信用评级公告

联合〔2022〕4049 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“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：

二〇二二年六月十三日

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 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山西华阳集团新能股份有限公司	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
19 阳煤 Y1	10.00	10.00	2022/12/10

注：1.“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：2022 年 6 月 13 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	V3.1.202205
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）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	1
			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，2021年，受煤炭市场价格上涨因素带动，公司整体经营业绩显著提升。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，以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产和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和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强。

未来，随着公司在建项目投产，公司整体竞争力有望进一步提升。

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“19阳煤Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司经营业绩显著提升，经营活动现金流状况佳。**2021 年，公司煤炭价格大幅上涨，带动公司营业总收入和利润总额同比增长 21.89%和 216.67%；公司经营活动现金流净额为 84.64 亿元，保持净流入态势。
2. **公司自产煤规模保持增长势头。**2021 年，公司自产煤产量为 4610 万吨，同比增长 6.67%。
3. **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 2021 年底，公司煤炭核定产能为 3270 万吨。

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。

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

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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	93.55	105.75	191.93	188.29
资产总额（亿元）	490.65	574.83	662.26	668.71
所有者权益合计（亿元）	241.63	260.05	244.17	261.47
短期债务（亿元）	57.33	91.13	134.96	121.13
长期债务（亿元）	34.75	44.21	80.71	88.98
全部债务（亿元）	92.08	135.34	215.67	210.11
营业总收入（亿元）	326.58	311.81	380.07	89.98
利润总额（亿元）	23.06	19.43	61.53	20.16
EBITDA（亿元）	48.69	46.21	92.91	--
经营性净现金流（亿元）	35.05	39.67	84.64	3.89
营业利润率（%）	13.79	12.91	30.14	27.35
净资产收益率（%）	7.41	6.39	17.43	--
资产负债率（%）	50.75	54.76	63.13	60.90
全部债务资本化比率（%）	27.59	34.23	46.90	44.55
流动比率（%）	71.81	60.71	70.95	74.02
经营现金流动负债比（%）	17.65	15.62	26.38	--
现金短期债务比（倍）	1.63	1.16	1.42	1.55
EBITDA 利息倍数（倍）	10.82	8.63	9.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.89	2.93	2.32	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	373.11	438.58	495.90	497.62
所有者权益（亿元）	209.19	215.43	185.05	193.35
全部债务（亿元）	77.67	125.00	192.34	182.84
营业总收入（亿元）	155.92	131.05	202.35	58.45
利润总额（亿元）	14.38	10.25	37.36	8.83
资产负债率（%）	43.93	50.88	62.69	61.15
全部债务资本化比率（%）	27.08	36.72	50.97	48.60
流动比率（%）	147.00	113.07	104.48	106.68
经营现金流动负债比（%）	17.32	13.27	24.91	--
现金短期债务比（倍）	0.92	0.63	0.98	1.04

注：1. 公司 2022 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长期债务
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
19 阳煤 Y1	AAA	AAA	稳定	2021/06/11	王文燕 王皓	煤炭企业信用评级方法(V3.0.201907)/煤炭企业主体信用评级模型（打分表）(V3.0.201907)	阅读全文
19 阳煤 Y1	AAA	AAA	稳定	2019/12/02	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

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：王文慈

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 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”）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2021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55.52%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，公司股权结构图见附件1-1。截至2022年3月底，公司本部内设财务部、技术部、运销部等职能部门，公司组织结构图见附件1-2。

跟踪期内，公司仍主要从事煤炭生产、洗选加工、销售，电力生产、销售，热力生产、销售等业务。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 662.26 亿元，所有者权益 244.17 亿元（含少数股东权益 30.30 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 380.07 亿元，利润总额 61.53 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 668.71 亿元，所有者权益 261.47 亿元（含少数股东权益 32.05 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 89.98 亿元，利润总额 20.16 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、公司债券概况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“19 阳煤 Y1”募集资金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
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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所

回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

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

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

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

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

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

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

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

债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和 4050 亿元。

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

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

五、行业分析

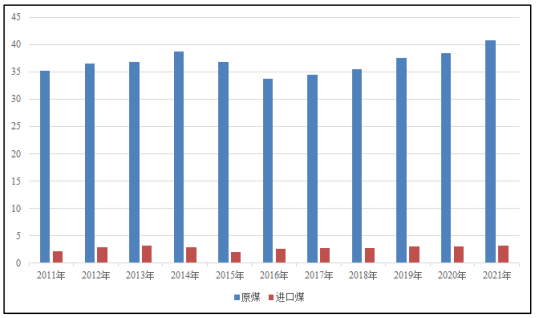
1. 行业运行

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

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

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

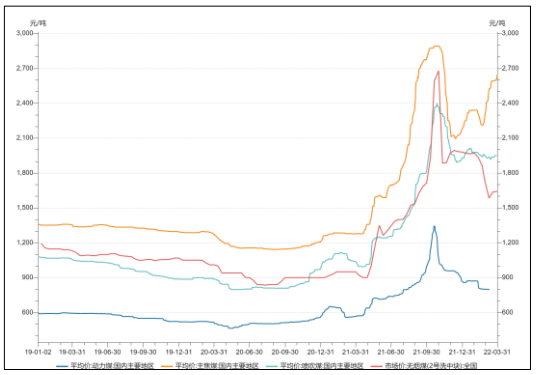
图 1　煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降[1]，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

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

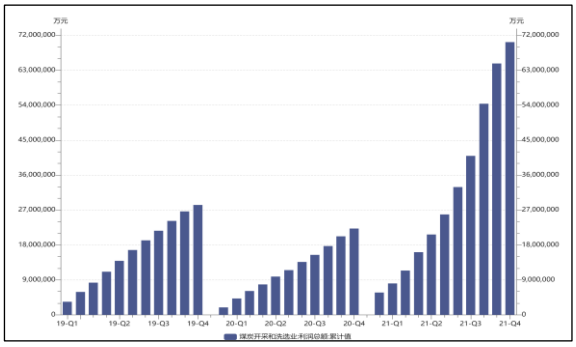
为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

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

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

[1]2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%

图3　2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2.　行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于 2022 年 2 月 24 日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500 千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨 570~770 元（含税）[2]，山西、陕西、蒙西煤炭（5500 千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨 370 元~570 元、320 元~520 元、260 元~460 元，蒙东煤炭（3500 千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨 200 元~300 元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过 20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

