

阳城县阳泰集团实业有限公司
公开发行 2020 年公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020) 101050】

评级对象: 阳城县阳泰集团实业有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)

20 阳泰 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2020 年 7 月 24 日

首次评级: AA/稳定/AAA/2019 年 7 月 9 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	13.41	21.80	22.52	24.53
刚性债务	28.31	31.27	41.67	41.79
所有者权益	3.26	3.38	3.51	3.22
经营性现金净流入量	4.81	7.33	1.61	1.08
合并口径数据及指标:				
总资产	180.50	185.26	188.70	190.11
总负债	136.84	137.40	137.90	138.15
刚性债务	102.96	100.58	105.56	109.89
所有者权益	43.66	47.87	50.80	51.95
营业收入	38.06	49.39	55.14	11.31
净利润	5.65	8.77	7.58	1.16
经营性现金净流入量	20.03	23.95	25.41	3.61
EBITDA	19.77	24.84	26.76	—
资产负债率[%]	75.81	74.16	73.08	72.67
权益资本与刚性债务 比率[%]	42.41	47.59	48.12	47.28
流动比率[%]	56.49	55.93	52.83	55.22
现金比率[%]	26.40	27.20	24.40	29.23
利息保障倍数[倍]	1.39	3.11	2.19	—
净资产收益率[%]	13.68	19.17	15.37	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	19.56	21.36	21.26	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	6.79	9.66	11.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	4.47	3.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.24	0.26	—
担保方数据(合并口径)				
注册资本	40.00	40.00	40.00	—
股东权益	60.48	62.74	66.54	—
增信发生额	232.34	166.75	163.96	—
增信责任余额	213.44	353.35	477.37	—

注:根据阳泰集团经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据晋商信用增进 2017-2019 年审计报告及相关业务数据整理、计算

分析师

王树玲 wangsl@shxsj.com

喻俐萍 ylp@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对阳城县阳泰集团实业有限公司(简称“阳泰集团”、“该公司”或“公司”)及其发行的 20 阳泰 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来阳泰集团在煤种优势、资源赋存及主业现金回笼等方面保持优势,同时也反映了公司在债务负担、财务成本、历史遗留款项回款及安全生产等方面继续面临压力。

主要优势:

- **煤种优势。**阳泰集团所产煤种主要为 3 号无烟煤,属于稀缺煤种,且具有低灰、低硫和高发热量的特性,是优质的化工原料和动力用煤,附加值较高。
- **良好的资源赋存条件。**阳泰集团所属煤田具有煤层覆盖浅、易开采的特点,煤炭赋存条件较好,采煤机械化程度达到 100%,煤炭主业盈利能力较强。随着武甲、小西两座技改矿井的正式投产,公司收入规模进一步提升。
- **主业资金回笼能力较强。**阳泰集团煤炭主业现金回笼能力较强,跟踪期内,经营环节现金流持续呈大额净流入状态,可对到期债务偿还形成一定保障。
- **担保方增信。**晋商信用增进为本次债券提供的连带责任保证担保,一定程度上保障了债券到期偿付的安全性。

主要风险:

- **债务负担沉重,资产流动性弱。**跟踪期内,随着在建项目的推进,阳泰集团债务规模持续扩大,债务负担沉重,财务杠杆偏高。且公司资产以生产矿井、在建煤炭和采矿权价款等非流动资产为主,资产流动性弱。
- **煤炭资源整合过程形成的成本挂账尚待处理。**

阳泰集团在煤炭资源整合过程中支付的大额煤炭资源整合补偿价款长期挂账于“其他应收款”科目，上述成本支出尚待处理。

本付息安全性极高，并维持本次债券 AAA 信用等级。

- **高息债务规模仍较大。**阳泰集团有息债务中高息职工借款以及当地股份制银行、城商行等金融机构的高息贷款规模仍较大，导致公司整体财务成本较高。
- **历史遗留款项回款及担保风险。**阳泰集团在煤炭资源整合时期形成存在较大规模的历史遗留款项，该部分款项账龄很长，回收可能性小。此外，公司对外担保金额较大，面临一定的或有负债风险。
- **期间费用开支规模大。**阳泰集团期间费用开支规模大，对公司利润侵蚀较明显。两座技改矿井投产后，相关折旧摊销的计提及利息费用化导致公司费用负担进一步加大。
- **安全生产压力。**跟踪期内，阳泰集团发生一起安全生产事故，公司从事的煤炭开采行业属于高危行业，持续面临安全生产压力。
- **煤炭业务波动性明显。**阳泰集团以煤炭开采行业为主，所处行业波动性较大。2019 年以来煤炭供需趋于宽松，叠加新冠肺炎疫情冲击下，中短期内下游需求增长承压，煤价下行压力加大。
- **非煤业务风险大。**受当地政府委托，阳泰集团承担了供热、产业园及河道生态治理等部分市政公益性项目，截至 2020 年 3 月末上述非煤在建及拟建项目已投入资金 14.97 亿元，后续预计仍需投入一定资金，上述项目公益属性明显，短期内无法贡献收益，公司非煤项目投产风险大。
- **管理较为粗放。**截至 2020 年 3 月末阳泰集团尚有 9.34 亿元高息职工集资款尚未偿还，且安全事故的发生也暴露出公司管理有待进一步强化。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



关注

- **非煤业务托管、剥离进展及影响。**2019 年 4 月起，阳泰集团委托第三方对蟒河生态旅游区开发经营，后续供热业务亦有剥离意向，持续关注公司非煤业务托管、剥离后续进展及对公司经营带来的影响。

➤ 未来展望

通过对阳泰集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还

阳城县阳泰集团实业有限公司
公开发行 2020 年公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照阳城县阳泰集团实业有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)(简称“20 阳泰 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据阳泰集团提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据,对阳泰集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

截至 2020 年 5 月末,该公司已发行债券待偿还本金余额为 5.00 亿元,付息情况正常。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
20 阳泰 01	5.00	5.00	3(2+1)	6.50	2020 年 4 月	尚未开始付息
合计	5.00	5.00	—	—	—	—

资料来源:阳泰集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年初以来,新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响,后期修复周期漫长,中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性,我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态,经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列,在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复;从中长期看,我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力,经济基本面仍有望长期向好。

2020 年初以来,新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响,国际贸易、投资萎缩,后期的修复将经历一个漫长的周期,且主要经济体

的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状况。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

该公司自成立以来主要从事煤炭开采和销售，业务区域以山西省为主。因此煤炭行业的市场环境变化及山西省煤炭行业运行状况对公司经营状况影响较大。

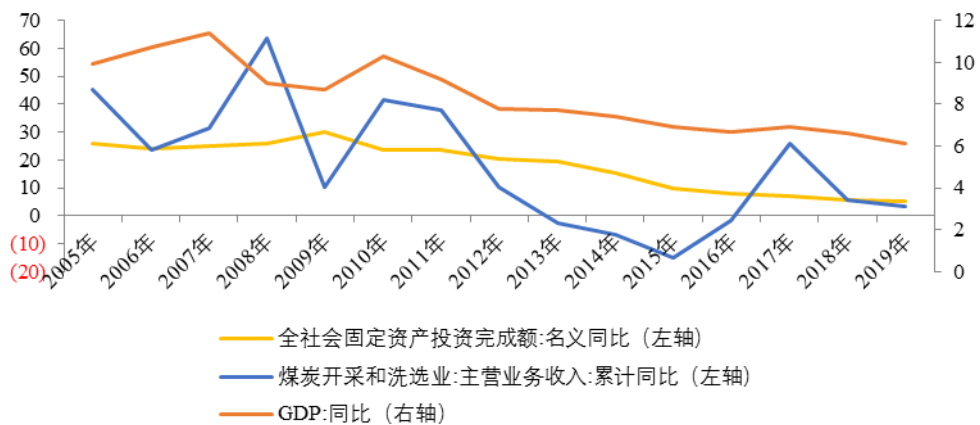
煤炭开采行业属于典型的周期性行业。2019 年以来我国经济发展面临的外部环境依然严峻，经济增长压力加大且增速放缓，煤炭消费低速增长。供给端先进产能加快释放以及进口煤增幅明显，煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，行业景气度小幅下降，行业内企业盈利空间小幅收窄。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，煤炭需求受到一定冲击，下游复产进度弱于煤炭复产，短期内供需错配导致煤炭价格下行压力加大。

A. 行业概况

煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。由于产业结构调整、环境压力和资源约束等因素，我国煤炭在一次能源消费中的比重持续下降。但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定了煤炭在我国一次能源消费结构中仍处于主导地位，且主体能源地位在相当长时间内难以改变。

我国煤炭下游行业主要为电力、钢铁、建材、化工四大行业，其煤炭消费量合计占煤炭总消费量的 80% 以上。煤炭下游主要行业均属于强周期以及投资拉动型行业，因此煤炭开采行业景气度也与宏观经济周期以及固定资产投资保持着高度正相关性。2019 年以来受经济增速回落、制造业景气度下滑以及火电发电量增速下滑等影响，2019 年我国煤炭消费量同比仅增长 1%。

图表 2. 煤炭开采行业景气度与 GDP、固定资产投资相关性（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

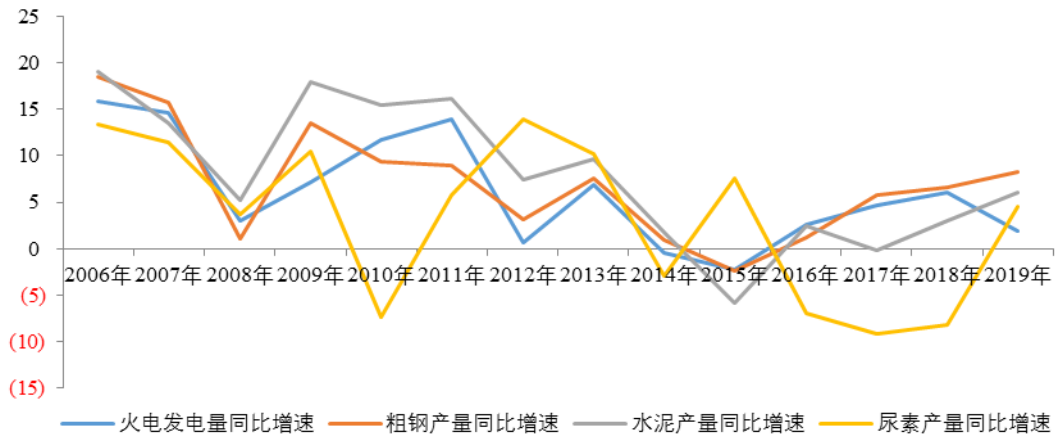
注：2019 年数据为煤炭开采和洗选业营业收入累计同比数据。

从下游细分行业需求来看，火电行业煤炭需求量约占煤炭总消费量的 50%，对煤炭行业需求影响较大。2019 年，全国全社会用电量 7.23 万亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速同比大幅回落 4.0 个百分点。同时来水充沛和风电等新能源发电增速较高继续挤压火电发电量。2019 年，全国规模以上电厂发电量 7.14 万亿千瓦时，同比增长 3.5%；其中，火电发电量 5.17 万亿千瓦时，同

比增长 1.9%，增速较上年同期大幅回落 4.1 个百分点，导致电力行业耗煤增速下降。钢铁和建材行业煤炭消费量分别约占煤炭总消费量的 17% 和 13%，上述行业受房地产及基建等投资影响较大。受宏观经济刺激政策及上期低基数效应影响，2019 年钢铁、水泥产量同比均有所增长。2019 年，全国粗钢产量为 9.96 亿吨，同比增长 8.3%，增速同比上升 1.7 个百分点。同期水泥产量为 23.30 亿吨，同比增长 6.1%，增速同比上升 3.1 个百分点。尿素、甲醇等传统化工领域的煤炭消费增量空间较小，化工领域煤炭消费增量将主要集中在煤制烯烃、煤制天然气、煤制油、煤制乙二醇等现代煤化工产品方面。

2020 年初我国新冠疫情爆发后，受制于下游企业复产复工的延后，电厂煤耗下降，2020 年 3 月六大发电集团日均耗煤量为 53.16 万吨，较上年同期下降 20.04%。随着新冠肺炎疫情的全球爆发，境外特别是美、欧等主要经济体的恶化对出口型工业企业冲击明显，或将拖累我国电力消费，进而导致电力耗煤下滑。从焦化产业链来看，截至 2020 年 3 月末独立焦化厂开工率为 75.32%，较上年同期下降 4.73 个百分点。短期内疫情对煤炭需求造成一定冲击。此外，2020 年以来大幅走低的石油和天然气价格也挤压了煤炭需求。

图表 3. 煤炭下游主要行业产量增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。为化解煤炭过剩产能，实现煤炭市场供需平衡，2016 年起我国开始启动煤炭去产能工作，加速了过剩产能的出清。2016-2018 年我国分别完成煤炭去产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨和 2.7 亿吨，累计退出煤炭产能 8.1 亿吨，提前完成“十三五”煤炭去产能目标（5.5 亿吨），年产 30 万吨以下煤矿产能减少至 2.2 亿吨/年以内。但我国当前煤炭产能仍然较大，煤炭产能结构不合理的问题突出，30 万吨/年以下煤矿数量仍有约 2100 处，淘汰落后产能、破除无效低效供给的任务依然较重。根据煤炭工业规划设计研究院研究数据，预计从 2019 年到 2020 年，煤炭行业仍将有 1.8 亿吨的去产能空间，后续产能结构优化将成为化解煤

