大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

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2021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

发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

公司本部偿债能力分析

偿债能力

联系电话：+86-10-67413300　客服电话：+ 86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555　Email:dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市海淀区西三环北路 89 号外文大厦 A 座 3 层　公司网站：www.dagongcredit.com

信用等级公告

大公报 SDB【2021】135 号

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”、“19 阳煤 MTN001”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”、“20 阳煤 MTN008”、“20 阳煤 CP016”、“20 阳煤 CP017”、“20 华阳新材 CP020”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”、“19 阳煤 MTN001”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”、“20 阳煤 MTN008”的信用等级维持 AAA，“20 阳煤 CP016”、“20 阳煤 CP017”、“20 华阳新材 CP020”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二一年八月六日

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

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	2,601	2,588	2,466	2,397
所有者权益	565.62	580.79	575.34	557.14
总有息债务	1,713	1,712	1,582	1,508
营业收入	449.56	1,737	1,760	1,738
净利润	9.35	0.94	2.55	7.11
经营性净现金流	27.22	116.32	68.80	57.22
毛利率	11.51	9.21	9.58	10.88
总资产报酬率	1.14	3.08	3.51	3.97
资产负债率	78.26	77.56	76.67	76.76
债务资本比率	75.18	74.67	73.33	73.02
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.65	1.66	1.83
经营性净现金流/总负债	1.35	5.97	3.69	3.14

注：公司提供了 2020 年和 2021 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 2020 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。本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告的追溯调整数据；2019 年财务数据采用 2020 年审计报告的追溯调整数据。公司 2021 年 1～3 月财务报表未经审计。

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 MTN003	6.00	10+N	AAA	AAA	2020.06
19 阳煤 MTN001	5.00	3	AAA	AAA	2020.06
20 阳煤 MTN002	15.00	3	AAA	AAA	2020.06
20 阳煤 MTN006	10.00	3	AAA	AAA	2020.07
20 阳煤 MTN007	5.00	3	AAA	AAA	2020.08
20 阳煤 MTN008	5.00	3	AAA	AAA	2020.08
20 阳煤 CP016	10.00	364 天	A-1	A-1	2021.03
20 阳煤 CP017	10.00	1	A-1	A-1	2021.03
20 华阳新材 CP020	10.00	1	A-1	A-1	2021.03

评级小组负责人：王　鹏
评级小组成员：弓艳华
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”）仍主要从事煤炭业务以及延伸煤炭产业链而形成的煤化工业务。跟踪期内，公司仍是我国重要的无烟煤和冶金喷吹煤生产基地，规模优势仍明显；公司是国有大型煤炭企业，且作为山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，仍能够获得政府支持，区域政策环境较好；2020 年以来，公司经营性现金流净流入规模保持增长，对利息和债务保障能力有所提高。但公司作为煤炭生产企业，始终面临安全生产风险，2021 年 3 月公司发生一起较大安全事故；随着山西省涉煤企业专业化重组的推进，公司资产划转涉及资产规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等的影响具有一定不确定性，需持续关注；2020 年，公司盈利水平继续下降，非煤业务盈利能力仍较弱；有息债务规模继续增长，短期有息债务占比较高，仍存在一定短期偿付压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司是国有大型煤炭企业，且作为山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，仍能够获得政府支持，区域政策环境较好；
- 公司是我国重要的无烟煤和冶金喷吹煤生产基地，煤炭资源储量丰富，规模优势仍明显；
- 2020 年以来，公司经营性现金流净流入规模保持增长，对利息和债务保障能力有所提高。

主要风险/挑战：

- 公司作为煤炭生产企业，始终面临一定程度的安全生产风险；2021 年 3 月，公司发生一起较大安全事故；
- 随着山西省涉煤企业专业化重组的推进，公司资产划转涉及资产规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等的影响具有一定不确定性，需持续关注；
- 2020 年，受煤炭市场下行叠加减值损失明显增加影响，公司盈利水平继续下降；非煤业务占收入比重较大，但占利润比重相对较小，盈利能力仍较弱；
- 公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务继续增长，短期有息债务规模较大，仍存在一定短期偿付压力。

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-2020-V.3.1，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
要素一：偿债环境（12%）	**5.44**
（一）宏观环境	5.01
（二）行业环境	4.80
（三）区域环境	6.50
要素二：财富创造能力（58%）	**6.33**
（一）产品与服务竞争力	7.00
（二）盈利能力	5.05
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	**4.08**
（一）债务状况	3.63
（二）流动性偿债来源	4.54
（三）清偿性偿债来源	1.98
调整项	**0.10**
主体信用等级	**AAA**

调整项说明：政府支持上调 0.20 分，原因为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以及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多方面政府支持；或有负债下调 0.10 分，原因为公司 2021 年 3 月末担保比率为 17.64%。

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

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 华阳新材 CP020	A-1	2021/03/04	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
	20 阳煤 CP017	A-1				
	20 阳煤 CP016	A-1				
AAA/稳定	20 华阳新材 CP020	A-1	2020/12/11	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读原文
AAA/稳定	20 阳煤 CP017	A-1	2020/09/18	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读原文
AAA/稳定	20 阳煤 CP016	A-1	2020/09/18	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读原文
AAA/稳定	20 阳煤 MTN008	AAA	2020/08/14	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读原文
AAA/稳定	20 阳煤 MTN007	AAA	2020/08/04	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读原文
AAA/稳定	20 阳煤 MTN006	AAA	2020/07/08	王鹏、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
AAA/稳定	20 阳煤 MTN002	AAA	2020/06/19	王鹏、柳远征、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3.1）	点击阅读全文
	19 阳煤 MTN001	AAA				
	18 阳煤 MTN003	AAA				
AAA/稳定	20 阳煤 MTN002	AAA	2020/03/09	王鹏、柳远征、曹媛	煤炭企业信用评级方法（V.3）	点击阅读全文
AAA/稳定	19 阳煤 MTN001	AAA	2018/08/09	肖尧、贾安琪、陈迪迪	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AAA/稳定	18 阳煤 MTN003	AAA	2018/06/22	孙瑞、王思明、贾安琪	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AAA/稳定	-	-	2010/11/26	王锋、吕向东	行业信用评级方法总论	点击阅读全文
AA+/正面	-	-	2010/05/07	胡晓群、王锋	行业信用评级方法总论	点击阅读全文
AA+/稳定	-	-	2009/01/16	屈新琼、董晓文	没有可查历史信息	点击阅读全文
AA/稳定	-	-	2006/10/15	冯忠民、张小川	没有可查历史信息	点击阅读全文

评级报告声明

为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、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象与大公、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、评级对象之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，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。

三、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和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象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/发布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、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 MTN003	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
19 阳煤 MTN001	5.00	5.00	2019.01.21～2022.01.21	偿还公司本部及子公司金融机构借款及非金融企业债务融资工具	已按照募集要求使用
20 阳煤 MTN002	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
20 阳煤 MTN006	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
20 阳煤 MTN007	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
20 阳煤 MTN008	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
20 阳煤 CP016	10.00	10.00	2020.09.25～2021.09.24	偿还公司有息债务	已按照募集要求使用
20 阳煤 CP017	10.00	10.00	2020.09.24～2021.09.24	偿还公司有息债务	已按照募集要求使用
20 华阳新材 CP020	10.00	10.00	2020.12.22～2021.12.22	偿还公司本部的银行借款及债务融资工具	已按照募集要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

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，是原煤炭工业部直属的 94 家国有重点煤炭企业之一，1998 年 4 月改制为国有独资公司，2005 年 12 月债转股完成，2020

年 10 月 26 日，公司更名为“华阳新材料科技集团有限公司”。截至 2021 年 3 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 59.78%，中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达资产”）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 5.55%；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”）分别持有山西国资和焦煤集团 100%股权，为公司的实际控制人。

截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内拥有两家上市子公司，分别为华阳股份（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），公司最终持股比例分别为 58.34%和 24.19%。截至 2021 年 3 月末，公司因融资需求质押华阳股份总股份数为 701,519,120 股，占华阳股份总股本的 29.17%，占公司所持华阳股份总股份数的 50.00%；质押阳煤化工总股份数为 287,337,300 股，占阳煤化工总股本的 12.09%，占公司所持阳煤化工总股份数的 50.00%。

公司目前仍是以煤炭产业为基础，以电力、铝业、煤化工为主导产业，以建筑房地产开发、煤机制造、磁性材料、建材、煤层气开发利用为支持产业的特大型企业集团。2020 年，公司获得美国《财富》杂志世界 500 强第 499 位，中国 500 强企业第 303 名，中国煤炭企业 50 强第 11 位，2020 年中国煤炭企业煤炭产量千万吨以上企业排名第 9 位。

随着山西省涉煤企业专业化重组的推进，公司资产划转涉及资产规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等的影响具有一定不确定性，后续需持续关注；公司将聚焦新材料产业，但考虑到市场环境和项目投资等因素，转型发展存在一定不确定性。

2020 年山西省涉煤企业专业化重组拉开帷幕，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，公司于 2021 年 4 月 12 日与潞安化工集团有限公司（以下简称“潞安集团”）签订了所属 6 家公司的管理权移交协议，并于 2021 年 6 月 28 日签署了《山西潞安化工有限公司增资协议书》（以下简称“《增资协议》”），双方拟定华阳新材料以包含华阳新材料持有的全部阳煤化工 24.19%股权在内的部分资产作为增资标的对潞安集团控股子公司山西潞安化工有限公司（以下简称“潞安化工”）实施增资，交割日为《增资协议》签署日当月的最后一天。2021 年 6 月 11 日，公司发布公告称，将于近期划转 19 家子公司至晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股”），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，简单加和总资产达 1,611.52[1]亿元，占公司资产比重为 62.26%，净资产达 254.36 亿元，占公司净资产的比例为 43.80%，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，涉及资产规模较大，占公司总资产比重较高；上述重组事项正在进行当中，未来随着资产划转方案的确定及推进，需持续关注上述重组事项进展及对公司未来经营活动、财务状况的影响。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，产业转型发展推进考虑到市场环境、项目投资及周期等因素，尚存在一定不确定性。