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

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

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

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中。同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10~20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

[2] 2017－2021 年为 470~600 元/吨

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

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

3. 行业展望

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

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

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

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，控股股东华阳集团直接持有公司 55.52%股权。公司实际控制人为山西省国资委。截至 2022 年 1 月 13 日，华阳集团将其持有公司股权的 39.35%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，系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2021年底，公司煤炭资源储量为31.10亿吨，剩余可采储量15.52亿吨。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2021年底，公司下属各矿井核定产能合计为3270万吨。

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 2022 年 5 月 10 日，公司无未结清的关注类和不良类信贷信息，已结清信贷信息中存在 6 笔关注类信息，均系 2020 年前产生且均已正常还款。

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

截至 2022 年 6 月 1 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高管有所调整，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。

2021 年以来，公司董事、高管变动情况如下表所示，相关人事变更对公司管理运营无重大影响。截至 2022 年 5 月底，公司总经理尚未完成聘任。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

表 3　2021 年以来公司董事、高管变化情况

姓名	担任的职务	变动时间	变动情形	变动原因
翟红	董事长	2021/8/27	选举	变更董事
杨乃时	董事长	2021/8/27	离任	职务变动
刘文昌	董事	2021/8/27	离任	变更董事
武学刚	总经理	2021/4/14	解聘	职务变动
刘继勇	总工程师	2021/6/9	聘任	董事会聘任
付书俊	总工程师	2021/6/9	解聘	职务变动
赵志强	副总经理	2021/8/27	聘任	董事会聘任
张志忠	副总经理	2021/11/26	聘任	董事会聘任
翟治红	副总经理	2021/11/26	聘任	董事会聘任
安站东	副总经理	2021/6/9	解聘	职务变动
石成涛	副总经理	2021/6/9	解聘	职务变动
王海风	副总经理	2021/11/26	解聘	职务变动
张二生	副总经理	2022/1/26	解聘	职务变动
翟治红	副总经理	2022/1/26	解聘	职务变动

资料来源：公司年报

董事长翟红先生，历任汾西矿务局高阳矿机电副矿长、柳湾矿矿长、煤炭经销公司经理，山西焦煤集团有限责任公司煤炭销售总公司党委委员、副总经理，山西焦煤集团有限责任公司董事，山西汾西矿业（集团）有限责任公司党委书记、董事长，山西潞安矿业（集团）有限责任公司党委常委、董事、总经理，华阳集团党委书记、董事长。现任华阳集团党委书记、董事长，公司董事长。

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收入和利润来源。受煤炭价格上涨影响，2021 年公司营业总收入和利润总额同比均大幅增长，公司综合毛利率提升明显。

公司主营煤炭生产、洗选加工、销售以及电力和热力的生产、销售。公司拥有较丰富的煤炭储备资源，其中大部分为无烟煤，煤炭业务是公司主要收入和利润来源。2021 年，公司营业总收入同比大幅增长 21.89%至 380.07 亿元，利润总额同比大幅增长 216.67%至 61.53 亿元，主要系煤炭价格上涨所致。

收入结构方面，煤炭业务为公司主要收入和利润来源，2021 年煤炭收入 361.34 亿元，同比大幅增长 23.55%，主要系煤炭价格上涨所致，该板块收入占公司营业总收入的 95.07%。2021 年，公司除煤炭业务板块外，其他各类板块收入规模仍很小，收入规模较上年相比变化不大。

表 4　公司营业总收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	306.19	93.75	18.41	292.45	93.79	16.79	361.34	95.07	37.31
供电	1.69	0.52	19.09	1.95	0.62	29.89	1.88	0.49	8.61
供热	0.49	0.15	-5.09	0.55	0.18	-21.93	0.50	0.13	-73.54
其他	18.21	5.58	13.02	16.86	5.41	18.55	16.35	4.30	16.08
合计	**326.58**	**100.00**	**18.07**	**311.81**	**100.00**	**16.90**	**380.07**	**100.00**	**36.11**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2021 年，煤炭价格上涨幅度明显，带动公司煤炭板块毛利率同比显著提升 20.52 个百分点至 37.31%。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，以及煤炭价格上涨所致；其他业务毛利率为 16.08%，同比下降 2.47 个百分点，由于其他业务规模较小，对公司毛利影响有限。综上，2021 年公司综合毛利率为 36.11%，同比提升 19.21 个百分点。

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 89.98 亿元，同比下降 16.48%，主要系依照山西省属能源企业专业化重组事项要求，公司不再采购和销售华阳集团所属煤矿煤炭所致；实现利润总额 20.16 亿元，同比增长 166.14%，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。2021 年，公司自产煤炭量有所增长；受山西省属能源企业专业化重组事项影响，公司采购自华阳集团及其子公司煤炭量大幅下降，导致煤炭销量下降；受年内煤炭市场价格上升因素带动，公司煤炭综合售价同比大幅上涨。

截至 2021 年底，公司煤炭资源储量为 31.10 亿吨，剩余可采储量 15.52 亿吨，煤种主要包括无烟煤、贫瘦煤等。截至 2021 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 2021 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	证实储量
一矿	无烟煤	7.40	4.42	1.20
二矿	无烟煤	3.80	1.62	1.61
新景矿	无烟煤	8.35	5.03	1.41
平舒矿	贫煤、无烟煤	3.21	1.68	0.86
开元矿	贫瘦煤	2.87	1.20	1.16
景福矿	无烟煤	0.60	0.38	0.08
兴裕矿	无烟煤	0.49	0.06	0.14
裕泰矿	无烟煤	0.61	0.06	0.01
榆树坡矿	焦煤、气煤	3.76	1.09	0.79
合计	--	**31.10**	**15.52**	**7.26**

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。跟踪期内，公司下属矿矿井的核定产能保持稳定，截至 2021 年底，公司下属各矿井核定产能[3]维持 3270 万吨，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/年）

名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末
一矿	750	850	850
二矿	810	810	810
开元	300	300	300
景福	90	90	90
新景	450	450	450

[3] 截至目前泊里项目仍在建设中

平舒[4]	500（90）	500（90）	500（90）
兴裕	90	90	90
裕泰	60	60	60
榆树坡	120	120	120
泰昌	60	--	--
合计	**3230**	**3270**	**3270**