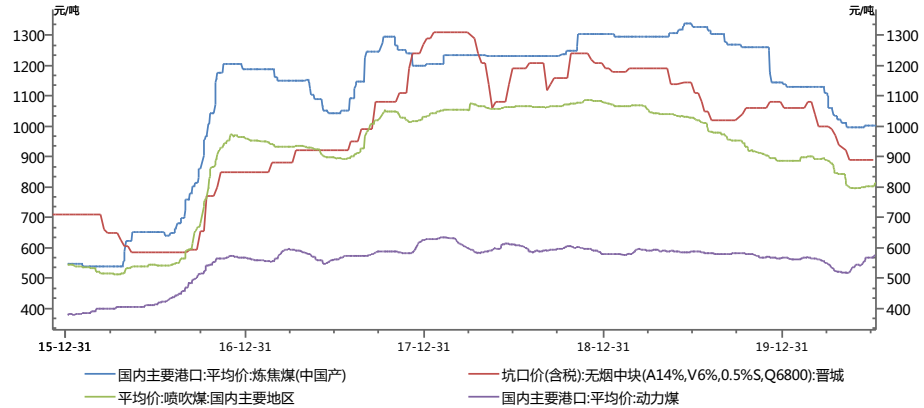
炭过剩产能的主基调。行业长期运营状况的改善仍将取决于后续市场化出清机制的建立与严格执行。

煤炭产量方面，2019 年以来随着先进产能加速释放，国内煤炭供应继续增加，全年全国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.2%；其中，内蒙古、山西、陕西煤炭产量分别为 10.35 亿吨、9.71 亿吨和 6.34 亿吨，同比分别增长 8.5%、6.1%和 1.7%。随着煤炭去产能步伐加快，南方不符合安全生产条件的小煤矿退出较多，原煤生产向资源条件好、竞争能力强的晋陕蒙地区集中。2019 年，晋陕蒙三省份原煤产量合计达到 26.40 亿吨，占全国的 70.48%，较上年提高 1.1 个百分点。2019 年以来煤矿事故频发，安全和环保政策趋严给煤炭生产带来的不确定性加大，由此导致的停产、限产短期内制约煤炭产量释放，但长期来看安全和环保力度加大有利于落后产能退出，提高先进产能的释放活力。进口方面，由于国内外煤炭价差扩大，进口煤增幅明显，2019 年我国进口煤炭合计 3.00 亿吨，同比增长 6.3%。2020 年初受新型冠状病毒肺炎疫情影响，煤矿延迟复产，短期内煤炭整体供给有所收紧。但自 2 月 1 日，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。截至 2020 年 3 月 3 日，除湖北省外，各产煤省区均已复工复产，全国在产煤矿产能 34.31 亿吨/年，产能复产率已达到 83.4%。2020 年 3 月，全国原煤产量 3.4 亿吨，同比增长 9.6%，当月增速由负转正（1—2 月份为下降 6.3%）；1-3 月累计生产原煤 8.3 亿吨，同比下降 0.5%。随着国内疫情的有效控制，煤炭生产已基本恢复。

从煤炭价格走势来看，2019 年以来由于下游需求增速放缓、供给端新增产能的持续释放以及煤炭进口量增幅明显，行业供需趋于宽松，煤炭价格整体小幅下降。分煤种来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受矿难限产引起煤炭供给收缩影响，2019 年第一季度动力煤价格总体呈上涨趋势，之后在火电耗煤需求增速下滑和动力煤产能进一步释放的带动下，第二季度以来价格小幅下降。截至 2019 年 12 月 27 日，国内主要港口动力煤平均价为 565 元/吨，较上年同期下降 14 元/吨。炼焦煤方面，截至 2019 年 12 月 27 日，国内主要港口炼焦煤（中国产）平均价为 1144 元/吨，较上年同期下降 161 元/吨；无烟煤价格整体呈现高位波动下降态势，截至 2019 年 12 月 27 日晋城产无烟中块坑口价为 1080 元/吨，较上年同期下降 130 元/吨。2020 年以来，因春节前各煤矿陆续停产放假，加之雨雪天气影响煤炭运输，煤炭整体供需形势偏紧，节前煤炭价格小幅上涨。春节后受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求持续低迷，加之原油及化工产品价格低位，煤炭价格承压下行，国内主要港口动力煤平均价从 2 月底的 565 元/吨持续下跌至 4 月底的 518 元/吨左右，5 月中旬后随着下游需求逐渐恢复，叠加主产区安监趋严、进口限制、气温较高等因素，动力煤价格开始上涨，至 2020 年 7 月 8 日国内主要港口动力煤平均价升至 581 元/吨；炼焦煤价格受疫情和下游焦炭去产能政策影响，2020 年以来表现疲软，国内主要港口炼焦煤（中国产）平均价从年初的 1140 元/吨震荡下跌至 2020 年 7 月 8 日的 1004 元/吨；受下游化工企业化工产品价格偏低、用煤需求减少因素影响，2020 年以来无烟煤价格持续下滑，晋城产无烟煤中块由年初的 1060

元/吨下滑至 2020 年 7 月 8 日的 890 元/吨。

图表 4. 近年来我国主要煤炭品种价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind

资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

煤炭开采行业是国家重要的基础能源行业，近年来国家各部委出台多项政策引导行业健康发展。2019 年以来行业政策仍主要围绕“去产能”、“保供应”等方面进行调控，行业去产能政策继续从总量性去产能向系统性、结构性去产能转变。2020 年初新冠肺炎疫情爆发后，为确保煤炭供应，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。

煤炭开采行业是国家重要的基础能源行业，近年来国家各部委从煤炭需求、行业供给、安全生产、税费清理、煤炭价格等各方面出台多项政策引导行业健康发展。2019 年以来，行业政策主要集中在“去产能、保供应”等方面，继续淘汰煤炭落后产能，改善煤炭供需格局，同时引导先进产能投放，保证煤炭供应稳定。行业去产能政策继续从总量性去产能向系统性、结构性去产能转变。2019 年 4 月，发改委、工信部和能源局下发《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，提出将开展巩固化解煤炭过剩产能成果专项督查抽查，加快出清违规产能，统筹去产能和保供应，鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业。为进一步提升煤炭供给体系质量，推动煤炭行业“上大压小、增优减劣”和产业结构调整，2019 年 8 月发改委等六部门联合出台《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（简称《方案》），根据不同地区资源、区位等实际情况，提出了 30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案，推动淘汰煤炭落后产能取得新的成效。2019 年 11 日，发改委修订发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，新增纳入淘汰类煤矿项目。同时，2019 年以来，我国在安全生产方面也出台了多项政策，对安全生产主体责任监管、煤矿复工复产验收等方面提出了更高的要求。此外，2019 年 4 月起煤炭行业增值税税率下调（16%下调到 13%）将进一步降低煤炭企业的税费负担。

新冠肺炎疫情爆发后，为确保煤炭供应，政府相关部门连续出台相关政策，加快推进煤矿复工复产。2020年2月1日，国家能源局综合司下发《关于做好疫情防控期间煤炭供应保障有关工作的通知》。同日，国家煤矿安监局发布《关于切实做好春节后煤矿复工复产有关事项的通知》。2020年2月5日，国家发改委、国家能源局召开应对疫情能源供应保障视频会议，并下发了《关于进一步加快煤矿复工复产保障煤炭稳定供应的函》，上述政策要求统筹疫情防控和煤矿生产，加快组织煤矿复工复产，对煤炭行业的“保供稳价”提出了具体措施。为维护煤炭市场供需平衡，避免煤价的进一步下跌，煤炭工业协会多次发文建议煤炭企业实施阶段性减量化生产和严禁超能力生产，维护市场供需平衡；推动煤电双方执行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的市场化定价机制来维护煤炭市场价格稳定。2020年6月，发改委办公厅下发《关于做好2020年煤炭中长期合同履行监管工作的通知》，将经产运需三方自主协商一致并核实确认的20万吨及以上的电煤中长期合同和10万吨及以上的冶金、建材、化工等行业用煤中长期合同列为2020年重点监管合同，并对其作出履约要求。

图表 5. 2019 年以来国家出台的煤炭行业相关调控政策

发行时间	文件名称	主要内容
2019/01	煤矿安全监察局《煤矿复工复产验收管理办法》	加强和规范煤矿复工复产验收工作，按照分级属地监管原则，对复工复产煤矿实施分级验收。煤矿复工复产验收实行“谁验收、谁签字、谁负责”的工作制度
2019/03	财政部、税务总局、海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》	将煤炭行业增值税税率由 16% 下调到 13%。
2019/04	发改委、工信部、能源局《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》	将开展巩固化解煤炭过剩产能成果专项督查抽查，加快出清违规产能，统筹去产能和保供应，鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业。退出 30 万吨/年中小煤矿产能和灾害严重煤矿，出清僵尸企业，并严格新建改扩建煤矿准入，推进煤炭清洁开发、生产、运输和利用，推动煤电联营和兼并重组。
2019/06	发改委、能源局《关于做好 2019 年能源迎峰度夏工作的通知》	加快推进煤炭优质产能释放。各产煤地区要组织指导煤炭生产企业在确保安全的前提下科学组织生产，保障稳定供应；晋陕蒙等重点产煤地区要带头落实增产增供责任，加快释放优质产能，增加有效资源供给；大型煤炭企业要积极挖潜增量，发挥表率作用。
2019/07	煤矿安全监察局《关于煤矿企业安全生产主体责任监管监察的指导意见》	各级煤矿安全监管监察部门按执法计划对煤矿企业开展检查时，将安全生产主体责任落实情况列为重点必查内容，一并进行检查。
2019/08	发改委、能源局等 6 部《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》	力争到 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内，华北、西北地区（不含新疆）30 万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50% 以上。
2019/11	发改委《2019 版产业结构调整指导目录》	限制类：低于 30 万吨/年的煤矿（其中山西、内蒙古、陕西低于 120 万吨/年，宁夏低于 60 万吨/年），低于 90 万吨/年的煤与瓦斯突出矿井、采用非机械化开采工艺的煤矿项目、煤炭资源回收率达不到国家规定要求的煤矿项目等 淘汰类：大型煤矿井田平面投影重叠的小煤矿；山西、

发行时间	文件名称	主要内容
		内蒙古、陕西、宁夏 30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年），河北、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、山东、河南、甘肃、青海、新疆 15 万吨/年以下（不含 15 万吨/年），其他地区 9 万吨/年及以下（含 9 万吨/年）的煤矿；长期停产停建的 30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年）“僵尸企业”煤矿；30 万吨/年以下（不含 30 万吨/年）冲击地压、煤与瓦斯突出等灾害严重煤矿。
2020/2	能源局《关于做好疫情防控期间煤炭供应保障有关工作的通知》	有力有序释放煤炭优质先进产能，确保疫情防控期间煤炭市场平稳运行；要充分发挥露天矿安全保障程度高、生产系统调节能力强的特点，努力做到满负荷生产；春节假期停产煤矿要科学制定复工复产方案，按照有关规定履行复工复产程序，在复产复工前要根据疫情防控情况，实施检查查验和健康防护，确保安全复工；严格执行煤炭中长期合同及“基准价+浮动价”定价机制，严禁在合同约定以外随意涨价，严禁以各种理由不履行中长期合同，严禁限制煤炭外销。
2020/2	煤矿安全监察局《关于切实做好春节后煤矿复工复产有关事项的通知》	要求扎实做好疫情防控工作，统筹兼顾，严格标准，做到安全生产没把握不复产、疫情防控没把握不复产，为坚决打赢疫情阻击战创造良好的安全生产环境；实际到岗职工较少的煤矿，必须减少产量，减少进尺安排，减少开工头面；对列入 2020 年去产能淘汰退出规划、近期关闭的矿井，原则上不再复工复产，不设“过渡期”或“回撤期”并派人盯守。
2020/6	发改委办公厅《关于做好 2020 年煤炭中长期合同履行监管工作的通知》	将经产运需三方自主协商一致并核实确认的 20 万吨及以上的电煤中长期合同和 10 万吨及以上的冶金、建材、化工等行业用煤中长期合同列为 2020 年重点监管合同，要求产运需各方按照均衡原则将中长期合同分解到月，合理安排发运、接卸计划，保证季度履约率不低于 80%，半年及全年履行率不低于 90%。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

从竞争格局来看，近年来随着煤炭企业兼并重组、国家加大淘汰落后产能力度，我国煤炭行业集中度持续提升。煤炭企业从 2009 年底最多时的近万家持续减少至 2019 年末的 4239 家。根据中国煤炭工业协会统计与信息部统计快报数据，2019 年我国原煤产量超亿吨以上煤炭企业为 7 家，分别为国家能源集团、中煤能源集团、同煤集团、陕煤集团、兖矿集团、山东能源集团和山西焦煤集团，七大集团 2019 年煤炭产量合计约为 14.60 亿吨，占全国原煤产量的 38% 左右，同比增加约 0.50 亿吨。煤炭生产格局进一步向资源禀赋好、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。随着煤炭供给侧改革的推进，违规新增产能、违法违规建设和超能力生产等问题得到有效遏制，煤炭市场秩序逐渐规范；煤炭低端产能加速退出，为优质产能发展腾出了空间，龙头企业市场占有率将得到提升。

从核心竞争力来看，煤炭行业竞争较为激烈，个体企业在经营上的差异主要体现在以下三个方面：（1）资源禀赋/区位条件；（2）吨煤成本；（3）规模。

基于资源禀赋条件，不同区位煤矿的煤种、开采规模、开采难易程度均存在一定差别。储量丰富、煤质优良的地区在煤炭市场具有资源优势。此外煤矿所在区域的区位也影响其运输的便利性、不同区域煤矿的可机械化程度存在较大差异，导致煤炭企业间成本端变动弹性不同，从而影响吨煤成本。吨煤成本能够较好的反应煤炭企业抵御煤价波动和控制成本的能力，已成为行业内企业信用质量最主要的分化因素。整体来看，内蒙古、陕西等地煤企具有显著的吨煤成本优势，而福建、安徽、湖南、河南等地煤企吨煤成本较高。在煤炭价格反弹的情况下，产量和成本决定企业盈利规模。煤炭产量大的企业可以通过调整煤炭供给抵御行业周期性波动，获得相对稳定的市场竞争力和议价能力的优势。

