

山西华阳集团新能股份有限公司

可续期公司债券 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3589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，确定维持山西华阳集团新能股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“华阳 YK01”“华阳 YK02”“24 华阳 Y4”“24 华阳 Y2”和“24 华阳 Y1”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：

二〇二五年六月三日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

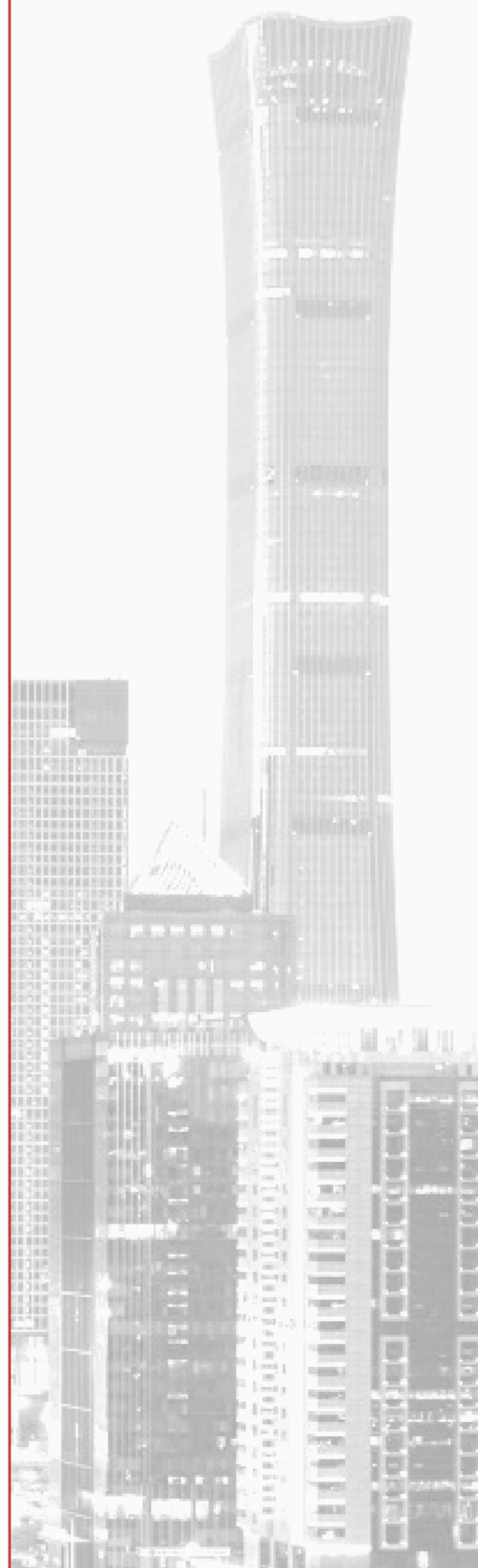
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



山西华阳集团新能股份有限公司

永续期公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山西华阳集团新能股份有限公司	AAA	AAA/稳定	2025/06/03
华阳 YK01/华阳 YK02/24 华阳 Y1/24 华阳 Y2/24 华阳 Y4	AAA	AAA/稳定	

评级观点

山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”）为山西省省属国有大型煤炭生产企业之一，公司在股东和实控人的支持下，在资源禀赋、业务规模等方面仍具备竞争优势，公司自身竞争力很强，但需关注“碳中和”政策下，煤炭消费的增量空间受限，煤炭企业面临转型挑战以及煤炭安全生产管理。整体看，公司经营风险很低。跟踪期内，公司经营获现情况良好，债务结构有所优化，融资成本降低；但受行业周期影响，盈利指标有所下降。目前，公司债务杠杆尚可，偿债指标表现非常好，公司财务风险非常低。综合公司经营和财务风险表现，同时考虑控股股东为华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳集团”），实际控制人为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”），可获得一定的外部支持等因素，公司偿还债务的能力极强，本报告跟踪债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

未来，公司在推进煤炭相关产业发展的同时，积极培育新能源产业，公司经营规模将扩大，公司整体竞争力有望保持，但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，公司债务负担或将加重。考虑到现阶段公司债务杠杆尚可，公司整体信用水平有望保持稳定

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：煤炭资源禀赋显著下降，公司发生重大安全事故导致大规模持续停产，公司连续亏损，经营现金持续流出，财务杠杆大幅攀升、公司流动性恶化，公司地位下降，融资环境变化使得融资渠道收窄，融资能力大幅下降，政府对公司的支持能力和支持意愿发生重大变化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **资源储备及煤炭运输条件便利等优势明显。**公司拥有较丰富的煤炭资源储备，无烟煤资源储备及煤炭运输条件便利等优势明显。跟踪期内，公司煤炭资源储量和可采储量进一步丰富，截至 2024 年底，8 个在产矿井、2 个建设期矿井和 1 个储备矿井煤炭资源储量总额为 66.23 亿吨，剩余可采储量 29.47 亿吨；8 个在产矿井和 2 个在建矿井核定总产能 4590 万吨/年，公司在产矿井产能为 3590 万吨/年。
- **公司经营获现情况良好，债务结构有所优化，融资成本降低。**2024 年，公司经营活动现金流净额 34.88 亿元，公司 EBITDA 为 65.69 亿元，公司经营活动和 EBITDA 对长期债务的保障能力很强。跟踪期内，公司偿还了大量一年内到期的非流动负债，增加了长期借款，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 270.13 亿元，长期债务占 80.63%，以长期债务为主，2024 年，公司长期借款利率在 2.22%至 3.80% 之间，融资成本较低，且较上年有所下降。
- **公司可获得外部支持。**公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，其在华阳集团的业务定位中居重要地位，煤炭工业作为山西省重要的支柱产业，公司产业发展可受到当地各级政府的高度重视。