资料来源：公司提供

产量方面，2021 年，公司产量为 4610 万吨，同比增长 6.65%，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，但随着生产发展和技术提升，主要矿井的实际产能规模已明显提升，但相关产能核定部门尚未完成重新核定所致。

表 7　公司下属各矿井产量情况（单位：万吨）

名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
一矿	962.31	999.46	1122	276
二矿	1046.80	1174.87	1121	292
开元	352.09	350.09	343	67
景福	109.00	115.00	107	23
新景	892.18	927.67	956	249
平舒	326.28	323.59	345	89
兴裕	125.17	106.84	105	28
裕泰	70.09	31.37	已关闭	已关闭
榆树坡[5]	216.95	292.88	510	133
泰昌	已关闭	已关闭	已关闭	已关闭
合计	**4100.87**	**4321.77**	**4610**	**1157**

资料来源：公司提供

安全管理方面，2022 年 5 月，子公司阳泉煤业集团寿阳景福煤业有限公司（以下简称“景福公司”）发生一起顶板事故，造成 1 人死亡，景福公司因此停产整顿，目前尚未复产。煤炭生产企业安全生产压力长期存在，且公司所属矿井大多属于高突瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大，联合资信未来仍将对公司的安全生产管理水平保持关注。

（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，煤炭采购价格均依据市场价格。公司依据山西省属能源企业专业化重组事项安排，自 2021 年 5 月起，将不再向华阳集团及其子公司采购煤炭，以致全年公司向华阳集团及其子公司的煤炭采购量大幅下降，由于该部分业务毛利率极低，对公司利润总额影响不大。2021 年公司煤炭销售量同比下降 27.11%至 5971 万吨，公司自产煤炭量同比增长 6.67%。2022 年一季度，公司煤炭产量为 1158 万吨，煤炭销量为 1079 万吨。

表 8　公司煤炭采购及销售情况（单位：万吨、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
自产煤炭量	4100.87	4321.77	4610	1158
采购华阳集团及其子公司煤炭量	3360	3974	1119	0
小计	**7460.87**	**8295.77**	**5729**	**1158**
采购华阳集团及其子公司煤炭量占比	45.03	47.90	19.53	0
销量	7549	8192	5971	1079

资料来源：公司提供

受公司停止向华阳集团及其子公司采购煤炭影响，公司采购集中度有所下降，2021 年，公司前五大供应商集中度为 34.78%，同比下降 9.14 个百分点，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。2021 年，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升，公司煤炭综合售价同比大幅上涨 69.51%至 605.12 元/吨。2022 年一季度，煤炭价格保持高位，公司煤炭综合售价为 767.67 元/吨。

表 9　公司分品种煤炭销售情况表

（单位：万吨、元/吨）

品种	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—3 月	
	销量	售价	销量	售价	销量	售价	销量	售价
洗块煤	485	618.24	437	592.52	507	920.11	117	1104.01
洗粉煤	289	803.26	267	665.12	211	1078.38	38	1486.96

[4] 公司下属平舒煤矿核定产能为 500 万吨/年，平舒 500 万吨环评报告获得国家环保部批复，目前正在办理新的采矿权证。

[5] 目前榆树坡 300 万吨增能取得省能源局核定批复

洗末煤	6551	382.01	7157	341.59	5013	569.16	887	710.38
煤泥	224	122.44	332	130.90	240	276.69	37	329.81
合计	**7549**	**405.62**	**8192**	**356.98**	**5971**	**605.12**	**1079**	**767.67**

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

2021 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%。

表 10　公司按地区分布收入占比情况（单位：%）

地区	2019 年	2020 年	2021 年
东北地区	18.00	17.00	18.00
南方地区	5.00	5.00	4.00
华北地区	77.00	78.00	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。2021 年，公司煤炭外运量 3858.03 万吨，同比小幅增长 2.82%。

表 11　公司煤炭外运情况（单位：万吨、%）

时间	2019 年	2020 年	2021 年
煤炭外运量	**3564.00**	**3752.20**	**3858.03**
公路运量	1087.00	1244.20	1460.34
公路占比	30.50	33.16	37.85
铁路运量	2477.00	2508.00	2397.69
铁路占比	69.50	66.84	62.15

资料来源：公司提供

目前，公司主要煤炭产品包括无烟洗末煤、无烟洗中块、洗小块、无烟末煤等多个品种。公司市场用户定位于大型的电力、冶金和化工企业集团。公司喷吹煤产品在北方大型国有钢厂中占据主导地位，对主供钢厂用户销量占（铁路）总销量的占 80%以上，主要用户为鞍钢股份有限公司、本钢集团有限公司等。公司无烟洗中块、洗小块产品主要供给山东、河北地区化工企业；公司无烟末煤主要供给河北、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）。2021 年，公司前五大销售客户集中度为 26.25%，同比下降 2.32 个百分点，整体集中度一般。跟踪期内，公司销售结算方式未发生明显变化。

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，对公司营业总收入形成一定补充。2021 年供电业务收入及利润均有所下降，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，2021 年，公司供电业务、供热业务和其他业务收入合计占比仍不足 10%。

供电业务方面，2019－2021 年，公司销售量分别为 107962.95 万千瓦时、110832.81 万千瓦时和 111194.46 万千瓦时，实现供电业务收入为 1.69 亿元、1.95 亿元和 1.88 亿元；实现供电业务毛利润分别为 0.32 亿元、0.58 亿元和 0.16 亿元。2021 年，受煤炭价格上涨影响，供电业务毛利润下降。

供热业务方面，2019－2021 年，公司供热量分别为 397.24 万百万千焦、355.59 万百万千焦和 329.38 万百万千焦。公司实现供热业务收入分别为 0.49 亿元、0.55 亿元和 0.50 亿元；实现供热业务毛利润分别为-0.02 亿元、-0.12 亿元和-0.37 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，以及煤炭价格上涨所致。供热业务收入占比很低，供热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。2019－2021 年，公司实现其他业务收入分别为 18.21 亿元、16.86 亿元和 16.35 亿元，实现其他业务毛利润分别为 2.37 亿元、3.13 亿元和 2.63 亿元。