图表 6. 行业内核心样本企业数据概览（单位：亿吨/年，元/吨，亿吨，亿元，%，2019 年末）

企业名称	在产矿井产能	吨煤成本	原煤产量	营业收入	净利润	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务	流动比率
大同煤矿集团有限责任公司	1.36	149.22	1.64	1903.73	4.53	3607.00	77.54	0.08	0.90
晋能集团有限公司*	0.75	193.47	0.84	1058.05	22.08	2730.91	76.68	0.12	0.49
中国中煤能源股份有限公司	1.20	221.99	1.02	1292.94	85.93	2766.79	56.92	0.28	0.66
阳泉煤业(集团)有限责任公司	0.81	242.62	0.65	1761.02	2.55	2450.72	76.98	0.11	0.55
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	0.86	256.87 ¹	0.88	1801.56	18.30	2462.72	76.66	0.15	0.64
河南能源化工集团有限公司*	0.78	263.61	0.74	1807.43	0.39	2809.08	81.66	0.11	0.37
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司*	0.39	268.22	0.59	1753.75	15.04	2933.22	75.31	0.17	0.62
开滦(集团)有限责任公司	0.29	316.95	0.25	829.39	5.19	831.17	71.37	0.13	0.84
冀中能源集团有限责任公司	0.63	263.33	0.55	2118.55	7.41	2364.31	82.04	0.00	0.00
淮南矿业(集团)有限责任公司*	0.56	323.82	0.52	0.00	0.00	1234.61	72.93	0.00	0.00
山西焦煤集团有限责任公司	1.03	370.97	1.05	1808.55	34.50	3418.45	72.68	0.18	0.50
山东能源集团有限公司*	1.46	402.22	1.45	3584.97	79.20	3101.07	64.76	0.27	0.72
内蒙古伊泰集团有限公司	0.59	105.21	0.61	429.66	49.06	1167.57	60.62	0.23	1.64
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司*	0.25	404.54	0.13	0.00	0.00	412.65	85.41	0.00	0.00

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：带*企业产量、吨煤成本、产能为 2018 年（末）数据

D. 风险关注

下游需求弱化且煤炭消费占比持续下降。受能源需求增长放缓、油气产量持续增长、非化石能源快速发展等因素影响，能源供需宽松。同时，能源结构调整步伐加快，清洁化、低碳化趋势明显，煤炭在一次能源消费中的比重持续下降。从煤炭行业下游四大行业来看，电力、钢铁、建材三大行业需求上升幅度有限，对煤炭需求增长也形成一定抑制。尽管化工行业煤炭需求有望增加，但整体耗煤量占比较小，对煤炭整体需求的拉动有限。长期来看，煤炭下游需

¹ 为 2018 年数据

求趋于弱化。

安全生产压力长期存在。随着开采强度的不断增大，我国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。全国范围内，约有三分之一产能需要生产安全技术改造。近年来煤炭安全事故频发，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

易受政策调控影响。近年来国家频繁对煤炭行业进行政策调控，其中大力度的去产能政策促进了煤炭行业的健康发展。不过煤炭行业的产能过剩局面尚未根本扭转，未来行业发展受国家调控政策方向及力度影响较大，需密切关注行业政策层面因素影响。

财务杠杆偏高。煤炭采选行业资本密集程度相对较高，企业的兼并重组以及资源补充需求导致资本投入密集，行业整体债务杠杆偏高，带息债务规模大，财务负担偏重。债务负担重、投融资政策激进、流动性压力大、融资渠道单一的煤炭企业将面临更大的财务风险。

面临一定的运输瓶颈。我国煤炭资源区域分布不均，“三西”地区（山西、陕西、内蒙古西部）煤炭储量约占全国煤炭探明保有储量的 55%，是我国煤炭重要的产区和煤炭供应及出口基地。而煤炭消费集中在东部沿海地区、南方地区，尤其是环渤海经济圈、长江三角洲和珠江三角洲地区。而华东地区作为煤炭消费主力地区，煤炭资源储量只有全国的 5%。供需逆向结构分布造成我国呈现“北煤南运、西煤东调”格局。煤炭运输面临一定的瓶颈。

(3) 区域市场因素

山西省以煤炭产业为支柱产业，是我国主要的煤炭资源富集区和产煤基地。2019 年以来，随着煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，省内煤炭生产企业盈利空间亦有所收窄。预计未来随着宏观经济增速放缓及先进产能引入等因素影响，省内煤炭生产企业或将面临一定的经营压力。

山西省是内陆省份，位于黄河中游东岸，华北平原西面的黄土高原，东以太行山为界，与河北为邻；西、南隔黄河与陕西、河南相望；北以外长城为界与内蒙古毗连。山西省是我国煤炭储量最丰富地区之一，煤炭地质储量 2654.84 亿吨，占全国煤炭储量的 26%。国家“十二五”期间重点建设的 14 个大型煤炭基地包括了山西省晋东、晋中、晋北 3 个煤炭主产区。煤炭产业是山西省的支柱产业。2019 年全省规模以上工业增加值同比增长 5.3%，增速较上年提高 1.2 个百分点，其中煤炭工业同比增长 4.1%；非煤工业同比增长 6.5%（制造业同比增长 7.0%）。受益于煤炭行情仍处于相对较好水平，2019 年以来山西省经济运行平稳，2019 年全省实现地区生产总值 17026.68 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，高于全国 GDP 平均增速 0.1 个百分点；其中，第一产业增加值 824.72 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 7453.09 亿元，同比增长 5.7%；

第三产业增加值 8748.87 亿元，同比增长 7.0%。但总体来看，山西省经济总量在全国排序中仍处于中后位。

去产能方面，近年来山西省积极推进煤炭去产能工作，去产能力度较大，2016-2019 年四年累计退出产能 11586 万吨，其中 2019 年退出产能 2745 万吨，已提前超额完成“十三五”去产能目标任务，对缓解区域煤炭市场供需状况具有积极的意义。2019 年，山西省坚定走“减、优、绿”之路，继续运用市场化法治化手段退出煤炭过剩产能，同时稳步推进煤矿减量置换和减量重组，共完成 57 座资源整合煤矿的产能减量置换方案确认，涉及产能 5145 万吨；审查通过 14 个煤矿减量重组方案。2019 年全省完成 26 座矿井的生产能力核定现场核查，已批复 18 座，净增生产能力 3200 万吨，受益于供给侧改革的持续推进，截至 2019 年末，全省先进产能占比达到 68%。但随着小煤矿产能去化逐步推进叠加环保政策不断趋紧，未来煤炭行业淘汰落后产能、释放优质产能的标准会越来越严格，不再单纯以煤矿产能规模为唯一标准。2020 年山西省计划退出产能 1500 万吨以上，预计“十三五”期间退出产能 1.3 亿吨以上，同时加快推动煤炭绿色开采和智能化建设，倒逼安全无保障、灾害严重、竞争力弱的产能退出，通过减量重组，引导 60 万吨以下煤矿于年底前退出。

煤炭产量方面，2019 年山西省原煤产量 9.71 亿吨，同比增长 6.10%，同期煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 8002.8 亿元，同比增长 4.7%，实现利润总额 686.0 亿元，同比下降 0.2%。综合来看，随着 2019 年以来煤价中枢整体小幅下移，行业景气度小幅下降，行业内企业盈利空间有所收窄。

该公司所处的晋城市阳城县已经形成了“以煤为基、多元发展”的产业格局，2019 年全县实现 GDP 为 218.60 亿元，同比增长 6.0%；规模以上工业增加值同比增长 7.6%；固定资产投资完成 95.5 亿元，同比增长 13%。2019 年阳城县完成财政总收入 49.33 亿元，同比增长 10.7%；完成公共财政预算收入 19.11 亿元，同比增长 14.9%，其中，税收收入完成 11.50 亿元，同比增长 8.3%。2019 年阳城县一般公共预算支出 34.55 亿元，同比增长 16.4%。煤炭行业系阳城县的支柱产业，煤炭行业实现的利润总额和缴纳的税金占比均在 50% 以上。2019 年阳城县规模以上工业企业生产原煤 1856.6 万吨，同比增长 13.3%；全县销售煤炭 1213.7 万吨，同比增长 25.6%；规模以上煤炭企业实现主营业务收入 138.54 亿元，同比增长 6.8%，实现利润 24.52 亿元，同比下降 11.0%。

2. 业务运营

该公司目前形成了以煤炭开采为主，非煤产业为辅的产业格局。受益于武甲、小西矿井释放产能，2019 年公司煤炭产销量继续保持增长态势，营业收入亦有所增长；2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求减少，同时供需错配导致煤价下跌，公司营业收入有所下滑。公司煤质优良，煤炭资源禀赋良好，所产煤炭附加值较高，煤炭主业毛利水平较高，但非煤产业投入规模大，收入规模较小，盈利状况较差，对经营业绩形成拖累。公司在建项目

集中于供热及河道治理等非煤项目,后续资金需求量较大,且公益属性较明显,短期内较难回收资金,加大了公司资金周转压力。

该公司是阳城县最大的国有煤炭生产企业,目前形成了以煤炭开采为基础,以旅游开发、建材制造、酒店餐饮及供热等非煤业务为辅的产业结构。煤炭业务作为传统主业,一直是公司收入和利润的主要来源,其核心驱动因素包括资源禀赋状况、规模、吨煤成本等。公司可采储量将决定煤炭业务后续的发展规模,煤炭产能及产量决定了公司的收入规模,煤炭资源赋存状况、吨煤成本以及煤价走势对公司经营盈利影响较大。2019年受益于武甲和小西矿井释放产能,当年公司煤炭产销量继续保持增长态势,营业收入同比增长 11.65%至 55.14 亿元。2020 年第一季度,公司实现营业收入 11.31 亿元,同比下降 28.62%,主要系受新冠肺炎疫情影响,煤炭下游需求疲软,导致煤炭销量减少以及煤价下跌所致。近年来公司煤炭业务收入占比均超过 90%。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
煤炭开采	山西、山东、河南等地,以山西为主	资源/规模/吨煤成本/政策等

资料来源:阳泰集团

该公司依托煤炭资源和当地自然资源优势涉足了旅游服务、酒店经营、建材生产、生态农业及煤炭运输等产业,初步形成了多元化的产业格局。此外,公司还承担了集中供热等市政工程建设项目的建设和运营,但非煤业务收入规模依旧较小。2019 年及 2020 年第一季度,公司非煤产业营业收入主要来源于供热业务,占营业收入的比重分别为 6.37%和 6.63%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况(亿元)

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	38.06	49.39	55.14	11.31	15.85
其中:煤炭业务收入	36.37	46.30	51.63	10.56	14.71
占比(%)	95.56	93.74	93.63	93.37	92.81
其他业务	1.68	3.09	3.51	0.75	1.14
占比(%)	4.44	6.26	6.37	6.63	7.19
毛利率(%)	60.02	63.91	64.08	61.41	62.59
其中:煤炭业务(%)	62.33	66.57	67.41	62.18	66.21
其他业务(%)	40.83	23.95	15.19	50.44	15.79

资料来源:阳泰集团(加总数与合计数不一致系四舍五入所致)

A. 煤炭开采业务

煤炭业务是该公司的核心业务,经营主体为竹林山煤矿、屯城煤矿、义城煤矿等全资和控股子公司。公司生产的煤种主要为 3 号无烟煤,其具有特低灰、低硫和高发热量的特性,是优质的化工原料和动力用煤。2019 年公司煤炭业

务收入为 51.63 亿元，同比增长 11.50%，主要是武甲和小西投产后煤炭产量增加所致。2020 年第一季度煤炭业务收入为 10.56 亿元，同比下降 28.16%，主要是由于 2020 年初新冠肺炎疫情的爆发导致煤炭下游行业复工延迟，煤炭下游需求下降导致公司煤炭销量减少以及煤价下跌所致。

a. 资源

2009 年，根据山西省政府对煤矿企业实施兼并重组整合的意见，该公司负责重组整合阳城县内 24 座矿井（县营煤矿 12 座，乡镇煤矿 12 座）。2009 年整合之前公司拥有 10 座矿井，分别为晶鑫、竹林山、义城（原泰晟）、屯城（原沁海）、府底、芹池（后更名为宇昌）、尹家沟、西冯街、上孔、西沟。2009 年，公司作为整合主体整合引进小西、伯附、油坊头、伏岩、西沟崔凹坑口、武甲、白沟等 16 家煤矿，公司下属上孔、府底 2 座矿井被其他主体整合，整合后保留矿井 12 座（单保 4 座，整合保留 8 座）。

截至 2020 年 3 月末，该公司煤矿资源均已整合至其名下，12 座矿井井田面积合计 81.08km²，可采储量为 4.25 亿吨。公司原技改矿井武甲煤业、小西煤业分别于 2018 年 8 月和 2019 年 1 月正式转为生产矿井，截至 2020 年 3 月末公司在产矿井年产能合计 990 万吨。此外，公司拥有洗煤厂 9 座，洗选能力 880 万吨/年，入选率达到 95% 以上。公司下属 12 家煤矿均位于山西省晋城市阳城县，煤层赋存特征具有同质性，下属煤矿开采期限较短，煤层较浅，已全部采用综采设备进行煤炭开采。从煤质来看，公司目前主要煤种为 3 号无烟煤，无烟煤是煤种中的稀缺资源，属于高价优质煤种，具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含炭量高、低灰、低硫、可磨指数适中）等优良特点。不过，公司部分煤矿 3 号无烟煤储量不足，剩余开采年限较短，面临一定资源接续风险。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司下属矿产资源情况

