西地区大型煤炭集团盈利指标来看，公司盈利指标表现较弱。

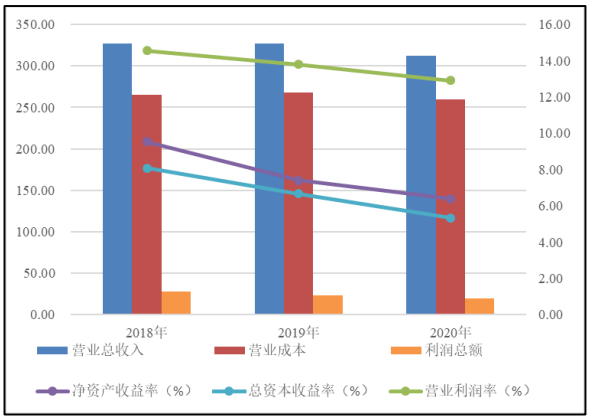
表 16　20220 年山西省主要煤炭集团盈利指标

（单位：%）

| 公司名称 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 | 销售毛利率 |
|---|---|---|---|
| 山西潞安环保能源开发股份有限公司 | 9.78 | 6.14 | 38.74 |
| 山西焦煤能源集团股份有限公司 | 8.74 | 5.85 | 31.88 |
| 晋能控股山西煤业股份有限公司 | 12.12 | 10.50 | 55.29 |
| **华阳股份** | **7.41** | **5.68** | **18.07** |

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

图 8　公司盈利指标情况




资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 107.74 亿元，同比增长 27.46%；实现利润总额 7.58 亿元，同比增长 45.55%，主要系煤炭价格上涨所

致。

5. 现金流分析

**2020年，公司经营活动现金流保持净流入，公司收入实现质量一般；投资活动现金净流出规模有所增长；筹资活动现金流由净流出转为净流入。考虑到在建项目持续投入及2021年公司到期债务规模较大，公司未来存在较大的筹资需求。**

表17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|---|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 333.69 | 334.53 | 309.92 |
| 现金收入比 | 100.72 | 101.62 | 98.72 |
| 经营活动现金流量净额 | 37.64 | 35.05 | 39.67 |
| 投资活动现金流量净额 | -32.66 | -29.10 | -45.82 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 4.98 | 5.95 | -6.15 |
| 筹资活动现金流量净额 | 13.24 | -7.83 | 29.16 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入309.92亿元，同比减少7.36%，主要系煤炭价格下降以致营业收入减少所致；经营活动现金流出270.25亿元，同比减少9.76%。2020年，公司经营活动现金净流入39.67亿元，同比增长13.19%。2020年，公司现金收入比为98.72%，同比下降2.89个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入0.71亿元，同比增长67.99%，主要系取得投资收益收到的现金所致；投资活动现金流出46.53亿元，同比增长57.58%，主要系公司支付七元矿探矿权出让合同首期价款24.99亿元所致。2020年，公司投资活动现金净流出45.82亿元，同比增长57.43%。

2020年，公司筹资活动前现金流量额由上年的净流入5.95亿元转为净流出6.15亿元。随着公司在建项目的投入及2021年到期债务规模较大，公司未来存在较大的筹资需求。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入104.07亿元，同比增长18.79%，主要系取得借款增加所致；筹资活动现金流出74.91亿元，同比下降21.51%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2020年，公司筹资活动现金净流入29.16亿元，同比净流出转为净流入。

2020年1－3月，公司经营活动现金流净额为12.95亿元，公司投资活动现金流净额为-4.83亿元，公司筹资活动现金净额为26.19亿元。

6. 偿债能力

**公司短期偿债指标表现偏弱，长期偿债指标表现较强。同时，考虑到公司作为山西主要煤炭生产企业之一，在行业地位、经营规模等方面有较强的竞争优势，以及公司为上市公司具备直接融资渠道等因素，公司整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的71.81%和68.58%分别下降至60.71%和下降至58.03%，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为15.62%，同比下降2.03个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的1.63倍下降至1.16倍，现金类资产[5]对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为46.21亿元，同比下降5.10%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占42.69%）、摊销（占5.53%）、计入财务费用的利息支出（占9.74%）、利润总额（占42.05%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的10.82倍下降至8.63倍，但EBITDA对利息的覆盖程度仍较高；公司全部债务/EBITDA由上年的1.89倍提高至2.93倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年底，公司对外担保为对华阳集团提供9570.97万元担保，规模小，且已设置了相应的反担保措施，或有风险不大。