4. 关联交易

2021 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存在一定影响。

关联交易方面，2021 年，公司采购商品和接受劳务的金额为 126.01 亿元，占营业成本的 51.90%，同比减少 34.19%，主要系依照山西省属能源企业专业化重组事项安排，公司采购华阳集团所属煤矿煤炭数量减少所致，关联交易主要内容为煤炭采购、工程服务等。同期，公司出售商品和提供劳务的金额为 66.44 亿元，占营业总收入的 16.96%，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	2019 年	2020 年	2021 年
采购商品和接受劳务	226.89	191.49	126.01
出售商品和提供劳务	68.52	66.40	66.44

资料来源：公司年报

2020－2021 年，公司应收关联方的应收账款余额分别为 31.05 亿元和 32.53 亿元，公司分别计提坏账准备 9.19 亿元和 13.03 亿元；应收关联方的长期应收款余额分别为 9.78 亿元和 9.84 亿元，公司分别计提坏账准备 8.80 亿元和 9.84 亿元；应付关联方的应付账款分别为 65.45 亿元和 62.34 亿元；应付关联方的其他应付款分别为 11.97 亿元和 9.15 亿元。资金拆借方面，截至 2021 年底，公司向阳泉煤业集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）、河北建投集团财务有限公司拆入资金 5.30 亿元，向关联方拆出资金 9.84 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 2022 年 3 月底，公司重点在建煤炭项目包括七元煤矿建设项目等；公司重点在建项目总投资为 300.60 亿元，已完成投资 131.33 亿元，2022 年 4 月－12 月计划投资 55.79 亿元，未来公司存在较大的资本支出压力。

表 13 截至 2022 年 3 月底公司重点在建项目情况（单位：亿元）

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

5GW 高效组件制造项目工程	10.97	2021—2022 年	3.61	7.36	--	--
合计	**300.60**	--	**131.33**	**55.79**	**78.10**	**35.38**

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2021 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数较上年有所提升，存货周转次数较上年有所下降。公司整体经营效率较高。

从经营效率指标看，2021 年，公司销售债权周转次数由上年的 5.37 次提升至 7.18 次，主要系公司营业总收入增长所致；存货周转次数由上年的 39.21 次下降至 36.69 次；总资产周转次数由上年的 0.59 次提升至 0.61 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　2021 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	11.80	30.78	0.52
山西焦煤能源集团股份有限公司	26.52	9.97	0.64
晋能控股山西煤业股份有限公司	20.33	18.39	0.50
华阳股份	**14.04**	**36.69**	**0.61**

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，做强、做优、做精、做细煤炭主业，推进选煤、电力、供热以及煤层气开发和利用等其他产业发展的同时，积极培育新能源产业。公司将构建集科研、产业、资本为一体的创新协同生态系统，逐步构建起煤炭、钠离子电池、飞轮储能、光伏产业等传统能源与新能源一体化发展的产业格局，实现企业的可持续发展。

2022 年的主要工作目标：预计煤炭产量为 4500 万吨，预计煤炭销量为 4700 万吨，预计全年实现营业收入 400 亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 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，2021 年，公司通过破产清算减少 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 2021 年底，公司合并资产总额 662.26 亿元，所有者权益 244.17 亿元（含少数股东权益 30.30 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 380.07 亿元，利润总额 61.53 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 668.71亿元，所有者权益261.47亿元（含少数股东权益32.05亿元）；2022年1－3月，公司实现营业总收入89.98亿元，利润总额20.16亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；货币资金较为充足，受限比例较低。整体看，公司资产质量好。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 662.26 亿元，较上年底增长 15.21%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 34.37%，非流动资产占 65.63%。公司资产以非流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

流动资产

截至 2021 年底，流动资产 227.62 亿元，较上年底增长 47.65%，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 70.59%）、应收账款（占 10.31%）和应收款项融资（占 13.73%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 160.68 亿元，较上年底增长 88.27%，主要系公司七元、

泊里等投资项目较多，期末资金储备增加所致。货币资金受限资金占比 8.31%，主要为冻结、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、土地复垦保证金和矿山环境治理恢复基金专户资金。截至 2021 年底，公司货币资金存放在财务公司的存款年末余额 108.31 亿元。

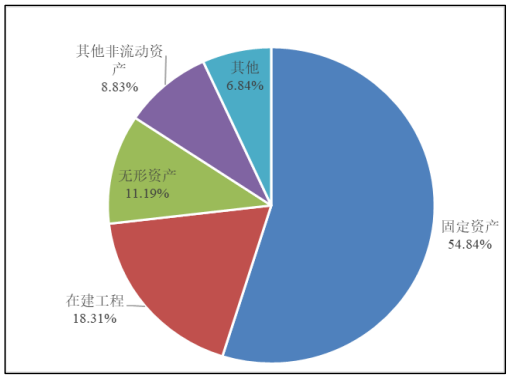
截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 23.46 亿元，较上年底下降 23.55%，主要系公司加强账款回收力度所致。按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占 32.63%，1 至 2 年的占 20.58%，2 至 3 年的占 8.73%，3 至 4 年的占 10.98%，4 至 5 年的占 10.76%，5 年以上占 16.33%，公司应收款账龄较长。其中，账龄在 3 年以上的应收账款主要形成于 2012－2016 年煤炭行业景气度下行时期，公司正在加紧清收相关款项。公司累计计提坏账 19.51 亿元，计提比例为 45.41%。应收账款余额前五大欠款方合计金额为 18.06 亿元，占比为 42.03%，集中度较高。

截至 2021 年底，公司应收款项融资 31.25 亿元，较上年底增长 74.83%，主要系 2021 年煤炭销售价格上涨，回款增加，收到的银行承兑汇票增加所致。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 2021 年底，公司非流动资产 434.63 亿元，较上年底增长 3.32%，公司非流动资产构成如下图所示。

图 4　截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司固定资产 238.34 亿元，较上年底下降 6.24%，主要系公司全资子公司阳泉煤业（集团）平定裕泰煤业有限公司（以下简称“裕泰公司”）和阳泉煤业（集团）平定东升兴裕煤业有限公司（以下简称“兴裕公司”）的资源枯竭，对上述公司的固定资产共计提减值准备 8.45 亿元所致。固定资产主要由房屋及建筑物（22.24 亿元）、矿井建筑物（128.45 亿元）和专用设备（67.47 亿元）构成，累计计提折旧 177.94 亿元，累计计提减值准备 8.81 亿元，固定资产成新率 56.07%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程 79.59 亿元，较上年底增长 33.95%，主要系七元煤矿建设项目、一矿阎家庄分区工程、泊里 500 万吨技改工程和阳泉热电 2*660MW 电厂项目等项目投入增加所致。公司计提在建工程减值准备 0.03 亿元，均针对于甲醇工程项目，计提规模较小。