关注

- **“碳中和”政策下，煤炭消费的增量空间受限，煤炭企业面临转型挑战。**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，煤炭消费量或将受抑制，煤炭企业面临转型挑战。跟踪期内，煤炭价格回落，导致公司盈利下降。
- **公司面临一定安全生产压力。**公司矿井多属于高瓦斯涌出矿，煤炭开采及运输过程具有相对较高的危险性。2024 年以来，公司下属矿井发生多起事故，造成人员伤亡，并存在阶段性停产整顿情况。公司安全生产管理水平需进一步提升。

- **关联交易风险。**2024 年，公司前五大供应商采购额 43.60 亿元，占年度采购总额 48.88%，采购集中度高，其中前五名供应商采购额中关联方采购额 36.42 亿元，占年度采购总额 40.83%，公司仍存在较大规模的关联方采购，主要为公司向华阳集团及其子公司采购的设备、材料及购买的工程服务等，此外，货币资金中存放在财务公司的规模很大，需关注公司关联交易及货币资金存放管理。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 煤炭企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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	4
		自身竞争力	基础素质	2
			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		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明:无。

外部支持变动说明:无。

评级模型使用说明:评级映射关系矩阵参联合资信新披露评级技术文件。

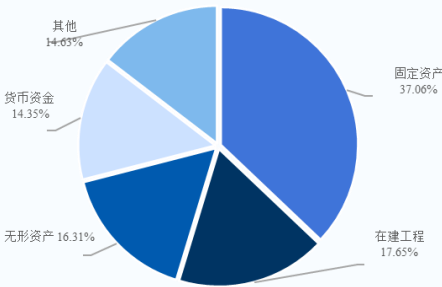
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	147.65	117.15	115.36
资产总额（亿元）	715.71	809.71	816.58
所有者权益（亿元）	321.66	378.27	387.90
短期债务（亿元）	97.79	60.51	52.32
长期债务（亿元）	114.29	188.67	217.81
全部债务（亿元）	212.08	249.18	270.13
营业总收入（亿元）	285.18	250.60	58.17
利润总额（亿元）	78.88	36.15	9.54
EBITDA（亿元）	109.93	65.69	--
经营性净现金流（亿元）	69.38	34.88	-3.44
营业利润率（%）	37.55	26.76	27.36
净资产收益率（%）	18.81	6.88	--
资产负债率（%）	55.06	53.28	52.50
全部债务资本化比率（%）	39.73	39.71	41.05
流动比率（%）	69.95	68.92	80.54
经营现金流动负债比（%）	26.78	15.70	--
现金短期债务比（倍）	1.51	1.94	2.20
EBITDA 利息倍数（倍）	13.74	8.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.93	3.79	--

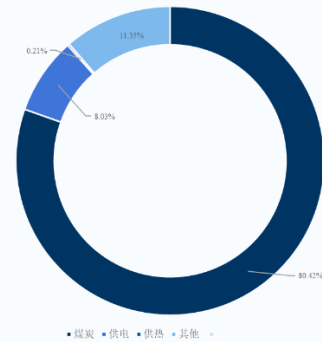
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	452.63	529.40	525.76
所有者权益（亿元）	205.00	254.16	259.02
全部债务（亿元）	135.28	158.75	166.66
营业总收入（亿元）	175.86	137.79	28.79
利润总额（亿元）	35.62	22.25	5.14
资产负债率（%）	54.71	51.99	50.73
全部债务资本化比率（%）	39.76	38.45	39.15
流动比率（%）	85.24	98.24	110.28
经营现金流动负债比（%）	19.18	19.28	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算；3.本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

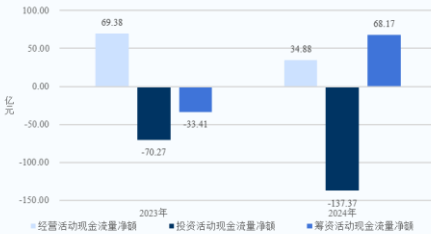
2024 年底公司资产构成



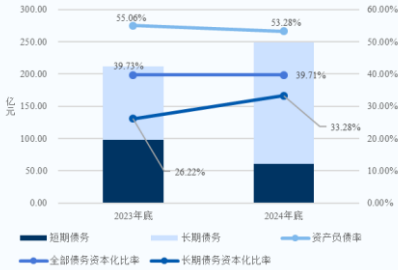
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期日期	特殊条款
华阳 YK01	20.00	20.00	2026-03-27	有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权，调整票面利率
华阳 YK02	10.00	10.00	2026-04-22	有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权，调整票面利率
24 华阳 Y1	5.00	5.00	2026-10-24	有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权，调整票面利率
24 华阳 Y2	10.00	10.00	2027-10-24	有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权，调整票面利率
24 华阳 Y4	15.00	15.00	2027-11-25	有条件赎回，经营维持承诺，延期，利息递延权，调整票面利率

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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
华阳 YK02 华阳 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/17	毛文娟 黄露	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
24 华阳 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/14	张垆 于长花	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
24 华阳 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/27	毛文娟 黄露	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
24 华阳 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/27	毛文娟 黄露	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
华阳 YK02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/11	毛文娟 黄露	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
华阳 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/15	毛文娟 黄露	煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208） 煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
18 阳煤 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2018/10/22	王越 徐益言	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号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：毛文娟 maowj@lhratings.com

项目组成员：张垆 zhangtong@lhratings.com 马金星 majx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

截至 2025 年 3 月底，公司总股本为 360750 万股，控股股东华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“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 2024 年底，华阳集团将其持有公司股权的 13.76% 质押。