截至2020年底，公司无重大未决诉讼。

截至2020年底，公司银行授信总额216.90亿元，已使用授信额度80.02亿元，剩余授信额度

[5] 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

136.88亿元，间接融资渠道通畅。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

**截至2020年底，母公司资产和净资产规模大。公司母公司自身承担部分经营业务，经营活动现金流较好。**

截至2020年底，母公司资产总额438.58亿元，较上年底增长17.55%，主要系货币资金、固定资产和长期股权投资增长所致。其中，流动资产193.53亿元（占44.13%），非流动资产245.05亿元（占55.87%）。

截至2020年底，母公司所有者权益为215.43亿元，较上年底增长2.98%。在所有者权益中，实收资本为24.05亿元（占11.16%）、资本公积合计0.78亿元（占0.36%）、未分配利润合计95.24亿元（占44.21%）、盈余公积合计17.46亿元（占8.10%）。所有者权益稳定性有待提升。

截至2020年底，母公司负债总额223.16亿元，较上年底增长36.14%。其中，流动负债171.15亿元（占76.70%），非流动负债52.01亿元（占23.30%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占40.08%）、应付票据（占8.07%）、应付账款（占21.70%）、其他应付款（占13.94%）、应付职工薪酬（占5.20%）和合同负债（占8.37%）构成；非流动负债主要由应付债券（占76.79%）、预计负债（占9.42%）、递延收益（占6.09%）和递延所得税负债（占5.43%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为50.88%，较上年底提高6.95个百分点。

有息债务方面，截至2020年底，母公司全部债务125.00亿元。其中，短期债务占67.11%、长期债务占32.89%。截至2020年底，母公司短期债务为83.88亿元，存在较大的短期债务偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率36.72%。

2020年，母公司营业收入为131.05亿元，营业收入为131.05亿元，利润总额为10.25亿元。同期，母公司投资收益为0.80亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为22.71亿元，投资活动现金流净额-53.40亿元，筹资活动现金流净额47.84亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

**公司对一年内到期的债券本金保障能力保障能力强。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力很强，EBITDA对存续债券待偿还本金峰值保障能力强，经营活动现金流净额对存续债券待偿还本金峰值保障能力尚可。**

截至2021年6月2日，公司存续债券余额共83.50亿元。假设公司可续债均在第一个赎回日全部赎回，且带有回售条款的公司债均全额回售，2021年到期债券本金为33.50亿元，2022年到期债券本金为40.00亿元（存续债券待偿还本金峰值），2023年到期债券本金为10.00亿元。

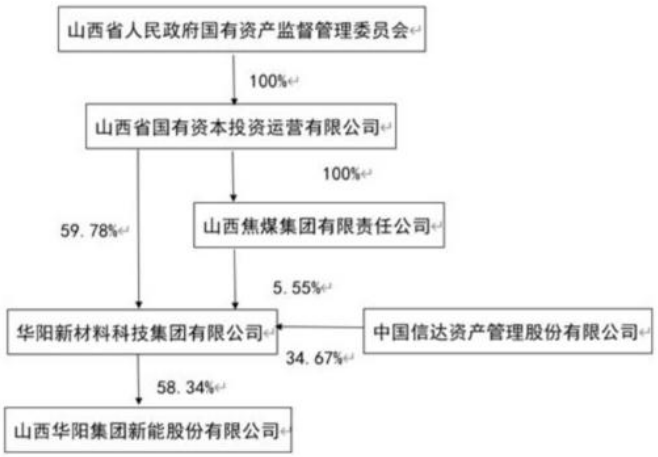
截至2021年3月底，公司现金类资产为122.25亿元，为2021年到期债券本金的3.65倍，现金类资产对2021年到期债券保障能力强。2020年公司经营活动现金流净额为2021年到期债券本金的1.18倍。