截至 2021 年底，公司无形资产 48.63 亿元，较上年底下降 8.15%，主要系裕泰公司资源枯竭，对其无形资产共计提减值准备 2.49 亿元所致。公司无形资产主要由采矿权（43.79 亿元）构成，累计摊销 26.12 亿元，计提减值准备 2.49 亿元。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 38.36 亿元，较上年底增长 20.39%，主要系 2021 年公司通过华阳集团向山西省自然资源厅支付了七元矿矿业权出让收益款 4.77 亿元所致。公司其他非流动资产主要由七元矿采矿权价款（29.76 亿元）、预付征地款（5.13 亿元）和预付设备款（2.98 亿元）构成。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，2020 年 11 月，华阳集团取得七元矿采矿权证，有效期截至 2050 年 11 月 3 日。七元矿探矿权出让收益为 125.21 亿元，公司于 2020 年 3 月（取得探矿权阶段）已支付 24.99 亿元，（探矿权转采矿权后）剩余 100.22 亿元分 30 期缴纳，首期需缴纳 20.07

亿元[6]，其余 29 期从 2021 年缴到 2049 年，每年（期）缴纳 2.76 亿元。由于转让采矿权需履行较为繁琐的审批程序，因此约定华阳集团于 2025 年底前将七元矿采矿权过户至公司或全资子公司阳泉煤业集团七元煤业有限责任公司（以下简称“七元矿公司”）名下，按 5 年交易期测算，公司预计委托华阳集团支付七元矿矿业权交易金额为 33.89 亿元。在此期间因七元矿采矿权需支付给山西省自然资源厅的矿业权出让收益仍由公司委托华阳集团向山西省自然资源厅支付。同时约定，如期限届满前，华阳集团仍无法将七元矿矿业权过户至公司或七元矿公司名下，应按照公司已先期通过华阳集团支付的款项加计参照同期银行存款利息计算的金额退回公司。

截至 2021 年底，公司受限资产 13.35 亿元，均为受限货币资金，受限资产占总资产比重为 2.02%，受限比例很低。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 668.71 亿元，资产规模及资产结构较上年底相比均变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司所有者权益 244.17 亿元，较上年底下降 6.10%，主要系公司偿付“18 阳煤 Y1”“18 阳煤 Y2”“18 阳煤 Y3”和“18 阳煤 Y4”可续债本金所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.59%，少数股东权益占比为 12.41%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具和未分配利润分别占 9.85%、8.11%和 55.11%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待改善。公司其他权益工具合计 19.81 亿元，由“19 阳煤 Y1”以及 2020 年非公开发行优先股（第一期）构成。

截至2022年3月底，公司所有者权益261.47亿元，较上年底增长7.08%，主要系利润留存所致。所有者权益构成较上年底变化不大。

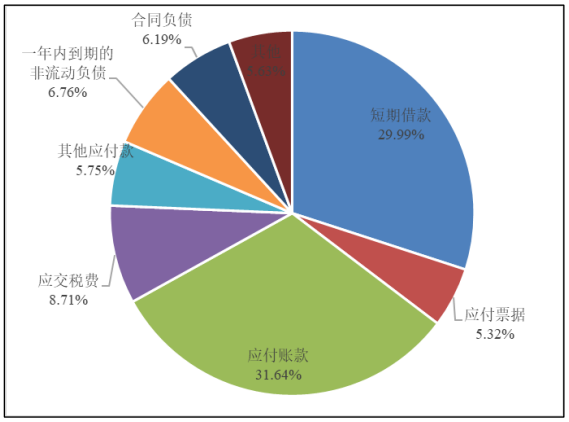
（2）负债

截至2021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。随着公司融资需求增加，全部债务规模明显增加公司债务负担有所加重，但仍属一般水平。

截至2021年底，公司负债总额418.08亿元，较上年底增长32.82%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占76.73%，非流动负债占23.27%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司流动负债320.80亿元，较上年底增长26.32%，主要系短期借款和应交税费增长所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 5 截至 2021 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款96.22亿元，较上年底大幅增长30.69%，主要系融资需求增加所致；均为信用借款。

截至2021年底，公司应付票据17.07亿元，较上年底增长10.81%，全部为银行承兑汇票。

截至2021年底，公司应付账款101.51亿元，较上年底增长7.04%，主要系未结算工程款增加所致；应付账款账龄以一年以内（占70.97%）、1至2年（占13.76%）和2至3年（占10.29%）为主。

[6] 截至 2022 年 5 月底，该笔款项尚未完成支付

截至2021年底，公司应交税费27.95亿元，较上年底增长568.89%，主要系当年公司营业总收入和盈利大幅增长，应交增值税、企业所得税、资源税增加所致。

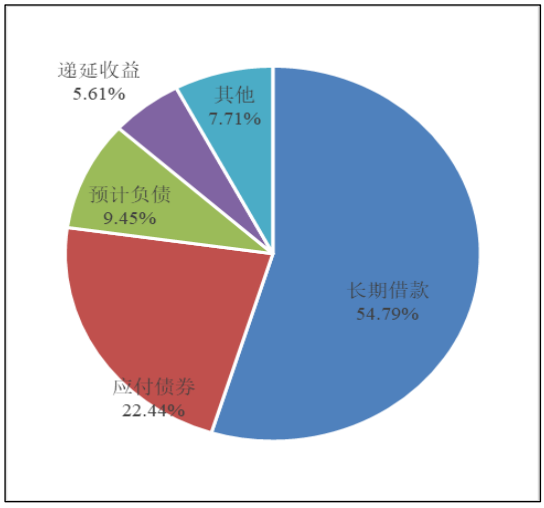
截至2021年底，公司其他应付款18.44亿元，较上年底下降11.79%，主要系铁路公司专用费减少所致。公司其他应付款主要由往来款（6.76亿元）、收到押金（2.17亿元）、采矿权使用费（4.09亿元）和职工契约金（1.90亿元）构成。

