



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 华阳新材料科技集团有限公司 主体与相关债项2022年度跟踪评级报告

## 目录

|             |
|-------------|
| 评定等级及主要观点   |
| 跟踪债券及募资使用情况 |
| 主体概况        |
| 偿债环境        |
| 财富创造能力      |
| 偿债来源与负债平衡   |
| 公司本部偿债能力    |
| 评级结论        |



## 信用等级公告

DGZX-R【2022】00850

大公国际资信评估有限公司通过对华阳新材料科技集团有限公司及“18 阳煤 MTN003”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”和“20 阳煤 MTN008”的信用状况进行跟踪评级，确定华阳新材料科技集团有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“18 阳煤 MTN003”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”和“20 阳煤 MTN008”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任 席宁

二〇二二年七月二十五日



## 评定等级

| 主体信用        |         |       |        |        |         |
|-------------|---------|-------|--------|--------|---------|
| 跟踪评级结果      | AAA     | 评级展望  |        | 稳定     |         |
| 上次评级结果      | AAA     | 评级展望  |        | 稳定     |         |
| 债项信用        |         |       |        |        |         |
| 债券简称        | 发行额(亿元) | 年限(年) | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级时间  |
| 18 阳煤 MN003 | 6.00    | 10+N  | AAA    | AAA    | 2021.08 |
| 20 阳煤 MN002 | 15.00   | 3     | AAA    | AAA    | 2021.08 |
| 20 阳煤 MN006 | 10.00   | 3     | AAA    | AAA    | 2021.08 |
| 20 阳煤 MN007 | 5.00    | 3     | AAA    | AAA    | 2021.08 |
| 20 阳煤 MN008 | 5.00    | 3     | AAA    | AAA    | 2021.08 |

## 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

| 项目               | 2022.3   | 2021     | 2020     | 2019     |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产              | 2,716.07 | 2,721.43 | 2,584.15 | 2,466.47 |
| 所有者权益            | 586.31   | 566.73   | 576.45   | 575.34   |
| 总有息债务            | 1,601.03 | 1,653.64 | 1,723.69 | 1,581.64 |
| 营业收入             | 436.96   | 1,867.46 | 1,736.83 | 1,760.07 |
| 净利润              | 16.29    | 2.90     | 0.94     | 2.55     |
| 经营性净现金流          | 36.53    | 160.45   | 116.32   | 68.80    |
| 毛利率              | 16.22    | 15.87    | 9.21     | 9.58     |
| 总资产报酬率           | 1.55     | 4.38     | 3.08     | 3.51     |
| 资产负债率            | 78.41    | 79.18    | 77.69    | 76.67    |
| 债务资本比率           | 73.20    | 74.48    | 74.94    | 73.33    |
| EBITDA 利息保障倍数(倍) | -        | 2.84     | 1.65     | 1.66     |
| 经营性净现金流/总负债      | 1.71     | 7.71     | 5.97     | 3.69     |

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。本报告 2019 年和 2020 年财务数据分别采用 2020 年和 2021 年审计报告追溯调整的期初数据。公司 2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 王 鹏  
 评级小组成员: 赵 茜  
 电话: 010-67413300  
 传真: 010-67413555  
 客服: 4008-84-4008  
 Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

华阳新材料科技集团有限公司(以下简称“华阳新材料”或“公司”)主要经营煤炭、化工、铝业及物流贸易等业务,跟踪期内,公司作为国有大型煤炭企业和山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一,仍面临较好的区域政策环境且能获得政府支持,煤炭储量丰富,具备良好的煤种优势,2021 年以来利润水平明显提升,经营性净现金流对利息和负债的保障程度有所增强。但同时,公司始终面临一定的安全生产风险,山西省涉煤企业专业化重组对公司未来经营活动、财务状况等影响具有一定不确定性,后续仍需持续关注,2021 年末,公司资产负债率仍处于较高水平,短期偿债压力增加;公司本部偿债压力较大,整体盈利能力仍较弱。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇:

- 公司作为国有大型煤炭企业和山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一,仍面临较好的区域政策环境且能获得政府支持;
- 公司煤炭资源储量仍丰富,且煤种主要为稀缺的无烟煤,仍具备良好的煤种优势;
- 2021 年以来,因煤炭等主要产品价格上涨,公司利润水平明显提升;
- 2021 年以来,公司经营性现金流净流入规模明显增加,对利息和负债的保障程度有所增强。

### 主要风险/挑战:

- 煤炭生产属高危行业,公司始终面临一定的安全生产风险,2022 年 5 月,公司下属矿井发生一起顶板事故,死亡 1 人;
- 山西省涉煤企业专业化重组仍在推进,公司相关资产划转暂未完成,涉及资产规模较大,对公司未来经营活动、财务状况等影响具有一定不确定性,后续仍需持续关注;
- 2021 年末,公司负债规模有所增加,资



产负债率仍处于较高水平，有息债务期限结构仍以短期为主且短期有息债务规模增长，短期偿债压力增加；

- 公司本部资产负债率仍较高，偿债压力较大，财务费用对利润侵蚀较大，整体盈利能力仍较弱。





## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《煤炭企业信用评级方法》，版本号为 PF-MT-2021-V.4，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

| 评级要素（权重）                  | 分数          |
|---------------------------|-------------|
| <b>要素一：财富创造能力（71%）</b>    | <b>6.44</b> |
| （一）产品与服务竞争力               | 7.00        |
| （二）盈利能力                   | 3.92        |
| <b>要素二：偿债来源与负债平衡（29%）</b> | <b>3.97</b> |
| （一）债务状况                   | 2.97        |
| （二）偿债来源对债务的保障程度           | 4.28        |
| <b>调整项</b>                | <b>0.00</b> |
| <b>模型结果</b>               | <b>AAA</b>  |

调整项说明：或有负债下调 0.10，理由为截至 2021 年末公司对外担保比率为 12.45%；偶发重大事件下调 0.10，理由为公司下属矿井于 2022 年 5 月发生一起顶板事故；其他因素上调 0.20，理由为公司是国有大型煤炭企业和山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，山西省高度重视并加强省属国有企业风险防控工作，公司能够获得补贴等政府支持。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。





## 评级历史关键信息

| 主体评级   | 债项名称        | 债项评级 | 评级时间       | 项目组成员      | 评级方法和模型            | 评级报告                   |
|--------|-------------|------|------------|------------|--------------------|------------------------|
| AAA/稳定 | 20 阳煤MIN008 | AAA  | 2021/08/06 | 王鹏、弓艳华     | 煤炭企业信用评级方法 (V.3.1) | <a href="#">点击阅读全文</a> |
|        | 20 阳煤MIN007 | AAA  |            |            |                    |                        |
|        | 20 阳煤MIN006 | AAA  |            |            |                    |                        |
|        | 20 阳煤MIN002 | AAA  |            |            |                    |                        |
|        | 18 阳煤MIN003 | AAA  |            |            |                    |                        |
| AAA/稳定 | 20 阳煤MIN008 | AAA  | 2020/08/14 | 王鹏、曹媛      | 煤炭企业信用评级方法 (V.3.1) | <a href="#">点击阅读原文</a> |
| AAA/稳定 | 20 阳煤MIN007 | AAA  | 2020/08/04 | 王鹏、曹媛      | 煤炭企业信用评级方法 (V.3.1) | <a href="#">点击阅读原文</a> |
| AAA/稳定 | 20 阳煤MIN006 | AAA  | 2020/07/08 | 王鹏、曹媛      | 煤炭企业信用评级方法 (V.3.1) | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 20 阳煤MIN002 | AAA  | 2020/03/09 | 王鹏、柳远征、曹媛  | 煤炭企业信用评级方法 (V.3)   | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 18 阳煤MIN003 | AAA  | 2018/06/22 | 孙瑞、王思明、贾安琪 | 大公信用评级方法总论         | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | -           | -    | 2010/11/26 | 王锋、吕向东     | 行业信用评级方法总论         | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AA+/正面 | -           | -    | 2010/05/07 | 胡晓群、王锋     | 行业信用评级方法总论         | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AA+/稳定 | -           | -    | 2009/01/16 | 屈新琼、董晓文    | 没有可查历史信息           | <a href="#">点击阅读全文</a> |
| AA/稳定  | -           | -    | 2006/10/15 | 冯忠民、张小川    | 没有可查历史信息           | <a href="#">点击阅读全文</a> |



## 评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中所载的主体信用等级仅作为大公对华阳新材料科技集团有限公司及相关债项跟踪评级使用，未经大公书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情





况、实际兑付结果不一致。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，债券信用等级有效期至被跟踪债券到期日。在有效期限内，大公将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。







## 跟踪评级说明

根据大公承做的华阳新材料存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

**表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）**

| 债券简称        | 发行额度  | 债券余额  | 发行期限                       | 募集资金用途                  | 进展情况        |
|-------------|-------|-------|----------------------------|-------------------------|-------------|
| 18 阳煤MIN003 | 6.00  | 6.00  | 2018.07.06~于公司按条款约定赎回前长期存续 | 偿还公司本部及子公司有息负债          | 已按照募集要求使用完毕 |
| 20 阳煤MIN002 | 15.00 | 15.00 | 2020.03.19~2023.03.19      | 偿还公司到期银行借款、敞口信用证及债务融资工具 | 已按照募集要求使用完毕 |
| 20 阳煤MIN006 | 10.00 | 10.00 | 2020.07.17~2023.07.17      | 偿还公司本部的到期债券             | 已按照募集要求使用完毕 |
| 20 阳煤MIN007 | 5.00  | 5.00  | 2020.08.12~2023.08.12      | 偿还公司到期债务                | 已按照募集要求使用完毕 |
| 20 阳煤MIN008 | 5.00  | 5.00  | 2020.08.24~2023.08.24      | 偿还公司到期债务                | 已按照募集要求使用完毕 |

数据来源：根据公司提供资料整理

## 主体概况

公司原名为“阳泉煤业（集团）有限责任公司”，注册地为山西省阳泉市，前身是成立于 1950 年 1 月的阳泉矿务局，2020 年公司更名为“华阳新材料科技集团有限公司”。截至 2022 年 6 月末，公司注册资本为 75.80 亿元，山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资”）持股 53.81%，中国信达资产管理股份有限公司持股 34.67%，山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）持股 5.54%，山西省财政厅持股 5.98%，其中山西省财政厅持有股份为山西国资划转所得并已于 2022 年 6 月完成工商变更<sup>1</sup>。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”）为公司的实际控制人。

公司目前仍主要经营煤炭、化工、铝业及物流贸易等业务。截至 2021 年末，公司合并范围内二级子公司 64 家，拥有两家上市子公司，分别为山西华阳集团

<sup>1</sup> 根据国家企业信用信息公示系统查询。





新能股份有限公司（以下简称“华阳股份”，股票代码：600348）和阳煤化工股份有限公司（以下简称“阳煤化工”，股票代码：600691），截至 2022 年 3 月末，公司对华阳股份和阳煤化工的直接持股比例分别为 55.51%和 24.19%，其中质押华阳股份和阳煤化工股份占公司所持股份的比重分别为 39.35%<sup>2</sup>和 50.00%。

公司根据《公司法》设立了较为完善的法人治理结构，建立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理架构。股东会是公司的权利机构，由全体股东组成，决定公司经营方针和投资计划；董事会是公司的经营决策机构，对股东会负责，董事会成员 13 名，其中董事长 1 名；监事会负责监督董事会的决策行为及其落实；公司设立党委；经营管理层负责公司的日常生产经营管理工作，设总经理 1 名。根据公司章程，监事会成员应为 5 名，截至 2022 年 3 月末，实际监事会成员为 4 名，其中职工监事 1 名。2022 年 7 月 21 日，公司发布公告称，根据山西省人民政府文件《山西省人民政府关于崔树江等 12 人任免职务的通知（晋政任[2022]37 号）》，提名王永革同志担任公司董事长职务，翟红同志不再担任公司董事长职务，且已经公司董事会审议通过。