煤矿名称	井田面积	保有储量	可采储量	煤种	剩余开采年限	产能	开采技术
	(平方公里)	(万吨)	(万吨)			(万吨/年)	
晶鑫煤业	5.13	2457.07	1033.07	3 号无烟煤	14	60	综采
竹林山煤业	9.26	8146.92	5932.42	3 号无烟煤	41	120	综采
义城煤业	8.15	8412.95	6164.95	3 号无烟煤	41	90	综采
屯城煤业	5.49	7719.72	4883.72	3 号无烟煤	33	90	综采
尹家沟煤业	3.27	1494.74	757.84	3 号无烟煤	9	60	综采
白沟煤业	2.04	620.63	288.63	3 号无烟煤	3	45	综采
伏岩煤业	4.38	4495.85	1867.85	3 号无烟煤	10	90	综采
宇昌煤业	2.11	783.98	697.48	3 号无烟煤	7	45	综采
西沟煤业	6.21	2897.46	1589.56	3 号无烟煤	16	60	综采

煤矿名称	井田面积	保有储量	可采储量	煤种	剩余开采年限	产能	开采技术
	(平方公里)	(万吨)	(万吨)			(万吨/年)	
西冯街煤业	8.49	8326.3	3055.3	3号无烟煤	18	90	综采
武甲煤业	15.72	18571.31	9169.31	3号无烟煤	46	120	综采
小西煤业	10.82	11068.65	7098.65	3号无烟煤	35	120	综采
合计	81.08	74995.58	42538.78	-	-	990	-

资料来源：阳泰集团

b. 煤炭生产（生产规模及吨煤成本）

生产方面，2017年以来随着限产政策的取消以及煤炭市场的回暖，该公司原煤产量持续增加。2019年及2020年第一季度，公司原煤产量分别为881.39万吨和206.44万吨。随着武甲煤业和小西煤业从联合试运转矿井转为正式生产矿井，2019年原煤产量同比增长17.89%。受新冠肺炎疫情影响，2020年春节后公司煤矿复工时间较上年延后10天，2020年第一季度原煤产量同比仅微幅增长0.71%。公司各煤矿企业自身按照地质构造，采掘工作面等情况，每年均有1-2个月停产情况，因此造成实际产量与产能间存在一定差异。

在整合煤矿资源的同时，该公司对大部分矿井进行了机械化改造和煤炭开采方法的升级改造。随着煤矿机械化改造升级的完成，公司煤矿综采机械化程度和采煤机械化程度均达到100%。成本方面，2019年及2020年第一季度公司原煤生产成本分别为198.32元/吨和188.53元/吨。原煤生产成本构成主要为人工成本、固定资产折旧、材料费、煤炭安全基金、维简费等。2019年，吨煤成本中人员工资和电力支出基本稳定。由于新转产的武甲、小西两矿摊销费用较大，致使当年折旧、摊销支出增幅较为明显；2019年以来，公司按要求新增计提矿山环境恢复治理保证金和转产金，导致固定项目支出有所增加；其他成本主要系资源价款摊销、洗选加工费和洗选运输费，由于除武甲、竹林山煤矿外，其余煤矿资源价款基本已摊销完毕，叠加公司降成本影响，2019年以来其他成本持续下降。2020年第一季度，当期吨煤成本降至188.53元/吨。

图表 10. 公司近年来煤炭生产成本明细（单位：元/吨）

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
材料	31.75	28.14	32.77	33.97	29.65
人员工资	74.61	56.09	57.76	58.51	48.51
折旧、摊销	21.99	15.30	19.56	17.60	16.40
电	15.90	13.37	15.54	14.81	14.03
固定项目（包括安全费 ² 和维简费、环保恢复保证金和转产金）	34.67	44.67	48.64	46.79	46.95
其他	38.36	36.72	24.05	16.85	43.25

²公司安全生产费按照产量计提，低瓦斯矿井计提标准为15元/吨，高瓦斯矿井计提标准为30元/吨。

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
合计	217.28	194.29	198.32	188.53	198.79

资料来源：阳泰集团

图表 11. 近年来公司在产矿井生产成本和销售价格（单位：元/吨）³

名称	2017年		2018年		2019年		2020年 第一季度		2019年 第一季度	
	生产 成本	销售 均价	生产 成本	销售 均价	生产 成本	销售 均价	生产 成本	销售 均价	生产 成本	销售 均价
晶鑫煤业	218.93	721.60	231.25	714.78	197.07	494.56	213.28	450.13	201.67	613.80
竹林山煤业	215.18	494.54	160.10	664.70	170.95	593.65	174.28	549.76	179.44	629.77
义城煤业	171.98	771.01	158.77	655.96	169.06	547.46	116.47	569.88	167.08	651.81
屯城煤业	175.97	565.15	172.18	727.43	167.83	697.01	157.70	564.14	172.37	707.56
尹家沟煤业	258.52	795.51	264.26	681.57	245.91	505.69	181.96	395.53	347.22	553.84
白沟煤业	209.74	745.74	235.23	684.74	210.87	563.84	229.05	364.34	230.67	599.36
伏岩煤业	228.79	606.47	212.58	620.45	225.34	604.18	206.41	567.64	174.83	615.73
宇昌煤业	258.44	820.48	206.56	661.96	200.16	555.49	222.89	447.97	261.71	756.12
西沟煤业	183.25	724.35	211.10	601.36	221.45	519.29	213.65	537.62	218.65	581.80
西冯街煤业	267.47	718.10	205.27	692.42	240.77	625.60	183.92	501.99	222.44	544.99
武甲煤业	---	---	---	534.50	---	536.98	---	427.65	---	567.90
小西煤业	---	---	---	637.56	---	494.20	221.21	424.07	162.62	538.03
均值	217.28	554.56	194.29	655.25	198.32	572.13	188.53	496.81	198.79	623.03

资料来源：阳泰集团

注：平均售价为不含税价格。

c. 煤炭销售

该公司主要产品为3号无烟煤，具有发热量高、含炭量高、低灰、低硫等特点，是优质的电力、冶金、化工原料，煤炭品质较好。2019年公司实现煤炭销量918.28万吨，同比增长29.95%，随原煤产量增长持续增加。2020年第一季度，煤炭销量同比下降20.27%至188.19万吨，当期煤炭产销率为91.16%，主要系疫情爆发导致煤炭下游需求减弱，加之疫情防控初期实施交通管制，运输不畅，对煤炭销售造成一定影响所致。

图表 12. 公司煤炭产销情况表

时间	产量（万吨）	销量（万吨）	平均售价（元/吨）
2017年	638.10	655.87	554.56
2018年	747.63	706.62	655.25
2019年	881.39	918.28	572.13
2020年第一季度	206.44	188.19	496.81

资料来源：阳泰集团，注：平均售价为煤炭所有品种的综合售价（不含税）

³ 2016-2017年，武甲煤业和小西煤业为试生产矿井，销售产品为基建煤，不进行售价和成本核算。两座矿井分别于2018年8月及2019年1月转为生产矿井。武甲煤业为晶鑫煤业分公司，武甲煤业的成本与晶鑫煤业合并核算，未单独区分。

该公司所产无烟煤广泛运用于化工、电力等行业。公司煤炭原主要通过省内的煤炭贸易企业销售给电厂和化肥厂等终端客户，近年来公司为降低销售成本，扩大市场份额，也与部分电厂和化肥厂等终端客户签订了直供合同。虽然公司仍有 50% 以上的煤炭通过贸易企业进行销售，但直供客户销售占比不断增加。2019 年前 5 大客户销售占比为 48.21%。受益于煤种优势，公司议价能力较强，与下游客户主要采用全额预收的结算模式，付款方式包括银行承兑汇票和现金两种，其中采用现金结算方式的比例约为 40%。从销售区域来看，除供应山西省内外，主要供给河南、山东、江苏等地，但山西省仍是公司主要销售区域。

图表 13. 2019 年公司煤炭业务前五名客户情况

客户名称	销售金额（亿元）	占比	是否关联企业
阳城太行能源科技股份有限公司	12.98	25.14%	否
山西天泽煤化工集团股份有限公司	3.94	7.64%	否
山西品佳商贸有限公司	3.26	6.31%	否
晋城市硕恒商贸有限公司	2.90	5.62%	否
山西优煤易购信息科技有限公司	1.81	3.5%	否
合计	24.89	48.21%	-

资料来源：阳泰集团（合计数与明细加总数存在差异系四舍五入所致）

价格方面，2019 年及 2020 年第一季度，该公司煤炭销售平均价格分别为 572.13 元/吨和 496.81 元/吨。2019 年煤炭平均售价同比下降 12.69%，主要原因系当年煤炭供需格局偏宽松，煤炭价格有所回落。2020 年第一季度，公司煤炭平均售价同比下降 20.26%，主要系受新冠肺炎疫情影响，下游行业用煤需求减少，而煤炭产能恢复进度快于需求增速，致使煤炭价格下降较为明显。此外，由于公司下属各矿井开采的煤炭品质存在差异，因此各矿井的销售均价差异较大。

在煤炭运输方面，该公司销售煤炭后由客户负担运费自行提货。公司主要矿区周边煤炭运输网络畅通，其中，晋城至侯马高速公路阳城至翼城段是山西省高速公路网“三纵十一横十一环”中的第十横的重要组成部分，全长 64.8 公里，连接晋城、临汾两市，途经阳城、沁水、翼城三县；侯月铁路途经阳城站，为东进西出的必经之路，公司的煤炭通过八甲口集运站发往省内及其他省市。此外，公司还负责推进阳城县大宁煤矿铁路专用线二期项目（该项目公司第一大股东为阳城县国有资本投资运营有限公司⁴（简称“阳城国投”），截至 2020 年 3 月末阳城国投持股 46.45%），线路全长 13.28 公里，计划总投资 5.74 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 2.04 亿元。铁路专用线项目征地、拆迁等前期工作已经完成，但由于资金以及煤炭市场行情等因素，该项目于 2012 年 12 月 26 日停工至今。公司后续拟与山西晋城无烟煤矿业集团有限公司（简称“晋煤集团”）合作建设该铁路，后续建设资金计划将由晋煤集团承担。

⁴原名为阳城县恒晟资产管理有限公司，为公司控股股东。

d. 安全状况

2019 年及 2020 年第一季度，该公司百万吨死亡率分别为 0.11% 和 0.00%。2019 年 4 月，公司下属义城煤业因一工作人员违章操作发生一起安全生产事故，造成一名工作人员死亡，直接经济损失 99 万元，事故矿井停产一个月。事故发生后，山西煤矿安全监察局晋城监察分局责令义城煤业实行整顿，期限为 1 个月，并给予该矿处罚款人民币 20 万元。事故发生后，公司通过加强对井下作业现场的管理力度和对职工的安全教育培训工作等措施以防止安全事故的发生。2019 年及 2020 年第一季度，公司安全生产投入分别为 2.34 亿元和 0.56 亿元，随实际投入需要存在一定波动。

图表 14. 公司下属矿井主要生产和安全指标

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
综采机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率 (%)	0.00	0.00	0.11	0.00
安全生产投入 (万元)	13630.45	17290.54	23408.56	5596.75

资料来源：阳泰集团

B. 非煤业务

该公司所处阳城县不仅煤炭资源丰富，且森林覆盖率高，铝矾土、铁硫矿、陶瓷粘土、白云石等自然资源较为富足。近年来，公司依托煤炭资源和当地自然资源优势涉足了旅游服务、酒店经营、建材生产、生态农业及煤炭运输等产业，初步形成了多元化的产业格局。此外，公司作为阳城县国有企业，还承担了集中供热等市政工程项目的建设 and 运营。2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现非煤业务收入 3.51 亿元和 0.75 亿元，2020 年第一季度非煤业务收入同比下降 34.51%。公司非煤业务涉及业务板块较多，但多处于起步阶段，目前规模尚小，经营稳定性和盈利能力均较弱，对收入和利润的贡献有限。

该公司旅游产业主要为对阳城县蟒河生态旅游区和析城山旅游区的开发及经营。蟒河生态旅游区位于阳城县东南 40 公里处，是国家级自然保护区、4A 级旅游景区，占地 120 平方公里。景区于 2010 年 9 月正式运营，2017-2019 年分别实现旅游服务收入 0.08 亿元、0.09 亿元和 0.007 亿元，2019 年旅游服务收入同比大幅下降 92.47%，主要系自 2019 年 4 月起，公司委托阳城县皇城相府（集团）实业有限公司⁵（简称“皇城相府集团公司”）经营，公司不再获取该景区相关收入所致。由于客流量不足且成本开支较大，该景区实际亏损运营。析城山旅游区位于阳城县西南 35 公里处，项目总规划面积 524.3 平方公里，分三期完成。项目一期主要完成析城山、杨柏大峡谷景区所规划的全部项目，达到 4A 景区标准，计划投资 2.50 亿元，截至 2020 年 3 月末实际投资 2.20 亿元，2011 年 8 月开始筹建，已于 2017 年 9 月正式投入运营，该景区无门票

⁵ 阳城县皇城相府（集团）实业有限公司第一大股东为阳城县北留镇皇城村民委员会，对其持股比例为 76.78%。

收入，只收取景区内部交通服务费、停车费等。2019年项目一期实现收入11.91万元。二期、三期主要完善旅游区的规划项目，达到5A景区标准，计划投资10.56亿元，尚未开工建设。考虑到对当地生态环境的保护、项目运营后的效益状况及公司资金压力等诸多因素，目前二期、三期项目处于暂缓建设状态。