公司主要从事煤炭生产、洗选加工、销售及配套的相关业务或衍生业务。按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设置了综合部、人力资源部、财务部、规划发展部、证券部、法律审计部、安全监察部等职能部门（公司组织结构图见附件 1-2）；截至 2024 年底，公司合并范围在职人员 38338 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 809.71 亿元，所有者权益 378.27 亿元（含少数股东权益 45.50 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 250.60 亿元，利润总额 36.15 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 816.58 亿元，所有者权益 387.90 亿元（含少数股东权益 47.01 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 58.17 亿元，利润总额 9.54 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：王玉明。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券如下表所示，跟踪期内，公司按时付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	发行期限	起息日期	下一行权日	募集资金使用情况
24 华阳 Y4	15.00	15.00	3 (3+N) 年	2024-11-25	2027-11-25	按照募集说明书约定，15.00 亿元用于偿还银行贷款。
24 华阳 Y2	10.00	10.00	3 (3+N) 年	2024-10-24	2027-10-24	按照募集说明书约定，14.98 亿元用于置换偿还未到期的公司债券
24 华阳 Y1	5.00	5.00	2 (2+N) 年	2024-10-24	2026-10-24	“19 阳股 02” 本金所使用的自有资金，0.02 亿元用于偿还银行贷款。
华阳 YK02	10.00	10.00	2 (2+N) 年	2024-04-22	2026-04-22	按照募集说明书约定，10.00 亿元用于偿还银行贷款。
华阳 YK01	20.00	20.00	2 (2+N) 年	2024-03-27	2026-03-27	按照募集说明书约定，11.85 亿元用于偿还公司债券 19 阳煤 01，8.15 亿元用于偿还银行贷款。

资料来源：wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年年报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，全国煤炭产量保持稳定，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量快速增加，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2025 年，煤炭供需预计将维持供略大于求的状态，动力煤价格中枢预计将小幅下移，受下游钢铁及房地产行业持续疲软影响，炼焦煤价格或将进一步下探。煤炭行业企业的收入、利润及经营获现规模将小幅下降，考虑到新增产能审批趋严，在行业整体没有大规模投资支出的情况下，煤炭行业企业整体债务负担及偿债能力有望保持稳定。但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等。完整版行业分析详见[《2025 年煤炭行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，煤炭资源储量和可采储量有所增长。

公司拥有较丰富的煤炭资源储备，煤质优良，交通便利，具有较强的市场竞争优势。2024 年，公司七元矿启动联合试运转，参与了山西省自然资源厅网上挂牌出让的山西省寿阳县于家庄区块煤炭探矿权的竞拍，公司以 68 亿元竞得于家庄探矿权，增加 6.3 亿吨煤炭资源，截至 2024 年底，公司 8 个在产矿井、2 个建设期矿井和 1 个储备矿井煤炭资源储量总额为 66.23 亿吨¹，剩余可采储量 29.47 亿吨，煤炭资源储量和可采储量进一步丰富，有助于公司可持续发展。

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 2025 年 4 月 28 日，公司本部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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司治理结构和管理体制未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

煤炭生产与销售是公司营业总收入和毛利润的主要来源，2024 年以来，公司煤炭销售量和销售价格下降使得营业总收入和综合毛利率呈现下降趋势。

公司主营煤炭生产和洗选加工、电力及热力的生产与销售，其中煤炭业务是公司收入和毛利润的主要来源；其他业务主要是与煤炭业务配套的相关服务业务或衍生业务，包括煤层气业务、材料销售、固定资产出租和运输业务等。

2024 年，受煤炭市场供需格局转变的影响，公司煤炭销售量和销售价格下降，煤炭销售收入同比下降 18.86%，煤炭业务毛利率下降至 40.22%。公司供电业务收入增加主要系阳泉热电 2*660MW 电厂项目 2023 年 11 月投产，发电收入增加所致；公司其他业务主要为煤气、材料配件、租赁服务、光伏组件、其他等五类，2024 年，公司加强成本控制，其他业务毛利率上升。供热业务收入规模较小，对公司盈利影响小。

¹不含停产的裕泰矿

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	248.39	87.10%	51.20%	201.54	80.42%	40.22%	44.78	76.98%	42.88%
供电	5.09	1.78%	16.23%	20.11	8.03%	20.85%	4.54	7.80%	30.50%
供热	0.47	0.16%	-36.57%	0.52	0.21%	-53.75%	0.35	0.60%	-84.90%
其他	31.23	10.95%	0.71%	28.43	11.35%	4.56%	8.50	14.62%	7.41%
合计	285.18	100.00%	44.90%	250.60	100.00%	34.43%	58.17	100.00%	35.96%

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差
资料来源：公司提供，联合资信整理

2025 年 1—3 月，受煤炭销售价格和销售量下降影响，公司实现营业总收入 58.17 亿元，同比下降 5.53%，综合毛利率变化不大。

（1）煤炭生产

2024 年，公司煤炭产量下降明显。公司煤炭可采储量规模较大，煤种主要为稀缺的无烟煤，具备煤种优势，且未来在建矿井投产有望进一步增强公司规模优势。

截至 2024 年底，公司八个在产矿井煤炭资源储量为 30.55 亿吨，剩余可采储量 14.43 亿吨，平舒矿纳入 500 万吨/年生产矿井序列，榆树坡矿取得 500 万吨/年安全生产许可证。2024 年，公司七元矿启动联合试运转，公司以 68 亿元取得于家庄探矿权，增加 6.3 亿吨煤炭资源，泊里矿仍在建设期，截至 2024 年底，泊里矿、七元矿和于家庄井田资源储量 35.67 亿吨，泊里矿、七元矿剩余可采储量 15.04 亿吨。煤种主要包括无烟煤、贫瘦煤等。公司各主要生产矿井煤炭资源储量统计如下表所示。