山西省涉煤企业专业化重组仍在推进，公司相关资产划转暂未完成，涉及资产规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等影响具有一定不确定性，后续仍需持续关注；公司新材料产业转型发展仍存在一定不确定性。

2021 年以来，山西省涉煤企业专业化重组仍在推进，涉及多家煤炭企业，公司作为山西省煤企改革中新材料方向的重要参与者进行转型整合等相关工作，相关资产管理权移交工作已经陆续展开。根据山西省委省政府安排部署，2021 年以来，公司陆续将下属多个子公司管理权移交给潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安集团”）和晋能控股集团有限公司（以下简称“晋控集团”），均以作价入股的方式进行，分别置换对晋能控股和潞安集团的股权投资。根据 2021 年 6 月 11 日公司发布的公告，将划转 19 家子公司至晋控集团，划转 9 家子公司（包括阳煤化工和移交管理权的 6 家公司）至潞安集团，按照 2020 年末资产计算，划转子公司简单加和总资产达 1,611.52<sup>3</sup>亿元，净资产达 254.36 亿元，占公司总资产和净资产的比重分别为 62.26%和 43.80%，涉及资产规模较大，占比较高。上述重组事项正在进行当中，资产划转暂未完成，重组方案推进时间仍存在不确定性，对公司未来经营活动、财务状况等影响具有一定不确定性，需持续关注。随着山西省涉煤企业专业化重组的推进，公司将聚焦新材料产业，推动新材料产业向高端、绿色、节能、环保发展，形成以碳基新材料为主业的战略格局，打造世界一流新材料产业集群；但由于公司新材料业务开展时间较短，考虑到市

<sup>2</sup> 包含公司出借的 42.50 万股。

<sup>3</sup> 其中阳煤集团太原化工新材料有限公司、阳煤集团寿阳博奇发电有限责任公司、华润电力（宁武）有限公司等公司资产、净资产均未在华阳新材料 2020 年度合并报表总资产范围内。



市场环境、项目投资及周期等因素，产业转型发展存在一定不确定性。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 7 月 8 日，公司有 2 笔已结清次级贷款，已分别于 1998 年和 2008 年结清。截至本报告出具日，公司本部及子公司已在公开债券市场上发行多期债券，其中到期债券均已按时兑付，存续债券均正常付息。

## 偿债环境

2021 年我国经济持续恢复，增长结构进一步优化。煤炭价格受供需紧张局势影响明显攀升，10 月以来有所回落，但整体在高位区间波动，行业盈利明显提升；同期，PVC 和烧碱价格整体上行。山西煤炭企业整合改革继续推进，未来需继续关注整合改革进展及对公司的影响。

### （一）宏观环境

2021 年我国经济持续恢复，增长结构进一步优化；2022 年我国经济稳增长压力增大，经济增速或将有所放缓，但我国经济韧性较强，政策联动、前置发力将巩固经济修复成果，经济发展质量有望进一步提升。

2021 年我国统筹推进疫情防控和经济社会发展，国民经济持续恢复，国内生产总值（GDP）达到 1,143,670 亿元，按不变价格计算，同比增长 8.1%，两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势，稳中向好，产业结构得到进一步优化；社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9% 和 21.4%，消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点，内需对经济增长的贡献率达 79.1%，同比提升了 4.4 个百分点，经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面，2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”，有力支持疫情防控和经济社会发展，全年新增减税降费 1.1 万亿元，继续减轻实体经济税收负担，加大对实体经济支持力度；债券发行规模同比有所扩大，平均发行利率略有下降，债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势，在下半年经济下行压力增大时，带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头，突出“稳增长”服务实体经济的总体理念，加强跨周期设计，自 7 月以后先后全面降准两次，释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，1 年期 LPR 0.05 个百分点，一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下，我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年，我国面临的内外部环境依然复杂，疫情局部扰动对消费需求形成抑制，部分投资领域尚在探底，稳增长压力有所加大，经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势，宏观政策将协调联动，前置发力，加强跨周



期和逆周期调控的有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能，教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继续保持较高增速，财政政策与货币政策协调联动，将加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度，维护好人民群众的切身利益，扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调，前置发力之下，经济修复成果将得到巩固，经济增长结构将持续优化，经济发展质量有望进一步提升。

## （二）行业环境

2021 年以来，煤炭行业继续推进供给侧改革，向煤炭生产智能化、绿色低碳及产业链现代化等新格局发展，推进行业高质量发展；“碳达峰”及“碳中和”政策下，新能源的快速发展，对传统能源发展空间形成挤压。

2021 年 6 月，中国煤炭工业协会印发《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，提出优化煤炭资源开发布局，深化煤炭供给侧结构性改革、推动煤炭科技创新发展，促进市场平稳运行，推动老矿区转型发展、煤炭绿色低碳发展及智慧物流体系建设等多项任务。2021 年 9 月，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》提到，进一步完善能耗双控制度，能源消费总量合理控制，能源结构更加优化、能源资源优化配置。2021 年 10 月，国务院《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》提到，到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20%左右，到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25%左右；推进能源绿色低碳转型行动，推进煤炭消费替代和转型升级，“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少，推动重点用煤行业减煤限煤及大力推动煤炭清洁利用。2021 年中央经济工作会议提到，要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合，要狠抓绿色低碳技术攻关，“碳达峰、碳中和”将推动行业高质量发展，以尽快实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，同时确保能源供应，深入推动能源革命，加快建设能源强国。2022 年 5 月，经国务院批准，人民银行、国家发展改革委和国家能源局联合印发通知，明确支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度增加 1,000 亿元，专门用于同煤炭开发使用和增强煤炭储备能力相关的领域。综合来看，“十四五”及今后较长一个时期，煤炭作为能源“压舱石”的地位和作用将维持，行业向以绿色开发及低碳清洁化利用、产业链现代化、生产智能化、营销定制化、服务专业化等为特征的新格局发展继续推进。但在“碳达峰”及“碳中和”政策下，新能源的快速发展及碳减排发展趋势，使得煤炭行业增量空间将受限，传统能源发展空间受到挤压，煤炭企业面临一定转型升级压力。

煤炭供需方面，2021 年煤炭供给增量有限，供给偏紧，10 月份以来，各地区、各有关部门和煤炭企业保供措施落实，煤炭供应量持续增加，2021 年，全







国规模以上煤炭企业原煤产量 40.7 亿吨，同比增长 4.7%，产量创新高；2022 年 1~4 月，全国原煤产量 14.5 亿吨，同比增长 10.5%。在新增产能方面，2021 年下半年以来，随着保供政策出台，核增产能审批有所释放，但整体增量有限，全国核增约 3 亿吨产能。此外煤炭进口量呈现收紧状态，2020 年 10 月以来随着澳煤进口被叫停，印尼煤及蒙煤稳定性不足，煤炭进口总量增幅不大。煤炭需求方面，2021 年，全国能源消费总量 52.4 亿吨标准煤，同比增长 5.2%，受工业用电需求旺盛叠加极端天气拉升居民用电需求等影响，煤炭消费量增长 4.6%，但煤炭消费量占能源消费总量比重同比下降 0.90 个百分点，为 56.0%。

行业集中度方面，煤炭生产主要集中在全国 14 个煤炭大型基地，自国内淘汰落后产能政策的执行，企业兼并重组增加，煤炭行业优化开发布局及集聚化的发展要求，行业集中度持续提升。据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，2021 年，排名前 20 家企业原煤产量合计 26.56 亿吨，同比增长 3.1%，占全国原煤产量的 65.3%。综合来看，行业区域及企业集中度将进一步提升。

2021 年以来，煤炭价格受供需紧张局势影响明显攀升，虽后随保供稳价等措施推进，10 月以来有所回落，但整体在高位区间波动，行业盈利明显提升，未来仍需关注价格波动对煤企盈利的影响。

从煤炭价格走势来看，2021 年前三季度煤炭供需关系紧张，受此影响，动力煤及炼焦煤等价格均持续高升，10 月以来因保供稳价政策等推进，煤炭价格有所回落，但仍维持高位。

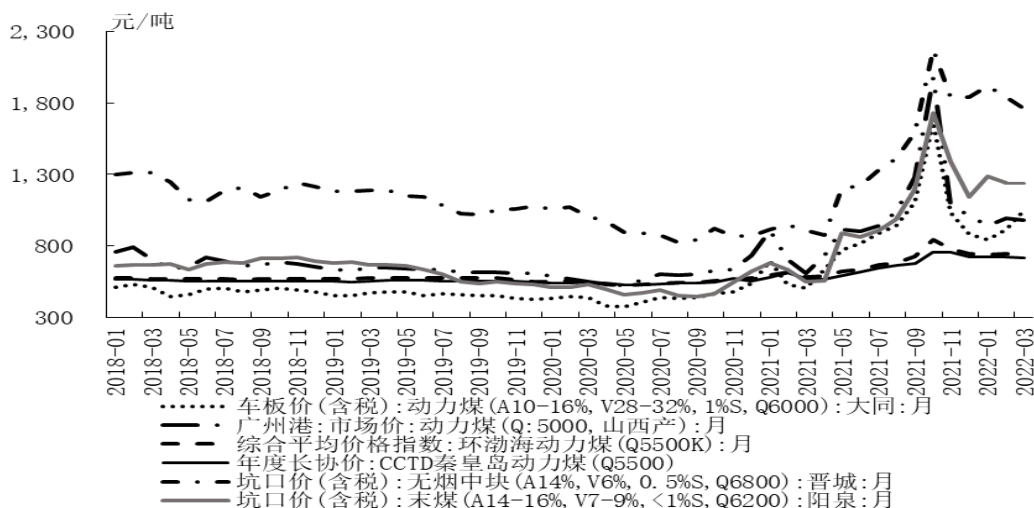


图 1 2018 年以来我国动力煤和无烟煤价格情况 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind

12 月 3 日，全国煤炭交易会公布了 2022 年煤炭长期合同签订履约方案征求意见稿，其中明确 2022 年煤炭长协签订范围进一步扩大，核定能力 30 万吨及以上的煤炭生产企业原则上均被纳入签订范围；发电供热企业除进口煤以外的用煤





100%签订长协，坚持“基准价+浮动价”价格机制，但实行月度定价，并且在 550~850 元/吨合理区间内浮动，而下水煤基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订。短期来看，动力煤价格有望回落调整但在紧平衡供需格局下价格中枢偏高；长期考虑到未来新建产能对煤炭供给增量补充有限，且碳减排及能耗双控工作进一步推进，长远来看，煤炭价格有望回归至合理区间。

从行业利润来看，受煤炭价格增长影响，2021 年全国煤炭开采和洗选业营业收入 3.29 万亿元，同比增长 58.3%；利润总额 7,023.1 亿元，同比增长 212.7%；2022 年一季度，煤炭开采和洗选业实现利润总额 2,357.0 亿元，同比增长 189.0%。考虑到随着保供稳价措施继续推进，下游需求减弱，未来煤炭价格有望回归至合理区间，后续需关注煤炭价格波动对煤企盈利的影响。

国家持续加大对高能耗、高污染行业的整治力度，PVC 生产企业面临较大的节能减排与环保压力；2021 年我国 PVC 价格整体上行，2022 年以来有所回落；2021 年烧碱价格整体上行，其中 7~10 月涨幅明显，随后有所回落，2022 年以来震荡上行。