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，形成了决策机构、监督机构和管理层之间的协调制衡机制。股东会是公司的权利机构，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；监事会负责监督董事会的决策行为及其落实，经营管理层负责公司的日常生产经营管理工作。根据公司章程，董事会成员应为 13 人，监事会成员应为 5 人，但因山西省国资委尚未任命，截至 2020 年末，公司实际董事会成员 10 名，其中董事长 1 名，副董事长 2 名，董事 6 名，外部董事 1 名；监事会成员 4 名。公司治理结构尚未完善，未来或将对公司正常经营和管理产生影响。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司共 60 家。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 6 月 4 日，公司有 2 笔已结清次级贷款，已分别于 1998 年 12 月 4 日和 2008 年 9 月 26 日结清。截至本报告出具日，公司本部及子公司在公开债券市场发行多期债务融资工具，已到期债务融资工具均已按时还本付息，未到期债务融资工具均已按时付息。

[1] 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、净资产均未在华阳集团 2020 年度合并报表总资产范围内。

偿债环境

2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。2020 年以来，煤炭供需格局呈现先松后紧趋势，煤炭价格前期下行而后波动回升。山西省涉煤企业专业化重组的持续推进，有利于促进区域煤炭竞争环境优化及产业结构升级发展。

（一）宏观政策环境

2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体,预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，2020 年我国经济运行稳步复苏，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020 年我国国内生产总值（以下简称“GDP”）达到 101.60 万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长 2.3%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，三季度同比增长 4.9%，四季度同比增长 6.5%。2021 年上半年，我国经济复苏进程整体稳健，GDP 同比增速 12.7%，两年平均增速 5.3%[2]，经济持续恢复增长。

2021 年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国将能够高质量完成《政府工作报告》中设定的经济增长、就业、物价等预期目标。与此同时，面对后疫情时代，党的十九届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上做出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（二）行业环境

2020 年，煤炭行业深入推进煤炭结构性去产能，促进行业高质量发展；受疫情影响煤炭供需格局呈现先松后紧趋势，煤炭在能源消费占比进一步下降；随着煤炭企业兼并重组，行业集中度进一步提升。

2020 年，煤炭行业深入推进煤炭结构性去产能，组织实施年产 30 万吨以下煤矿分类处置，关闭退出落后煤矿 450 处以上，且持续推进煤炭优质产能释放，

[2] 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。

年产 120 万吨及以上煤矿产能达到总产能的四分之三，进一步向资源富集地区集中。此外还侧重系统性、结构性去产能、系统性优产能与总量控产能，强调“上大压小，增优减劣”；同时侧重强调煤炭产业高质量发展，重点关注优质产能释放、煤矿生产安全、产业结构优化、清洁利用及煤矿智能化发展等，引导先进产能投放，并且强调加快煤炭行业向生产规模化、生产智能化、管理信息化、产业分工专业化、煤炭利用洁净化的方向转变，深入推进煤炭行业转型升级与优质发展。

煤炭供需方面，根据汾渭能源统计，截至 2020 年末，全国共有各类煤矿产能 54 亿吨，其中生产矿井产能 38.85 亿吨，建设矿井产能 14 亿吨。2020 年，国家能源局核准批复产能 4,260 万吨/年，较 2019 年有所下降，新增产能释放力度仍将有所放缓。产量情况，2020 年年初受疫情影响导致短期内煤炭产量下降，后在保供应政策支持下，煤炭供给弹性逐步恢复，产地煤炭产量小幅增长，2020 年原煤产量达 39.0 亿吨，同比增长 1.4%，增速有所下降；煤炭进口方面，煤炭进口量呈现收紧状态，10 月份随着澳煤进口被叫停，煤炭进口量环比大幅下滑。煤炭需求方面，2020 年，全年能源消费总量 49.8 亿吨标准煤，比上年增长 2.2%，其中煤炭消费量增长 0.6%，增速有所放缓。同期，煤炭消费量占能源消费总量的 56.8%，同比下降 0.9 个百分点，呈持续下降趋势。2021 年一季度，原煤产量累计 9.7 亿吨，同比增长 16.0%。

行业集中度方面，煤炭生产格局继续向资源禀赋好、竞争能力强的晋陕蒙甘宁地区集中，中东部地区一些开采条件差、煤质差、资源枯竭的煤矿基本退出，煤炭生产主要集中在全国 14 个煤炭大型基地。2020 年，随着煤炭集团的整合拉开帷幕，企业兼并重组的增加，行业集中度进一步提升。2020 年，山西、内蒙古及陕西原煤产量皆保持增长，三省产量合计占全国原煤产量的 73.24%，同比提高 2.75 个百分点，供给区域集中度进一步提升。同时煤炭企业继续推进企业的兼并重组与减负，行业集中度将进一步提升。

2020 年前期因疫情影响下游需求不足，煤炭价格下行触底，而后随产地供给趋紧及下游需求回升而波动回升，行业利润有所下滑；2021 年以来煤价保持高位但有所波动，行业利润大幅提升；受永城煤电控股集团有限责任公司违约事件等影响，行业内煤企融资规模明显缩减，短期内煤企融资承压。

从煤炭价格走势来看，2020 年年初疫情期间煤炭价格下行明显，而后波动回升，其中由于冬季供暖储煤需求带来下游需求旺盛，叠加晋陕蒙安全检查、严格限制进口等因素，煤价快速上涨并自 9 月份超过去年同期水平，动力煤中长期合同（5500 大卡下水煤）价格在 5 月探底后反弹持续回升；2021 年年初，煤炭价格保持高位但有所波动，3 月煤价有所下降，之后反弹并保持高位。

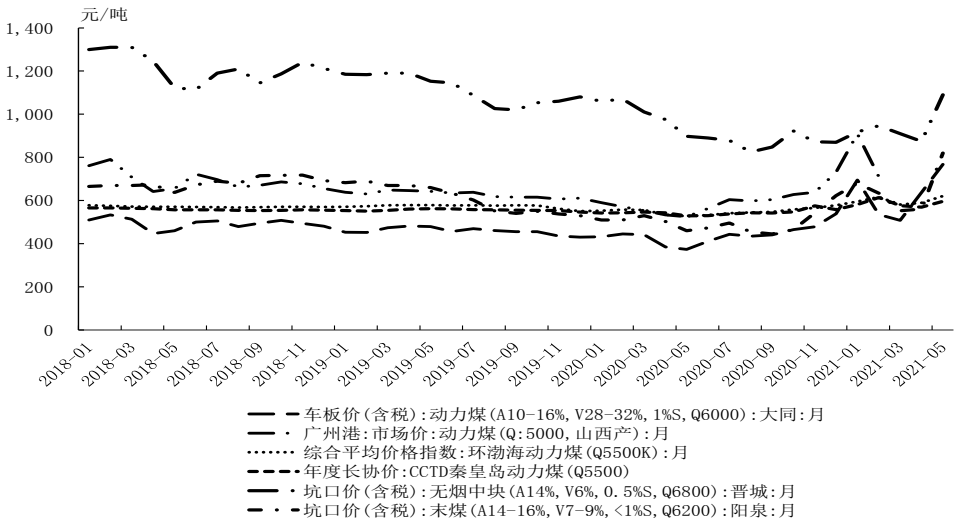


图 1　2018 年以来我国动力煤和无烟煤价格情况（单位:元/吨）

数据来源：Wind

从行业利润来看，受煤炭价格下行影响，2020 年行业利润有所下滑，2021 年年初随着煤炭价格高位运行而大幅增长。2020 年，煤炭开采和洗选业利润总额累计值为 2,222.70 亿元，同比下降 21.1%；营业收入累计值为 20,001.90 亿元，同比下降 8.4%。2021 年一季度，利润总额累计值为 808.80 亿元，同比大幅增长 94.3%，营业收入累计值为 5,621.10 元，同比增长 29.6%。

受 2020 年 11 月永城煤电控股集团有限责任公司（以下简称“永煤控股”）债券实质违约事件等影响，煤企债券融资规模明显缩减，融资成本提升，债券信用利差激增。短期内煤企融资环境趋严，而由于矿建等资本支出、短期债务负担较重等因素，融资偿付支出压力较大；长期来看，煤企仍存在较大融资需求及投资支出，煤企融资分化加剧。

（三）区域环境

山西省涉煤企业专业化重组的持续推进，有利于促进区域煤炭竞争环境优化及产业结构升级发展。公司作为山西煤企整合中承接新材料发展方向的主要主体，后续整合进展对公司未来经营的影响具有一定不确定性。

山西省是全国煤炭大省，煤炭产量居我国前列，2020 年原煤产量 10.63 亿吨，位居全国第一。去产能方面，山西省积极推进去产能政策，“十三五”期间山西省累计化解煤炭过剩产能 11,586 万吨/年，退出总量居全国第一。安全改造方面，山西省第十二届人民代表大会常务委 2016 年修订通过、2017 年 3 月开始实行的《山西省安全生产条例》进一步强化了生产经营单位安全生产的主体责任，明确规定了县级以上人民政府应当履行的责任，强化了法律责任追究等；2020 年 11 月，山西省人民政府办公厅发布了《山西省加强煤矿安全生产工作的特别规定》，进一步明确了停产整顿的情况以及安全事故的处罚和追责。2019 年开

始实施的《汾渭平原 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》强调推动散煤治理和燃煤锅炉综合整治，推动焦化行业结构升级，加快煤炭、焦炭运输“公转铁”进程；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 2020 年到 2022 年推动 10 座智能化示范煤矿和 50 个智能化综采示范工作面建设；2025 年全省大型煤矿、灾害严重煤矿及其他具备条件煤矿基本实现智能化；2030 年各类煤矿基本实现智能化。

2020 年，山西省涉煤企业专业化重组拉开帷幕，山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）吸收合并山西煤炭进出口集团有限公司，并已完成国有股权无偿划拨的协议签署工作；10 月，由大同煤矿集团有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、晋能集团有限公司联合重组，并同步整合山西潞安矿业(集团)有限责任公司、华阳新材料相关资产和改革后的中国(太原)煤炭交易中心而成立的晋能控股完成工商设立；2021 年 4 月，华阳新材料将所属 6 家子公司管理权移交给潞安集团，并拟通过将所持有阳煤化工股份有限公司 24.19%股权对潞安集团控股子公司山西潞安化工有限公司进行增资扩股，并于 2021 年 6 月 28 日签署了《山西潞安化工有限公司增资协议书》；2021 年 6 月，公司分别将 19 家和 9 家公司划转给晋能控股和潞安集团并置换对应股权。此次山西省涉煤企业专业化重组或将改变山西煤炭发展格局，实现资源整合和聚焦，优化煤炭发展环境，推动区域煤炭结构优化升级和可持续化发展。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，且作为此次改革中新材料方向的主要承接主体，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，面临良好的区域政策环境。但由于公司转型过程中涉及一定资产划转且规模较大，后续整合进展对公司未来经营的影响具有一定不确定性。