图表 3 • 截至 2024 年底公司主要矿井情况表（单位：亿吨、万吨/年、万吨）

主要矿区	主要煤种	资源储量	可采储量	核定年产能	产量（原煤）	
					2023 年	2024 年
一矿	无烟煤	7.10	4.23	850	1120.42	934.06
二矿	无烟煤	3.99	1.46	810	1030.41	890.69
新景矿	无烟煤	8.63	4.67	450	899.34	584.48
平舒矿	贫煤、无烟煤	3.08	1.55	500	375.06	447.00
开元矿	贫瘦煤	2.96	1.16	300	380.67	349.99
景福矿	无烟煤	0.61	0.26	90	110.22	81.63
兴裕矿	无烟煤	0.46	0.02	90	100.99	101.12
榆树坡矿	焦煤、气煤	3.73	1.07	500	573.69	420.19
泊里矿（建设期）	无烟煤	9.11	4.71	500	—	—
七元矿（联合试运转）	无烟煤	20.26	10.33	500	—	28.22
于家庄井田（探矿权）	—	6.30	—	—	—	—
合计	—	66.23	29.47	4590.00	4590.80	3837.38

注：不含停产的裕泰矿
资料来源：公司提供

截至 2024 年底，公司共有八个在产矿井、两个在建矿井，核定总产能 4590 万吨/年，公司在产矿井产能为 3590 万吨/年，兴裕矿煤炭资源濒临枯竭，剩余可采储量较小；泊里矿和七元矿未来投产有望进一步增强公司规模优势。产量方面，2024 年，煤炭行业下游需求不足，公司煤炭产量完成 3837.38 万吨，下降明显。2024 年，公司部分矿井因安全事故存在阶段性停产整顿情况，对产量造成一定影响。

（2）煤炭销售

2024 年，因煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落；公司煤炭销量和销售价格均下降。

跟踪期内，公司销售模式、销售结算方式未发生重大变化。2024 年，煤炭市场供需格局转变，煤炭价格震荡回落，公司煤炭销售价格和销售量均下降。

图表 4 • 公司分品种煤炭销售情况表（单位：万吨、元/吨）

品种	2023 年		2024 年	
	销量	售价	销量	售价
洗末煤	3409	545.60	2494	503.48
洗块煤	400	976.48	376	797.14
洗粉煤	158	1193.70	207	911.87
煤泥	133	337.53	141	311.72
合计	4100	605.78	3218	555.68

注：表中销量含外购煤销售
资料来源：公司提供

（3）采购销售集中度和关联交易

2024 年，公司销售集中度一般，公司采购集中度仍较高，且关联采购规模较高，公司存在一定规模的关联方资金拆出金额，需持续关注公司关联交易及资金拆借风险。

2024 年，公司前五大供应商采购额 43.60 亿元，占年度采购总额 48.88%，采购集中度高，其中前五名供应商采购额中关联方采购额 36.42 亿元，占年度采购总额 40.83%，公司仍存在较大规模的关联方采购，主要为公司向华阳集团及其子公司采购的设备、材料及购买的工程服务等，联合资信将对公司关联采购定价的公允性和结算方式持续关注。2024 年，公司前五大客户销售额 87.06 亿元，占年度销售总额 34.74%，主要为电厂和燃料物资公司，销售集中度一般，前五大客户中不存在关联交易。

关联资金拆借方面，截至 2024 年底，公司关联方资金拆入金额 0.90 亿元，主要为阳煤集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）和河北建投集团财务有限公司信用借款，利息采用中国人民银行公布的同期贷款基准利率，公司关联方资金拆出金额 8.62 亿元，主要为对联营企业的投资性往来款，利息采用协议价。

（4）经营效率

2024 年，因公司项目建设尚未产生收益公司整体经营效率下降。

从经营效率指标看，2023—2024 年，公司销售债权周转次数分别为 11.90 次和 11.67 次，存货周转次数分别为 22.85 次和 22.23 次，总资产周转次数分别为 0.40 次和 0.33 次，2024 公司投资建设了大量项目尚未产生相应的收益，因而总资产周转次数下降。

2 未来发展

未来，公司将做好煤炭主业，推进煤炭相关产业发展的同时，积极培育新能源产业，公司经营规模将扩大，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，公司债务负担或将加重。

公司在建工程主要涉及煤炭矿井建设和技改及部分新能源新材料项目，截至 2024 年底，公司重点在建项目总投资为 179.95 亿元，已完成投资 125.99 亿元，尚需投资 69.68 亿元，未来随着相关在建项目的投产，公司经营规模将扩大，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，或将加重公司债务负担。

图表 5 • 截至 2024 年底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例(%)	累计投入金额	资金来源
泊里 500 万吨技改工程	67.54	58.73	39.67	金融机构贷款及其他
七元煤矿建设项目	82.81	81.55	67.54	金融机构贷款及其他
平舒铁路专用线项目	18.62	66.09	12.31	金融机构贷款及其他
高效组件制造项目工程	10.97	59.07	6.48	金融机构贷款及其他
合计	179.95	--	125.99	--

资料来源：公司年报

未来，公司将继续推进传统煤炭、新能源新材料产业“双轮驱动”战略。一方面，继续聚焦煤炭主业，巩固市场份额，提升经营效率和盈利能力，发挥选煤厂技改工程作用，及时调整洗选策略，提高煤炭综合售价。加快重点项目建设，有序推进泊里项目建设，统筹推进于家庄项目探转采手续办理。另一方面，推动现有新能源新材料产业项目优化和提升。完成光伏组件产品升级，加强与五大电力集团等合作，实现产线满产满销；打通高性能碳纤维全流程工艺路线，钠电产业要加大应急电源推广。

（五）财务方面

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2024 年，公司合并范围未发生变化。2025 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。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。