PVC 用于生产聚氯乙烯型材、异型材、管材、PVC 膜和包装材料等制品，其产品广泛用于生产、生活中的各个领域；其中以煤炭为源头的电石法在我国 PVC 行业占有主导地位。国内氯碱产能主要集中在西北、华北和华东地区，近年来，因煤炭资源丰富，推动电石法 PVC 产能增长以及乙烯法 PVC 成本与价格优势明显，西北地区逐步成为我国 PVC 的主要供应区域。PVC 行业竞争较为激烈，厂商除了新疆中泰化学股份有限公司、新疆天业股份有限公司和陕西北元化工集团股份有限公司三家产能超过 100 万吨/年，其他大多集中于 20~40 万吨/年。价格方面，2021 年我国 PVC 价格整体上行，2022 年以来有所回落。

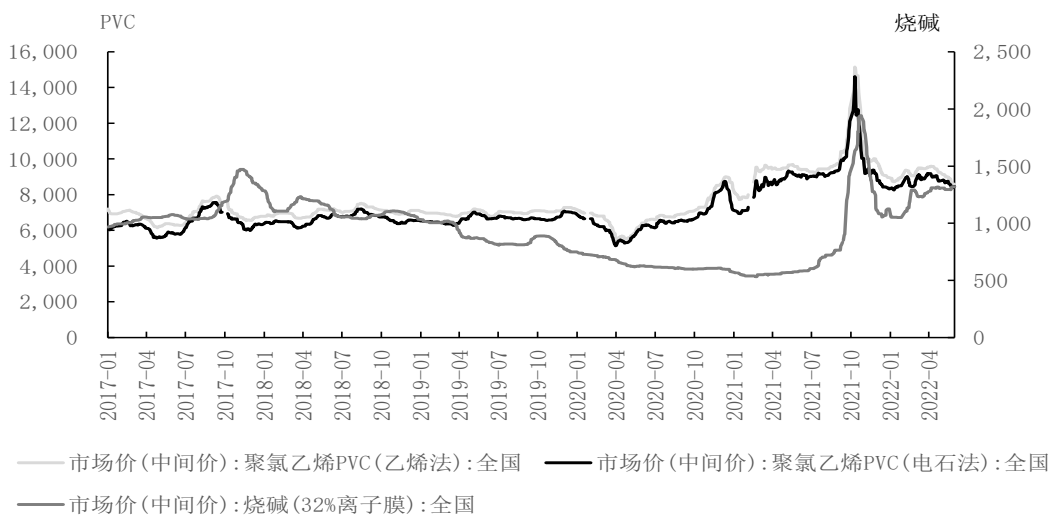


图 2 2017 年以来聚氯乙烯 (PVC) 及烧碱市场价格情况 (单位：元/吨)

数据来源：Wind



近年来，我国持续加大对高能耗、高污染行业的治理整顿力度，确保节能降耗及减少污染物排放目标的实现。PVC 行业成为产业结构调整的重点，PVC 生产企业面临较大的节能减排与环保压力。未来国家通过差别化电价、严控落后产能等措施，对 PVC 行业进行整合，工艺落后和生产规模较小的企业可能因节能减排不达标而遭到淘汰。随着国家产业政策目录和有关环保政策深入执行，行业的集中度将不断提高，未来行业竞争环境将会得到一定程度的改善。

烧碱是一种重要的基础化工原料，广泛应用于氧化铝、化工、造纸、印染、石化、轻工、医药等行业；其中，氧化铝、化工、造纸、印染、石化和轻工是烧碱消费的主要行业，每年消费的烧碱约占总产量 80%；2021 年烧碱价格整体上行，其中 7~10 月涨幅明显，随后有所回落，2022 年以来震荡上行。

### （三）区域环境

山西煤炭企业整合改革继续推进，有利于区域煤炭竞争环境优化及产业结构整合升级，为大型煤企发展提供有利环境，未来需继续关注整合改革进展及对公司的影响。

山西省是全国煤炭大省，煤炭产量居我国前列，2021 年山西规模以上煤炭企业原煤产量 11.93 亿吨，继续位居全国第一。安全改造及绿色开采等方面，2020 年 6 月，山西省能源局印发《山西省煤矿智能化建设实施意见》，提出加快煤矿智能化建设改造。2022 年 5 月，山西省政府办公厅印发的《关于促进全省煤炭绿色开采的意见》提出，到 2030 年，绿色开采技术逐步推广应用，煤矿因地制宜开展充填开采、保水开采，资源回收率进一步提高，煤矸石综合利用或无害化处理能力进一步提升；到 2035 年，在山西省发展出更加成熟稳妥的多种类型、各类场景的绿色开采技术路线，煤炭资源开发向绿色开采方式转变，形成煤炭清洁生产的长效机制。2022 年 4 月，山西省人民政府办公厅印发《山西省促进工业经济平稳增长行动方案的通知》，提到要积极争取国家 2,000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，推动金融机构加快信贷投放进度，支持碳减排和煤炭清洁高效利用重大项目建设。

2021 年，山西省煤炭集团的整合继续推进。2021 年 4 月，公司将所属 6 家子公司管理权移交给潞安集团，并拟通过将所持阳煤化工 24.19% 股权对山西潞安化工有限公司进行增资扩股；6 月，公司发布公告称，拟将下属 19 家子公司和 9 家子公司分别转给晋控集团和潞安集团，均为作价入股的方式进行，分别置换为对晋控集团和潞安集团的股权投资，上述整合暂未完成，需持续关注相关重组方案进展情况；同月，山西发布《山西省“十四五”14 个战略性新兴产业规划》，提出率先在 14 个战略性新兴产业上形成全国领先方队，加快推动信创、半导体、大数据、生物基新材料、特种金属材料等产业生态建设，为山西经济高





质量转型发展再造新优势、构建新格局，未来山西省发展格局将逐步转型，努力实现从“一煤独大”到“八柱擎天”的转变。此次山西煤炭集团整合和发展战略改革或将改变山西煤炭发展格局，实现资源整合和聚焦，有利于区域煤炭竞争环境优化及产业结构整合升级，为大型煤企发展提供有利环境，并对煤炭产业产业链结构优化升级提出了要求，公司作为此次整合改革参与者，未来需继续关注整合改革进展及对公司的影响。

## 财富创造能力

2021 年，因煤炭、主要化工产品和电解铝等价格上涨，公司营业收入有所增长，毛利润明显增加，毛利率水平有所提升；煤炭业务仍为公司毛利润的主要来源，化工和铝业板块对毛利润贡献度增加。

公司仍主要经营煤炭、化工、铝业及物流贸易等业务，其中煤炭业务是公司毛利润的主要来源，化工、铝业和物流贸易等非煤业务占收入比重较大但占利润比重相对较小，其他业务主要为装备制造、建筑地产和金融等其他辅助性业务。

**表 2 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况 (单位: 亿元、%)**

| 项目          | 2022 年 1~3 月  |               | 2021 年          |               | 2020 年          |               | 2019 年          |               |
|-------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|             | 金额            | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            |
| <b>营业收入</b> | <b>436.96</b> | <b>100.00</b> | <b>1,867.46</b> | <b>100.00</b> | <b>1,736.83</b> | <b>100.00</b> | <b>1,760.07</b> | <b>100.00</b> |
| 煤炭          | 141.64        | 32.41         | 478.29          | 25.61         | 292.60          | 16.85         | 306.45          | 17.41         |
| 化工          | 129.92        | 29.73         | 639.19          | 34.23         | 598.97          | 34.49         | 558.03          | 31.70         |
| 铝业          | 60.12         | 13.76         | 245.28          | 13.13         | 182.12          | 10.49         | 242.49          | 13.78         |
| 物流贸易        | 82.19         | 18.81         | 397.49          | 21.28         | 533.08          | 30.69         | 491.32          | 27.91         |
| 其他          | 23.09         | 5.28          | 107.21          | 5.74          | 130.07          | 7.49          | 161.79          | 9.19          |
| <b>毛利润</b>  | <b>70.86</b>  | <b>100.00</b> | <b>296.38</b>   | <b>100.00</b> | <b>159.90</b>   | <b>100.00</b> | <b>168.58</b>   | <b>100.00</b> |
| 煤炭          | 63.54         | 89.68         | 227.63          | 76.80         | 120.58          | 75.41         | 126.37          | 74.96         |
| 化工          | 4.07          | 5.75          | 46.53           | 15.70         | 19.48           | 12.18         | 21.28           | 12.63         |
| 铝业          | 1.00          | 1.41          | 8.85            | 2.99          | 2.42            | 1.52          | 3.21            | 1.90          |
| 物流贸易        | 0.46          | 0.66          | 2.65            | 0.89          | 2.87            | 1.80          | 2.60            | 1.54          |
| 其他          | 1.77          | 2.50          | 10.72           | 3.62          | 14.55           | 9.10          | 15.12           | 8.97          |
| <b>毛利率</b>  | <b>16.22</b>  |               | <b>15.87</b>    |               | <b>9.21</b>     |               | <b>9.58</b>     |               |
| 煤炭          | 44.86         |               | 47.59           |               | 41.21           |               | 41.24           |               |
| 化工          | 3.13          |               | 7.28            |               | 3.25            |               | 3.81            |               |
| 铝业          | 1.67          |               | 3.61            |               | 1.33            |               | 1.32            |               |
| 物流贸易        | 0.57          |               | 0.67            |               | 0.54            |               | 0.53            |               |
| 其他          | 7.68          |               | 10.00           |               | 11.19           |               | 9.35            |               |

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，公司营业收入同比有所增长，主要是煤价上涨带动煤炭板块营业收入增长所致，加之主要化工产品、电解铝等价格上涨，毛利润明显增加，毛利





率水平有所提升。分板块来看，2021 年，受煤价上涨影响，公司煤炭业务营业收入和毛利润均明显增加，毛利率有所提升；受益于主要化工产品销量及销售价格上涨，化工业务营业收入有所增长，毛利润明显增加，毛利率有所提高；铝业板块营业收入同比大幅增长，因电解铝下游需求回升，电解铝产销量和价格均同比增长，带动铝业板块毛利润明显增加；同时，公司收缩贸易业务，物流贸易业务营收规模和毛利润均有所下降，毛利率仍处于很低水平。公司其他业务主要包括装备制造、建筑地产等，合计为公司营业收入和毛利润形成补充，其中建筑地产业务收入及毛利润明显下降。整体来看，煤炭业务仍为公司毛利润的主要来源，化工和铝业板块毛利润明显增长，对毛利润贡献度增加。

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比小幅下降，主要因贸易和化工板块营业收入下降所致，因煤炭等主要产品价格仍处于高位，毛利润明显增加，毛利率同比提升 4.71 个百分点。

### （一）煤炭

公司煤炭资源储量仍丰富，且煤种主要为稀缺的无烟煤，仍具备良好的煤种优势，在建矿井规模较大，未来投产有利于维持公司规模优势；2021 年以来，公司下属多个矿井管理权陆续移交，受此影响公司煤炭产销量均大幅下降；同期，公司煤炭销售价格明显增长。

公司煤炭板块的原主要生产实体是公司本部和华阳股份，2021 年以来，随着山西省煤炭企业重组的持续推进，公司本部下属多个矿井陆续移交管理权，现煤炭经营主体主要为华阳股份。