为整合、盘活景区旅游资源，2019年4月在阳城县人民政府的协调下，该公司与皇城相府集团公司及其子公司山西皇城相府文化旅游有限公司（简称“皇城相府文旅公司”）签订《委托开发经营管理协议书》（简称“协议”），公司委托皇城相府集团公司及皇城相府文旅公司经营管理阳城县蟒河生态旅游区，委托期限为20年（自2019年4月1日至2039年3月31日止）。协议约定将由皇城相府集团公司及皇城相府文旅公司成立新公司对蟒河旅游区进行开发经营管理，新公司自主开发、独立经营、自负盈亏，公司不持有新公司的股权，仅享受分配利润的权利。自协议生效之日起3年内，皇城相府集团公司及皇城相府文旅公司不向公司支付任何费用，第4年起，受托方扣除前期亏损后须将剩余利润的40%分配给公司，并于次年3月31日前将款项汇入公司指定的银行账户。公司对托管日前形成的资产仍享有所有权，皇城相府集团公司及皇城相府文旅公司享有资产的使用权。原景区职工部分由公司负责安置。接管日前形成的债务由公司承担，接管日之后形成的债务由皇城相府集团公司及皇城相府文旅公司承担。未来公司计划将析城山旅游区资产、负债及相关人员整体剥离，以进一步突出主业，但目前尚未形成具体方案。

该公司餐饮收入全部来源于其下属的竹林山大酒店。该酒店系阳城县首家四星级大酒店，集客房、餐饮、桑拿、娱乐、购物、会议、旅游于一体，拥有中高档房间61套。2019年及2020年第一季度，餐饮收入分别为0.09亿元和0.01亿元。

此外，该公司还受阳城县政府委托承担了一些市政项目的建设和运营，主要为阳城县集中供热项目及演礼工业园内阳泰转型产业集聚区的开发和运营。其中，阳城县供热工程项目总投资13.67亿元，截至2020年3月末，公司累计投资11.09亿元。在县城供热方面，公司已实现供热面积660万平方米，铺设一网主管网45.9千米（单线），新建及扩容换热站106座，对接热用户27000户，已完成对县城区域的供热任务，目前正逐渐扩展供热面积。城镇集中供热方面，供热管线已与县城主管网对接，沿途乡镇已全部接入集中供热，铺设一网主管网26千米（单线），两个中继泵站及一个隔压站已基本完工并投入使用，目前正在建设生产调度楼，预计2020年可全部完工并投入使用。西河、演礼及南部片区集中供热方面，公司已铺设一网主管网19千米（单线），已完成西河、演礼、町店片区的集中供热任务，计划于2020年下半年开始实施白桑项目，预计于2020年末全部完工，实现西河、演礼、町店、白桑等乡镇的集中供热。公司下属子公司阳城县蓝煜热力有限公司（简称“蓝煜热力”）主要负责该项目的运营，并通过向居民和非居民收取供热费实现收入。2019年及2020年第一季度公司分别实现热力销售收入2.29亿元和0.73亿元。目前公司是阳城县集中供热的唯一运营主体，但根据阳城县委、县政府制定的《阳城县集中

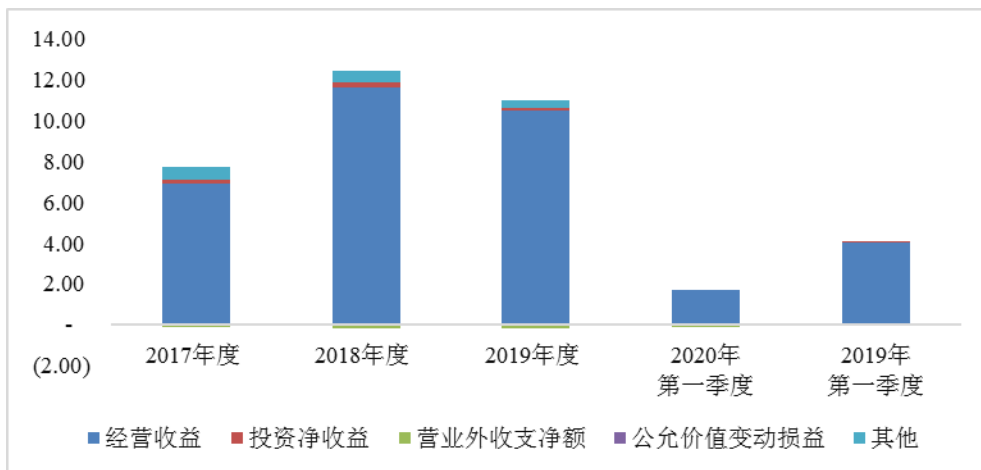
供热板块重组方案》，阳城国投后续将以非公开协议收购公司所持有的蓝煜热力股权，公司供热业务所涉及的相关资产、负债及人员计划整体移交阳城国投，由其负责整合及独立运营，但最终剥离方案尚未确定。

演礼工业园区位于阳城县城西 5 公里处的演礼乡，是阳城县“十二五”期间规划建设的以机械加工为主的高新技术综合性工业园区，总规划面积 22.7 平方公里。该公司负责开发的阳泰转型产业集聚区是演礼工业园区的核心起步示范区，规划用地 66.6 公顷，包括服务演礼工业园的行政服务区、产业发展集聚区、商务服务配套区三部分，规划建成以机械加工制造业、电子产业、新材料产业、新能源产业、生物医药和食品产业、文化产业及高新技术孵化项目为主的工业园区。作为阳泰转型产业集聚区的投资主体，公司将负责园区的基础设施建设、园区招商和投资项目的落地对接。该项目计划投资 2.00 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 3.49 亿元，园区基础设施实际投资金额已大于计划额度。演礼工业园区目前已完成前期征地、园区道路、基础设施、管网等建设，公司初步计划项目建成后通过厂房土地出租的形式实现盈利，截至目前共有 4 家企业入驻。2019 年产业集聚区实现租金收入 163.18 万元。

总体来看，该公司非煤产业目前尚处于起步阶段，对收入和盈利的贡献较小。公司非煤项目多为承担政府性项目，投入较大，项目投资回收期较长，盈利状况较差。目前公司已将蟒河生态旅游区进行托管，持续关注后续其他非煤业务剥离进展及给公司带来的影响。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据阳泰集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司经营利润主要来自煤炭业务。2019 年及 2020 年第一季度，公司营业毛利分别为 35.33 亿元和 6.95 亿元，分别较上年同期增长 11.94% 和下降 29.96%。同期综合毛利率分别为 64.08% 和 61.41%，其中煤炭业务毛利率分别为 67.41% 和 62.18%，2020 年第一季度，受煤炭价格下跌影响，煤炭业务毛利

率小幅下滑。总体来看，由于公司煤炭资源禀赋较好，产品附加值较高，煤炭业务毛利率仍维持较高水平。

该公司盈利主要来自于经营收益，2019 年经营收益同比下降 9.79% 至 10.50 亿元，主要系煤炭价格有所回落以及武甲、小西矿井转入正式生产后，利息费用化处理、开始计提的折旧摊销导致期间费用明显增加所致。当年期间费用增幅明显，对盈利造成一定拖累。2020 年第一季度公司实现经营收益 1.73 亿元，同比大幅下降 57.16%，主要系新冠肺炎疫情冲击下，煤炭价格下降较为明显所致。

期间费用方面，2019 年该公司期间费用为 20.38 亿元，期间费用率为 36.95%。期间费用主要为管理费用和财务费用。由于下属企业众多，且公司将员工的社保支出全部计入管理费用，加之矿井设施等固定资产折旧规模较大，导致管理费用规模较大。2019 年管理费用为 13.07 亿元，同比增长 27.87%，近三年公司管理费用持续增加，主要系煤炭市场行情好转，公司下属各矿井固定费用的计提较为充分，同时部分矿井对历年拖欠费用也进行了消化处理所致，且武甲、小西煤矿陆续转为生产矿井，固定资产折旧、无形资产与建设期开办费摊销相应增加所致。从管理费用具体构成来看，2019 年管理费用主要由 6.00 亿元职工薪酬、3.18 亿元待摊费用摊销和 2.21 亿元固定资产折旧构成。此外，因有息债务规模持续较大，公司财务费用一直维持较大规模，2019 年财务费用同比增长 34.84% 至 7.00 亿元，主要系武甲、小西两座技改矿井正式投产后，对利息进行费用化处理，同时公司于当年偿付部分前期未支付的职工集资款和非银机构拆借款利息所致。2020 年第一季度，公司期间费用小幅下降 3.80% 至 4.51 亿元，其中管理费用同比下降 4.92% 至 2.87 亿元，财务费用同比下降 1.92% 至 1.56 亿元。同期期间费用率为 39.85%，受营业收入下滑影响同比上升 10.28 个百分点。规模较大的期间费用对盈利侵蚀较明显，公司期间费用管控能力有待提升。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	38.06	49.39	55.14	11.31	15.85
综合毛利率（%）	60.02	63.91	64.08	61.41	62.59
毛利（亿元）	22.85	31.56	35.33	6.95	9.92
期间费用率（%）	33.24	31.95	36.95	39.85	29.57
其中：财务费用率（%）	13.41	10.51	12.70	13.76	10.01
全年利息支出总额（亿元）	8.95	5.56	7.19	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	4.06 ⁶	0.54	0.00	-	-

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

该公司还可获得一定规模的投资收益，主要系参股的山西阳城农村商业银行股份有限公司（简称“阳城农商行”，公司持股比例 18.31%）贡献的收益，

⁶资本化利息中小西煤业占 3.44 亿元，主要由之前年度计入长期待摊费用的利息调整计入。

但收益规模较小，2019 年投资收益同比下降 54.34% 至 0.11 亿元，主要系对联营企业山西晋煤沁秀龙湾能源有限公司（简称“龙湾能源”）确认投资亏损 0.08 亿元所致。龙湾能源成立于 2010 年 2 月，初始注册资本 1333.33 万元，第一大股东为山西晋煤集团沁秀煤业有限公司（晋煤集团控股子公司，持股比例为 70.49%）。龙湾能源井田位于阳城县芹池镇，面积 34.75km²，资源储量 3.07 亿吨，其 400 万吨/年产能置换方案已获得发改委批复，将由阳城县与晋煤集团共同开发建设。2019 年，公司实际出资 0.77 亿元取得龙湾能源 21% 股权，未来将根据龙湾能源的批复情况进行投资。此外，公司在日常经营中可持续获得一定政府补助，主要为煤层气抽采补贴和财政扶持补助，计入其他收益，2019 年其他收益为 0.40 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.20	0.23	0.11	-	0.01
营业外收入（亿元）	0.03	0.02	0.08	0.03	0.03
其他收益（亿元）	0.63	0.61	0.40	-	-

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现净利润 7.58 亿元和 1.16 亿元，同比分别下降 13.54% 和 62.22%。2019 年以来，煤炭供需格局趋于宽松，加之 2020 年初新冠肺炎疫情爆发导致一季度煤炭消费量减少，煤价持续回落，对公司盈利造成负面影响。总体来看，公司盈利状况易受煤炭行业波动影响。

(3) 运营规划/经营战略

煤炭产业是该公司的核心产业，未来公司将继续稳步提升煤炭产业的竞争实力，推动生产经营持续向好。未来公司非煤业务将通过租赁、出售或股份制形式，吸收民营资本进入，转换经营机制，增强发展活力，在止损扭亏的基础上实现健康运行。

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建项目有阳城县供热项目等项目，计划投资总额 15.67 亿元，同期末累计投资 14.58 亿元，公司后续仍面临一定的投资压力。公司煤炭主业相关工程基本已建设完毕，2020 年预计设备更新投入为 1.50 亿元，主要为义城煤业、西冯街煤业、伏岩煤业等支架更新支出，2021-2022 年暂无更新计划。

图表 18. 截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	截至 2020 年 3 月 末累计已投资	计划投产/运营时间	2020 年计划投资	2021 年计划投资
阳城县供热项目	13.67	11.09	---	2.00 ⁷	1.00

⁷ 阳城县供热项目 2020 -2021 年投入主要为县城新增住宅小区及周边乡镇扩容的供热投入。

阳泰转型产业集聚区	2.00	3.49	已入园 4 家企业	1.50	1.00
合计	15.67	14.58	---	3.50	2.00

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

此外，受阳城县人民政府委托，该公司出资设立全资子公司阳城县泰沁生态环境治理有限公司（简称“泰沁生态”）对阳城县沁河（润城段）生态景观治理工程进行投资建设及管理。其中，一期工程投资 1.60 亿元，北起王村村，南至润湖公园润城新桥，长度共计 1.6km，包括水利工程和生态景观工程，采用 EPC 承包方式，由北京东方园林环境股份有限公司负责实施，截至 2020 年 3 月末，公司已实际投资 0.39 亿元，目前一期工程已完工。目前拟建的二期工程计划总投资 6.74 亿元，计划工期为 3 年，采用 EPC 总承包方式，承包联合体成员为湖南省水利水电第一工程有限公司、太平洋建设集团有限公司和中国电建集团北京勘测设计研究院有限公司。二期工程水利部分、市政部分投资由承包人负责投融资 65%（即 4.22 亿元），公司自筹 35%。由承包人投融资 65% 部分的利息按照中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的五年期以上同期贷款市场报价利率（LPR）执行，在项目完工后的 5 年内由发包人依次按照 25%、15%、10%、10%、5% 的比例支付给承包人。沁河（润城段）生态景观治理工程完工后，公司拟通过出让周边土地或对土地进行开发获得收益以回笼投资，但最终方案及具体回款模式尚未确定。整体来看，该项目投资金额大，且公益属性明显，项目后续收益存在很大不确定性。