2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为309.92亿元、39.67亿元、46.21亿元，为存续债券待偿还本金峰值（40.00亿元）的7.75倍、0.99倍和1.16倍。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值保障能力很强，EBITDA对存续债券待偿还本金峰值保障能力强，经营活动现金流净额对存续债券待偿还本金峰值保障能力尚可。

## 十一、结论

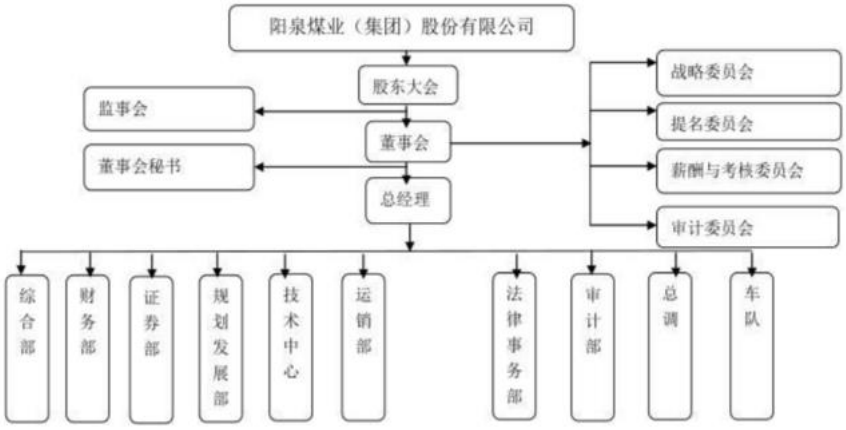
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18阳煤Y4”“19阳煤Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图




资料来源：公司提供

# 附件 1-3　截至 2020 年底公司子公司情况

| 公司名称 | 级次 | 持股比例（%） |
|---|---|---|
| 阳泉煤业集团寿阳煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团保德煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团平定煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团和顺煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团清徐煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团平鲁煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团翼城煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团昔阳煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团左权煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团盂县煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团安泽煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 天津阳煤煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 聊城鲁西燃料有限公司 | 三级子公司 | 60.00 |
| 青岛阳煤煤炭销售有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳煤集团寿阳景福煤业有限公司 | 二级子公司 | 70.00 |
| 阳煤集团寿阳开元矿业有限责任公司 | 二级子公司 | 56.73 |
| 山西新景矿煤业有限责任公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 山西平舒煤业有限公司 | 二级子公司 | 56.31 |
| 阳泉天成煤炭铁路集运有限公司 | 二级子公司 | 80.00 |
| 阳泉煤业（集团）平定东升兴裕煤业有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业（集团）平定裕泰煤业有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 山西宁武榆树坡煤业有限公司 | 二级子公司 | 51.00 |
| 宁武县昌盛洗煤有限责任公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团矸石山治理建筑工程有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳煤股份和顺长沟洗选煤有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 华阳建投阳泉热电有限责任公司 | 二级子公司 | 50.00 |
| 阳泉煤业集团泊里煤矿有限公司 | 二级子公司 | 70.00 |
| 晋中市阳煤扬德煤层气发电有限公司 | 二级子公司 | 51.00 |
| 山西阳煤芬雷选煤有限公司 | 二级子公司 | 51.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团有限公司 | 二级子公司 | 40.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团山阴有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团孝义有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团神池有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团寿阳有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团介休有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西（阳泉）国际陆港集团五寨有限公司 | 三级子公司 | 100.00 |
| 山西阳煤国华选煤工程技术有限公司 | 二级子公司 | 51.00 |
| 阳泉阳煤电力有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团香港国际贸易有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 阳泉煤业集团七元煤业有限责任公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 山西平舒铁路运输有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |
| 山西新阳清洁能源有限公司 | 二级子公司 | 100.00 |