**表 3 截至 2022 年 3 月末华阳股份主要下属矿井资源储量和年产能情况（单位：万吨）<sup>4</sup>**

| 矿井名称      | 煤种     | 资源量               | 可采储量              | 核定年产能        |
|-----------|--------|-------------------|-------------------|--------------|
| 一矿        | 无烟煤    | 74,031.10         | 44,189.20         | 850          |
| 二矿        | 无烟煤    | 38,033.00         | 16,152.20         | 810          |
| 平舒矿       | 贫煤、无烟煤 | 32,110.37         | 16,783.80         | 500（90）      |
| 新景矿       | 无烟煤    | 83,522.90         | 50,258.10         | 450          |
| 开元矿       | 贫瘦煤    | 28,698.20         | 11,972.90         | 300          |
| 榆树坡矿      | 焦煤、气煤  | 37,639.10         | 10,892.10         | 120          |
| 景福矿       | 无烟煤    | 5,977.30          | 3,849.00          | 90           |
| 兴裕矿       | 无烟煤    | 4,896.90          | 554.00            | 90           |
| 泊里（建设期）   | -      | -                 | -                 | 500          |
| 七元（建设期）   | -      | -                 | -                 | 500          |
| <b>合计</b> | -      | <b>304,908.87</b> | <b>154,651.30</b> | <b>4,210</b> |

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>4</sup> 资源量和可采储量为截至 2021 年末情况，平舒矿原核定产能为 90 万吨/年。



截至 2021 年末，公司在产矿井（含移交管理权矿井）26 个，核定能力合计为 8,150 万吨，保有储量合计为 85.6 亿吨，可采储量合计为 41.5 亿吨，随着重组推进公司未来煤炭产能和储量将下降，需持续关注；其中华阳股份共有八个主要的在产矿井和两个主要的在建矿井，在产矿井核定总产能 3,210 万吨/年，其中平舒煤矿改扩建项目（500 万吨/年）环境影响报告书获国家能源局批复，榆树坡 300 万吨增能取得省能源局核定批复；在建矿井为泊里矿和七元矿，地质储量分别为 9.1 亿吨和 20.6 亿吨，合计年产能 1,000 万吨/年，一定程度上抵消公司未来部分煤炭资产划转带来的影响，在建矿井未来投产有望维持公司的规模优势；公司部分煤矿存在年产量超过核定产能的情况。煤种方面，公司仍以稀缺的无烟煤为主，仍具备良好的煤种优势，是我国重要的无烟煤生产基地之一。品牌方面，公司“阳优”牌无烟煤，被广泛应用于电力、冶金、化工和水泥等行业，仍具有较高的品牌知名度和美誉度。

**表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司煤炭产销量及价格情况**

| 项目                  | 2022 年 1~3 月 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 产量（万吨）              | 1,044        | 4,164  | 7,579  | 7,042  |
| 销量（万吨） <sup>5</sup> | 1,127        | 5,966  | 8,181  | 7,664  |
| 其中：洗选煤              | 860          | 4,715  | 6,331  | 5,961  |
| 精煤                  | 90           | 508    | 795    | 677    |
| 粒级煤                 | 117          | 384    | 476    | 494    |
| 其他                  | 60           | 358    | 579    | 532    |
| 均价（元/吨）             | 729          | 586    | 347    | 394    |
| 平均成本（元/吨）           | 238          | 281    | 210    | 239    |

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年以来，因公司经营统计口径已不包含已经移交管理权的煤炭资源，公司煤炭产销量均同比大幅下降，各煤种销量均同比下降，因煤炭市场价格上行，公司煤炭销售价格同比明显增长。公司生产成本仍主要来自于职工薪酬、材料和安全费等，2021 年，因职工薪酬、材料、电力等成本增加，吨煤生产成本同比大幅提高。2022 年 1~3 月，公司吨煤成本有所下降。

公司市场用户仍定位于大型的电力、冶金和化工企业集团，客户关系仍较为稳定，公司煤炭主要销往华北地区、东北地区及南方地区，其中华北仍是最主要的销售区域。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司前五大客户销售额占总销售的比重分别为 22.43%和 33.81%，客户集中度同比变化不大。

<sup>5</sup> 销量及销售均价包含外购煤炭，公司外购煤炭规模较小。





煤炭生产属高危行业，公司始终面临一定的安全生产风险。2022 年 5 月，公司下属矿井发生一起顶板事故，死亡 1 人。

煤炭属于高危作业行业，存在一定的安全生产风险。煤矿开采始终存在突发瓦斯爆炸，透水或其他自然灾害造成重大损失的可能性，一旦发生事故，将直接对公司正常生产经营带来不利影响。公司在产矿井多属于高瓦斯涌出矿，始终面临一定安全生产风险。2022 年 5 月 7 日，华阳股份下属子公司阳煤集团寿阳景福煤业有限公司（主要负责景福矿开采相关工作，景福矿核定年产能 90 万吨/年）发生一起顶板事故，死亡 1 人，该矿井被责令停产整顿<sup>6</sup>。

## （二）化工

2021 年以来，公司各主要化工产品销售价格均同比增长；公司化工板块资产划转仍未完成，未来公司化工业务经营存在一定不确定性。

公司化工板块主要为化工和化肥产品的生产和销售、化工贸易等，经营主体包括子公司阳煤化工等，其主要生产尿素、复混肥、烧碱、PVC 等产品。2021 年以来，公司 PVC 和烧碱产销量变化不大，尿素和复混肥产销量整体下降，主要因合并范围变化及环保限产所致；受市场供需偏紧以及原材料上涨等影响，各主要化工产品销售价格均同比较大幅度增长。

**表 5 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）**

| 品种   |      | 2022 年 1~3 月 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |        |
|------|------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 化工产品 | 聚氯乙烯 | 均价           | 7,626  | 8,105  | 5,866  | 5,851  |
|      |      | 产量           | 6.15   | 25.10  | 25.00  | 27.23  |
|      |      | 销量           | 6.13   | 25.16  | 24.95  | 27.39  |
|      | 烧碱   | 均价           | 2,830  | 1,982  | 1,471  | 2,111  |
|      |      | 产量           | 10.47  | 42.00  | 41.50  | 43.91  |
|      |      | 销量           | 10.01  | 40.98  | 40.63  | 43.69  |
| 化肥产品 | 尿素   | 均价           | 2,335  | 2,083  | 1,463  | 1,606  |
|      |      | 产量           | 80.56  | 312.67 | 375.92 | 386.45 |
|      |      | 销量           | 70.45  | 301.80 | 357.21 | 364.70 |
|      | 复合肥  | 均价           | 2,870  | 2,308  | 1,835  | 1,987  |
|      |      | 产量           | 3.34   | 10.55  | 17.76  | 11.86  |
|      |      | 销量           | 3.14   | 9.47   | 16.58  | 10.59  |

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司 2021 年 6 月 11 日发布的公告，公司拟将阳煤化工、阳煤集团太原化工新材料有限公司（以下简称“太化新材料”）等化工板块多个主要公司划转给潞安集团，并于 2021 年 6 月 28 日签署了《增资协议》，相关资产划转和工商变更目前尚未完成，未来公司化工业务经营存在一定不确定性。

<sup>6</sup> 根据公司提供资料，经寿阳县煤矿复产复建领导小组办公室批准，景福矿（除 6 号煤建设项目外）于 2022 年 7 月 11 日恢复生产。



### （三）铝业

2021 年，公司氧化铝仍为停产状态，受市场需求回升等影响，电解铝产销量和价格均同比增长。

子公司山西兆丰铝业有限责任公司（以下简称“兆丰铝业”）为公司氧化铝的生产主体，山西兆丰铝电有限责任公司（以下简称“兆丰铝电”）是公司电解铝的生产及贸易业务主体。截至 2022 年 3 月末，公司拥有电解铝产能 22.5 万吨/年，氧化铝 110 万吨/年，保持稳定。公司铝业板块收入规模中贸易占比较高，2021 年和 2022 年 1~3 月贸易收入分别为 188.23 亿元和 41.12 亿元。

**表 6 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司铝业产品产销情况（单位：万吨、元/吨）<sup>7</sup>**

| 品种  |    | 2022 年 1~3 月 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|-----|----|--------------|--------|--------|--------|
| 电解铝 | 均价 | 19,223       | 16,323 | 12,356 | 12,049 |
|     | 成本 | 16,153       | 14,774 | 12,898 | 14,117 |
|     | 产量 | 4.59         | 14.27  | 12.32  | 12.46  |
|     | 销量 | 4.46         | 13.84  | 12.39  | 12.48  |
| 氧化铝 | 均价 | -            | 2,500  | 2,158  | 2,483  |
|     | 成本 | -            | -      | -      | 2,374  |
|     | 产量 | -            | -      | -      | 58.40  |
|     | 销量 | -            | 0.25   | 1.05   | 59.70  |

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年以来，公司氧化铝仍为停产状态，销售主要为库存产品，销量明显下降；电解铝在产产能为 12.5 万吨/年，因市场需求回升及价格上涨等带动产销量同比有所提高；2021 年，受市场价格上行影响，氧化铝和电解铝价格均上涨，其中电解铝涨幅较大，同期因原材料、电力价格上涨等导致电解铝成本有所增长。2022 年一季度，公司电解铝产销量和销售均价均同比明显增长。整体来看，公司氧化铝业务盈利能力仍较差，受市场需求回升等影响，电解铝业务盈利能力有所提高。

### （四）物流贸易

2021 年以来，公司收缩贸易板块业务，导致贸易板块营收规模呈下降趋势，毛利率水平仍很低，对公司毛利润贡献仍较小。

公司物流贸易主要经营主体为阳泉煤业集团物资经销有限责任公司（以下简称“物资经销公司”）和阳泉煤业集团国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”）。2021 年以来，公司收缩贸易板块业务，导致贸易板块营收规模呈下降趋势，毛利率水平仍很低，2021 年和 2022 年一季度毛利率分别为 0.67% 和 0.57%，对公司毛利润贡献仍较小。

<sup>7</sup> 公司未提供 2022 年一季度氧化铝情况。





物资经销公司主要负责公司的非煤产品的原材料采购，包括钢材、油脂、木材等产品，2021 年实现净利润 0.26 亿元。2021 年和 2022 年一季度，物资经销公司前五大供应商交易额占比分别为 47.53%和 87.46%，对外销售前五大客户交易额占比分别为 41.09%和 81.65%，上下游集中度均提高。

国贸公司主要贸易产品为铝锭、煤炭、黑色及有色金属，其中铝锭占比仍很高，2021 年实现净利润 0.11 亿元。2021 年和 2022 年一季度，物资经销公司前五大供应商交易额占比分别为 43.32%和 70.11%，对外销售前五大客户交易额占比分别为 64.82%和 61.29%，上下游集中度均提高，物流贸易板块上下游客户集中度处于较高水平。

## 偿债来源与负债平衡

2021 年以来，公司利润水平明显提升，经营性现金流净流入规模明显增加，对利息和负债的保障程度有所增强，投资性现金流同比转为净流入，在建项目未来仍存在一定资本支出压力，筹资性现金流转为净流出；公司仍面临较好的区域政策环境且能获得政府支持；2021 年末，公司资产规模继续增长，应收类款项规模较大且明显增加，其中关联方占比较高，仍对资金形成占用，受限资产规模较大且货币资金受限占比较高，负债规模有所增加，资产负债率仍处于较高水平。

### （一）偿债来源

#### 1、盈利

2021 年以来，因煤炭等主要产品价格上涨，公司利润水平明显提升；2021 年，因对固定资产等计提和报废处置规模较大，资产减值损失和营业外支出大幅增加，对利润影响较大。

2021 年，因煤炭、主要化工产品和电解铝等价格上涨，公司营业收入有所增长，毛利率水平有所提升。同期，公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，同比明显增加，其中因职工薪酬等增加导致管理费用增幅较大，随着在建项目投资相关利息计入费用化导致财务费用有所增长。