财富创造能力

公司煤炭业务仍是利润的主要来源，非煤业务占收入比重较大，但占利润比重相对较小，盈利能力仍较弱；2020 年，公司营业收入、毛利润和毛利率均小幅下降。2021 年一季度，受益于主要产品价格上行以及销量增加，盈利能力大幅提升。

公司主要经营煤炭及化工等业务，煤炭业务仍是公司的核心业务，盈利能力较强，非煤业务占收入比重较大，但占利润比重相对较小，盈利能力仍较弱，非煤业务包括化工、铝业和物流贸易构成，其中贸易收入占公司收入比重较大但利润仍较小，另有部分装备制造、建筑地产和金融等其他辅助性业务。2020 年受煤炭市场下行和铝业经营规模下降等影响，公司营业收入、毛利润和毛利率均小幅下降，盈利能力继续降低。2021 年一季度由于主要产品价格上行以及销量增加，盈利能力大幅提升。

分板块来看，2020 年，受煤炭价格下行影响，煤炭板块收入和毛利润均同比小幅下降，但毛利率仍保持在较高水平；同期，公司化工板块营业收入因化工贸易增幅明显而有所增加，但由于贸易板块毛利较低导致化工板块毛利率所下降；同期，由于铝电贸易规模减小以及氧化铝停产导致铝业板块营业收入和毛利润均有所下降，且由于铝业板块发电成本较高导致利润空间较小，毛利率保持在较低水平；同期，公司物流贸易规模持续扩大，但公司物流贸易板块利润空间较窄，毛利率和毛利润均较低。

表2 2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**449.56**	**100.00**	**1,736.83**	**100.00**	**1,760.07**	**100.00**	**1,737.97**	**100.00**
煤炭	101.91	22.67	292.59	16.85	306.45	17.41	314.10	18.07
化工	178.06	39.61	598.97	34.49	558.03	31.70	589.68	33.93
铝业	57.61	12.82	182.12	10.49	242.49	13.78	274.15	15.77
物流贸易	92.78	20.64	533.08	30.69	491.32	27.91	399.26	22.97
其他	19.20	4.26	130.07	7.48	161.79	9.19	160.78	9.25
毛利润	**51.76**	**100.00**	**159.90**	**100.00**	**168.58**	**100.00**	**189.18**	**100.00**
煤炭	42.08	81.30	120.58	75.41	126.37	74.96	141.37	74.73
化工	6.57	12.69	19.48	12.18	21.28	12.63	26.83	14.18
铝业	0.77	1.49	2.42	1.52	3.21	1.90	3.90	2.06
物流贸易	0.73	1.41	2.87	1.80	2.60	1.54	2.19	1.16
其他	1.61	3.11	14.55	9.09	15.12	8.97	14.88	7.87
毛利率		**11.51**		**9.21**		**9.58**		**10.88**
煤炭		41.29		41.21		41.24		45.01
化工		3.69		3.25		3.81		4.55
铝业		1.34		1.33		1.32		1.42
物流贸易		0.55		0.54		0.53		0.55
其他		9.39		9.10		9.35		9.26

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，公司营业收入和毛利润同比增幅均较大，毛利率同比小幅增加，主要由于煤炭、化工以及电解铝等主要产品价格上行以及销量增加导致各主要业务板块营业收入、毛利润及毛利率均有所提升，其中化工和铝电板块毛利润增幅较大。

（一）煤炭

公司是我国重要的无烟煤和冶金喷吹煤生产基地之一，煤炭资源储量丰富，规模优势仍明显；“阳优”牌无烟煤具有较高的品牌知名度和美誉度。公司资产划转涉及多个主要在产矿井，或将对公司未来煤炭业务产生较大影响。

公司煤炭板块的主要生产实体仍是公司本部和华阳股份，其中公司本部主要

从事煤炭生产业务以及原材料销售、后勤运输等其他业务，华阳股份主要从事煤炭生产和洗选加工、电力及热力的生产与销售。2020 年，受煤炭市场价格下行影响，华阳股份净利润同比有所下滑，2021 年 1～3 月因煤炭价格上涨而明显增长。

表 3　2020 年及 2021 年 1～3 月煤炭业务主要经营主体部分财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	期间	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	2021年1～3月	618.41	58.44	107.74	6.15	12.95
	2020 年	574.83	54.76	311.81	16.62	39.67

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是国家规划的 14 个大型煤炭基地之“晋东煤炭基地”的重要组成部分，也是首批 19 个煤炭国家规划矿区之一。公司煤炭资源储量丰富，并积极开展兼并重组，是我国重要的无烟煤基地之一，生产规模优势仍明显。

表 4　截至 2021 年 3 月末公司主要矿井情况

项目	核定能力（万吨）	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	剩余可采年限（年）
华阳一矿	850	80,235.3	45,649.3	42.5
华阳二矿	810	69,079.0	34,224.9	29.2
华阳五矿	770	70,776.5	30,304.9	27.1
寺家庄矿	500	107,497.4	59,433.9	83.9
新景矿	450	91,112.9	55,237.1	77.9
开元矿	300	33,825.5	14,506.4	33.5
新元矿	300	133,202.2	65,716.3	155.5
长沟煤矿	180	4,261.3	1,349.0	4.4
新大地矿	150	4,847.2	3,672.2	16.5
孙家沟	120	17,651.6	8,069.9	47.0
平舒煤业	90	12,479.4	8,282.7	64.7
石港煤业（停产）	90	4,806.9	1,075.5	7.5
合计	**4,610**	**629,775.2**	**327,522.1**	**-**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年 3 月末，公司现有生产矿井 26 个，目前生产矿井的核定能力合计为 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，部分矿井存在年产量超过核定产能情况。2021 年 6 月 11 日，公司发布资产划转公告，拟将华阳五矿、寺家庄矿、新元矿等划转给潞安集团，并且将长沟煤矿、石港煤矿等划转给晋能控股。此次资产划拨涉及多个主要在产矿井，划转完成后或将对公司未来煤炭业务产生较大影响。公司在建拟建矿井主要为七元矿和泊里矿，合计核定生产能力为 1,000 万吨/年，随着在建矿井的投产，有望在一定程度上抵消公司未来部分煤炭资产划转带来的影响，维持公司煤炭产能规模优势。公司的

煤炭产品仍分为洗块煤、洗粉煤、选末煤和副产品四个系列，共计 23 个品种，其中有 16 个荣获国家、部、省优质产品称号，广泛用于电力、冶金、化工和建材行业。公司盛产的“阳优”牌无烟煤具有低硫、低灰、发热量高、可磨性好等特点，在全国用户中有较高的品牌知名度和美誉度。此外，公司是我国主要的冶金喷吹煤基地之一，喷吹煤是焦炭的替代品，符合节能降耗要求，具有良好的发展前景。

2020 年以来，公司煤炭产销量均继续增长；2020 年因成本降幅不及煤炭价格下行幅度，煤炭业务盈利空间有所收窄，而 2021 年一季度因价格回升高位，盈利空间有所提升。

2020 年以来，公司煤炭产销量均继续保持增长，2020 年产量和销量同比分别增长 7.63%和 6.75%，增幅均继续保持在 6%上；2021 年 1～3 月因市场需求增加导致产量和销量同比增幅较 2020 年明显扩大。

表 5　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司煤炭产销量及价格情况

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
产量（万吨）	2,066	7,579	7,042	6,965
销量（万吨）	2,251	8,181	7,664	7,216
产销率（%）	108.95	107.94	108.83	110.99
均价（元/吨）	434	347	394	423
平均成本（元/吨）	260	210	239	243

数据来源：根据公司提供资料整理

公司生产成本仍主要来自于职工薪酬、材料和安全费等，其中职工薪酬占公司吨煤生产成本比重仍较高。2020 年，受益于公司加强成本管控，提高管理和生产效率，煤炭平均生产成本逐年递减，但由于成本降幅不及价格下降幅度，盈利空间有所收窄。2021 年 1～3 月，由于材料价格增幅较大导致吨煤成本同比增长 9.38%，但同期煤炭价格保持高位，盈利空间有所增加。

表 6　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司吨煤成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
材料	39.47	25.22	27.98	29.54
职工薪酬	63.92	66.02	82.13	84.07
电力	16.90	13.87	15.37	14.85
安全费	27.91	26.00	27.70	28.14
其他[4]	111.79	78.92	85.90	86.02
合计	**259.99**	**210.04**	**239.08**	**242.62**

数据来源：根据公司提供资料整理

[3] 公司存在部分外购煤，规模较小。
[4] 其他成本主要为折旧费、设备租金费、维修费等。

从产品销售品种来看，2020 年，以电厂用煤为主的洗选煤仍是公司主要煤炭销售品种，占煤炭总销量比重仍较高，销量持续增加；同期，由于市场需求较小，粒级煤销量有所下降；同期，精煤销量小幅增加，其余煤种销量仍保持较小规模。2021 年 1～3 月，选洗煤销量同比有所增加，其余煤种销量变化均不大。2020 年，受煤炭市场下行影响，除混煤和煤矸石外其余主要煤种价格均有所下降，其中精煤价格下降较为明显；2021 年 1～3 月，各煤种价格均有所回升。

表 7　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司分煤种销售情况（单位：万吨、元/吨）

品种	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
洗选煤	1,788	404	6,331	323	5,961	349	5,494	362
精煤	194	853	795	610	677	774	731	833
粒级煤	134	669	476	584	494	665	530	700
煤泥	90	209	359	135	322	155	327	193
混煤	19	278	118	262	130	200	40	200
煤矸石	24	58	97	53	72	43	92	72
合计[5]	**2,251**	**434**	**8,181**	**328**	**7,664**	**394**	**7,216**	**423**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍与多家大型战略客户合作关系保持稳定，并建立专业公司的销售网络，为其长期持续经营提供了有利保障。