1 主要财务数据变化

（1）资产

跟踪期内，公司项目持续建设和购买煤炭探矿权使得在建工程 and 无形资产增加，货币资金有所下降，但公司货币资金整体仍较为充足，资产受限比例很低，公司资产质量好。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 809.71 亿元，较上年底增长 13.13%，主要因为公司当年项目建设和购买煤炭探矿权使得固定资产、在建工程和无形资产增加。因经营获现规模下降，投资资金支出增加，公司货币资金下降明显，截至 2024 年底，公司存放于财务公司资金余额 57.30 亿元，期末受限货币资金为 22.14 亿元，主要为土地复垦保证金和矿山环境治理恢复基金专户资金、银行承兑汇票保证金等。公司在建工程增长主要因为七元公司、泊里公司煤矿建设工程项目投资增加，无形资产增加主要系竞拍取得于家庄区块煤炭探矿权。公司其他非流动资产增长主要系公司通过华阳集团向山西省自然资源厅分期支付了七元矿业权出让收益款所致。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	181.23	25.32%	153.07	18.90%	153.82	18.84%
货币资金	144.97	20.26%	116.20	14.35%	113.25	13.87%
应收账款	19.72	2.76%	19.60	2.42%	21.10	2.58%
非流动资产	534.48	74.68%	656.65	81.10%	662.76	81.16%
固定资产（合计）	288.46	40.30%	300.04	37.06%	297.29	36.41%
在建工程（合计）	107.61	15.03%	142.93	17.65%	152.00	18.61%
无形资产	62.82	8.78%	132.09	16.31%	131.41	16.09%
其他非流动资产	44.96	6.28%	50.32	6.21%	50.79	6.22%
资产总额	715.71	100.00%	809.71	100.00%	816.58	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产金额 24.07 亿元，主要为受限的货币资金，受限资产比例 2.97%。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 816.58 亿元，较上年底增长 0.85%，资产结构和规模较上年底变化不大。

（2）资本结构

跟踪期内，公司新增发行可续期公司债券，所有者权益整体呈现增长趋势，公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 378.27 亿元，较上年底增长 17.60%，主要系公司新增发行可续期公司债券所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.97%，少数股东权益占比为 12.03%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.54%、0.17%和 51.81%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 387.90 亿元，较上年底增长 2.55%，较上年底变化不大。

跟踪期内，公司偿还了大量一年内到期的非流动负债，增加了长期借款，融资成本较低，且较上年有所下降，公司整体债务杠杆尚可。

跟踪期内，公司偿还了大量一年内到期的非流动负债，增加了长期借款，2024 年，公司长期借款利率在 2.22%至 3.80%之间，融资成本较低，且较上年有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 270.13 亿元，短期债务占 19.37%，长期债务占 80.63%，以长期债务为主，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 52.50%、41.05%和 35.96%。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 329.84 亿元，其中，短期债务 52.32 亿元（占 15.86%）、长期债务 277.52 亿元（占 84.14%）。从债务指标看，

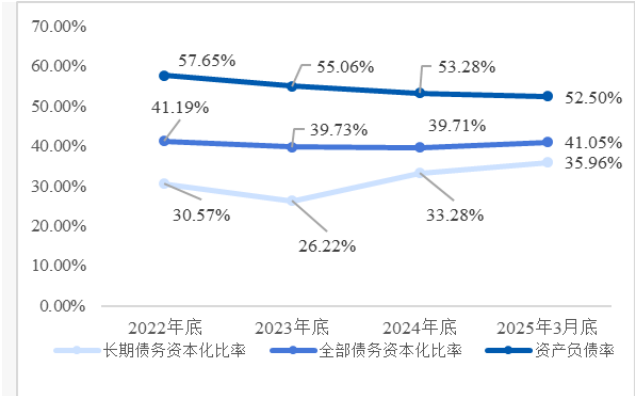
截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.81%、50.13%和 45.82%，较调整前分别上升 7.31 个百分点、9.07 个百分点和 9.86 个百分点，公司整体债务杠杆尚可。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	259.08	65.75%	222.09	51.48%	190.98	44.55%
短期借款	27.80	7.06%	29.23	6.77%	30.54	7.12%
应付票据	16.59	4.21%	21.98	5.10%	12.59	2.94%
应付账款	97.15	24.66%	103.01	23.88%	90.10	21.02%
其他应付款（合计）	16.31	4.14%	21.43	4.97%	18.93	4.42%
合同负债	21.28	5.40%	18.42	4.27%	14.14	3.30%
非流动负债	134.97	34.25%	209.35	48.52%	237.69	55.45%
长期借款	110.42	28.02%	184.75	42.82%	213.86	49.89%
负债总额	394.05	100.00%	431.44	100.00%	428.68	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

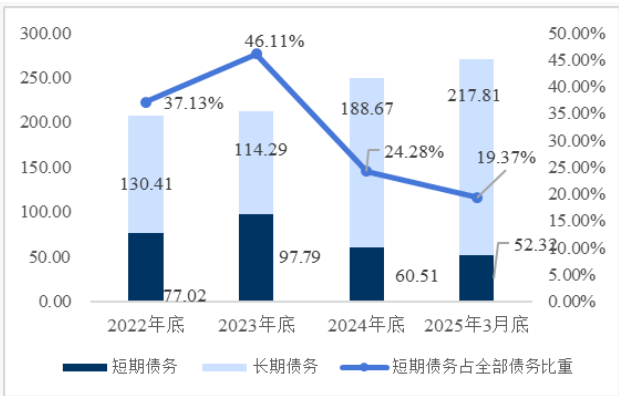
图表 8 • 公司债务指标情况



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（3）盈利和现金流

2024 年，受公司煤炭销售量和销售价格下降影响，公司各盈利指标有所弱化，经营获现规模下降明显，由于公司大规模的项目建设和购买煤炭采矿权，公司融资需求增长，筹资活动呈现大额净流入。

2024 年，受公司煤炭销售量和销售价格下降影响，公司实现营业总收入 250.60 亿元，同比下降 8.55%，公司研发项目投入增加导致公司研发费用大幅增加，债务规模上升导致财务费用上升，职工薪酬上升导致管理费用上升，公司费用总额同比增长 18.66%至 32.19 亿元，公司期间费用率为 12.85%，同比提高 3.33 个百分点，期间费用对利润的侵蚀上升，受上述因素综合影响，公司利润总额 36.15 亿元，同比下降 54.17%，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.15%、6.88%，同比分别下降 7.28 个百分点、下降 11.92 个百分点。公司各盈利指标有所下降。