2021 年，因部分矿井资源濒临枯竭，公司对固定资产和无形资产分别计提减值 18.95 亿元和 2.49 亿元，因停建和评估减值对在建工程计提减值 1.76 亿元，导致资产减值损失规模大幅增加；同期，公司信用减值损失因应收类款项计提坏账损失减少而下降；公司其他收益主要为安全改造等政府补贴，保持一定规模但有所下降，仍为利润提供一定补充；公司投资收益明显增加，其中因处置交易性金融资产取得投资收益 7.48 亿元，永续期债券等其他权益工具持有期间产生投资收益 3.51 亿元。同期，公司营业外支出明显增长，主要因公司对井下无使用价值及闲置巷道等资产集中封闭报废处理和盘点形成报废损失 14.17 亿元，对





“三供一业”移交改造支出 12.57 亿元。整体来看，2021 年公司对固定资产等计提和报废处置规模较大，产生较大的减值损失和营业外支出，对公司利润水平产生较大影响；同期，受益于主营业务盈利提升，公司营业利润和净利润均大幅增长，总资产报酬率和净资产收益率同比均提升，整体盈利能力提升。

**表 7 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）**

| 项目     | 2022 年 1~3 月 | 2021 年   | 2020 年   | 2019 年   |
|--------|--------------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 436.96       | 1,867.46 | 1,736.83 | 1,760.07 |
| 营业成本   | 366.11       | 1,571.08 | 1,576.93 | 1,591.48 |
| 毛利率    | 16.22        | 15.87    | 9.21     | 9.58     |
| 期间费用   | 31.15        | 164.03   | 124.41   | 136.87   |
| 销售费用   | 2.05         | 5.06     | 4.51     | 8.91     |
| 管理费用   | 14.84        | 84.26    | 61.76    | 64.49    |
| 研发费用   | 1.22         | 7.66     | 5.28     | 5.00     |
| 财务费用   | 13.04        | 67.05    | 52.86    | 58.47    |
| 期间费用率  | 7.13         | 8.78     | 7.16     | 7.78     |
| 其他收益   | 0.34         | 3.96     | 5.41     | 5.48     |
| 投资收益   | 1.31         | 11.77    | 7.76     | 5.19     |
| 资产减值损失 | -0.56        | -24.68   | -3.53    | -1.01    |
| 信用减值损失 | -2.20        | -4.87    | -7.43    | -1.07    |
| 营业利润   | 26.20        | 71.31    | 10.92    | 15.49    |
| 营业外收入  | 0.10         | 2.13     | 3.25     | 4.35     |
| 营业外支出  | 0.28         | 30.43    | 2.23     | 3.26     |
| 利润总额   | 26.02        | 43.01    | 11.95    | 16.58    |
| 净利润    | 16.29        | 2.90     | 0.94     | 2.55     |
| 总资产报酬率 | 1.55         | 4.38     | 3.08     | 3.51     |
| 净资产收益率 | 2.78         | 0.51     | 0.16     | 0.44     |

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比小幅下降，但因煤炭等主要产品价格仍处于高位，毛利率同比提升 4.71 个百分点，期间费用同比变化不大，营业利润和净利润同比分别增加 13.38 亿元和 6.94 亿元。

## 2、现金流

2021 年以来，公司经营性现金流净流入规模明显增加，对利息和负债的保障程度有所增强，投资性现金流同比转为净流入；公司在建项目未来仍存在一定资本支出压力。

2021 年，因销售回款等规模增加，公司经营性现金流继续净流入且规模明显增加，对利息和负债的保障程度有所增强，现金回笼率提高至 86.13%。同期，因公司收到部分往来款导致投资性现金流入规模明显增加，以及对固定资产项目投入减少导致投资性现金流出规模下降，公司投资性现金流转为净流入。



2022 年 1~3 月，公司经营性现金流继续净流入且规模同比明显增加，投资性现金流因收到省属企业往来款规模较大而同比转为净流入。

**表 8 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况**

| 项目                            | 2022 年 1~3 月 | 2021 年 | 2020 年  | 2019 年 |
|-------------------------------|--------------|--------|---------|--------|
| 经营性净现金流（亿元）                   | 36.53        | 160.45 | 116.32  | 68.80  |
| 投资性净现金流（亿元）                   | 34.06        | 9.74   | -167.43 | -91.78 |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍） <sup>8</sup> | -            | 2.07   | 1.26    | 0.75   |
| 经营性净现金流/流动负债（%）               | 2.21         | 10.52  | 8.63    | 5.53   |
| 经营性净现金流/总负债（%）                | 1.71         | 7.71   | 5.97    | 3.69   |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，除华阳股份在建项目外，其他主要在建工程包括西上庄电厂、西上庄煤矿、百万吨铝镁合金项目等，合计投资规模 143.21 亿元，未来仍需投资额 103.42 亿元；截至 2022 年 3 月末，华阳股份主要在建项目为泊里 500 万吨技改、七元煤矿建设等项目，预计未来仍需投资 169.27 亿元。整体来看，公司在建项目未来资金需求较大，仍存在一定资本支出压力。

### 3、债务收入

公司银行授信规模变化不大，2021 年公司债券发行规模明显下降；2021 年以来，公司筹资性现金流入规模下降，筹资性现金流转为净流出。

公司融资渠道主要包括银行借款及发行债券等。公司与银行及非银行类金融机构保持良好合作关系。截至 2022 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信额度共计 1,509.51 亿元，较 2021 年 3 月末变化不大，未使用额度 495.12 亿元，较 2021 年 3 月末有所减少。由于受行业融资环境变化以及山西煤企整合事宜等综合因素影响，2021 年公司发债规模明显下降，而 2022 年有所回升，截至 2022 年 7 月 25 日，公司本部发行债券存续总额为 359.43 亿元。此外，公司下属子公司华阳股份和阳煤化工作为上市公司，可利用资本市场直接融资，根据华阳股份于 2021 年 11 月发布的公告，山西国资《关于华阳新材旗下华阳股份公开发行可转债的批复》（晋国资运营（2021）446 号）原则同意华阳股份公开发行不超过 50 亿元的可转换公司债券。

2021 年，公司筹资性现金流转为净流出，主要由于公司发行债券等收到的借款规模下降以及偿债规模增加所致。2022 年 1~3 月，公司筹资性现金流入和流出规模均有所下降，筹资性现金流净流出规模同比明显增加。

<sup>8</sup> 公司未提供 2022 年 1~3 月资本化利息情况。





**表 9 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）**

| 财务指标           | 2022 年 1~3 月  | 2021 年         | 2020 年       | 2019 年       |
|----------------|---------------|----------------|--------------|--------------|
| 筹资性现金流入        | 293.83        | 1,166.40       | 1,228.91     | 1,092.45     |
| 借款所收到的现金       | 254.32        | 824.21         | 1,064.83     | 972.85       |
| 筹资性现金流出        | 328.39        | 1,335.93       | 1,160.90     | 1,080.32     |
| 偿还债务所支付的现金     | 285.81        | 1,025.95       | 962.50       | 939.06       |
| <b>筹资性净现金流</b> | <b>-34.55</b> | <b>-169.52</b> | <b>68.01</b> | <b>12.13</b> |

数据来源：根据公司提供资料整理

#### 4、外部支持

山西省高度重视并加强省属国有企业风险防控工作，公司作为国有大型煤炭企业和山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，面临较好的区域政策环境且能获得政府支持。

公司是国有大型煤炭企业和山西省煤炭企业兼并重组主体之一，且作为山西省煤企整合改革新材料方向的主要承接主体，是山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，仍能够获得政府在去产能配套工作、安全改造、转型改革等方面的支持，面临较好的区域政策环境。政府补助方面，2021 年，公司继续收到改造资金等补助，能对公司偿债来源形成一定支持，其中以政府补贴为主的其他收益和营业外收入中的政府补助分别为 3.96 亿元和 0.06 亿元。此外，山西省对金融风险防控持续关注，多次召开相关会议并发表谈话，高度重视并加强省属国有企业风险防控工作，尤其关注涉煤企业重组过程中的流动性问题，为省属国企转型发展提供了良好的环境。

#### 5、可变现资产

2021 年末，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主，应收类款项规模较大且明显增加，其中关联方占比较高，仍对资金形成占用；受限资产规模较大且继续增加，货币资金受限占比较高。

2021 年末，公司资产规模继续增长，资产结构仍以固定资产、在建工程等非流动资产为主，货币资金规模仍较大。2022 年 3 月末，公司资产规模较 2021 年末变化不大。

公司流动资产仍主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货等，2021 年末，因经营性现金流净流入规模增加导致货币资金规模有所增长，其中受限货币资金为 202.60 亿元，主要为银行承兑汇票及信用证保证金等，受限占比较高。同期，公司应收账款规模明显增加，主要受山西煤企重组影响，对潞安集团等应收账款规模增加所致，2021 年末累计计提坏账准备 16.42 亿元，账龄方面，1 年以内、1~2 年和 5 年以上的应收账款账面余额占比分别为 76.43%、6.32%和 10.78%，因新增应收账款规模较大导致 1 年以内占比明显增加；按欠款方归集的







年末余额前五名应收账款余额为 53.80 亿元，占应收账款账面余额的 44.66%，累计计提坏账准备 5.82 亿元；2021 年末，公司关联方应收账款账面余额合计 60.28 亿元，占账面余额比重为 50.04%，应收账款中关联方占比仍较大。

**表 10 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）**

| 项目             | 2022 年 3 月末     |               | 2021 年末         |               | 2020 年末         |               | 2019 年末         |               |
|----------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|                | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>821.34</b>   | <b>30.24</b>  | <b>824.52</b>   | <b>30.30</b>  | <b>690.86</b>   | <b>26.73</b>  | <b>721.17</b>   | <b>29.24</b>  |
| 货币资金           | 287.72          | 10.59         | 299.75          | 11.01         | 257.81          | 9.98          | 230.35          | 9.34          |
| 应收账款           | 104.10          | 3.83          | 104.05          | 3.82          | 49.57           | 1.92          | 52.31           | 2.12          |
| 其他应收款          | 228.80          | 8.42          | 228.26          | 8.39          | 111.49          | 4.31          | 141.09          | 5.72          |
| 存货             | 84.86           | 3.12          | 89.24           | 3.28          | 191.66          | 7.42          | 183.25          | 7.43          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>1,894.74</b> | <b>69.76</b>  | <b>1,896.91</b> | <b>69.70</b>  | <b>1,893.29</b> | <b>73.27</b>  | <b>1,745.30</b> | <b>70.76</b>  |
| 其他权益工具投资       | 164.27          | 6.05          | 170.52          | 6.27          | 94.53           | 3.66          | 0.35            | 0.01          |
| 其他非流动金融资产      | 128.11          | 4.72          | 127.80          | 4.70          | 139.20          | 5.39          | -               | -             |
| 固定资产           | 834.73          | 30.73         | 852.90          | 31.34         | 723.94          | 28.01         | 714.62          | 28.97         |
| 在建工程           | 347.88          | 12.81         | 336.35          | 12.36         | 539.52          | 20.88         | 511.67          | 20.75         |
| 无形资产           | 291.97          | 10.75         | 290.44          | 10.67         | 287.74          | 11.13         | 253.26          | 10.27         |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,716.07</b> | <b>100.00</b> | <b>2,721.43</b> | <b>100.00</b> | <b>2,584.15</b> | <b>100.00</b> | <b>2,466.47</b> | <b>100.00</b> |

数据来源：根据公司提供资料整理

同期，公司其他应收款规模明显增加，主要因对关联方往来款增加所致，账龄方面，1 年以内、1~2 年和 5 年以上的应收账款占账面余额比重分别为 60.53%、13.70%和 11.05%，因新增较多其他应收款项导致 1 年以内占比明显增加；按欠款方归集的年末余额前五名均为关联方，截至 2021 年末，公司关联方其他应收款账面余额合计 205.10 亿元，占账面余额比重为 84.53%，关联方占比较大。公司存货仍主要为原材料和库存商品，规模明显下降。截至 2022 年 3 月末，公司主要流动资产科目较 2021 年末均变化不大。