截至2021年底，公司合同负债19.87亿元，较上年底下降24.45%，主要系预收款项减少所致。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债21.68亿元，较上年底增长932.00%，主要系一年内到期的应付债券重分类增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债97.28亿元，较上年底增长59.96%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图 6　截至 2021 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2021年底，公司长期借款53.30亿元，较上年底增加50.05亿元，主要系随着公司在建项目投入增加，融资需求增加所致；长期借款由信用借款（45.30亿元）和保证借款（8.00亿元）构成。

截至2021年底，公司应付债券21.83亿元，较上年底下降45.33%，主要系一年内到期的应付债券重分类所致。

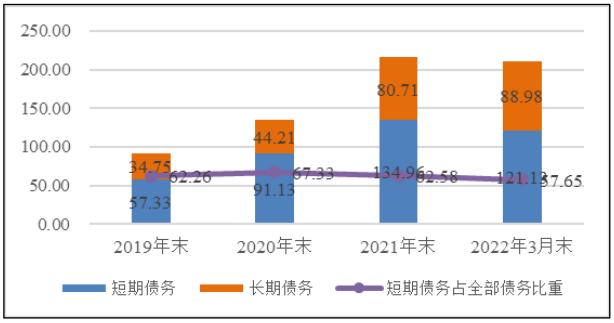
截至2021年底，公司预计负债9.19亿元，较上年底增长11.15%，主要系确认与矿山环境治理恢复基金相关的预计负债增长所致。公司根据财建〔2017〕638号和（晋政发〔2019〕3号文件的规定建立了矿山环境治理恢复基金。公司下属各生产矿井确认了与矿山环境治理恢复相关、可能导致经济利益流出义务的预计负债，同时确认了对应弃置资产。

截至2021年底，公司递延收益5.46亿元，较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债务215.67亿元，较上年底增长59.36%。债务结构方面，短期债务占62.58%，长期债务占37.42%。其中，短期债务134.96亿元，较上年底增长48.10%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务80.71亿元，较上年底增长82.55%，主要系长期借款增长所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.13%、46.90%和24.84%，较上年底分别提高8.37个百分点、12.67个百分点和10.31个百分点。2021年，公司债务负担有所加重。

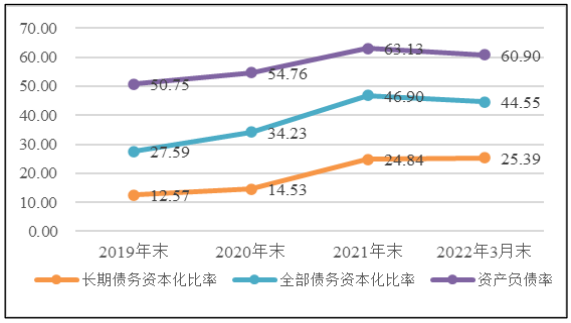
如将其他权益投资调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务增至235.48亿元。债务结构方面，短期债务134.96亿元（占57.31%），长期债务100.52亿元（占42.69%）。从债务指标看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.12%、51.21%和30.94%，较调整前分别上升2.99个百分点、4.31个百分点和6.10个百分点。

图 7　公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 8　公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额407.24亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占74.09%，非流动负债占25.91%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司全部债务210.11亿元，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占57.65%，长期债务占42.35%。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和分别较上年底分别下降2.23个百分点和2.35个百分点至60.90%和44.55%，长期债务资本化比率较上年底提高0.55个百分点至25.39%。

从长期债务分布期限看，公司长期债务到期时间集中于2024年，但集中偿付压力一般。

表 15　截至 2022 年 3 月底公司长期债务到期分布

（单位：亿元、%）

期限	期末余额	占比
2023 年	10.77	12.11
2024 年	57.83	64.99
2025 年及以后	20.38	22.90
合计	**88.98**	**100.00**

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，受煤炭价格上涨影响，2021 年公司营业总收入和利润总额均大幅增长，公司费用控制能力较强，但较大规模减值损失和资产报废侵蚀公司利润。2022 年一季度，受市场煤价上涨因素带动，公司营业总收入和利润总额同比均显著增长。

2021 年，公司实现营业总收入 380.07 亿元，同比增长 21.89%，主要系煤炭价格上涨所致。公司营业成本 242.82 亿元，同比下降 6.29%，主要系按照山西省属能源企业专业化重组安排，2021 年公司采购华阳集团公司所属煤矿煤炭数量减少所致。2021 年，受煤炭价格上涨影响，公司盈利能力明显提升，公司利润总额同比显著增长 216.67%至 61.53 亿元。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 25.13 亿元，同比增长 35.40%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 4.29%、52.68%、13.58%和 29.45%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 1.08 亿元，同比增长 14.94%，主要系职工薪酬增加所致；管理费用为 13.24 亿元，同比增长 19.90%，主要系职工薪酬、折旧费等增加所致；研发费用为 3.41 亿元，同比增长 39.20%，主要系研发项目投入增加所致；财务费用为 7.40 亿元，同比增长 79.21%，主要系公司有息债务规模增加所致。2021 年，公司期间费用率同比提升 0.66 个百分点至 6.61%，公司期间费用控制能力较强。

非经常性损益方面。2021 年，资产减值损失同比增加 11.37 亿元至 12.00 亿元，主要系裕泰公司和兴裕公司矿产资源枯竭，公司分别对两家子公司的固定资产和无形资产计提 8.45 亿元和 2.49 亿元的减值损失。2021 年，公司信用减值损失同比下降 41.87%至 5.13 亿元，为公司对应收账款和其他应收款计提的坏账损失。2021 年，公司对部分井巷资产进行集中报废处理，形成非流动资产毁损报废损失 14.00 亿元，导致公司营业外支出大幅增加至 14.83 亿元。2021 年，资产减值损失和信用减值损失分别占

营业利润的比重为 15.93%和 6.81%，营业外支出占利润总额的比重为 24.11%，较大规模减值损失和资产报废侵蚀公司利润。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.03%和 17.43%，同比分别提高 5.69 个百分点和 11.04 个百分点，公司盈利能力进一步提升。从山西地区大型煤炭企业盈利指标比较来看，公司盈利指标表现较弱。