图表10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	285.18	250.60	58.17
营业成本	157.13	164.32	37.26
费用总额	27.13	32.19	6.03
其中：销售费用	1.24	1.08	0.34
管理费用	14.95	16.83	2.92
研发费用	7.03	9.28	1.71

图表11 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	315.65	288.65	60.29
经营活动现金流出小计	246.27	253.77	63.72
经营现金流量净额	69.38	34.88	-3.44
投资活动现金流入小计	0.87	1.12	0.00
投资活动现金流出小计	71.14	138.48	13.71
投资活动现金流量净额	-70.27	-137.37	-13.71

财务费用	3.91	4.99	1.05	筹资活动前现金流量净额	-0.89	-102.49	-17.14
投资收益	0.64	0.72	0.13	筹资活动现金流入小计	86.83	195.99	57.55
信用减值损失	-3.03	-0.01	0.01	筹资活动现金流出小计	120.24	127.82	38.86
利润总额	78.88	36.15	9.54	筹资活动现金流量净额	-33.41	68.17	18.69
营业利润率	37.55%	26.76%	27.36%	现金收入比（%）	108.12	114.12	103.30
总资本收益率	12.43%	5.15%	--	资料来源：联合资信根据公司提供资料整理			
净资产收益率	18.81%	6.88%	--				

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，受公司煤炭销售量价均下降影响，公司经营活动现金净流入同比下降 49.73%，公司现金收入比上升，收入实现质量较高。公司当期购建固定资产支付的现金同比增加，公司投资活动现金净流出同比增长 95.49%，公司经营现金净流入无法覆盖公司投资活动现金流出，公司筹资活动现金净流入 68.17 亿元。

2025 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流出 3.44 亿元，同比下降 19.40%，主要系当期经营获现减少加之材料、配件等支出增加所致。投资性现金流仍保持净流出，公司筹资活动因公司新增银行借款净流入 18.69 亿元。

2 偿债指标变化

2024 年，公司偿债能力指标表现有所减弱，但整体表现仍很好；同时，融资渠道通畅，无重大或有负债事项。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	69.95	68.92	80.54
	速动比率（%）	67.34	65.31	75.92
	经营现金/流动负债（%）	26.78	15.70	-1.80
	经营现金/短期债务（倍）	0.71	0.58	-0.07
	现金类资产/短期债务（倍）	1.51	1.94	2.20
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	109.93	65.69	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.93	3.79	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.33	0.14	-0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	13.74	8.56	--
	经营现金/利息支出（倍）	8.68	4.55	-2.30

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，因公司经营获现规模的下降加之公司项目建设持续投入，公司长短期偿债能力指标表现有所减弱，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍然很高，EBITDA 对利息支出和全部债务得覆盖程度仍很高，整体看，公司偿债能力指标表现仍很好。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对外担保。

截至 2024 年底，公司控股子公司阳煤集团寿阳景福煤业有限公司因利益纠纷，公司于 2023 年 8 月 21 日被河北旭阳能源有限公司向晋中市中级人民法院提起诉讼，该案正在审理中；公司全资子公司阳泉煤业集团安泽煤炭销售有限公司（以下简称“安泽销售公司”）因买卖合同纠纷，于 2024 年 2 月 5 日被阳泉煤业集团安泽登茂通煤业有限公司（以下简称“登茂通煤业”）向安泽县人民法院提起诉讼，请求支付已供煤但未结算的煤款 14047.22 万元，该案一审判决已下达，判决安泽销售公司给付登茂通煤业购煤款 14047.22 万元及利息，公司对上述债务承担连带还款责任；公司向临汾市中级人民法院提起上诉，该案已经临汾市中级人民法院裁定撤销一审判决，发回安泽县人民法院重审，该案正在审理当中。除上述利益纠纷外，公司不存在重大（5000 万以上）未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司共获得商业银行授信额度 553.33 亿元。其中，已使用授信额度 219.07 亿元，剩余授信额度 334.27 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担管理职能和部分经营业务，经营获现能力较强。公司本部债务负担一般，货币资金充足。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 529.40 亿元，主要由货币资金（70.71 亿元）、长期股权投资（107.20 亿元）、固定资产（114.54 亿元）和无形资产（69.57 亿元），公司本部货币资金充足，无形资产主要为公司当年新增煤炭采矿权。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 51.99%，全部债务资本化比率 38.45%，公司本部债务负担一般。

公司本部下辖一矿和二矿两个矿井，并具有少量供热和供电业务，2024 年，公司本部营业总收入为 137.79 亿元，利润总额为 22.25 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.84 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 29.66 亿元，投资活动现金流净额-112.28 亿元，筹资活动现金流净额 56.24 亿元。

（六）ESG 方面

公司安全环保压力较大，安全环保管理水平需进一步提升；公司作为地方国企，积极履行社会责任，承担一定的民生责任；公司治理结构较完善，综合来看，公司 ESG 表现一般，其对持续经营和信用风险未产生显著负面影响。

环境与安全方面，煤炭行业作为典型的传统能源行业，具有下游用户重污染、高排放、高能耗特点，同时煤炭开采行业属于高危行业，井下煤炭开采工作受地质因素影响较大，面临瓦斯、水、火、煤尘和顶板等灾害，且公司所属矿井大多属于高突瓦斯矿井，安全风险较大，容易发生安全事故、污染违规排放等情况，2024 年，公司存在 2 起因为环境问题受到行政处罚的情况，涉及处罚金额 45.6 万元。此外，公司矿井多属于高瓦斯涌出矿，煤炭开采及运输过程具有相对较高的危险性，2022 年以来，公司下属矿井发生多起事故，造成人员死亡，并存在阶段性停产整顿情况。公司安全生产管理水平需进一步提升。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。公司履行社会责任，2024 年，对外捐赠 398 万元，惠及人数 7038 人，公司巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村振兴等工作，总投入 298 万元，公司实施碳减排措施，组织实施节能降碳项目，2024 年，公司推进瓦斯综合利用，将煤层气广泛应用于 CNG、蓄热氧化、发电等方面，2024 年利用瓦斯约 11.3 亿立方米（混量），减排二氧化碳约 352 万吨；公司强化能耗指标管控，公司 2024 年全年综合能源消费量 46.87 万吨标准煤（当量值），原煤生产单耗 5.74 千克标准煤/吨，达到能耗限额 2 级水平；洗煤电力单耗 3.71 千瓦时/吨，满足能耗限额 3 级水平。