**表 11 截至 2021 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）**

| 单位名称             | 款项性质   | 账面余额          | 占比           | 坏账计提     | 账龄                |
|------------------|--------|---------------|--------------|----------|-------------------|
| 阳泉煤业太行地产投资管理有限公司 | 关联方往来款 | 58.06         | 23.93        | -        | 1 年以内             |
| 太原化学工业集团有限公司     | 关联方往来款 | 43.50         | 17.93        | -        | 1 年以内、1-2 年、3 年以上 |
| 阳煤集团太原化工新材料有限公司  | 关联方往来款 | 36.43         | 15.01        | -        | 1 年以内             |
| 阳泉煤业集团盂县化工有限责任公司 | 关联方往来款 | 25.39         | 10.46        | -        | 1 年以内             |
| 晋能控股煤业集团有限公司     | 关联方往来款 | 14.76         | 6.08         | -        | 1 年以内             |
| <b>合计</b>        |        | <b>178.13</b> | <b>73.41</b> | <b>-</b> | <b>-</b>          |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要为其他权益工具投资、其他非流动金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产等。2021 年末，因公司执行新金融工具准则，对可供出



售金融资产等重分类至其他权益工具和其他非流动金融资产等科目，且追溯期初，2021 年末，其他权益工具投资同比明显增加，主要因对山西潞安矿业（集团）有限责任公司和太原重型机械集团有限公司的可续期债增加所致，其他非流动金融资产同比变化不大。同期，固定资产主要为房屋建筑和机械设备等，主要因准东经济技术开发区项目等在建工程转入而有所增长，期末累计计提折旧 603.52 亿元，累计计提减值准备 24.47 亿元。公司在建工程规模因转入固定资产而明显下降，主要为寺家庄煤矿、乙二醇项目和七元煤矿等项目。公司无形资产仍主要为采矿权价款和土地使用权等，同比变化不大。截至 2022 年 3 月末，公司在建工程因项目投入而有所增加，其他主要非流动资产科目较 2021 年末均变化不大。

2021 年，公司存货周转天数为 32.18 天，周转效率较 2020 年有所提升，应收账款周转天数为 14.81 天，周转效率有所下降。2022 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 21.40 天和 21.44 天。

**表 12 截至 2021 年末公司受限资产情况<sup>9</sup>（单位：亿元、%）**

| 科目名称      | 受限部分          | 受限占科目比重 | 受限原因           |
|-----------|---------------|---------|----------------|
| 货币资金      | 202.60        | 67.59   | 受限资金           |
| 应收票据      | 0.17          | 38.88   | 质押             |
| 应收账款      | 0.24          | 0.23    | 销售电费收费权抵押      |
| 应收款项融资    | 1.67          | 2.86    | 质押             |
| 存货        | 2.15          | 2.41    | 法院查封           |
| 固定资产      | 108.21        | 12.69   | 借款抵押、售后回租、法院查封 |
| 无形资产      | 3.79          | 1.30    | 借款抵押           |
| 在建工程      | 5.94          | 1.77    | 借款抵押、售后回租、法院查封 |
| <b>合计</b> | <b>324.77</b> | -       | -              |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，公司受限资产规模较大，占总资产和净资产的比重分别为 11.93%和 57.31%，主要为银行承兑、信用证保证金等受限货币资金和抵质押的固定资产等，同比增加 72.43 亿元，因兆丰铝业与供应商纠纷等产生部分被查封的受限资产。根据中国执行信息公开网查询，截至 2022 年 7 月 15 日，兆丰铝业存在多起被执行信息，规模合计 0.99 亿元，且存在失信被执行情况。此外，截至 2022 年 3 月末，公司持有华阳股份和阳煤化工股份中被质押比例分别为 39.35%和 50.00%。

## （二）债务及资本结构

2021 年末，公司负债规模有所增加，仍以流动负债为主，资产负债率有所升高且处于较高水平，债务负担仍较重。

2021 年末，公司负债规模有所增加，仍以流动负债为主且占比进一步提高，

<sup>9</sup> 公司未提供截至 2022 年 3 月末受限资产数据。



资产负债率有所升高且处于较高水平，债务负担仍较重。2022 年 3 月末，负债规模略有下降。

**表 13 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）**

| 项目                         | 2022 年 3 月末     |               | 2021 年末         |               | 2020 年末         |               | 2019 年末         |               |
|----------------------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|                            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            | 金额              | 占比            |
| <b>流动负债合计</b>              | <b>1,643.32</b> | <b>77.16</b>  | <b>1,661.10</b> | <b>77.09</b>  | <b>1,388.32</b> | <b>69.15</b>  | <b>1,307.96</b> | <b>69.16</b>  |
| 短期借款                       | 400.99          | 18.83         | 417.78          | 19.39         | 337.18          | 16.79         | 297.74          | 15.74         |
| 应付账款                       | 130.17          | 6.11          | 129.10          | 5.99          | 102.68          | 5.11          | 115.75          | 6.12          |
| 应付票据                       | 283.32          | 13.30         | 287.38          | 13.34         | 229.52          | 11.43         | 179.62          | 9.50          |
| 其他应付款                      | 236.17          | 11.09         | 191.12          | 8.87          | 44.77           | 2.23          | 78.30           | 4.14          |
| 一年内到期的非流动负债                | 314.98          | 14.79         | 334.54          | 15.53         | 300.67          | 14.98         | 400.41          | 21.17         |
| 其他流动负债                     | 147.24          | 6.91          | 152.27          | 7.07          | 265.34          | 13.22         | 153.68          | 8.13          |
| <b>非流动负债合计</b>             | <b>486.45</b>   | <b>22.84</b>  | <b>493.60</b>   | <b>22.91</b>  | <b>619.38</b>   | <b>30.85</b>  | <b>583.18</b>   | <b>30.84</b>  |
| 长期借款                       | 288.51          | 13.55         | 266.24          | 12.36         | 238.32          | 11.87         | 299.93          | 15.86         |
| 应付债券                       | 102.19          | 4.80          | 130.35          | 6.05          | 292.38          | 14.56         | 218.61          | 11.56         |
| <b>负债总额</b>                | <b>2,129.76</b> | <b>100.00</b> | <b>2,154.70</b> | <b>100.00</b> | <b>2,007.70</b> | <b>100.00</b> | <b>1,891.13</b> | <b>100.00</b> |
| 短期有息债务                     | 1,146.53        | 53.83         | 1,191.97        | 55.32         | 1,132.52        | 56.41         | 1,029.29        | 54.43         |
| 长期有息债务                     | 454.50          | 21.34         | 461.67          | 21.43         | 591.17          | 29.45         | 552.34          | 29.21         |
| <b>有息债务合计<sup>10</sup></b> | <b>1,601.03</b> | <b>75.17</b>  | <b>1,653.64</b> | <b>76.75</b>  | <b>1,723.69</b> | <b>85.85</b>  | <b>1,581.64</b> | <b>83.63</b>  |
| <b>资产负债率</b>               |                 | <b>78.41</b>  |                 | <b>79.18</b>  |                 | <b>77.69</b>  |                 | <b>76.67</b>  |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要为短期借款、应付账款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等，2021 年末，由于公司项目建设等资金需求以及发债规模下降等原因，公司短期借款规模有所增长，以信用借款和保证借款为主。公司因增加票据结算导致应付票据同比有所增加，仍以银行承兑汇票为主。公司应付账款同比有所增长，仍主要为应付工程款、设备款和材料款等。同期，公司其他应付款明显增加，主要因新增与省属企业往来款 145.56 亿元所致。公司一年内到期的非流动负债规模有所增加，主要因一年内到期的长期借款和应付债券规模增加所致。公司其他流动负债规模明显下降，主要因短期应付债券规模下降所致。2022 年 3 月末，由于公司往来款等规模继续增加导致其他应付款规模继续增长，其他主要流动负债科目较 2021 年末均变化不大。

公司非流动负债仍主要为长期借款和应付债券等，2021 年末，长期借款规模有所增长，仍以信用借款为主，利率区间为 4.06%~10.00%，较为稳定。同期，应付债券因部分转入一年内到期的非流动负债以及新发债券规模较小而明显下降。截至 2022 年 3 月末，长期借款较 2021 年末进一步增长，应付债券因重分类

<sup>10</sup> 此外，截至 2021 年末，公司计入其他权益工具的永续债规模合计 200.20 亿元。



到一年内到期的非流动负债而继续下降，其他主要非流动负债科目较 2021 年末均变化不大。

**2021 年末，公司总有息债务规模有所下降，期限结构仍以短期为主且短期有息债务规模继续增长，短期偿债压力增加。**

2021 年末，公司总有息债务规模有所下降，仍以短期有息债务为主，短期有息债务规模继续增加。2022 年 3 月末，公司有息债务规模较 2021 年末继续下降，从期限结构来看，1 年以内到期的有息债务占比较高且规模较大，截至 2022 年 7 月 25 日，公司本部在公开市场存续债券余额共计 359.43 亿元，将于一年内到期或行权的规模合计 223.43 亿元。整体来看，公司短期偿债压力增加，期限结构有待改善<sup>11</sup>。

**公司对外担保金额仍较大，被担保企业多为关联方，仍面临一定或有风险。**

截至 2021 年末，公司对外担保余额较 2021 年 3 月末有所下降，担保比率为 12.45%，较 2021 年 3 月末下降 5.19 个百分点。公司对外担保企业主要为山西省内的关联方，其中太化新材料为公司参股企业，冀建投寿阳热电有限责任公司和山西世忻铁路运销有限公司均为公司联营企业，山西汾西矿业集团有限责任公司、山西煤炭进出口集团有限公司、太原化学工业集团有限公司与公司的最实际控制人均为山西省国资委。公司对太化新材料担保金额较大，太化新材料存在多起被执行信息<sup>12</sup>，公司仍面临一定或有风险。

**表 14 截至 2021 年末公司主要对外担保情况（单位：亿元）<sup>13</sup>**

| 被担保企业            | 担保余额         | 担保方式   |
|------------------|--------------|--------|
| 阳煤集团太原化工新材料有限公司  | 33.25        | 连带责任担保 |
| 山西世忻铁路运销有限公司     | 16.91        | 连带责任担保 |
| 山西煤炭进出口集团有限公司    | 7.11         | 连带责任担保 |
| 冀建投寿阳热电有限责任公司    | 5.75         | 连带责任担保 |
| 山西汾西矿业（集团）有限责任公司 | 5.05         | 连带责任担保 |
| 太原化学工业集团有限公司     | 2.00         | 连带责任担保 |
| <b>合计</b>        | <b>70.57</b> | -      |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，公司主要未决诉讼包括阳煤化工债务纠纷、华阳股份票据纠纷等，其中阳煤化工被起诉并判决承担连带债务 0.10 亿元，阳煤化工申请再审后法院撤销判决，原告已再次提起上诉，截至 2022 年 4 月 14 日二审未开庭；阳煤化工下属子公司因煤炭指标转让协议被诉，涉案金额 0.44 亿元，截至 2022 年 4 月 14 日尚未开庭；华阳股份持有承兑人为宝塔石化集团财务有限公司的承

<sup>11</sup> 公司未提供有息负债期限结构。

<sup>12</sup> 根据中国执行信息公开网查询。

<sup>13</sup> 公司未提供担保期限结构。







兑汇票 14,150 万元，已就该承兑汇票逾期未解付事项向宁夏回族自治区银川市中级人民法院提起诉讼，其中 11,400 万元诉讼事项已于 2020 年经银川市中级人民法院判决胜诉，公司已提请前手介休市昌鑫洗煤有限公司（以下简称“昌鑫洗煤”）进行偿还，昌鑫洗煤已向银川市高级人民法院提起上诉，其中 8,100 万元维持原判，3,300 万元截至 2022 年 4 月 25 日尚未开庭审理。