公司煤炭销往华北地区、东北地区及南方地区，其中华北是最主要的销售区域。2020 年，华北地区、东北地区及南方地区销售收入分别约占煤炭收入的 76%、17 及 5%，收入占比较为稳定；2021 年 1～3 月，上述三个区域销售收入分别约占煤炭收入的 77%、17%及 4%。公司煤炭销售仍以铁路运输为主，公路运输为辅，2020 年以来铁路运输占比保持在 60%以上。

公司市场仍定位于大工业用煤，用户主要为大型电厂、钢厂和化工厂，客户集中度较高。公司与鞍钢股份有限公司等大型钢铁厂以及华能国际电力股份公司等电厂战略合作关系保持稳定，为其长期持续经营提供了有利保障。2020 年公司前五大客户销售额占比 18.57%。公司结合分地区销售和分产品销售两种模式，形成了专业公司的销售网络，专业公司包括电煤公司、公路公司、出口公司等。

煤炭属于高危作业行业，公司始终面临一定的安全生产风险。2021 年 3 月公司发生一起较大煤与瓦斯突出事故，对公司经营产生一定不利影响。

煤炭属于高危作业行业，仍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。2021 年 3 月 25 日，子公司山西石港煤业

[5] 包含少量外购中煤。

有限责任公司（以下简称“石港煤业”）15210 进风掘进工作面发生较大煤与瓦斯突出事故，4 人死亡。根据山西省人民政府安全生产委员会办公室通报结果，责令石港煤业停产整顿，暂扣安全生产许可证，责令石港煤业必须按照本质安全的要求进行智能化改造，验收达标后才能批准恢复生产，责令华阳股份总经理武学刚就地辞职，对该矿通风区长兼矿长助理、分管防突副矿长 2 人给予行政撤职处分，对该矿矿长、安全副矿长、总工程师及华阳股份通风部分管防突副部长等 4 人给予免职处理。石港煤业年产能 90 万吨/年，目前石港煤业仍在停工整改中。

（二）化工

公司化工板块仍主要为化工和化肥产品的生产和销售，2020 年受市场行情影响，主要产品销量和价格有所下滑；2020 年阳煤化工因股权处置收益较大导致净利润由亏转盈。公司拟将多个化工板块主要公司划转给潞安集团，未来公司化工业务经营存在一定不确定性。

公司化工板块仍主要为化工和化肥产品的生产和销售、化工贸易等，其中子公司阳煤化工仍是化工板块的经营主体，主要生产尿素、聚氯乙烯等产品，并开展化工机械设备的生产和销售等装备制造和化工贸易业务，2020 年贸易规模增长较大，但由于毛利率较低，对化工板块毛利润的贡献较小。2020 年阳煤化工因优化重组工作逐步推进导致股权处置收益较大[6]，净利润由亏转盈。

表 8　2020 年及 2021 年 1～3 月公司化工业务主要经营主体部分财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	时间	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
阳煤化工	2021 年 1～3 月	251.21	74.12	44.09	1.49	5.11
	2020 年	242.15	73.78	179.50	2.37	27.95

数据来源：根据公司提供资料整理

公司化工和化肥产品生产和销售为化工板块收入的主要来源，其中以烧碱等为主的化工产品利润空间较大，为化工板块利润的主要来源，以尿素等为主的化肥产品产量较高，对化工板块利润形成一定补充。

2020 年，受疫情和出口环境的影响，除碳酸氢铵和复合肥销量增加外，其余主要化工产品销量均有所下降，烧碱和尿素价格明显下降。2021 年 1～3 月，由于市场行情回暖，除烧碱外其余主要产品价格均有所增加，尿素由于产能下降导致产销量同比有所下降，碳酸氢铵由于市场需求减小导致销量同比小幅下降，其余主要产品销量均有所增加。

根据公司 2021 年 6 月 11 日发布的资产划拨公告，公司拟将阳煤化工、阳煤

[6] 2020 年 4 月 7 日，阳煤化工股份有限公司第十届董事会第八次会议审议通过了《阳煤化工股份有限公司关于拟进行资产重组的议案》，将持有的阳煤集团深州化工有限公司 54.6%股权、阳煤集团寿阳化工有限公司 100%股权、阳煤丰喜肥业（集团）有限责任公司 100%股权、河北阳煤正元化工集团有限公司 100%股权转让予阳泉煤业化工集团有限责任公司（华阳新材料子公司），于 2020 年 10 月 31 日完成交易。

集团太原化工新材料有限公司（以下简称“太化新材料”）等多个化工板块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》，划转完成后，阳煤化工将不再纳入公司合并范围，未来公司化工业务经营存在一定不确定性。

表 9　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

品种			2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
化工产品	聚氯乙烯	均价	5,866	5,866	5,851	5,779
		产量	5.71	25.00	27.23	23.99
		销量	5.53	24.95	27.39	23.98
	烧碱	均价	1,240	1,471	2,111	2,477
		产量	10.18	41.50	43.91	40.46
		销量	10.12	40.63	43.69	39.14
化肥产品	尿素	均价	1,720	1,463	1,606	1,708
		产量	94.86	375.92	386.45	329.84
		销量	82.97	357.21	364.70	324.79
	碳酸氢铵	均价	550	534	518	526
		产量	6.31	32.65	31.45	33.80
		销量	6.43	32.78	32.24	32.96
	复合肥	均价	2,040	1,835	1,987	1,973
		产量	3.69	17.76	11.86	9.66
		销量	2.94	16.58	10.59	10.69

数据来源：根据公司提供资料整理

公司化工生产工艺成熟，其中甲醇生产主要是采用联醇工艺，该方法较行业普遍采用的合成法具有节省原材料的成本优势；烧碱的生产采用离子膜法，该方法的主要成本为电力支出，而电力的供应完全由该业务经营主体自配电厂供给，与同行业其他厂商相比，具有用电成本低的优势。技术研发方面，公司注重技术及新产品研发，拥有自己的研发中心，近年来研发了多项国家级、省级新技术，截至 2020 年末，公司拥有多项专利和 3 个升级技术中心，拥有院士工作站、省级企业技术中心、国家级工程研究中心，2020 年获批国家级博士后工作站，入选“国家百户科改示范行动企业”。

（三）铝业

2020 年，受氧化铝停产和电解铝销量下降影响，铝业板块盈利能力仍保持在较低水平，主要经营主体继续亏损。

子公司山西兆丰铝业有限责任公司（以下简称“兆丰铝业”）仍为公司氧化铝的生产主体，公司持股比例为 33.24%,2020 年因经营状况较差导致氧化铝停产，持续亏损；山西兆丰铝电有限责任公司（以下简称“兆丰铝电”）仍是公司电解铝的生产及贸易业务主体，公司持股比例为 100.00%，由于用电成本较高以及全国铝电产能过剩影响下电解铝价格不高导致兆丰铝电持续亏损，2021 年一

季度随着电解铝价格上涨以及成本下降转亏为盈。

表 10　2020 年及 2021 年 1～3 月铝业主要经营主体部分财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	时间	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
兆丰铝业	2021 年 1～3 月	45.93	86.92	-[7]	-0.36	-
	2020 年	46.28	86.24	0.97	-2.15	0.02
兆丰铝电	2021 年 1～3 月	40.75	105.54	53.72	0.18	0.78
	2020 年	35.80	106.35	167.27	-1.51	1.35

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 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。产销量方面，2020 年，受市场行情影响，氧化铝、电解铝产销量均继续下降；成本方面，氧化铝停产，电解铝因材料成本降低而有所下降；价格方面，受市场影响，氧化铝价格继续下降，电解铝价格有所上升。公司氧化铝、电解铝利润空间均较窄，其中电解铝仍呈成本价格倒挂情况。

表 11　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司铝业产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

品种		2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
电解铝	均价	14,522	12,356	12,049	12,035
	成本	13,241	12,898	14,117	14,237
	产量	3.05	12.32	12.46	15.06
	销量	2.90	12.39	12.48	15.06
氧化铝	均价	-	2,158	2,483	2,551
	成本	-	-	2,374	2,321
	产量	-	-	58.40	75.66
	销量	-	1.05	59.70	73.85

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，公司氧化铝停产，无销售经营活动。电解铝由于市场景气度回升带动销售均价同比提高 21.50%、产销量均有所提高，成本同比小幅下降。

（四）物流贸易

2020 年，公司物流贸易收入规模继续扩大；上下游客户集中度仍处于较高水平。

公司物流贸易产品仍主要为钢材、铁矿石及化工产品等，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”）。2020 年，公司贸易板块营收规模继续扩大，但由于毛利较低，对公司净利润贡献仍较小。

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

[7] 兆丰铝业 2021 年 1～3 月未实现营业收入。

材等产品，2020 年实现净利润 1,655.19 万元。物资经销公司对外采购客户主要为山西焦煤集团国际贸易有限责任公司和山西潞安煤炭经销有限责任公司等，2020 年对外采购前五大客户交易额占比 26.63%；对外销售客户主要为陕西有色集团贸易有限公司和同至嘉（上海）国际贸易有限公司等，对外销售前五大客户交易额占比 31.84%，下游客户集中度仍较高。

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，2020 年实现净利润 831.51 万元。2020 年，国贸公司对外采购客户主要为兰州新区华亿资产经营管理有限公司和广西交通实业有限公司等，对外采购前五大客户交易额占比为 62.74%；对外销售客户主要为广西广投银海铝业集团有限公司和广西投资集团银海铝业有限公司等，对外销售前五大客户交易额占比 95.29%，上下游客户集中度仍很高且同比有所增加。

偿债来源与负债平衡

2020 年，受煤炭市场下行及减值损失增加等影响，公司盈利能力继续下降，经营性现金流持续净流入且规模有所增长，对利息和债务保障能力有所提高；清偿性偿债来源主要为可变现资产，仍以非流动资产为主，货币资金规模大但受限占比高，其他应收款规模较大且关联方往来款占比较高，对资金形成一定占用。

（一）偿债来源

1、盈利

2020 年，受煤炭市场下行影响，公司营业利润和净利润同比均有所下降，盈利水平继续降低，减值损失明显增加，非经常性损益对利润影响明显增大，且未来仍存在一定不确定性；2021 年 1～3 月，受主营产品价格回升及销量增加等影响，盈利能力大幅提升。