公司治理方面，公司根据《公司法》《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司设立党委和纪委，开展党的活动。党组织是公司法人治理结构的有机组成部分。2023 年，公司持续优化董事会成员构成，健全董事会制度体系，优化专门委员会职能，注重发挥独立董事作用，截至 2024 年底，公司董事会由 9 名董事组成，其中女性董事 3 名，占比 33.33%，独立董事 3 名，占比 33.33%，董事会成员注重多元化，在性别、年龄、专业和教育背景等诸多方面接纳差异性个体。公司设有专门的 ESG 工作小组，负责对公司各个部门的可持续发展绩效表现进行追踪，并针对董事会和管理层开展多种类型的内部与外部培训，为管理层对 ESG 机制和政策决策提供支持。公司本部设置了综合部、人力资源部、财务部、规划发展部、证券部、法律审计部、安全监察部等职能部门，公司制定了涵盖了采购、生产、销售、财务、文秘、人力资源等生产经营管理的全过程相应制度，为公司正常生产经营提供了保障。

七、外部支持

公司实际控制人为山西省国资委，其主营的煤炭业务为山西省重要的支柱产业，公司产业发展可受到当地各级政府的高度重视，可获得较大的外部支持。公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，其在华阳集团的业务定位中居重要地位。

公司实际控制人为山西省国资委，公司作为省属地方大型国企上市公司，其主营的煤炭业务为山西省重要的支柱产业，公司产业发展可受到当地各级政府的高度重视，可获得较大的外部支持，其中，政府补助主要为安全改造等补助资金，2024 年，公司计入其他收益的政府补助为 1.29 亿元。此外，公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，股东对其重视程度很高，截至 2024 年底，公司资产总额 1996.79 亿元，所有者权益 422.07 亿元，2024 年，公司营业总收入 565.46 亿元，经营活动现金净额 50.86 亿元。

八、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度很高。

本报告所跟踪债券余额合计 60.00 亿元。经营活动现金流量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度很高。

图表 13 • 本报告跟踪债券偿还能力指标

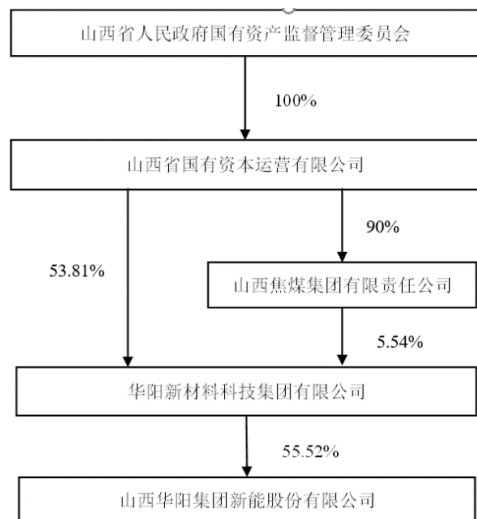
项目	2024 年
本报告跟踪债券余额（亿元）	60.00
经营现金流入/本报告跟踪债券余额（倍）	4.81
经营现金/本报告跟踪债券余额（倍）	0.58
本报告跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.91

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

九、跟踪评级结论

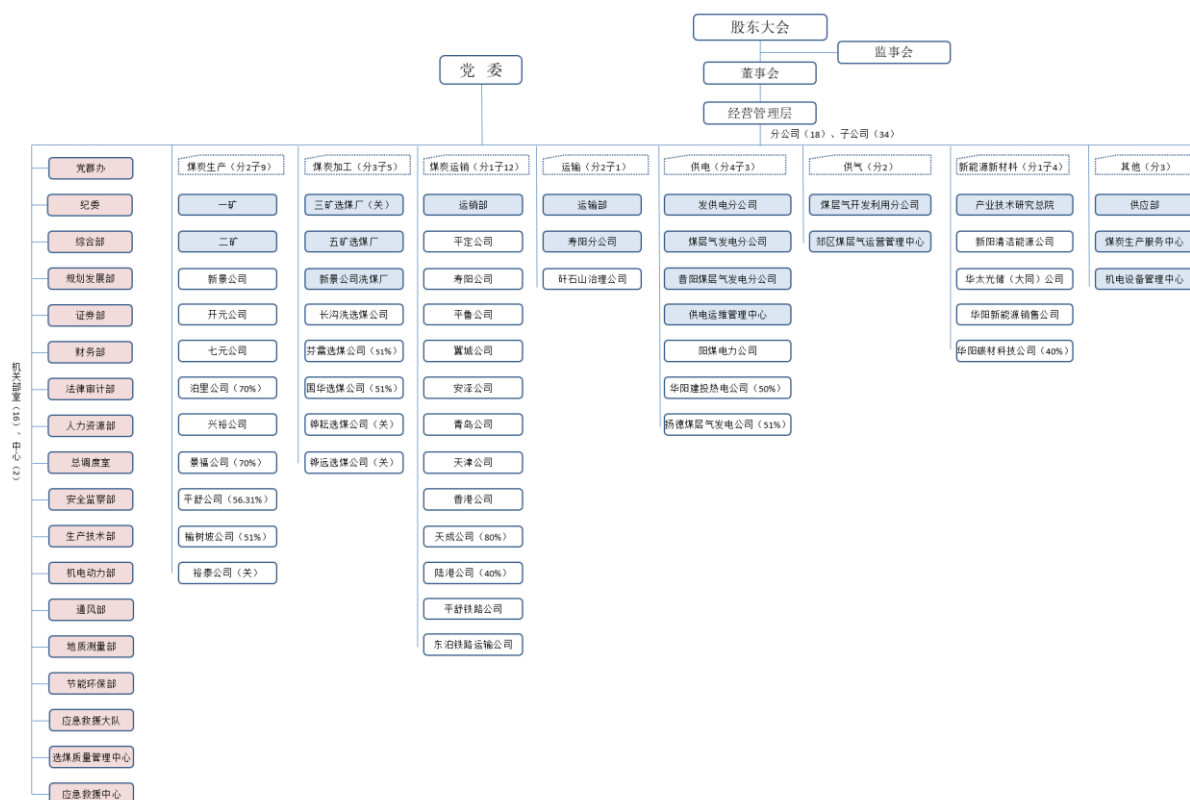
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“华阳 YK01”“华阳 YK02”“24 华阳 Y4”“24 华阳 Y2”和“24 华阳 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