2021 年末，公司所有者权益小幅下降，未分配利润亏损额明显增加，其他权益工具规模仍较大且大幅增加，少数股东权益占比较高，对所有者权益的稳定性产生一定影响。

2021 年末，公司所有者权益同比小幅下降，仍主要为其他权益工具和少数股东权益，对所有者权益的稳定性产生一定影响。其中，实收资本仍为 72.65 亿元，资本公积小幅增至 103.00 亿元，专项储备仍主要为安全生产费等，规模增至 19.78 亿元；同期，公司其他权益工具规模较大且因发行永续债而大幅增长至 200.20 亿元，因归属于母公司所有者的综合收益总额为负，公司未分配利润亏损额继续明显增加至 109.78 亿元，公司少数股东权益为 275.72 亿元，规模仍较大且占比较高。截至 2022 年 3 月末，因归属于母公司所有者的综合收益总额为正导致未分配利润亏损规模有所减少，所有者权益其他主要科目较 2021 年末均变化不大。

2021 年，公司盈利和经营性净现金流对利息的保障程度提升，筹资性现金流转为净流出；可变现资产仍以非流动资产为主，应收类款项对资金形成占用，受限资产规模仍较大，且公司资产负债率处于较高水平，短期偿债压力增加。

2021 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.84 倍，盈利对利息保障程度有所提升。

公司流动性偿债来源主要为经营性净现金流和债务收入，2021 年，公司经营性现金流净流入规模明显增加，对利息和负债的保障程度提升，公司银行授信规模变化不大，但筹资性现金流转为净流出。2021 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.50 倍和 0.44 倍，流动资产对流动负债覆盖能力较弱。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，仍以非流动资产为主，2021 年末，公司应收类款项规模较大且关联方占比较高，仍对资金形成占用，受限资产规模较大且继续增加，货币资金受限占比较高。同期，公司负债规模增长，资产负债率有所升高且处于较高水平，短期有息债务规模增长，短期偿债压力增加。

## 公司本部偿债能力

公司本部资产负债率仍较高，偿债压力较大，财务费用对利润侵蚀较大，整体盈利能力仍较弱。

公司本部主要从事煤炭生产业务，其他业务包括原材料销售、后勤运输等。





2021 年末，公司本部总资产继续增长至 1,720.62 亿元，仍以流动资产为主，货币资金规模较大且继续增长，其他应收款规模有所下降但仍较大。同期，公司本部长股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产等非流动资产规模仍较大，无形资产小幅增长。截至 2022 年 3 月末，公司本部资产小幅下降至 1,680.60 亿元，主要是货币资金规模下降所致。

2021 年末，公司本部总负债小幅下降至 1,423.75 亿元，仍以流动负债为主，资产负债率仍较高。其中，短期借款和应付票据明显增加，其他流动负债明显下降，长期借款同比增长，应付票据明显下降。2022 年 3 月末，公司负债规模继续下降至 1,387.85 亿元，2021 年末和 2022 年 3 月末本部资产负债率分别为 82.75%和 82.58%，虽有下降但仍处于较高水平，公司本部债务压力较大。2021 年末，公司本部所有者权益增至 296.87 亿元，主要因发行永续期债券导致其他权益工具增加所致，实收资本仍为 72.65 亿元，2022 年 3 月末所有者权益较 2021 年末变化不大。

从盈利来看，2021 年，公司营业收入同比增长至 85.62 亿元，虽主营的煤炭销售毛利润增长，但后勤运输等其他业务毛利润明显下降，毛利率下降至 11.42%，期间费用仍主要为管理费用和财务费用，财务费用对公司本部利润侵蚀仍较大，投资收益等对公司盈利影响仍较大，2021 年净利润仍为亏损且亏损额增至 33.89 亿元，公司本部盈利能力仍较弱。2022 年 1~3 月，公司营业收入同比下降，净利润为-4.40 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营性现金流保持净流入且明显增长，投资性现金流因收回的往来款等规模增长而同比转为净流入，筹资性现金流因债务偿还等流出规模增加而同比转为大额净流出。2022 年 1~3 月，公司本部经营性净现金流和投资性净现金流均同比明显增加，筹资性净现金流同比转为大额净流出。

## 评级结论

综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。公司仍主要经营煤炭、化工、铝业及物流贸易等业务，2021 年，煤炭价格受供需紧张局势影响明显攀升，10 月以来有所回落，但整体在高位区间波动，行业盈利明显提升，PVC 和烧碱价格整体上行。公司作为国有大型煤炭企业和山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，仍面临较好的区域政策环境且能获得政府支持；公司煤炭资源储量仍丰富，且煤种主要为稀缺的无烟煤，仍具备良好的煤种优势；2021 年以来，因煤炭等主要产品价格上涨，公司利润水平明显提升，经营性现金流净流入规模明显增加，对利息和负债的保障程度有所增强。但煤炭生产属高危行业，公司始终面临一定的安全生产风险，2022 年 5 月，公司下属矿井发生一起顶板事故，死





亡 1 人；山西省涉煤企业专业化重组仍在推进，公司相关资产划转暂未完成，涉及资产规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等影响具有一定不确定性，后续仍需持续关注；2021 年末，公司负债规模有所增加，资产负债率仍处于较高水平，有息债务期限结构仍以短期为主且短期有息债务规模增长，短期偿债压力增加。公司本部资产负债率仍较高，偿债压力较大，财务费用对利润侵蚀较大，整体盈利能力仍较弱。

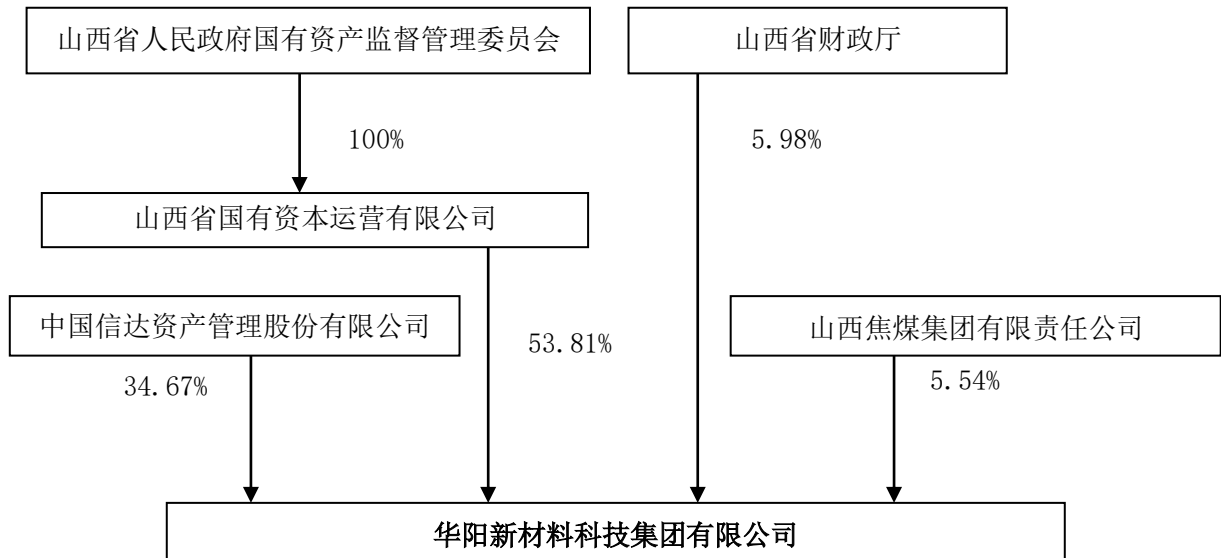
综合分析，大公对公司“18 阳煤 MTN003”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”和“20 阳煤 MTN008”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。





## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2022 年 6 月末华阳新材料科技集团有限公司股权结构图

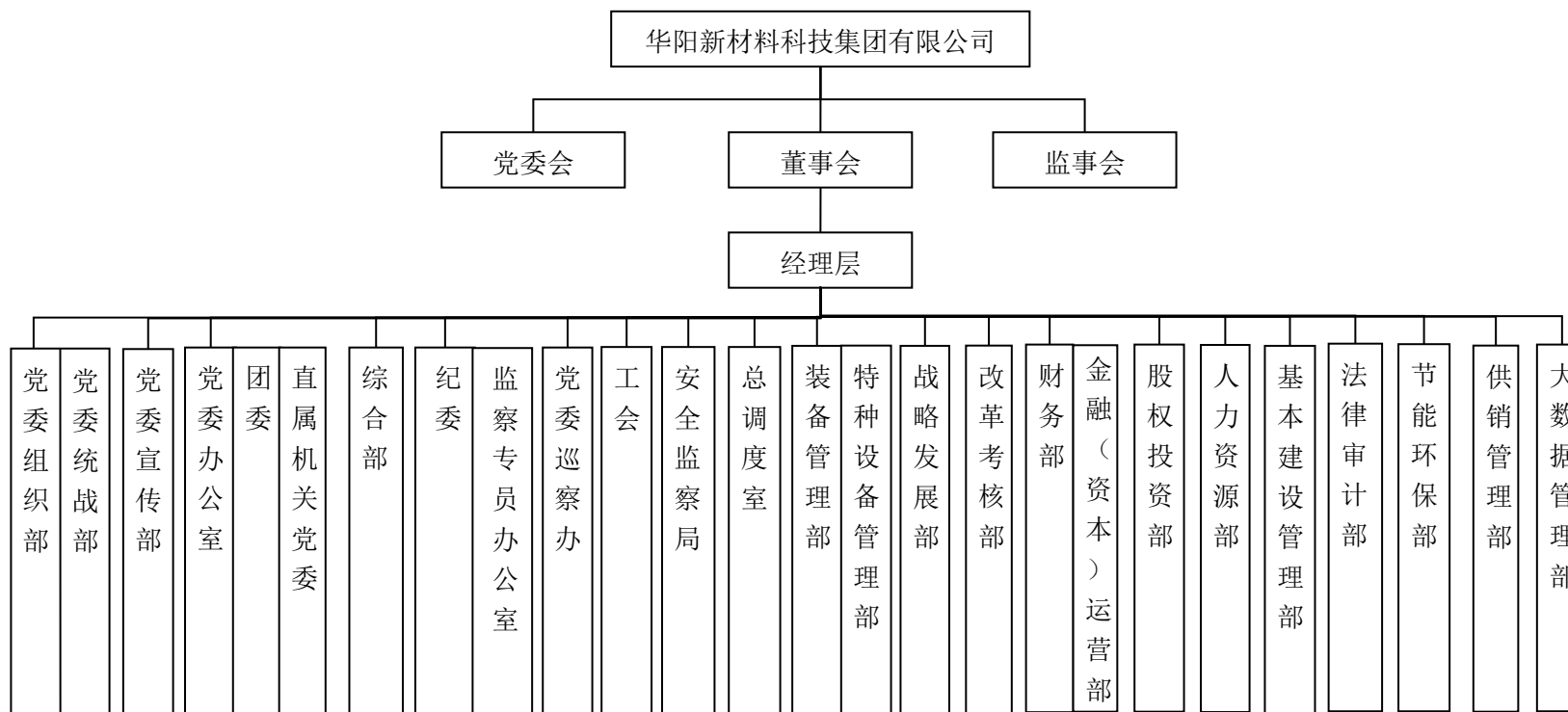


资料来源：根据公司提供资料整理。





1-2 截至 2022 年 3 月末华阳新材料科技集团有限公司组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理，未体现股东会。