表 16　2022 年山西省主要煤炭上市企业盈利指标

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	20.46%	11.25%	48.68%
山西焦煤能源集团股份有限公司	17.90%	11.27%	29.75%
晋能控股山西煤业股份有限公司	35.57%	22.06%	54.37%
华阳股份	17.43%	10.52%	36.11%

资料来源：Wind

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 89.98 亿元，同比下降 16.48%，主要系受省属企业专业化重组影响，公司不再向华阳集团公司所属煤矿采购煤炭所致。公司实现利润总额 20.16 亿元，同比增长 166.14%；实现净利润 15.28 亿元，同比增长 148.53%，主要系煤炭价格上涨所致。

5.　现金流分析

2021 年，公司经营活动现金流保持大规模净流入，公司收入实现质量一般；投资活动现金保持较大规模的净流出；筹资活动现金流保持净流入。考虑到在建项目持续投入及短期债务规模较大，公司未来仍存在较大的筹资需求。

表 17　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入量	334.53	309.92	318.05	83.78
现金收入比	101.62	98.72	82.86	92.72
经营活动现金流量净额	35.05	39.67	84.64	3.89
投资活动现金流量净额	-29.10	-45.82	-22.72	-5.32
筹资活动前现金流量净额	5.95	-6.15	61.92	-1.43
筹资活动现金流量净额	-7.83	29.16	7.52	-1.81

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，主要受煤炭价格上涨因素带动，公司经营活动现金流量净额同比增长113.34%。2021年，公司现金收入比为82.86%，同比下降15.87个百分点，考虑到公司使用票据结算规模较大，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入0.69亿元，同比变化不大；投资活动现金流出23.40亿元，同比下降49.70%，主要系上年公司支付七元矿探矿权出让合同首期价款24.99亿元，规模较大所致。2021年，公司投资活动现金净流出22.72亿元，同比下降50.42%。近年来，公司持续进行在建项目投入，导致投资活动现金保持净流出状态。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为61.92亿元，经营活动可以满足公司对外投资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入197.87亿元，同比增长90.14%，主要系随着在建项目的投入，公司融资需求增长所致；筹资活动现金流出190.35亿元，同比增长154.12%，主要系偿还债务规模增长所致。2021年，公司筹资活动现金净流入7.52亿元，同比下降74.20%。

2022年1－3月，公司经营活动现金流净额为3.89亿元，公司投资活动现金流净额为-5.32亿元，公司筹资活动现金净额为-1.81亿元。

6.　偿债能力

公司整体偿债能力指标体现很强。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。

表 18　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	71.81	60.71	70.95	74.02
	速动比率（%）	68.58	58.03	68.95	72.21
	经营现金/流动负债（%）	17.65	15.62	26.38	1.29
	经营现金/短期债务（倍）	0.61	0.44	0.63	0.03
	现金短期债务比（倍）	1.63	1.16	1.42	1.55
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	48.69	46.21	92.91	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.89	2.93	2.32	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.38	0.29	0.39	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	10.82	8.63	9.71	--
	经营现金/利息支出（倍）	7.79	7.41	8.84	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所提升；公司经营活动保持较大规模净流入，经营活动现金流净额对流动负债和短期债务的覆盖倍数均有所提升，对流动负债和短期债务的保障能力强。公司现金类资产规模较大，对短期债务保障能力很强。整体看，公司短期偿债能力指标表现很强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为92.91亿元，同比增长101.06%，公司盈利水平明显提升，EBITDA对全部债务及利息的保障程度明显提升。从EBITDA构成看，公司EBITDA主要由折旧（占22.05%）、计入财务费用的利息支出（占8.79%）、利润总额（占66.23%）构成。公司经营活动现金流净额对全部债务和利息支出的保障程度高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现强。

截至2021年底，公司对外担保为对华阳集团提供6208.48万元担保，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2021年底，公司无重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司银行授信总额284.50亿元，剩余授信额度155.68亿元，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 2021 年底，母公司资产有所增长；母公司偿还多笔可续债，所有者权益规模有所下降。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 2021 年底，母公司资产总额 495.90 亿元，较上年底增长 13.07%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产 240.69 亿元（占 48.54%），非流动资产 255.21 亿元（占 51.46%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 49.40%）、应收账款（占 12.75%）、应收款项融资（占 11.56%）、其他应收款（占 12.08%）和其他流动资产（占 12.39%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 27.19%）、固定资产（占 45.25%）、在建工程（占 5.70%）、递延所得税资产（占 5.91%）和其他非流动资产（占 11.66%）构成。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 185.05 亿元，较上年底下降 14.10%，主要系公司偿付多笔可续债，其他权益工具下降所致。母公司所有者权益主要由实收资本 24.05 亿元（占 13.00%）、其他权益工具 19.81 亿元（占 32.26%）、资本公积 0.46 亿元（占 0.25%）、未分配利润 110.21 亿元（占 59.56%）和盈余公积 20.33 亿元（占 10.99%）构成。所有者权益稳定性有待提升。

截至 2021 年底，母公司负债总额 310.86 亿元，较上年底增长 39.30%。其中，流动负债 230.37 亿元（占 74.11%），非流动负债 80.48 亿元（占 25.89%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 37.34%）、应付票据（占 6.39%）、应付账款（占 24.52%）、其他应付款（占 6.60%）和一年内到期的非流动负债（占 9.08%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 55.07%）、应付债券（占 27.13%）和预计负债（占 5.99%）构成。截至 2021 年底，母公司全部债务 192.34 亿元。其中，短期债务占 63.26%、长期债务占 36.74%。截至 2021 年底，母公司短期债务为 121.66 亿元，短期债务规模大，母公司存在一定的偿付压力。截至 2021 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.69%和 50.97%。

2021 年，母公司营业总收入为 202.35 亿元，利润总额为 37.36 亿元。同期，母公司投资收益为 1.82 亿元。随着公司债务规模的增长，母公司财务费用同比增长 5.21 倍至 3.83 亿元，期间费用同比增长 57.32%至 13.56 亿元。母公司信用减值损失和资产减值损失分别为 9.56 亿元和 1.95 亿元，较大的减值损失侵蚀母公司利润。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 57.40 亿元，投资活动现金流净额 10.01 亿元，筹资活动现金流净额-4.15 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 497.62 亿元，所有者权益为 193.35 亿元，负债总额 304.27 亿元；母公司资产负债率 61.15%；