企业名称	主要营业收入板块	持股比例（%）	资产（亿元）	净资产（亿元）	收入（亿元）	净利润（亿元）
山西新景矿煤业有限责任公司	煤炭开采	100.00	95.95	74.67	28.81	0.95
山西宁武榆树坡煤业有限公司	煤炭开采	51.00	55.10	44.57	22.15	7.38

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	147.65	117.15	115.36
应收账款（亿元）	19.72	19.60	21.10
其他应收款（合计）（亿元）	0.55	0.97	0.97
存货（亿元）	6.77	8.02	8.83
长期股权投资（亿元）	12.55	13.27	13.40
固定资产（亿元）	288.46	300.04	297.29
在建工程（亿元）	107.61	142.93	152.00
资产总额（亿元）	715.71	809.71	816.58
实收资本（亿元）	36.08	36.08	36.08
少数股东权益（亿元）	43.03	45.50	47.01
所有者权益（亿元）	321.66	378.27	387.90
短期债务（亿元）	97.79	60.51	52.32
长期债务（亿元）	114.29	188.67	217.81
全部债务（亿元）	212.08	249.18	270.13
营业总收入（亿元）	285.18	250.60	58.17
营业成本（亿元）	157.13	164.32	37.26
其他收益（亿元）	1.60	1.33	0.16
利润总额（亿元）	78.88	36.15	9.54
EBITDA（亿元）	109.93	65.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	308.35	285.99	60.09
经营活动现金流入小计（亿元）	315.65	288.65	60.29
经营活动现金流量净额（亿元）	69.38	34.88	-3.44
投资活动现金流量净额（亿元）	-70.27	-137.37	-13.71
筹资活动现金流量净额（亿元）	-33.41	68.17	18.69
财务指标			
销售债权周转次数（次）	11.90	11.67	--
存货周转次数（次）	22.85	22.23	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.33	--
现金收入比（%）	108.12	114.12	103.30
营业利润率（%）	37.55	26.76	27.36
总资本收益率（%）	12.43	5.15	--
净资产收益率（%）	18.81	6.88	--
长期债务资本化比率（%）	26.22	33.28	35.96
全部债务资本化比率（%）	39.73	39.71	41.05
资产负债率（%）	55.06	53.28	52.50
流动比率（%）	69.95	68.92	80.54
速动比率（%）	67.34	65.31	75.92
经营现金流动负债比（%）	26.78	15.70	--
现金短期债务比（倍）	1.51	1.94	2.20
EBITDA 利息倍数（倍）	13.74	8.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.93	3.79	--

注：1. 公司 2025 年 1—3 月财务数据未经审计；2. “--”表示数据项对此填表主体不适用/无意义；3. 已将长期应付款中有息债务调整至全部债务测算；4. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异这些差异是由于四舍五入造成的
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	92.80	70.72	64.48
应收账款（亿元）	22.05	23.05	23.40
其他应收款（亿元）	8.03	10.17	10.85
存货（亿元）	2.59	2.40	2.48
长期股权投资（亿元）	93.43	107.20	111.61
固定资产（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	452.63	529.40	525.76
实收资本（亿元）	36.08	36.08	36.08
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	205.00	254.16	259.02
短期债务（亿元）	87.16	45.83	38.03
长期债务（亿元）	48.12	112.92	128.64
全部债务（亿元）	135.28	158.75	166.66
营业总收入（亿元）	175.86	137.79	28.79
营业成本（亿元）	112.51	87.87	18.76
其他收益（亿元）	0.52	0.51	0.08
利润总额（亿元）	35.62	22.25	5.14
EBITDA（亿元）	40.77	26.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	190.85	151.32	28.42
经营活动现金流入小计（亿元）	208.44	160.51	29.02
经营活动现金流量净额（亿元）	36.81	29.66	-3.66
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.17	-112.28	-5.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	-56.68	56.24	8.25
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.75	5.72	--
存货周转次数（次）	41.70	35.23	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.28	--
现金收入比（%）	108.52	109.82	98.73
营业利润率（%）	30.43	29.27	28.41
总资本收益率（%）	9.50	5.25	--
净资产收益率（%）	13.26	6.74	--
长期债务资本化比率（%）	19.01	30.76	33.18
全部债务资本化比率（%）	39.76	38.45	39.15
资产负债率（%）	54.71	51.99	50.73
流动比率（%）	85.24	98.24	110.28
速动比率（%）	83.89	96.68	108.37
经营现金流动负债比（%）	19.18	19.28	--
现金短期债务比（倍）	1.06	1.54	1.70
EBITDA 利息倍数（倍）	7.92	5.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	5.93	--

注：1. 公司 2025 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异这些差异是由于四舍五入造成的；3.“--”表示数据项对此填表主体不适用/无意义，“/”表示数据未获得，“*”表示数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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