管理

该公司是山西省晋城市阳城县地方国有企业，实际控制人为阳城县工业和信息化局。跟踪期内，公司控股股东恒晟资产更名为阳城国投，同时高管发生变动。近年来公司治理结构和组织架构设置基本能满足日常生产经营的需要，但目前仍有大额职工集资尚未消化，管理有待进一步加强。

跟踪期内，该公司股权结构未发生重大变化。2019 年 12 月，公司控股股东阳城县恒晟资产管理有限公司更名为阳城国投。阳城国投将转型成为阳城县国有资产投资、运营、管理平台。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 1.12 亿元。阳城国投持有公司 59.53% 股权，为公司控股股东，阳城县城镇集体工业联合社持有公司 30.64% 股权，为公司第二大股东，山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司持有公司 9.83% 股权，为公司第三大股东。公司实际控制人为阳城县工业和信息化局（原阳城县经济和信息化局）。

2019 年 9 月，该公司高管因个人年龄等原因发生变动，新上任的 9 名董事及 5 名监事任职期限为 2019 年 9 月 29 日至 2022 年 9 月 28 日，其中大部分高管均在公司及下属子公司有较长工作年限。

该公司与原股东阳城县财政局、股东阳城县城镇集体工业联合社及阳城县

竹林山西冶水电有限公司等参股企业存在一定规模的关联资金往来，主要体现在其他应收款和其他应付款科目。截至 2019 年末公司其他应收款中关联方占用公司资金余额 4.54 亿元，其中 1.30 亿元为公司对阳城县竹林山西冶水电有限公司、阳城县金玉陶瓷有限公司的资金拆借款，在对方投资项目建成达效后随项目收益逐步收回；0.96 亿元为公司认购阳城农商行股份时按照协议约定每认购 1 股股份的同时（每股认购价 1 元）需等额出资相应款项购买的阳城农商行打包处置的不良资产款项⁸；0.94 亿元为公司对山西阳泰龙焱能源科技有限公司的借款，后续将转为对其股权投资款；0.60 亿元为公司给予阳城国投的预分红款，剩余部分主要系因下属煤矿资源整合形成的往来款。此外，在公司资金紧张的情况下，股东、阳城县财政局及公司职工也给予公司一定资金支持。2019 年末关联方向公司提供资金余额合计 12.35 亿元，其中职工借款为 9.19 亿元，应付阳城国投往来款 2.77 亿元，实际为公司于以前年度向阳城县财政局的拆借款。

图表 19. 2019 年末公司与关联方之间主要资金往来情况（单位：万元）

关联方名称	与公司关系	年末余额	坏账准备	款项性质
应收账款	-	76.72	1.53	
其中：阳城县金玉陶瓷有限公司	参股公司	76.72	1.53	货款
预付账款	-	1886.17	-	
其中：阳城县惠阳新能源发展有限公司	参股公司	1886.17	-	煤层气补贴款
其他应收款：	-	45382.00	907.64	
其中：阳城县竹林山西冶水电有限公司	参股公司	10218.89	204.38	资金拆借款
阳城县金玉陶瓷有限公司	参股公司	2800.00	56.00	资金拆借款
阳城县城镇集体工业联合社	股东	6183.02	123.66	往来款
山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司	股东	138.51	2.77	往来款
山西瑞亚力科技有限公司	参股公司	1053.24	21.06	招商引资引导资金，达产后逐年归还
山西阳泰龙焱能源科技有限公司	参股公司	9389.33	187.79	前期为暂借款，后期转为股权
山西阳城农村商业银行股份有限公司	参股公司	9639.00	192.78	购买阳城农商行打包处置的不良资产
阳城县国有资本投资运营有限公司	控股股东	5960.00	119.20	预分红款
其他应付款：	-	123513.02	-	
其中：阳城县竹林山西冶水电有限公司	参股公司	165.37	-	往来款
山西阳泰龙焱能源科技有限公司	参股公司	1189.25	-	工程款
阳城县金玉陶瓷有限公司	参股公司	53.90	-	往来款
山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司	股东	2498.28	-	往来款
阳城县国有资本投资运营有限公司	控股股东	27694.98	-	往来款
职工借款	-	91911.24	-	职工借款

资料来源：根据阳泰集团提供资料整理（合计数与明细加总数不一致系四舍五入所致）

⁸ 仅是不良资产包中相对应的不良资产本金份额及其相应的利息债权，并不对应某一笔具体资产。公司全权委托阳城农商行自行处置不良资产包，不良资产包实现的收入先支付处置过程中的相关税费，如有剩余则归购买不良资产包的全体发起人所有，公司按照份额享有相应部分。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截止 2020 年 6 月 17 日，公司本部无债务违约记录。公司本部及子公司山西阳城阳泰集团小西煤业有限公司（简称“小西煤业”）、山西阳城阳泰集团屯城煤业有限公司（简称“屯城煤业”）及山西阳城阳泰集团西冯街煤业有限公司（简称“西冯街煤业”）由于合同、施工等问题存在法律诉讼案件，但案件涉及标的金额较小。此外，经最高人民法院网站、国家企业信用信息公示系统等公开渠道查询，截至 2020 年 5 月末，公司本部及核心子公司不存在重大异常或不良行为记录。

财务

跟踪期内，随着供热项目等在建项目的持续推进，该公司债务规模持续扩大，负债经营程度偏高，整体债务负担重。公司资产以生产矿井、在建煤炭和采矿权价款等非流动资产为主，且流动资产中其他应收款占比较高，货币资金受限规模较大，资产质量及流动性一般。不过，公司主业现金回笼能力较强，能对债务的偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

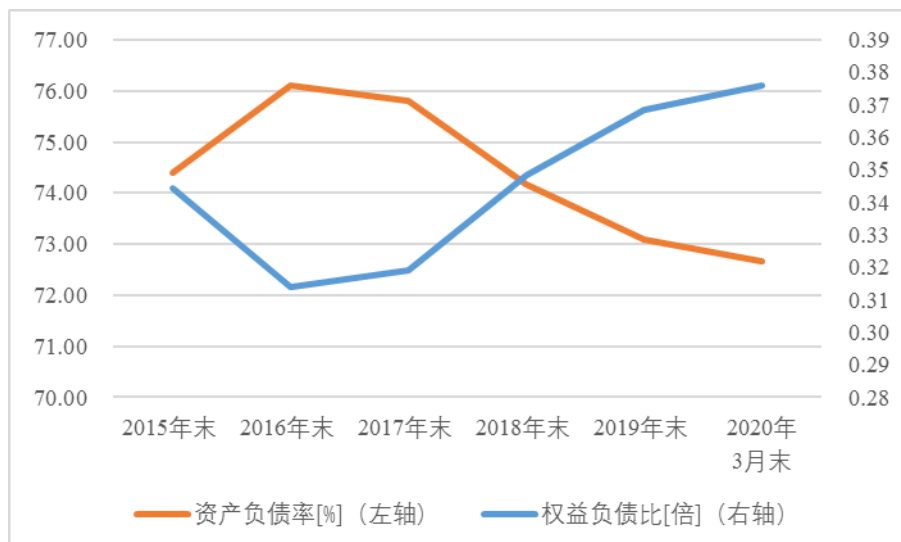
根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》财会[2019] 6 号，该公司将“应收票据及应收账款”分别列示为“应收账款”、“应收票据”，将“应付票据及应付账款”分别列示为“应付账款”、“应付票据”。公司同时对 2018 年末相关比较数据进行了相应调整。以上会计政策变更对公司财务报表相关科目可比性影响较小。

2019 年该公司新设立阳城县云泰信息技术有限公司和山西晶鑫物资有限公司 2 家全资子公司，2019 年末合并报表范围较上年末新增 2 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



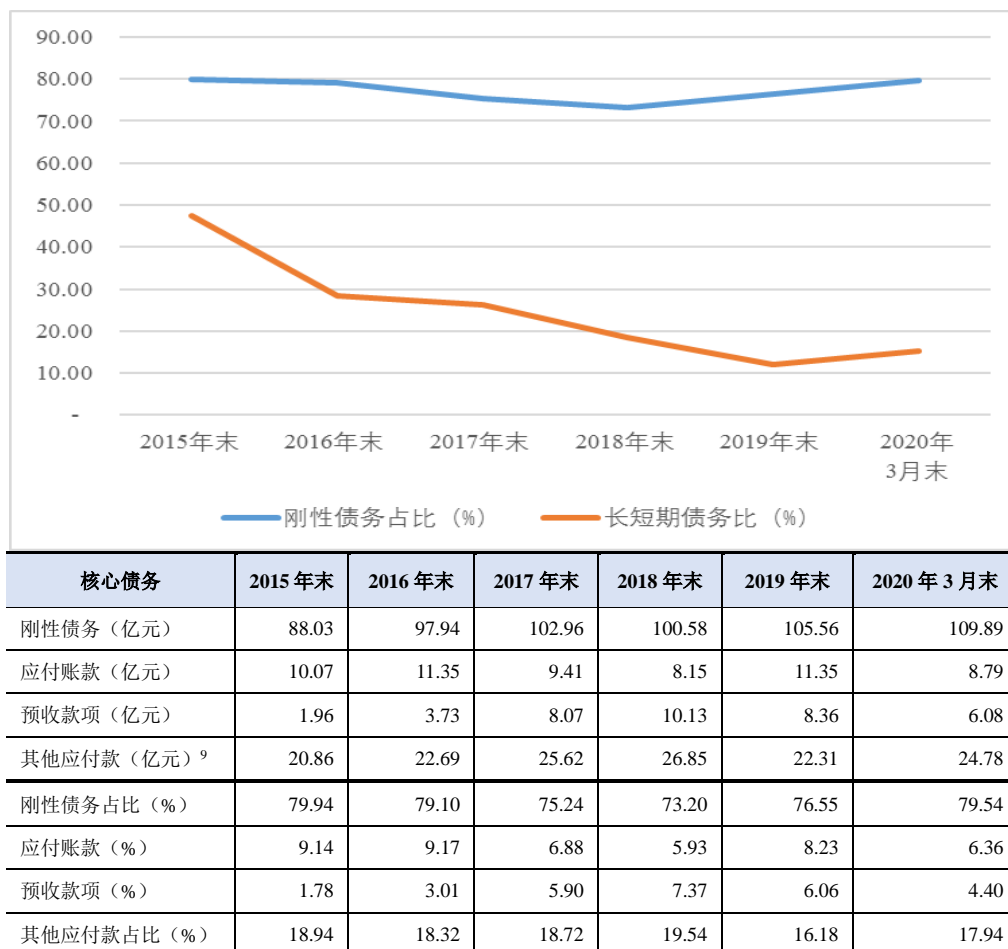
资料来源：根据阳泰集团所提供数据绘制。

近年来，随着供热工程等非煤项目开发的陆续推进，该公司债务规模不断攀升，负债经营程度处于偏高水平。2019年末及2020年3月末，公司负债总额分别为137.90亿元和138.15亿元，资产负债率分别为73.08%和72.67%。公司后续供热及阳城县沁河（润城段）生态景观治理工程仍需投入一定资金，债务规模或将有所增加。

受益于盈利积累，跟踪期内该公司所有者权益持续增长。2019年末及2020年3月末，所有者权益分别为50.80亿元和51.95亿元，其中未分配利润分别为16.71亿元和17.45亿元，占比分别为32.90%和33.60%；少数股东权益分别为25.91亿元和26.10亿元，占比分别为51.00%和50.23%；同期末实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重分别为11.83%和11.57%。公司未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益质量及稳定性一般。同期末，权益负债比分别为0.37倍和0.38倍，权益资本对负债的保障程度较弱。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

该公司负债以短期债务为主，同时随着中长期债务的陆续到期偿还，债务期限结构偏向于短期，2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 12.07% 和 15.18%。

从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款（不包括应付股利及应付利息）构成，2019 年末分别为 105.56 亿元、11.35 亿元、8.36 亿元和 22.31 亿元，占负债总额的比重分别为 76.55%、8.23%、6.06% 和 16.18%。2019 年末应付账款较上年末增长 39.31%，主要系武甲、小西煤矿投产后，对前期工程款项进行结算所致，期末应付账款主要为应付机器设备采购款和工程施工款；同期末预收款项较上年末下降 17.45%，主要为预收的购煤款项；同期末其他应付款中职工借款余额 9.19 亿元，拆借款、暂借款等其他带息债务为 11.55 亿元（已归入刚性债务），剩余部分主要为保证金及押金。2020 年 3 月末，公司刚性债务较上年末小幅增长 4.10% 至 109.89 亿元；预收款项较上年末下降 27.25% 至 6.08 亿元，主要系结

⁹不包括应付股利及应付利息。

转收入所致；同期末其他应付款随着拆借款的增加而增至 24.78 亿元。

图表 22. 截至 2019 年末及 2020 年 3 月末公司其他应付款明细（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年 3 月末	账龄	备注
职工借款	9.19	9.34	1-5 年	2009 年整合建设开始，为补充建设资金，建设矿井分批向高管及职工借款，期限为 3-5 年。原先职工借款年利率为 12.5%，2019 年 10 月起，利率调整为 10%。职工借款后续将视武甲、小西矿井运营效益逐步归还。
工程质保金、安全抵押风险金及安全账户	0.96	0.96	1-5 年	工程建筑队按照工程总造价 10%-15%提取工程质保金；职工缴纳安全账户押金及风险金
拆借款	10.85	13.30	1-5 年	主要为与股东及其他单位的拆借款，利率参照银行同期存款利率执行，以资金占用费的形式支付
暂借款	0.70	0.70	1 年以内	主要为与非金融机构的暂借款，年化利率在 6%-12% 之间
待付社保及公积金	0.61	0.48	1 年以内	计提待支付的社保及公积金
合计	22.31	24.78	-	-