2020 年，公司营业收入有所下降，受煤炭市场下行影响，营业利润和净利润同比均有所下降，盈利能力继续降低。同期，受益于公司成本管控，公司期间费用规模和期间费用率均有所下降，仍以管理费用及财务费用为主。

非经常性损益方面，2020 年，公司投资收益主要为处置长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益，由于处置阳泉煤业（集团）平定泰昌煤业有限公司（以下简称“泰昌公司”）股权同比有所增加。同期，公司资产处置收益大幅下降，主要由于 2019 年公司处置固定资产收益规模较大。同期，公司信用减值损失同比大幅增加，均为坏账损失，主要为因泰昌公司破产清算导致对其应收款计提损失 4.37 亿元，其余主要为按账龄计提的应收账款坏账准备。同

期，公司资产减值损失增幅明显[8]，主要为计入资产减值损失的应收账款和其他应收款坏账损失 1.13 亿元，以及计提存货跌价损失 0.83 亿元以及对兆丰铝业等 3 家[9]公司进行商誉减值损失 0.71 亿元。非经常性损益科目受坏账和减值计提以及股权和金融资产等带来的投资收益影响较大，对利润的影响度明显加大，且非经常损益未来存在一定不确定性。

表 12　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
营业收入	449.56	1,736.83	1,760.07	1,737.97
营业成本	397.80	1,576.93	1,591.48	1,548.79
毛利率	11.51	9.21	9.58	10.88
期间费用	30.95	124.41	136.87	136.45
管理费用	14.15	61.76	64.49	64.60
财务费用	13.72	52.86	58.47	58.62
销售费用	2.56	4.51	8.91	8.71
研发费用	0.53	5.28	5.00	4.52
期间费用率	6.88	7.16	7.78	7.85
其他收益	0.33	5.41	5.48	6.59
投资收益	0.48	7.76	5.19	2.84
资产处置收益	-0.42	0.30	4.71	-0.20
信用减值损失	-0.19	7.43	1.07	-
资产减值损失	0.38	3.53	1.01	2.22
营业利润	12.82	10.92	15.49	29.23
营业外收支净额	-0.21	1.02	1.09	-1.86
利润总额	12.61	11.95	16.58	27.37
净利润	9.35	0.94	2.55	7.11
总资产报酬率	1.14	3.08	3.51	3.97
净资产收益率	1.65	0.16	0.44	1.28

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，由于主要销售产品价格上行以及销量增加，公司营业收入同比增长 44.04%，毛利润同比大幅增加，煤炭等业务盈利水平有所提升，加之期间费用率有所降低，营业利润和净利润同比分别增加 11.33 亿元和 9.22 亿元，增幅明显，盈利能力大幅提升。

[8] 截至 2020 年末，公司合并范围内有部分公司执行新金融工具准则的公司，有部分公司执行执行旧金融工具准则的公司，所以对于资产减值损失和信用减值损失科目的处理不同。
[9] 山西兆丰铝业有限公司计提 0.46 亿元，昔阳县坪上煤业公司计提 0.20 亿元，山西昔阳运裕煤业公司计提 0.06 亿元。

2、现金流

2020 年以来，公司经营性现金流净流入规模保持增长，对利息和债务保障能力有所提高；投资性现金流净流出规模有所增加；公司在建及拟建项目较多，未来仍存在一定资本支出和融资需求。

2020 年，公司现金回笼情况仍良好，经营性现金流仍保持净流入且规模有所增长，对利息和债务保障能力有所提高；投资性净现金流同比有所增加，主要由于购买潞安集团 50 亿元可续期公司债和太原重型机械集团有限公司（以下简称“太重集团”）20 亿元可续期公司债所致。

表 13　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
经营性净现金流（亿元）	27.22	116.32	68.80	57.22
投资性净现金流（亿元）	-15.13	-167.43	-91.78	-125.57
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	1.18	1.26	0.75	0.65
经营性净现金流/流动负债（%）	1.98	8.63	5.53	4.71
经营性净现金流/总负债（%）	1.35	5.97	3.69	3.14

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，由于营业收入规模增加导致公司销售回款增幅明显，公司经营性净现金流同比增长 24.83 亿元；由于去年同期项目建设投资较大，本期投资性净现金流同比减小 29.32 亿元。

公司主要在建及拟建项目较多，包括煤炭、煤化工、铝业等多个领域，同时开展气凝胶、煤层气制造金刚石等新材料领域项目，其中截至 2021 年 3 月末，华阳股份旗下主要为七元矿建设、泊里 500 万吨技改等项目，预计未来仍需投资 180.98 亿元；截至 2020 年末，公司非煤板块在建项目主要为寿阳博奇电厂项目和西上庄电厂项目，2021 年计划投资 36.02 亿元，拟建项目预计总投资 102.76 亿元，2021 年预计投资 31.81 亿元。公司在建及拟建项目较多，未来仍存在一定资本支出和融资需求。

3、债务收入

公司融资渠道主要有银行借款及债券发行，银行授信规模较为稳定，公司外部融资受行业融资环境变化、山西省涉煤企业专业化重组推进以及公司资产划转等综合影响，需持续关注。2020 年以来，公司筹资性净现金流波动较大。

公司融资渠道仍主要包括银行借款及发行债券。公司与银行及非银行类金融机构保持良好合作关系，银行授信规模较为稳定。截至 2021 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信额度共计 1,532.01 亿元，较 2020 年 9 月末小幅增加，未使用额度 543.62 亿元，较 2020 年 9 月末有所减少，授信较为充足。债券融资方面，截至 2021 年 7 月 31 日，公司本部发行债券存续总额为 432.11 亿元，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 年以来公司发债规模明显下降，且债券发行利率有所增长，公司外部融资受行业融资环境变化、山西省涉煤企业专业化重组推进以及公司资产划转等综合影响，需持续关注。

表 14　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
筹资性现金流入	365.28	1,228.91	1,092.45	1,242.69
借款所收到的现金	270.97	1,064.83	972.85	1,012.81
筹资性现金流出	380.00	1,160.90	1,080.32	1,146.16
偿还债务所支付的现金	333.11	962.50	939.06	982.99
筹资性净现金流	**-14.72**	**68.01**	**12.13**	**96.54**

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年，公司筹资性净现金流保持净流入且规模明显增加，主要由于公司增加借款和发债规模以及发行永续债所致。2021 年 1～3 月，因融资规模下降且偿还到期债务支出较大，公司筹资性现金流转为净流出。随着公司在建及拟建项目的投入，公司未来仍具有一定融资需求。

4、外部支持

公司是国有大型煤炭企业，且作为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多方面政府支持，为偿债来源提供一定的外部支持。

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，面临良好的区域政策环境。政府补助方面，2020 年，公司继续收到增值税退税、补贴、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 5.41 亿元和 0.46 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

2020 年以来，公司资产规模保持增长，仍以非流动资产为主，货币资金规模仍较大但受限占比仍较高；应收类款项规模较大，其中部分款项账龄偏长，其他应收款规模较大且关联方往来款占比仍较高，对资金形成一定占用，且太化新材料被列入失信被执行人，存在一定回收风险。

2020 年以来，公司总资产保持增长，仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主，非流动资产占总资产比重保持在 70%以上。

表 15　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**709.30**	**27.27**	**689.21**	**26.63**	**721.17**	**29.24**	**735.19**	**30.67**
货币资金	266.32	10.24	257.77	9.96	230.35	9.34	216.87	9.05
存货	202.22	7.77	191.66	7.40	183.25	7.43	178.49	7.45
其他应收款	110.76	4.26	111.58	4.31	141.09	5.72	177.73	7.41
应收账款	49.69	1.91	49.70	1.92	52.31	2.12	52.98	2.21
非流动资产合计	**1,892.00**	**72.73**	**1,899.27**	**73.37**	**1,745.30**	**70.76**	**1,661.99**	**69.33**
固定资产	874.65	33.62	773.68	29.89	714.62	28.97	690.14	28.79
在建工程	387.44	14.89	494.31	19.10	511.67	20.75	473.06	19.73
无形资产	285.96	10.99	287.74	11.12	253.26	10.27	247.21	10.31
可供出售金融资产	231.35	8.89	233.44	9.02	158.85	6.44	148.99	6.22
资产总计	**2,601.30**	**100.00**	**2,588.48**	**100.00**	**2,466.47**	**100.00**	**2,397.18**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要为货币资金、存货、其他应收款和应收账款等。2020 年末，公司货币资金规模有所增加，其中银行承兑汇票保证金等受限货币资金占比较高，受限货币资金规模为 161.29 亿元，占货币资金比重为 62.57%，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金等。同期，公司存货同比小幅增加，主要为煤炭化工等在产品和产成品以及房地产开发成本等组成。同期，其他应收款规模由于关联方往来款减少而同比有所下降，但关联方占比仍较高且部分款项账龄偏长，前五大欠款方合计金额占比 78.40%，其中公司持有太化新材料 39.04%股权，截至 2021 年 7 月 31 日，太化新材料因有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务被列为失信被执行人，且太化新材料和山西三维华邦集团有限公司（以下简称“山西三维”）存在多起被执行人信息，款项回收存在一定风险且未计提坏账准备；截至 2020 年末，其他应收款累计计提坏账准备 11.47 亿元，其中 2020 年因泰昌公司破产对其借款计提 4.37 亿元坏账准备，计提比例为 80%，后续回收存在一定不确定性。同期，公司应收账款同比小幅下降，主要为货款和材料款等，占公司总资产比重不大，累计计提坏账准备 10.36 亿元，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内、1～2 年、和 3 年以上的占比分别为 53.53%、23.19%和 16.90%，账龄偏长，存在一定坏账风险；期末前五大欠款方合计 12.11 亿元，占比为 20.16%，集中度不高，累计计提坏账准备 2.59 亿元。截至 2021 年 3 月末，主要流动资产科目较 2020 年末均变化不大。