全部债务 182.84 亿元，全部债务资本化比率 48.60%。2022 年 1－3 月，母公司营业总收入 58.45 亿元，利润总额 8.83 亿元，投资收益 0.20 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产和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 和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强。

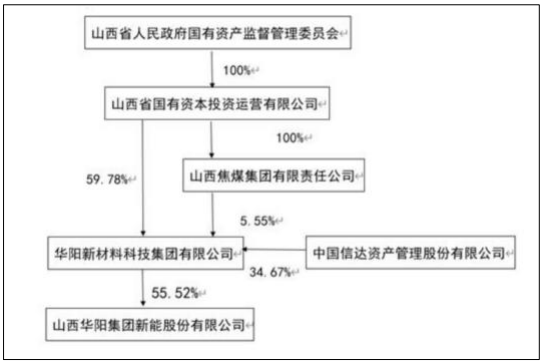
截至2022年5月底，公司存续债券余额共46.85亿元。假设公司可续债“19阳煤Y1”在第一个赎回日全部赎回，且带有回售条款的公司债均全额回售，2022年到期债券本金为25.00亿元（存续债券待偿还本金峰值）。

截至2022年3月底，公司现金类资产为188.29亿元，为2022年到期债券本金（25.00亿元）的7.53倍；2021年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为318.05亿元、84.64亿元、92.91亿元，为2022年到期债券本金（25.00亿元）的12.72倍、3.39倍和3.72倍。

十一、 结论

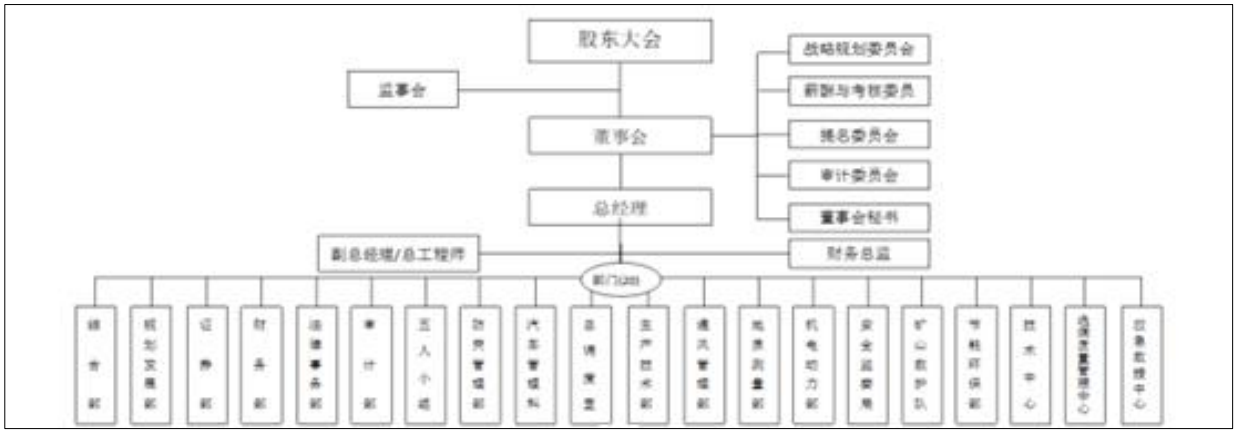
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19阳煤Y1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2　截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 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%
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%
山西华储光电有限公司	三级子公司	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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	93.55	105.75	191.93	188.29
资产总额（亿元）	490.65	574.83	662.26	668.71
所有者权益合计（亿元）	241.63	260.05	244.17	261.47
短期债务（亿元）	57.33	91.13	134.96	121.13
长期债务（亿元）	34.75	44.21	80.71	88.98
全部债务（亿元）	92.08	135.34	215.67	210.11
营业总收入（亿元）	326.58	311.81	380.07	89.98
利润总额（亿元）	23.06	19.43	61.53	20.16
EBITDA（亿元）	48.69	46.21	92.91	--
经营性净现金流（亿元）	35.05	39.67	84.64	3.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.18	5.37	7.18	--
存货周转次数（次）	44.76	39.21	36.69	--
总资产周转次数（次）	0.69	0.59	0.61	--
现金收入比（%）	101.62	98.72	82.86	92.72
营业利润率（%）	13.79	12.91	30.14	27.35
总资本收益率（%）	6.66	5.34	11.03	--
净资产收益率（%）	7.41	6.39	17.43	--
长期债务资本化比率（%）	12.57	14.53	24.84	25.39
全部债务资本化比率（%）	27.59	34.23	46.90	44.55
资产负债率（%）	50.75	54.76	63.13	60.90
流动比率（%）	71.81	60.71	70.95	74.02
速动比率（%）	68.58	58.03	68.95	72.21
经营现金流动负债比（%）	17.65	15.62	26.38	--
现金短期债务比（倍）	1.63	1.16	1.42	1.55
EBITDA 利息倍数（倍）	10.82	8.63	9.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.89	2.93	2.32	--

注：1. 公司 2022 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长期债务
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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	40.80	52.72	118.90	115.87
资产总额（亿元）	373.11	438.58	495.90	497.62
所有者权益（亿元）	209.19	215.43	185.05	193.35
短期债务（亿元）	44.50	83.88	121.66	111.82
长期债务（亿元）	33.18	41.12	70.67	71.02
全部债务（亿元）	77.67	125.00	192.34	182.84
营业总收入（亿元）	155.92	131.05	202.35	58.45
利润总额（亿元）	14.38	10.25	37.36	8.83
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	20.92	22.71	57.40	8.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.45	2.21	3.64	--
存货周转次数（次）	43.95	30.58	37.31	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.32	0.43	--
现金收入比（%）	86.33	90.21	82.13	90.09
营业利润率（%）	17.21	17.58	33.07	19.41
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	5.95	4.51	15.53	--
长期债务资本化比率（%）	13.69	16.03	27.64	26.86
全部债务资本化比率（%）	27.08	36.72	50.97	48.60
资产负债率（%）	43.93	50.88	62.69	61.15
流动比率（%）	147.00	113.07	104.48	106.68
速动比率（%）	144.54	110.92	103.19	105.26
经营现金流动负债比（%）	17.32	13.27	24.91	--
现金短期债务比（倍）	0.92	0.63	0.98	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 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 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% （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+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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