资料来源：公司财务报告

# 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 109.39 | 93.55 | 105.75 | 122.25 |
| 资产总额（亿元） | 461.28 | 490.65 | 574.83 | 618.41 |
| 所有者权益合计（亿元） | 219.15 | 241.63 | 260.05 | 257.01 |
| 短期债务（亿元） | 105.03 | 57.33 | 91.13 | 134.78 |
| 长期债务（亿元） | 7.41 | 34.75 | 44.21 | 42.90 |
| 全部债务（亿元） | 112.43 | 92.08 | 135.34 | 177.68 |
| 营业收入（亿元） | 326.84 | 326.58 | 311.81 | 107.74 |
| 利润总额（亿元） | 28.19 | 23.06 | 19.43 | 7.58 |
| EBITDA（亿元） | 54.93 | 48.69 | 46.21 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 37.64 | 35.05 | 39.67 | 12.95 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 5.43 | 5.18 | 5.37 | -- |
| 存货周转次数（次） | 42.92 | 44.76 | 39.21 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.74 | 0.69 | 0.59 | -- |
| 现金收入比（%） | 100.72 | 101.62 | 98.72 | 111.17 |
| 营业利润率（%） | 14.55 | 13.79 | 12.91 | 11.08 |
| 总资本收益率（%） | 8.08 | 6.66 | 5.34 | -- |
| 净资产收益率（%） | 9.54 | 7.41 | 6.39 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 3.27 | 12.57 | 14.53 | 14.30 |
| 全部债务资本化比率（%） | 33.91 | 27.59 | 34.23 | 40.88 |
| 资产负债率（%） | 52.49 | 50.75 | 54.76 | 58.44 |
| 流动比率（%） | 66.12 | 71.81 | 60.71 | 64.81 |
| 速动比率（%） | 63.68 | 68.58 | 58.03 | 62.49 |
| 经营现金流动负债比（%） | 16.55 | 17.65 | 15.62 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.04 | 1.63 | 1.16 | 0.91 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 9.08 | 10.82 | 8.63 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 2.05 | 1.89 | 2.93 | -- |

注：1. 公司 2021 年一季度数据未经审计，2. 本报告已将长期应付款中的有息债务部分计入债务

资料来源：公司财务报告

# 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 83.41 | 40.80 | 52.72 | 79.74 |
| 资产总额（亿元） | 370.75 | 373.11 | 438.58 | 468.81 |
| 所有者权益（亿元） | 200.69 | 209.19 | 215.43 | 208.12 |
| 短期债务（亿元） | 82.44 | 44.50 | 83.88 | 122.18 |
| 长期债务（亿元） | 5.27 | 33.18 | 41.12 | 39.92 |
| 全部债务（亿元） | 87.71 | 77.67 | 125.00 | 162.10 |
| 营业收入（亿元） | 158.52 | 155.92 | 131.05 | 44.33 |
| 利润总额（亿元） | 15.61 | 14.38 | 10.25 | 3.51 |
| EBITDA（亿元） | -- | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.89 | 20.92 | 22.71 | 8.89 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 2.60 | 2.98 | 3.12 | -- |
| 存货周转次数（次） | 40.25 | 43.95 | 30.58 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.45 | 0.42 | 0.32 | -- |
| 现金收入比（%） | 95.35 | 86.33 | 90.21 | 98.23 |
| 营业利润率（%） | 16.23 | 17.21 | 17.58 | 12.23 |
| 总资本收益率（%） | / | / | / | -- |
| 净资产收益率（%） | 6.06 | 5.95 | 4.51 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 2.56 | 13.69 | 16.03 | 16.10 |
| 全部债务资本化比率（%） | 30.41 | 27.08 | 36.72 | 43.79 |
| 资产负债率（%） | 45.87 | 43.93 | 50.88 | 55.61 |
| 流动比率（%） | 123.82 | 147.00 | 113.07 | 106.83 |
| 速动比率（%） | 122.22 | 144.54 | 110.92 | 105.03 |
| 经营现金流动负债比（%） | 4.90 | 17.32 | 13.27 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.01 | 0.92 | 0.63 | 0.65 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / | / | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / | / | -- |

资料来源：公司财务报告

# 附件 3　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%<br>（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 | （营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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

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 4-1　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 4-2　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 4-3　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 |

# 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。