表 16　截至 2020 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
太原化学工业集团有限公司	关联方往来款	43.34	35.37	-	1 年以内、1-2 年、3 年以上
太化新材料	关联方往来款	33.30	27.18	-	1 年以内
山西三维华邦集团有限公司	关联方往来款	10.13	8.27	-	2 年以上
泰昌公司	投资借款	5.47	4.46	4.37	1 年以上
河北建投能源投资股份有限公司	出资款	3.83	3.12	-	1 年以内
合计		**96.07**	**78.40**	**4.37**	

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产的运转效率来看，2020 年以来，公司存货周转天数有所上升，周转效率有所下降；应收账款周转天数有所下降，周转效率有所提高。2021 年 1～3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 44.56 天和 9.95 天。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、无形资产和可供出售金融资产。2020 年末，随着建设项目的逐步投产，固定资产有所增加，主要为房屋建筑和机器设备等，累计计提折旧 559.03 亿元，累计计提减值准备 5.77 亿元。同期，公司在建工程有所下降，主要由于部分化工项目工程转入固定资产所致。同期，公司无形资产主要为采矿权价款 209.67 亿元和土地使用权 54.01 亿元等，保持增长，2020 年末累计计提减值准备 0.21 亿元。同期，公司可售金融资产主要为可供出售的权益工具，规模较大且明显增加，主要由于购买潞安集团和太重集团可续期债所致。截至 2021 年 3 月末，由于公司部分在建工程投产转入固定资产导致在建工程较 2020 年末降低 21.62%，固定资产较 2020 年末增加 13.05%，其他主要非流动资产科目较 2020 年末变化均不大。

表 17　截至 2020 年末公司受限资产情况（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	161.29	62.57	受限资金
固定资产	69.40	8.97	查封、抵押
在建工程	13.47	2.73	查封、抵押
无形资产	4.03	1.40	抵押
存货	2.54	1.32	查封、抵押
应收款项融资	1.00	4.51	质押
应收票据	0.36	2.92	质押
应收账款	0.26	0.52	抵押
合计	**252.33**	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年末，公司受限资产规模同比增加 32.79 亿元，占总资产和净资产的比重分别为 9.75%和 43.45%，均有所增加，因兆丰铝业与供应商纠纷产生部

分被查封的受限资产。公司货币资金受限规模仍较大且占比仍较高。此外，截至 2021 年 3 月末，公司已质押其持有的华阳股份和化工股份股权分别为 701,519,120 股和 287,337,300 股，分别占公司所持华阳股份和阳煤化工总股数的 50.00%。

（二）债务及资本结构

2020 年以来，公司负债规模保持增长，仍以流动负债为主，资产负债水平有所增加且仍处于较高水平。

2020 年以来，公司总负债规模保持增长，资产负债水平有所增加且仍处于较高水平，债务结构仍以流动负债为主。

表 18　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	**1,357.00**	**66.66**	**1,388.31**	**69.15**	**1,307.96**	**69.16**	**1,178.69**	**64.06**
短期借款	365.11	17.94	336.58	16.76	297.74	15.74	295.23	16.04
应付账款	114.56	5.63	102.68	5.11	115.75	6.12	130.85	7.11
应付票据	291.34	14.31	229.52	11.43	179.62	9.50	122.26	6.64
一年内到期的非流动负债	190.45	9.36	289.66	14.43	400.41	21.17	230.81	12.54
其他流动负债	215.86	10.60	265.16	13.21	153.68	8.13	215.17	11.69
非流动负债合计	**678.68**	**33.34**	**619.38**	**30.85**	**583.18**	**30.84**	**661.35**	**35.94**
长期借款	352.51	17.32	238.32	11.87	299.93	15.86	333.39	18.12
应付债券	237.14	11.65	292.38	14.56	218.61	11.56	278.62	15.14
长期应付款	61.07	3.00	60.48	3.01	37.17	1.97	34.09	1.85
负债总额	**2,035.68**	**100.00**	**2,007.69**	**100.00**	**1,891.13**	**100.00**	**1,840.04**	**100.00**
短期有息债务	1,062.75	52.21	1,120.91	55.83	1,029.29	54.43	863.47	46.93
长期有息债务	650.71	31.97	591.17	29.45	552.34	29.21	644.49	35.03
有息债务合计	**1,713.47**	**84.17**	**1,712.08**	**85.28**	**1,581.64**	**83.63**	**1,507.96**	**81.95**
资产负债率		**78.26**		**77.56**		**76.67**		**76.76**

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、应付票据和一年内到期的非流动负债等。2020 年末，公司短期借款增幅明显，仍主要为信用借款和保证借款。同期，公司应付票据主要为银行承兑汇票，因业务规模增加而有所增长。其他流动负债主要为短期及超短期融资券，因 2020 年新发行短期融资券较多而同比增长明显。同期，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，规模因到期偿付而有所下降。同期，公司应付账款同比有所下降，截至 2020 年末，公司一年以上的应付账款占比为 46.98%，占比有所增加。截至 2021 年 3 月末，由于公司业务规模增加，应付票据和应付账款较 2020 年末分别增长 26.93%和

11.58%，一年内到期的非流动负债由于到期偿付而下降 34.25%，其他流动负债因应付短期融资券余额减小而下降 18.59%，其他主要流动负债科目较 2020 年末均变化不大。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2020 年末，公司长期借款规模有所下降，仍主要为信用借款。同期，公司应付债券因 2020 年发行债券规模较大而大幅增加。同期，公司长期应付款主要为融资租赁款和借款，因子公司新增借款而大幅增加。2021 年 3 月末，公司因到期偿还债务需求较大导致长期借款大幅增加，因转入一年到到期的非流动负债以及 2020 年 1～3 月发行债券规模较少导致应付债券有所下降，其他主要流动负债科目较 2020 年末均变化不大。

2020 年以来，公司有息债务规模继续增长，占总负债比重仍很高，短期有息债务规模较大，仍存在一定短期偿付压力。

2020 年以来，公司有息债务规模继续增长，占总负债比重较高且有所增加。截至 2021 年 3 月末，公司总有息债务占总负债的比重为 84.17%，从债务的期限结构看，1 年内到期的有息债务规模仍较大，占总有息债务的比重仍较高，长期有息债务主要集中在未来 1～3 年内到期。公司短期有息债务规模较大，仍存在一定短期偿付压力。

表 19　截至 2021 年 3 月末公司有息债务期限结构[10]（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	771.41	278.85	280.49	64.46	23.44	2.00	**1,420.65**
占比	54.30	19.63	19.74	4.54	1.65	0.14	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司短期内到期债券规模较大，2021 年以来公司发债规模明显下降，进一步增加了短期偿付压力。

截至 2021 年 7 月 31 日，公司本部发行债券存续总额为 432.11 亿元，其中将于 1 年内到期或行权的债券余额为 253.68 亿元[11]；由于煤炭行业债券市场受永煤控股债券违约等影响短期内有所收紧，2021 年以来公司发债规模明显下降，进一步增加了短期偿付压力。

公司对外担保企业多为关联方，且部分对外担保企业资产负债率较高，其中太化新材料被列为失信执行人，仍面临一定或有风险。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额 99.79 亿元，担保比率为 17.64%。在公司主要的对外担保企业中，太化新材料为公司参股单位，山西世忻铁路运销有限公司为公司联营企业，山西汾西矿业集团有限责任公司、山西煤炭进出口集

[10] 公司所提供的有息债务期限结构未包含应付票据，因利息核算差异导致与报表数有细微差异。
[11] 数据来源：Wind。

团有限公司与公司的最实际控制人均为山西省国资委。

表 20　截至 2021 年 3 月末公司主要对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保企业	担保余额	担保到期时间	担保方式
太化新材料	45.67	2021.05 至 2025.07	连带责任担保
山西煤炭进出口集团有限公司	18.51	2022.05	连带责任担保
山西世忻铁路运销有限公司	17.00	2041.01、2041.02	质押
山西汾西矿业（集团）有限责任公司	7.55	2021.11	连带责任担保
合计	88.73	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司部分对外担保企业资产负债率较高，其中太化新材料被列为失信执行人且存在多起被执行信息，公司面临一定或有风险。

表 21　公司主要对外担保企业 2020 年主要财务指标（单位：亿元、%）

被担保企业	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
太化新材料	209.55	82.31	29.17	-2.87	-12.45
山西煤炭进出口集团有限公司	982.42	77.38	555.50	2.29	41.87
山西世忻铁路运销有限公司	37.13	5.66	34.66	2.10	3.23

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年末，公司无重大未决诉讼。公司于 2021 年 5 月和 7 月涉及两起被执行人信息。

2020 年，公司所有者权益有所增长，未分配利润持续为负且亏损额有所增加；公司其他权益工具规模仍较大且进一步增加，对所有者权益的稳定性产生一定影响。

2020 年，公司所有者权益同比有所增长，仍主要为其他权益工具和资本工具。其中，实收资本和盈余公积同比无变化，分别为 72.65 亿元和 5.82 亿元，资本公积有所增长；公司专项储备主要为安全生产费等，规模有所下降；同期，公司其他权益工具规模较大且因发行永续债而增长至 139.91 亿元，对所有者权益的稳定性产生一定影响；同期，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有所增加。截至 2021 年 3 月末，其他权益工具主要因华阳股份赎回可续期公司债而同比下降 8.49%，未分配利润为-51.64 亿元，因母公司所有者的综合收益总额为正导致规模同比减少 5.42 亿元，公司所有者权益其他主要科目较 2020 年末均变化不大。

2020 年以来，公司经营性现金流净流入规模保持增长，对利息和债务保障能力有所提高；清偿性偿债来源主要为可变现资产，仍以非流动资产为主；公司负债规模保持增长，资产负债水平较高且有所上升，有息债务规模仍较大且继续增长，短期债务规模较大，仍存在一定短期偿付压力。

2020 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.65 倍，同比有所下降，盈利能对利息保障能力有所降低。

公司流动性偿债来源以经营性净现金流和债务收入为主；2020 年，受煤炭市场下行影响，公司盈利能力继续下降；但经营性现金流保持净流入且规模有所增长，对利息和债务保障能力有所提高；公司融资渠道多元，银行授信充足，能获得一定的外部支持，对流动性偿债来源形成有效补充。2020 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.50 倍和 0.36 倍，均有所下降。