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	37.49	54.81	59.16	65.05	70.82	70.14
其中：短期借款	20.25	31.67	34.26	42.19	34.90	32.67
应付票据	5.96	10.40	19.04	13.39	22.51	25.26
一年内到期的长期借款	8.86	8.60	0.05	3.04	6.58	6.62
其他短期刚性债务	2.42	4.14	5.81	6.44	6.82	5.59
中长期刚性债务合计	50.55	43.13	43.81	35.53	34.75	39.75
其中：长期借款	10.58	6.79	15.43	13.13	8.81	8.53
应付债券	9.91	9.95	4.98	-	-	-
其他中长期刚性债务	30.06	26.39	23.39	22.40	25.94	31.22

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

2019 年末该公司刚性债务以短期为主，其中短期刚性债务（含其他应付款中期限为 1 年以内的带息债务）为 70.82 亿元，中长期刚性债务（职工借款、拆借款等 1 年以上的其他带息债务计入中长期刚性债务）为 34.75 亿元。短期刚性债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他短期刚性债务构成。2019 年末短期借款较上年末下降 17.27% 至 34.90 亿元，以保证借款、抵押+保证借款和质押+抵押+保证借款为主，占比分别为 51.38%、18.94% 和 12.46%。其中保证借款主要为公司本部为下属子公司借款提供担保或下属子公司间互保借款，抵押借款的抵押物均为采矿权，质押借款质押物主要为定期存单及公司持有的下属子公司股权，2019 年末短期借款利率区间介于 4.35%-8.70%。同期末应付票据为 22.51 亿元，均为全额保证金的银行承兑汇票，期限不超过 1 年。2019 年末应付票据较上年末大幅增长 68.10%，

主要系根据借款银行要求，公司部分贷款到期续贷时，需按同等金额办理全额保证金存款业务，银行相应发放应付票据所致。2019年末其他短期刚性债务包括1.09亿元应付利息、3.00亿元债权融资计划¹⁰及0.70亿元其他应付款中的一年期暂借款。

2019年末该公司中长期刚性债务由长期借款、应付融资租赁款和其他应付款中1年以上的带息债务构成。当年末长期借款（不含一年内到期的长期借款）为8.81亿元，主要为公司本部给下属子公司提供担保的保证借款，利率区间介于5.145%-8.00%。2019年末长期应付款为5.90亿元，均为应付融资租赁款，期限为2-5年，借款年利率介于5.13%-6.65%。2019年末公司职工借款为9.19亿元，主要为整合矿井建设以来，公司为补充建设资金分批次向高管及职工借款，期限多为3-5年，但由于该部分借款到期时煤炭行情不佳，公司资金紧张，因此对该部分借款进行展期。原先职工借款年利率为12.5%，2019年10月起，年利率调整为10%。此外公司为了应对资金压力，近年来向股东等借入了部分期限较长的款项，2019年末该部分带息债务合计为10.85亿元。2020年3月末，随着银行借款的到期偿还，短期借款较上年末下降6.40%至32.67亿元，一年内到期的非流动负债较上年末下降13.90%至7.41亿元。同期末，应付融资租赁款较上年末增长45.53%至8.58亿元。公司近年来综合融资成本大约为8%，总体来看融资成本较高，利息偿付压力较大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
营业周期(天)	80.39	69.33	62.55	64.86	59.71	-
营业收入现金率(%)	118.11	126.79	122.39	126.59	116.01	102.63
业务现金收支净额(亿元)	8.84	12.32	22.75	26.84	30.00	3.45
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.18	0.11	-2.73	-2.89	-4.58	0.16
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	8.66	12.43	20.03	23.95	25.41	3.61
EBITDA(亿元)	6.20	8.97	19.77	24.84	26.76	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.07	0.10	0.20	0.24	0.26	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	1.15	1.81	2.21	4.47	3.72	-

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

¹⁰ 该公司于2019年9月在北金所发行规模为3.00亿元的债权融资计划，年利率5.90%，到期日为2020年6月22日。

该公司与下游客户合作多年，购销模式较稳定。公司一般采取全额预收的销售结算方式，主营业务资金回笼情况较好。2019 年营业收入现金率为 116.01%，仍保持较高水平。当年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 2.32% 至 63.97 亿元，主要为煤炭销售回款，随着销售规模扩大有所增加。公司收到/支出其他与经营活动有关的现金主要为公司与关联方的资金往来，年度间存在一定波动。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 25.41 亿元。2020 年第一季度，因煤炭销量和售价的下滑，经营活动产生的现金流量净额同比下降 26.05% 至 3.61 亿元。

2019 年，该公司 EBITDA 同比增长 7.70% 至 26.76 亿元，主要来源于利润总额。当年 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出数的保障倍数分别为 0.26 倍和 3.25 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较好，但对刚性债务的覆盖程度较弱。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.09	0.23	0.18	0.19	-0.52	-0.21
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.99	-6.74	-8.25	-10.41	-9.81	-1.73
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.10	-0.61	-3.11	-0.48	0.51	-
投资环节产生的现金流量净额	-14.99	-7.13	-11.18	-10.70	-9.81	-1.94

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

从投资环节来看，跟踪期内该公司持续推进热力工程建设等项目，同时 2019 年发生设备更新支出 1.82 亿元，导致购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额为 9.81 亿元，净流出规模仍较大。此外公司利用部分闲置资金购买了“天天利”活期保本理财，导致收到/支付其他投资活动有关的现金存在一定波动，2019 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为 0.51 亿元。综上影响，2019 年公司投资活动产生的现金流量净额为-9.81 亿元。2020 年第一季度，公司投资环节现金净流出 1.94 亿元，主要系支付结算工程款项、晶鑫煤业采矿权投入和供热工程投入等所致。公司在建的非煤板块后续仍需投入较多资金，仍面临较大的投融资压力。

(3) 筹资环节

该公司主要通过银行借款、发行债券和融资租赁等形式弥补资金缺口。公司支出及收回的银行承兑保证金、借入及归还的融资租赁款计入收到及支付其他与筹资活动有关的现金。2019 年公司债务偿还规模仍较大，导致筹资活动产生的现金流量净额为-16.26 亿元，呈较大规模净流出状态。2020 年第一季度，筹资性现金流量净额为 0.98 亿元，由负转正，主要系公司加大债务

融资力度所致。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	43.68	50.00	61.17	64.88	65.01	66.24
	29.51	30.73	33.89	35.02	34.45	34.84
其中：货币资金（亿元）	7.19	15.11	23.18	27.59	26.95	31.85
其他应收款（亿元）	20.95	22.15	25.18	25.13	25.93	22.18
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	104.34	112.70	119.33	120.39	123.69	123.87
	70.49	69.27	66.11	64.98	65.55	65.16
其中：固定资产（亿元）	48.09	47.21	45.15	56.83	64.60	64.05
在建工程（亿元）	30.50	35.80	46.89	31.92	24.99	25.47
无形资产（亿元）	12.86	13.49	15.42	17.50	18.26	18.37
长期待摊费用（亿元）	10.76	12.70	9.99	12.11	13.11	13.04
期末全部受限资产账面金额（亿元）	16.92	13.34	19.89	44.77	45.22	47.56
受限资产账面余额/总资产（%）	11.43	8.20	11.02	24.17	23.97	25.02

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

跟踪期内，随着项目建设的推进和经营规模的扩大，该公司资产总额持续增长，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 188.70 亿元和 190.11 亿元。煤炭行业属于资本密集型行业，固定资产投资较大，因此公司资产构成以非流动资产为主，同期末分别为 123.69 亿元和 123.87 亿元，占比分别为 65.55% 和 65.16%。非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用构成。2019 年末在建工程为 24.99 亿元，较上年末下降 21.73%，主要系小西煤矿项目在建工程转固所致，同期末固定资产相应较上年末增长 13.66% 至 64.60 亿元，主要为房屋建筑物及机器设备等。同期末无形资产为 18.26 亿元，主要为资源价款和土地使用权。公司长期待摊费用主要为下属子公司煤矿筹建、改扩建形成的开办费用及部分利息费用，摊销年限基本为 5-10 年。2019 年末长期待摊费用 13.11 亿元，较上年末增长 8.27%，长期待摊费用规模较大主要系武甲、小西两座矿井相关的待摊费用较大，且公司已经正式投产的部分矿井且尚未摊销完毕所致。

从流动资产构成情况看，2019 年末该公司流动资产为 65.01 亿元，主要由货币资金和其他应收款构成。同期末货币资金为 26.95 亿元，其中受限资金包括 20.11 亿元银行承兑汇票保证金和 2.22 亿元定期存单质押，受限货币资金占货币资金总额的比例为 82.85%，公司实际可动用的货币资金有限。其他应收款主要由煤炭资源整合过程中形成的补偿款（暂时挂账该科目）、融资租赁保证金、财政局分红款、矿产资源恢复治理款及暂借款等构成（具体构成见下表所示），按 2% 的比例计提坏账准备。由于煤炭资源整合补偿涉及人员补偿、矿产补偿、债权债务处理等诸多方面，涉及多方利益，当地政府暂

未出台具体的煤炭资源整合补偿标准及处理办法，因此公司将煤炭资源补偿款全部暂挂账于“其他应收款”科目，待逐户清算后进行转增资产或费用处理，根据阳城县政府资源补偿政策，公司每年需向被整合矿井及乡镇支付资源占用费约 0.70 亿元；矿产资源恢复治理款可在符合资金使用条件时可以申请返还。考虑到公司其他应收款中存在一定的关联往来款，回收时间尚不确定，对公司资产质量造成一定负面影响。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 190.11 亿元，其中货币资金较上年末增长 18.18%至 31.85 亿元，受限货币资金为 24.58 亿元，占货币资金总额的比例为 77.17%；其他应收款较上年末下降 14.48%至 22.18 亿元，主要系部分往来款收回所致。其余资产构成较上年末无较大变化。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产为 47.56 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、质押存单及用以抵质押的采矿权，受限比例为 25.02%。

图表 27. 截至 2019 年末及 2020 年 3 月末公司其他应收款主要构成情况（单位：亿元）

债务人	款项性质	2019 年末	2020 年 3 月末	形成原因	回款情况及安排
被整合煤矿原股东	预付煤炭资源整合补偿价款	10.10	10.10	2009 年山西省进行煤炭资源整合以来，公司作为阳城县资源整合主体，陆续投入的用于购买整合煤矿的固定资产及采矿权等项目的款项	在煤炭资源整合结束后转为公司资产或费用，目前阳城县已经成立专门的资源整合小组，尚未处理完毕
民生金融租赁股份有限公司、山西金融租赁有限公司、平安金融租赁有限公司、远东租赁公司	融资租赁保证金	1.46	1.03	公司进行融资租赁产生的保证金	在融资租赁到期前释放冲抵融资租赁款
山西阳城农村商业银行股份有限公司	不良资产购置款	0.96	0.96	公司认购阳城农商行股份时按照协议约定在每认购 1 股股份的同时（每股认购价 1 元）需等额出资相应款项购买的阳城农商行打包处置的不良资产款项	公司全权委托阳城农商行自行处置不良资产包，认购的不良资产包实现的收入首先支付处置过程中的相关税费，如有剩余则归购买不良资产包的全体发起人所有，公司按照份额享有相应的部分
阳城县财政局	矿产资源恢复治理款	0.96	0.96	公司按照国家相关规定缴纳的矿产资源恢复治理款	在公司有符合资金使用条件的项目时可以申请返还
阳城县欣昌资产经营投资有限公司（阳城县财政局的资产经营公司）	财政局分红款	4.56	4.56	政府预分红款项	在公司召开分红相关决议后从未分配利润中扣除
阳城县煤炭局及晋城市安监局	风险押金	0.10	0.10	按照国家相关安全生产规章制度缴纳的风险押金	在公司当年度没有生产事故时可以按照规定进行提取
阳城县恒晟资产管理有限公司	国有资本收益	0.60	0.60	政府预分红款项	在公司召开分红相关决议后从未分配利润中扣除
其他经营性及其他非经营性其他应收款	其他	7.19	3.86	其他与经营相关的往来款及暂借款	按照回款安排逐步收回

债务人	款项性质	2019 年末	2020 年 3 月末	形成原因	回款情况及安排
合计	-	25.93	22.18	-	-

资料来源：阳泰集团

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	58.51	51.82	56.49	55.93	52.83	55.22
速动比率 (%)	45.57	42.92	50.84	49.43	46.52	48.69
现金比率 (%)	14.83	19.08	26.40	27.20	24.40	29.23

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

该公司为传统的煤炭开采企业，非流动资产规模较大，资产流动性较弱。2019 年末及 2020 年 3 月末，流动比率分别为 52.83% 和 55.22%，速动比率分别为 46.52% 和 48.69%，现金比率分别为 24.40% 和 29.23%，但考虑到公司受限的货币资金规模较大，资产实际流动性弱于指标所示。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额合计为 7.00 亿元，担保比率为 13.48%，公司面临一定或有风险。

图表 29. 截至 2020 年 3 月末公司及下属子公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保期限	担保余额
山西阳泰龙焱能源科技有限公司	2020.1-2021.1	995.00
阳城县市政工程有限公司	2016.12-2034.12	36250.00
阳城县商品公路开发公司	2017.6-2032.6	11100.00
阳城县扶贫开发投资有限公司	2018.3-2023.3	472.52
阳城县耘瑞祥建设投资有限公司	2019.12-2030.12	13500.00
阳城县水务张峰水库供水有限公司	2014.12-2022.11	7700.00
合计	---	70017.52