## 附件 2 经营指标

### 2-1 截至 2022 年 3 月末山西华阳集团新能股份有限公司主要在建项目

(单位: 亿元)

| 项目名称              | 规划总投资  | 预计竣工时间 | 已完成投资额 | 计划投资额         |        |
|-------------------|--------|--------|--------|---------------|--------|
|                   |        |        |        | 2022 年 4~12 月 | 2023 年 |
| 泊里 500 万吨技改工程     | 67.54  | 2024 年 | 7.36   | 6.14          | 27.02  |
| 七元煤矿建设项目          | 60.92  | 2023 年 | 21.91  | 7.14          | 31.87  |
| 阳泉热电 2*660MW 电厂项目 | 52.77  | 2023 年 | 26.34  | 21.00         | 4.90   |
| 新景矿 420 水平井巷技改    | 29.37  | 2024 年 | 24.82  | 0.95          | 1.80   |
| 平舒铁路专用线项目         | 18.62  | 2023 年 | 2.56   | 8.81          | 7.25   |
| 一矿阎家庄分区工程         | 17.00  | 2024 年 | 9.76   | 0.79          | 1.65   |
| 二矿 470 水平开拓准备巷    | 15.62  | 2024 年 | 14.92  | 0.30          | 0.20   |
| 平舒风井工程            | 14.55  | 2024 年 | 7.95   | 2.82          | 3.15   |
| 新景矿 525 水平井巷技改    | 13.24  | 2024 年 | 12.10  | 0.48          | 0.26   |
| 5GW 高效组件制造项目工程    | 10.97  | 2022 年 | 3.61   | 7.36          | -      |
| 合计                | 300.60 | -      | 131.33 | 55.79         | 78.10  |

数据来源: 根据公司提供资料整理

### 2-2 截至 2021 年末华阳新材料科技集团有限公司部分在建项目情况

(单位: 亿元)

| 项目名称      | 项目建设内容  | 总投资    | 截至 2021 年末投资额 |
|-----------|---|--------|---------------|
| 西上庄电厂项目   | 2×660MW   | 52.00  | 24.82         |
| 西上庄煤矿项目   | 500 万吨  | 36.50  | 12.12         |
| 百万吨铝镁合金项目 | 100 万吨/年  | 38.00  | 0.51          |
| 气凝胶项目     | 10 万立方米/年                                       | 13.00  | 0.65          |
| 平定化工新材料项目 | 建设 6 万吨/年 PBAT 生产装置和 1 万吨/年改性 PBAT(地膜及工业包装)生产装置 | 3.71   | 1.69          |
| 合计        | -   | 143.21 | 39.79         |

数据来源: 根据公司提供资料整理



## 2-3 2021 年（末）部分子公司主要财务指标

（单位：亿元、%）

| 公司   | 期末总资产  | 期末资产负债率 | 营业收入   | 净利润   | 经营性净现金流 |
|------|--------|---------|--------|-------|---------|
| 华阳股份 | 662.26 | 63.13   | 380.07 | 42.56 | 84.64   |
| 阳煤化工 | 244.35 | 72.05   | 187.37 | 5.09  | 10.72   |
| 兆丰铝业 | 46.09  | 89.62   | 0.45   | -1.59 | 0.02    |
| 兆丰铝电 | 37.24  | 109.56  | 228.69 | -1.34 | 7.69    |





### 附件 3 主要财务指标

#### 3-1 华阳新材料科技集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：亿元）

| 项目               | 2022年1~3月<br>(未经审计) | 2021 年   | 2020 年<br>(追溯调整) | 2019 年<br>(追溯调整) |
|------------------|---------------------|----------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 287.72              | 299.75   | 257.81           | 230.35           |
| 应收账款             | 104.10              | 104.05   | 49.57            | 52.31            |
| 其他应收款            | 228.80              | 228.26   | 111.49           | 141.09           |
| 固定资产             | 834.73              | 852.90   | 723.94           | 714.62           |
| 在建工程             | 347.88              | 336.35   | 539.52           | 511.67           |
| 总资产              | 2,716.07            | 2,721.43 | 2,584.15         | 2,466.47         |
| 短期有息债务           | 1,146.53            | 1,191.97 | 1,132.52         | 1,029.29         |
| 总有息债务            | 1,601.03            | 1,653.64 | 1,723.69         | 1,581.64         |
| 负债合计             | 2,129.76            | 2,154.70 | 2,007.70         | 1,891.13         |
| 少数股东权益           | 284.61              | 275.72   | 300.63           | 303.87           |
| 所有者权益合计          | 586.31              | 566.73   | 576.45           | 575.34           |
| 营业收入             | 436.96              | 1,867.46 | 1,736.83         | 1,760.07         |
| 投资收益             | 1.31                | 11.77    | 7.76             | 5.19             |
| 资产减值损失           | -0.56               | -24.68   | -3.53            | -1.01            |
| 净利润              | 16.29               | 2.90     | 0.94             | 2.55             |
| 经营活动产生的现金流量净额    | 36.53               | 160.45   | 116.32           | 68.80            |
| 投资活动产生的现金流量净额    | 34.06               | 9.74     | -167.43          | -91.78           |
| 筹资活动产生的现金流量净额    | -34.55              | -169.52  | 68.01            | 12.13            |
| 毛利率（%）           | 16.22               | 15.87    | 9.21             | 9.58             |
| 营业利润率（%）         | 6.00                | 3.82     | 0.63             | 0.88             |
| 总资产报酬率（%）        | 1.55                | 4.38     | 3.08             | 3.51             |
| 净资产收益率（%）        | 2.78                | 0.51     | 0.16             | 0.44             |
| 资产负债率（%）         | 78.41               | 79.18    | 77.69            | 76.67            |
| 债务资本比率（%）        | 73.20               | 74.48    | 74.94            | 73.33            |
| 流动比率（倍）          | 0.50                | 0.50     | 0.50             | 0.55             |
| 速动比率（倍）          | 0.45                | 0.44     | 0.36             | 0.41             |
| 存货周转天数（天）        | 21.40               | 32.18    | 42.79            | 40.91            |
| 应收账款周转天数（天）      | 21.44               | 14.81    | 10.56            | 10.77            |
| 经营性净现金流/流动负债（%）  | 2.21                | 10.52    | 8.63             | 5.53             |
| 经营性净现金流/总负债（%）   | 1.71                | 7.71     | 5.97             | 3.69             |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍） | -                   | 2.07     | 1.26             | 0.75             |
| EBIT 利息保障倍数（倍）   | -                   | 1.54     | 0.86             | 0.95             |
| EBITDA 利息保障倍数（倍） | -                   | 2.84     | 1.65             | 1.66             |
| 现金回笼率（%）         | 102.75              | 86.13    | 84.98            | 84.45            |
| 担保比率（%）          | -                   | 12.45    | 17.35            | 19.98            |



### 3-2 华阳新材料科技集团有限公司（本部）主要财务指标

（单位：亿元）

| 项目            | 2022年1~3月<br>(未经审计) | 2021年    | 2020年<br>(追溯调整) | 2019年<br>(追溯调整) |
|---------------|---------------------|----------|-----------------|-----------------|
| 货币资金          | 96.89               | 107.51   | 74.54           | 68.56           |
| 其他应收款         | 735.08              | 766.27   | 872.53          | 837.36          |
| 流动资产合计        | 845.82              | 887.78   | 966.77          | 937.03          |
| 可供出售金融资产      | -                   | -        | -               | 130.13          |
| 长期股权投资        | 303.82              | 300.36   | 287.36          | 291.23          |
| 其他权益工具投资      | 145.10              | 145.10   | 65.10           | -               |
| 其他非流动金融资产     | 119.37              | 119.37   | 134.91          | -               |
| 无形资产          | 128.80              | 129.71   | 125.45          | 88.57           |
| 非流动资产合计       | 834.78              | 832.84   | 747.56          | 645.64          |
| 总资产           | 1,680.60            | 1,720.62 | 1,714.32        | 1,582.67        |
| 短期借款          | 327.62              | 297.95   | 208.97          | 162.53          |
| 应付票据          | 226.09              | 231.22   | 157.46          | 126.43          |
| 一年内到期的非流动负债   | 251.24              | 261.44   | 231.52          | 351.15          |
| 其他流动负债        | 136.42              | 141.57   | 259.92          | 147.62          |
| 流动负债合计        | 1,076.30            | 1,061.26 | 962.53          | 892.93          |
| 长期借款          | 213.37              | 232.73   | 211.27          | 205.46          |
| 应付债券          | 79.97               | 109.95   | 253.84          | 188.69          |
| 非流动负债合计       | 311.54              | 362.49   | 486.05          | 417.13          |
| 总负债           | 1,387.85            | 1,423.75 | 1,448.59        | 1,310.06        |
| 实收资本          | 72.65               | 72.65    | 72.65           | 72.65           |
| 其他权益工具        | 200.20              | 200.20   | 138.91          | 113.81          |
| 所有者权益合计       | 292.76              | 296.87   | 265.74          | 272.61          |
| 营业收入          | 23.85               | 85.62    | 66.81           | 88.73           |
| 管理费用          | 2.27                | 15.25    | 15.83           | 16.77           |
| 财务费用          | 3.55                | 26.87    | 30.20           | 32.93           |
| 投资收益          | 0.16                | 12.50    | 8.44            | 14.35           |
| 净利润           | -4.40               | -33.89   | -24.79          | 9.43            |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 4.82                | 12.42    | 9.05            | 14.78           |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 41.94               | 84.21    | -62.29          | 0.08            |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -34.39              | -112.37  | 57.14           | -21.39          |





## 附件 4 主要指标的计算公式

| 指标名称                   | 计算公式   |
|------------------------|--|
| 毛利率 (%)                | $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$                 |
| EBIT                   | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出   |
| EBITDA                 | EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)                             |
| EBITDA 利润率 (%)         | EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$                                   |
| 总资产报酬率 (%)             | EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$                                   |
| 净资产收益率 (%)             | 净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$                                     |
| 现金回笼率 (%)              | 销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$                           |
| 资产负债率 (%)              | 负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$                                     |
| 债务资本比率 (%)             | 总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$                         |
| 总有息债务                  | 短期有息债务 + 长期有息债务  |
| 短期有息债务                 | 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)      |
| 长期有息债务                 | 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)                                      |
| 担保比率 (%)               | 担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$                                    |
| 经营性净现金流/流动负债 (%)       | 经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] $\times 100\%$             |
| 经营性净现金流/总负债 (%)        | 经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] $\times 100\%$             |
| 存货周转天数 <sup>14</sup>   | $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$                         |
| 应收账款周转天数 <sup>15</sup> | $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$                       |
| 流动比率                   | 流动资产 / 流动负债  |
| 速动比率                   | (流动资产 - 存货) / 流动负债   |
| 现金比率 (%)               | (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$                         |
| 扣非净利润                  | 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出) |
| 可变现资产                  | 总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产                      |
| EBIT 利息保障倍数 (倍)        | EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)                                   |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍)      | EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)                                 |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍)      | 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)                              |

<sup>14</sup> 一季度取 90 天。

<sup>15</sup> 一季度取 90 天。



## 附件 5 信用等级符号和定义

### 5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

| 信用等级 | 定义                              |                            |
|------|---------------------------------|----------------------------|
| 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，有较高违约风险。   |                            |
| 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。                         |                            |
| 展望   | 正面                              | 存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。 |
|      | 稳定                              | 信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。 |
|      | 负面                              | 存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。 |

注：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。

### 5-2 中长期债项信用等级符号及定义

| 信用等级 | 定义                              |
|------|---------------------------------|
| 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，有较高违约风险。   |
| 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。                         |

注：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。