公司清偿性偿债来源仍主要为可变现资产，以非流动资产为主，货币资金规模较大，但受限占比仍较高，其他应收款规模较大且关联方往来款占比仍较高，对资金形成一定占用；2020 年以来，公司总负债规模有所增长，资产负债水平较高且有所增长，债务负债较重，同时有息债务规模继续增长，占总负债比重很高，短期有息债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

公司本部偿债能力分析

公司本部资产负债率仍较高，财务费用对利润侵蚀较大，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。

2020 年以来，公司本部总资产持续增长，仍以流动资产为主，其中与关联方往来款的其他应收款和对子公司、联合营企业投资的长期股权投资科目占比较大。2020 年末，公司本部总资产为 1,714.32 亿元，同比增长 8.32%，流动资产占比为 56.06%，其中其他应收款规模较大，主要为关联方往来款，坏账计提规模较小，前五大欠款方占其他应收款比例为 23.82%。同期，公司本部非流动资产占总资产比重为 43.94%，主要为长期股权投资、可供出售金融资产和无形资产，其中长期股权投资规模较大，主要为对子公司、联合营企业的投资，2020 年末同比小幅下降至 287.48 亿元；可供出售金融资产同比增长 53.77%，主要由于增加对潞安集团和太重集团可续期债所致；无形资产同比增长 41.64%，主要为采矿权价款的增加。截至 2021 年 3 月末，公司本部资产主要科目较 2020 年末变化不大。

2020 年以来，公司本部总负债有所增长，仍以流动负债为主，资产负债率仍较高。2020 年末公司总负债为 1,448.59 亿元，同比增长 10.57%，流动负债占比为 66.45%，主要为短期借款、应付票据和其他应付款，规模均有所增加。同期，非流动负债占总负债比重为 33.55%，主要为长期借款和应付债券，其中应

付债券同比增长 34.53%至 253.84 亿元。2020 年末和 2021 年 3 月末本部资产负债率分别为 84.50%和 85.67%，处于很高水平，公司本部债务压力较大。有息债务方面，截至 2021 年 3 月末，公司有息债务规模为 129.17 亿元[12]，以短期有息债务为主，有息债务规模较大。考虑到截至 2021 年 3 月末，本部期末现金及现金等价物余额为 31.74 亿元，公司本部存在一定短期偿付压力。2020 年以来，公司本部所有者权益有所波动，主要为其他权益工具和实收资本组成，2021 年末，公司其他权益工具和实收资本分别为 127.12 亿元和 72.65 亿元。

从盈利来看，财务费用对公司本部利润侵蚀仍较大，公司本部盈利能力仍较弱。2020 年，公司本部营业收入有所下降，以财务费用和管理费用为主的期间费用仍对公司利润侵蚀较大，由于营业收入下降程度较多，期间费用率大幅增至 69.15%。公司以成本法核算的长期股权投资收益为主的投资收益，以及资产处置收益均波动较大，非经常性损益对利润影响明显。2021 年 1～3 月，受益于煤炭市场上行而大幅增加，净利润亏损同比大幅减小但仍较弱；期间费用率虽降至 43.20%但仍对利润明显挤压。

现金流方面,2020 年以来，公司本部经营性现金流保持净流入；同期，本部投资性净现金流及筹资性净现金流均波动较大。2021 年 1～3 月，因收到的销售回款规模增加，公司本部经营性现金流净流入规模同比大幅增加，因项目投资支出大幅减小导致投资性现金流转为净流入，因借款收到的现金规模下降导致筹资性现金流转为净流出。

偿债能力

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业务以及延伸煤炭产业链而形成的煤化工业务，煤炭仍是毛利润的主要来源。2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。2020 年以来，煤炭供需格局呈现先松后紧趋势，煤炭价格前期下行而后波动回升。公司作为我国重要的无烟煤和冶金喷吹煤生产基地，公司煤炭资源储量丰富，规模优势仍明显，为生产经营提供了良好基础。此外，公司是国有大型煤炭企业，且作为山西省煤炭行业升级发展的重点企业之一，能够获得政府支持，区域政策环境较好。2020 年以来，公司经营性现金流净流入规模保持增长，对利息的保障程度有所提高。但煤炭属于高危作业行业，公司始终面临一定的安全生产风险，2021 年 3 月公司发生一起较大安全事故。作为山西煤企整合中承接新材料发展方向的主要主体，涉及资产划转规模较大，对公司未来经营活动、财务状况等的影响具有一定不确定性，需持续关

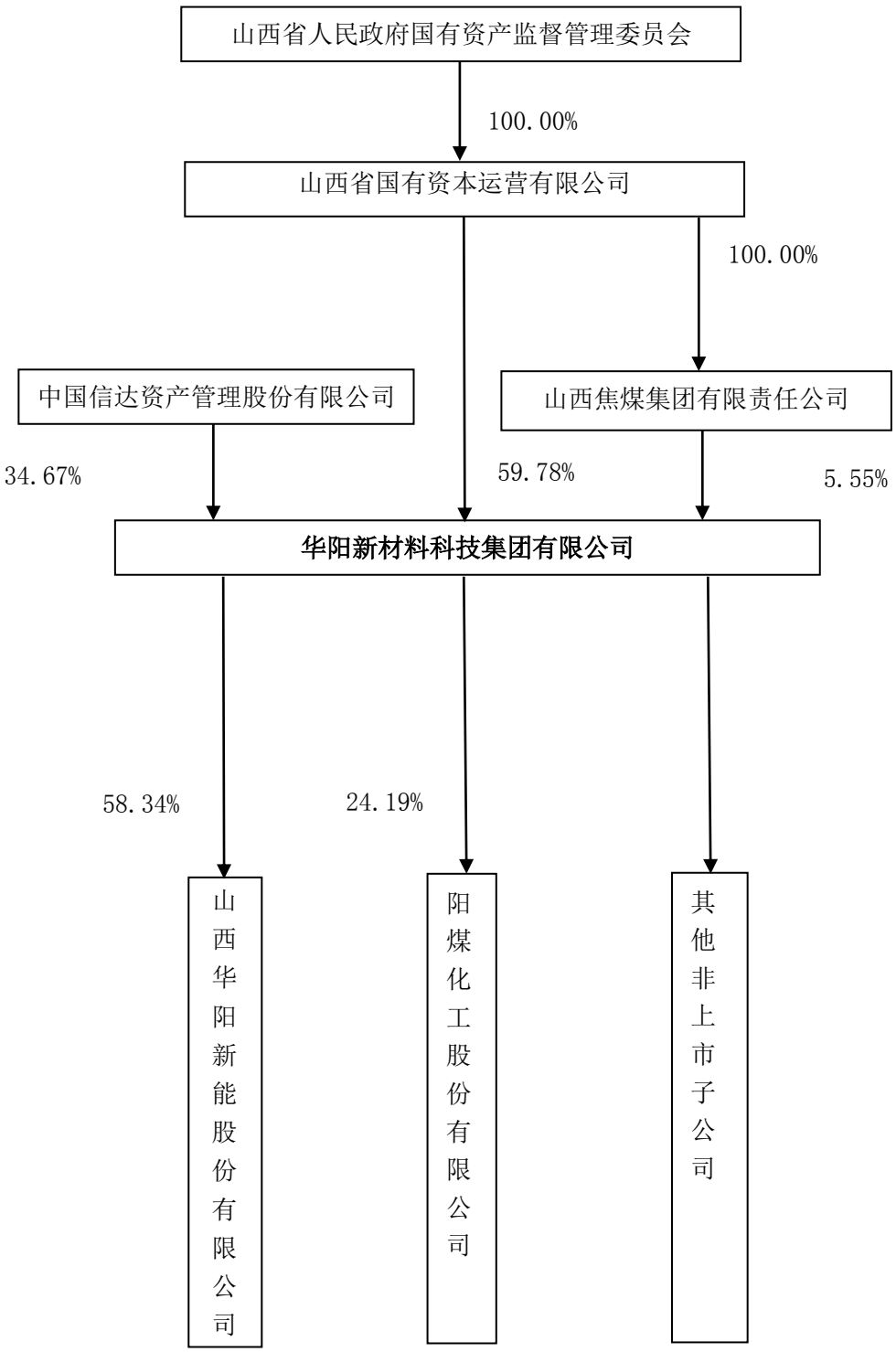
[12] 包含其他应付款付息项和长期应付款付息项。

注。2020 年，受煤炭市场下行及减值损失明显增加影响，公司盈利水平继续下降，且非煤业务占收入比重仍较大，但占利润比重相对较小，盈利能力仍较弱。同时公司其他应收款规模较大且关联方往来款占比较高，货币资金受限占比较高。2020 年以来，公司负债规模有所增加，资产负债水平较高，公司有息债务规模继续增长，占总负债比重很高，短期有息债务占比较高，仍存在一定短期偿付压力。

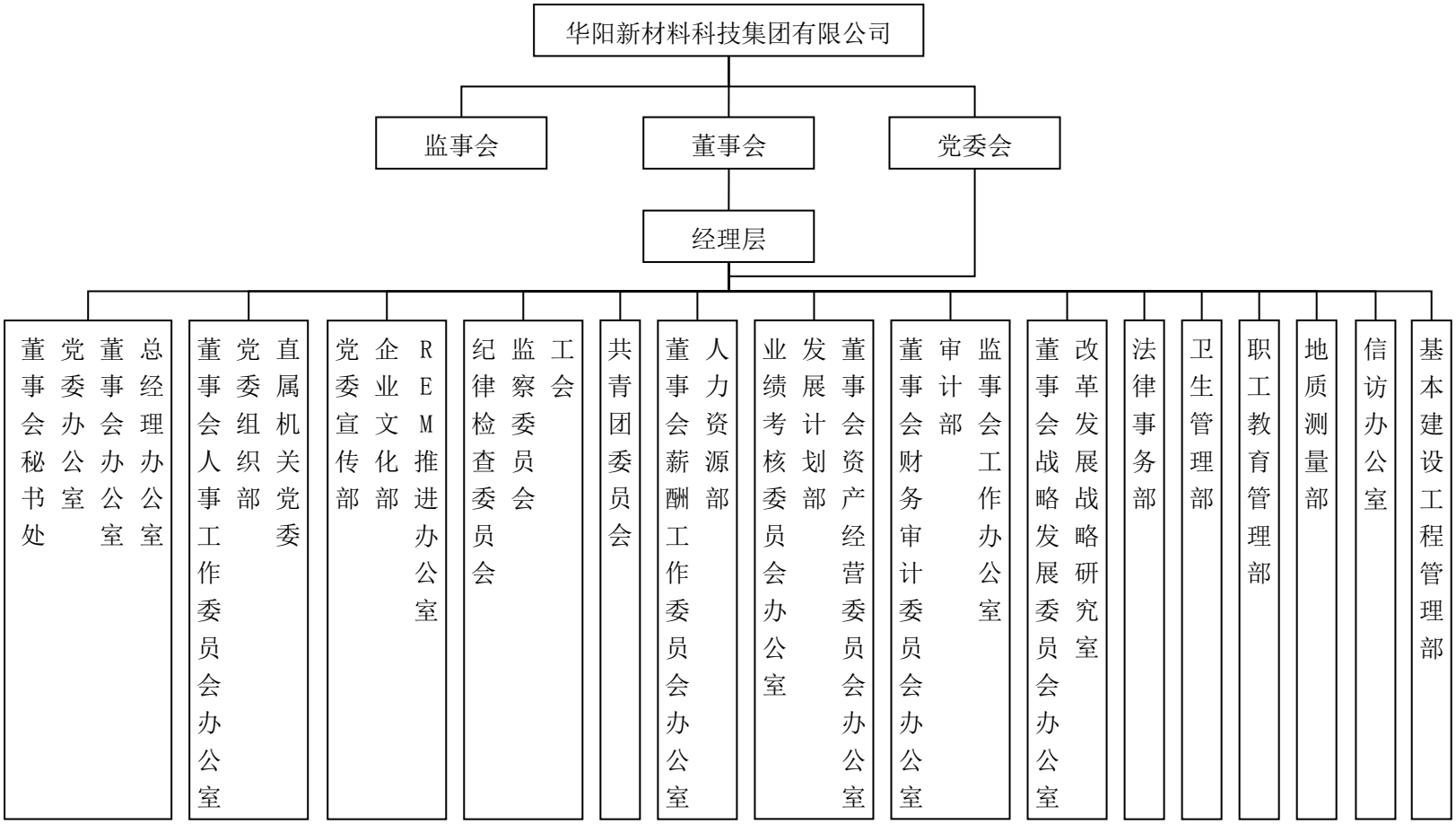
综合分析，大公对公司“18 阳煤 MTN003”、“19 阳煤 MTN001”、“20 阳煤 MTN002”、“20 阳煤 MTN006”、“20 阳煤 MTN007”、“20 阳煤 MTN008”信用等级维持 AAA，“20 阳煤 CP016”、“20 阳煤 CP017”、“20 华阳新材 CP020”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

附件 1 公司治理

1-1 截至 2021 年 3 月末华阳新材料科技集团有限公司股权结构图



1-2 截至 2021 年 3 月末华阳新材料科技集团有限公司组织结构图



附件 2　经营指标

2-1 截至 2021 年 3 月末子公司华阳股份重点在建项目情况

（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	
				2021 年 4～12 月	2022 年
泊里 500 万吨技改工程	73.00	2023 年	11.60	4.40	35.00
阳泉热电 2*660MW 电厂项目	52.77	2025 年	22.00	5.00	5.00
七元煤矿建设项目	50.77	2025 年	20.33	7.76	15.89
新景矿 420 水平井巷技改	30.00	2025 年	21.40	1.90	2.30
新景矿 525 水平井巷技改	20.00	2025 年	10.48	1.60	2.00
二矿 470 水平开拓准备巷	19.00	2025 年	16.34	1.26	0.35
平舒铁路专用线项目	18.62	2022 年	4.02	5.60	9.00
一矿阎家庄分区工程	17.00	2025 年	8.64	1.98	2.10
平舒风井工程	14.55	2024 年	8.22	0.84	2.53
寿阳中心选煤厂	8.30	2023 年	0.06	3.00	3.00
开元风井改造工程	2.46	2021 年	2.40	0.06	-
合计	**306.47**	-	**125.49**	**33.40**	**77.17**

数据来源：根据公司提供资料整理

2-2 截至 2020 年末华阳新材料科技集团有限公司非煤板块主要在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	项目建设内容	总投资	2021 年计划投入
平定乙二醇项目	20 万吨/年	36.24	已完工
寿阳乙二醇项目	20 万吨/年	34.15	已完工
昔阳氯碱化工项目	42 万吨/年	29.65	已完工
新疆园区化工项目	66 万吨/年	84.91	已完工
寿阳博奇电厂项目	2×350MW	32.90	14.38
新疆园区电厂项目	2×350MW	27.68	已完工
西上庄电厂项目	2×660MW	52.00	21.64
太化新材料园区	97 万吨/年	134.86	已完工
合计	--	**432.39**	**36.02**

数据来源：根据公司提供资料整理

2-3 截至 2020 年末华阳新材料科技集团有限公司非煤板块主要拟建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	规模	总预算	2021 年规划投资
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	4.06	4.00
百万吨铝镁合金项目	100 万吨/年	38.00	12.11
5GW 高效光伏组件制造项目	建设 5GW 高效光伏组件生产线	10.70	10.70
太化智慧文化医养产业项目	建设 6000 亩集医养产业园、生态湿地、都市农业园和工业文化博物园	50.00	5.00
合计		102.76	31.81

注：表中的铝镁合金项目、太化智慧文化医养产业项目分期建设，预算为项目总预算额

数据来源：根据公司提供资料整理

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：万元）

项目	2021年1~3月（未经审计）	2020 年	2019 年（追溯调整）	2018 年（追溯调整）
货币资金	2,663,190	2,577,711	2,303,520	2,168,712
存货	2,022,205	1,916,621	1,832,495	1,784,941
其他应收款	1,107,610	1,115,753	1,410,920	1,777,300
固定资产	8,746,496	7,736,809	7,146,245	6,901,406
在建工程	3,874,369	4,943,119	5,116,749	4,730,613
无形资产	2,859,568	2,877,369	2,532,564	2,472,124
可供出售金融资产	2,313,535	2,334,377	1,588,529	1,489,901
总资产	26,012,986	25,884,812	24,664,681	23,971,764
短期有息债务	10,627,525	11,209,129	10,292,947	8,634,694
总有息债务	17,134,667	17,120,831	15,816,374	15,079,628
负债合计	20,356,821	20,076,868	18,911,315	18,400,371
所有者权益合计	5,656,164	5,807,944	5,753,366	5,571,393
营业收入	4,495,599	17,368,347	17,600,679	17,379,704
投资收益	4,804	77,598	51,867	28,390
净利润	93,535	9,383	25,531	71,066
经营活动产生的现金流量净额	272,179	1,163,218	687,983	572,244
投资活动产生的现金流量净额	-151,313	-1,674,324	-917,775	-1,255,682
筹资活动产生的现金流量净额	-147,215	680,060	121,296	965,362
毛利率（%）	11.51	9.21	9.58	10.88
营业利润率（%）	2.85	0.63	0.88	1.68
总资产报酬率（%）	1.14	3.08	3.51	3.97
净资产收益率（%）	1.65	0.16	0.44	1.28
资产负债率（%）	78.26	77.56	76.67	76.76
债务资本比率（%）	75.18	74.67	73.33	73.02
流动比率（倍）	0.52	0.50	0.55	0.62
速动比率（倍）	0.37	0.36	0.41	0.47
存货周转天数（天）	44.56	42.79	40.91	39.42
应收账款周转天数（天）	9.95	10.57	10.77	12.82
经营性净现金流/流动负债（%）	1.98	8.63	5.53	4.71
经营性净现金流/总负债（%）	1.35	5.97	3.69	3.14
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.18	1.26	0.75	0.65
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.28	0.86	0.95	1.08
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.65	1.66	1.83
现金回笼率（%）	100.24	84.98	84.45	84.55
担保比率（%）	17.64	17.22	19.98	11.44

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：万元）

项目	2021年1~3月（未经审计）	2020 年	2019 年（追溯调整）	2018 年（追溯调整）
货币资金	909,334	745,374	685,590	582,465
其他应收款	8,357,564	8,725,348	8,373,569	7,736,721
流动资产合计	9,488,770	9,610,823	9,370,274	8,635,367
可供出售金融资产	2,001,022	2,001,022	1,301,345	1,166,922
长期股权投资	2,874,788	2,873,573	2,912,288	2,885,643
无形资产	1,249,665	1,254,539	885,702	1,029,115
非流动资产合计	7,505,999	7,532,388	6,456,388	6,239,881
总资产	16,994,768	17,143,211	15,826,662	14,875,248
短期借款	2,377,224	2,082,670	1,625,329	1,369,152
应付票据	2,017,600	1,574,600	1,264,300	778,342
一年内到期的非流动负债	1,306,936	2,209,312	3,511,480	1,746,342
其他流动负债	2,110,930	2,598,954	1,476,222	2,111,124
流动负债合计	9,267,937	9,625,329	8,929,272	7,220,338
长期借款	3,115,221	2,112,688	2,054,621	2,208,051
应付债券	1,988,895	2,538,411	1,886,919	27,425,081
非流动负债合计	5,292,124	4,860,525	4,171,328	5,157,308
总负债	14,560,061	14,485,855	13,100,600	12,377,646
实收资本	726,475	726,475	726,475	726,475
其他权益工具	1,271,175	1,389,138	1,138,093	889,261
所有者权益合计	2,434,707	2,657,357	2,726,063	2,497,603
营业收入	257,359	668,098	887,280	876,001
管理费用	30,302	158,340	167,700	150,369
财务费用	80,494	302,045	329,253	307,667
投资收益	3,834.74	84,447.12	143,466.72	47,062.42
资产处置收益	3.66	274.61	179,011.15	-16.38
净利润	-94,656	-247,883	94,274	-263,994
经营活动产生的现金流量净额	23,189	90,482	147,802	22,822
投资活动产生的现金流量净额	19,730	-622,859	770	-561,514
筹资活动产生的现金流量净额	-24,089	571,389	-213,874	568,732

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 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）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 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]×100%
15. 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] ×100%
16. 存货周转天数[13]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[14]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 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）

[13] 一季度取 90 天。
[14] 一季度取 90 天。

23. 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

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 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）

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。

5-3 短期债项信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。