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业经营主要由下属各个子公司开展，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司本部资产规模分别为 65.42 亿元和 69.47 亿元。从资产构成来看，本部资产集中于以其他应收款和货币资金为主的流动资产，2019 年末流动资产合计为 57.28 亿元，其中其他应收款为 32.00 亿元，主要为下属子公司向本部的借款及工程形成的资金占用。近年来公司本部其他应收款规模很大，且持续增长，对本部资金形成较大规模的占用。2019 年末及 2020 年 3 月末公司本部货币资金分别为 22.52 亿元和 24.53 亿元，同期末受限货币资金分别为 21.91 亿元和 24.16 亿元，本部实际可动用的货币资金较少。2019 年末及 2020 年 3

月末，公司本部所有者权益分别为 3.51 亿元和 3.22 亿元，规模较小。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部负债合计分别为 61.92 亿元和 66.25 亿元。2019 年末公司本部资产负债率为 94.64%，本部负债经营程度很高。公司本部负债以刚性债务和其他应付款为主，2019 年末本部刚性债务为 41.67 亿元，其他应付款为 10.10 亿元。由于公司债务中以本部作为融资主体的债务规模大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，公司本部债务负担很重，母公司偿债能力依赖其对子公司的控制能力。

2017-2019 年，该公司本部分别实现营业收入 14.51 亿元、46.02 亿元和 51.26 亿元，2017 年以来公司本部营业收入规模迅速扩大，主要系 2017 年 6 月起集团实现统一销售，销售回款由客户直接转入本部公司指定账户所致。2017-2019 年公司本部分别实现净利润 0.005 亿元、3.64 亿元和 2.82 亿元，2018 年以来本部净利润显著增加主要系收到子公司分配股利所致。2020 年第一季度公司本部实现营业收入 6.97 亿元，净利润为-0.29 亿元。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司本部经营活动产生的现金流量净额分别为 4.81 亿元、7.33 亿元、1.61 亿元和 1.08 亿元，2017 年以来由于公司实行煤炭统一销售管理，本部经营环节现金流量净额可保持一定规模净流入状态，2019 年净流入额明显减少主要系本部当年偿还部分阳城县财政局前期往来借款所致。公司本部经营活动产生的现金流量状况尚可。2017-2019 年及 2020 年第一季度，本部投资活动产生的现金流量净额分别为-2.67 亿元、-0.12 亿元、-6.33 亿元和-0.21 亿元，本部投资活动现金持续净流出，2019 年净流出规模明显扩大，主要系本部当年对子公司拆出资金增加所致。同期公司本部筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.91 亿元、-7.15 亿元、5.03 亿元和 0.78 亿元。

外部支持因素

1. 政府支持

煤炭产业是阳城县的支柱产业。该公司是阳城县大型国有煤炭企业，是当地煤炭资源整合主体，在政府补助等方面能够获得当地政府的一定支持。2017-2019 年公司获得政府补助分别为 0.63 亿元、0.61 亿元和 0.40 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该公司获得银行授信总额为 84.92 亿元，其中未用额度为 32.93 亿元。公司银行授信规模中大型国有金融机构授信占比 13.25%，可动用授信额度中，大型国有金融机构占比为 3.26%，大型国有金融机构授信占比较低。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	授信余额
全部（亿元）	84.92	32.93
其中：工农中建交五大商业银行及政策性银行（亿元）	11.25	1.08
其中：大型国有金融机构占比（%）	13.25	3.26

资料来源：根据阳泰实业所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 20 阳泰 01：附该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

“20 阳泰 01”期限 3 年，附第 2 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

该公司调整票面利率选择权：公司有权决定在本期债券存续期的第 2 年末调整本期债券后 1 年的票面利率，公司将于本期债券第 2 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使利率调整权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：该公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整。

“20 阳泰 01”于 2020 年 4 月 15 日发行，票面利率为 6.50%，行权日为 2022 年 4 月 16 日。

2. 20 阳泰 01：外部担保

晋商信用增进投资股份有限公司（简称“晋商信用增进”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为“20 阳泰 01”债券发行本金、债券存续期的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的相关费用，可为债券的到期偿付提供一定保障。

晋商信用增进成立于 2016 年 9 月，由山西金融投资控股集团有限公司联合山西能源交通投资有限公司、山西省黄河万家寨水务集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、山西建筑工程（集团）总公司、山西省交通开发投资集团有限公司和山西省高速公路集团有限责任公司等 6 家省属重点非煤炭行业国有企业共同出资组建，股东均以货币资金出资，于 2016 年 9 月 26 日前一次缴足。2017 年 12 月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会山西省财政厅关于划转晋商信用增进投资股份有限公司国有股权的通知》（晋国资产函[2017]484 号），山西省国资委和财政厅将山西金控集团持有

的公司所有股份，划转至山西省国资委，由山西省国资委注入山西省国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投运营公司”），并将山西金控集团对应负债 21 亿元，同步划归山西国投运营公司承担，截至 2019 年末，晋商信用增进注册资本为 40.00 亿元。

晋商信用增进的经营范围主要包括债券和非债券信用增进业务，债券、股权和理财产品投资业务。其中：债券增信业务包括信用债产品、投资类产品、境外产品的信用增进业务，非债券增信业务包括理财产品、信托计划、资产管理计划和结构化产品的信用增进业务以及信用风险缓释工具。投资业务方面，晋商信用增进本部主要通过债券自营投资、成立债券平稳基金、委托贷款和参股私募股权基金等形式为省内重点国有企业提供融资服务，在一定程度上提升了收益能力，但也加大了风险管理难度。

此外，2017 年，晋商信用增进参与发起设立晋阳资产管理股份有限公司和晋信资本投资管理有限公司两家功能性子公司，分别开展不良资产的批量收购处置、投资和基金管理等业务，两家子公司业务发展迅速，经营较为独立。截至 2019 年末，上述两家子公司的注册资本分别为 30.00 亿元和 2.00 亿元，晋商信用增进的出资比例分别为 37% 和 50%。

截至 2019 年末，晋商信用增进经审计的合并口径资产总额为 252.21 亿元，净资产为 66.54 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 45.39 亿元）；2019 年，晋商信用增进实现营业总收入 3.41 亿元，投资收益 14.75 亿元，实现净利润 4.59 亿元。

晋商信用增进是山西省政府为了更好地支持全省实体经济、特别是省属重点国有企业的发展、降低省属重点国有企业的融资压力、推动山西国有企业转型发展、支持省属重点国有企业通过金融市场持续融资、完善山西金融风险防范体系而设立的国有信用增进机构，同时也是全国首家省级信用增进公司。晋商信用增进营业收入主要来源于信用增进服务收入及投资业务收益。随着各项业务发展，其增信业务收入逐步增加，目前投资业务收益对于盈利的贡献度较高；为支持本部投资业务和子公司不良资产业务的发展，晋商信用增进的负债经营程度持续上升，刚性债务规模较大。财务费用支出对于盈利增长形成一定压力。晋商信用增进为本次债券提供不可撤销连带责任保证担保，一定程度上保障了本次债券的偿债安全性。

跟踪评级结论

该公司是山西省晋城市阳城县地方国有企业，实际控制人为阳城县工业和信息化局。公司目前形成了以煤炭开采为主，非煤产业为辅的产业格局。受益于武甲、小西矿井产能释放，2019 年公司煤炭产销量继续保持增长态势，营业收入有所增长；2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求减少，同时供需错配导致煤价下跌，公司营业收入有所下滑。公司煤质优良，

煤炭资源禀赋良好，所产煤炭附加值较高，煤炭主业毛利水平较高，但非煤产业投入大，收入规模较小，盈利状况较差，对经营业绩形成拖累。公司在建项目集中于供热及河道治理等非煤项目，后续资金需求量较大，且公益属性较明显，短期内较难回收资金，加大了公司资金周转压力。

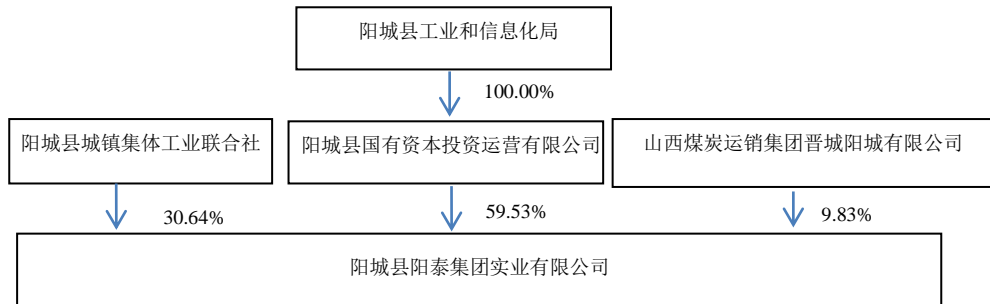
跟踪期内，该公司控股股东恒晟资产更名为阳城国投，同时高管发生变动。近年来公司治理结构和组织架构设置基本能满足日常生产经营的需要，但目前仍有大额职工集资尚未消化，管理有待进一步加强。

跟踪期内，随着供热项目等在建项目的持续推进，该公司债务规模持续扩大，负债经营程度偏高，整体债务负担重。公司资产以生产矿井、在建煤炭和采矿权价款等非流动资产为主，且流动资产中其他应收款占比较高，货币资金受限规模较大，资产质量及流动性一般。不过，公司主业现金回笼能力较强，能对债务的偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）煤炭行业发展情况及山西省政府和当地政府对煤炭企业的支持情况；（2）新冠肺炎疫情冲击下，后续煤炭需求恢复情况；（3）该公司其他应收款的回收情况；（4）公司刚性债务偿付资金安排；（5）公司非煤业务后续投入、托管、剥离进展及影响。

附录一：

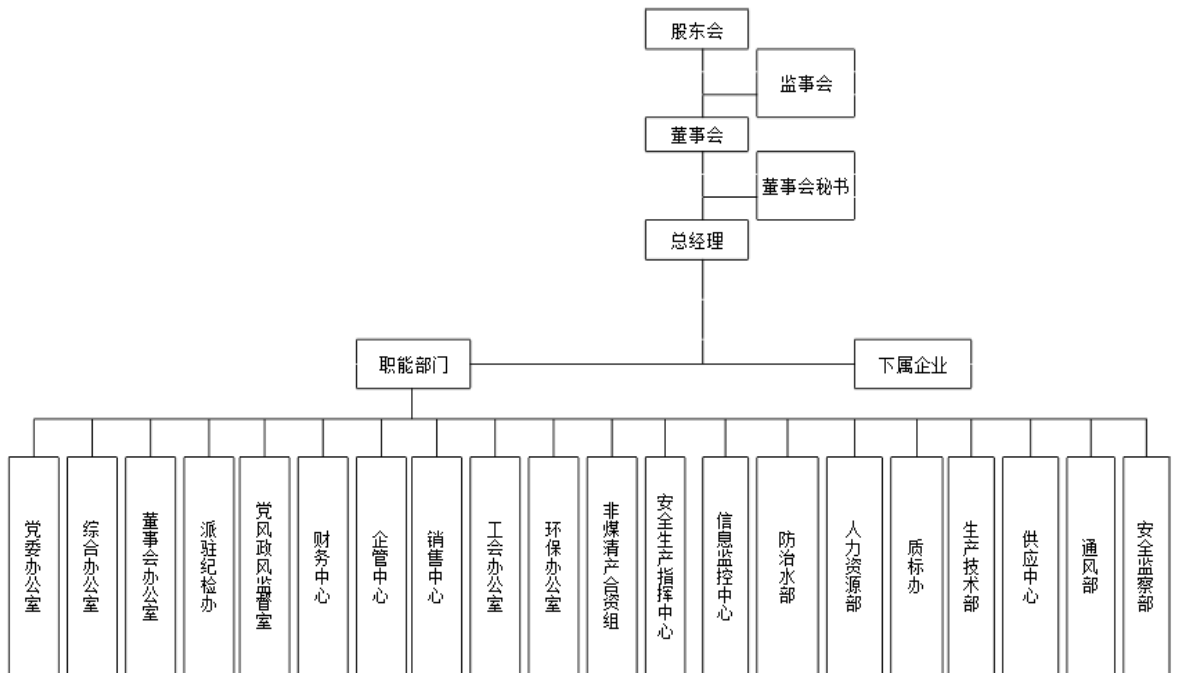
公司与实际控制人关系图



注：根据阳泰集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据阳泰集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)
阳城县阳泰集团实业有限公司	阳泰集团	本级	—	煤炭开采	41.67	3.51	51.26	2.82	1.61
山西阳城阳泰集团西冯街煤业有限公司	西冯街煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	6.40	2.59	5.96	0.88	1.72
山西阳城阳泰集团竹林山煤业有限公司	竹林山煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	4.80	11.29	7.44	2.37	2.29
山西阳城阳泰集团西沟煤业有限公司	西沟煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	1.12	1.57	3.04	0.33	0.85
山西阳城阳泰集团晶鑫煤业有限公司	晶鑫煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	11.44	8.57	8.84	0.66	2.18

注：根据阳泰集团 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人阳泰集团主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	180.50	185.26	188.70	190.11
货币资金 [亿元]	23.18	27.59	26.95	31.85
刚性债务[亿元]	102.96	100.58	105.56	109.89
所有者权益 [亿元]	43.66	47.87	50.80	51.95
营业收入[亿元]	38.06	49.39	55.14	11.31
净利润 [亿元]	5.65	8.77	7.58	1.16
EBITDA[亿元]	19.77	24.84	26.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	20.03	23.95	25.41	3.61
投资性现金净流入量[亿元]	-11.18	-10.70	-9.81	-1.94
资产负债率[%]	75.81	74.16	73.08	72.67
权益资本与刚性债务比率[%]	42.41	47.59	48.12	47.28
流动比率[%]	56.49	55.93	52.83	55.22
现金比率[%]	26.40	27.20	24.40	29.23
利息保障倍数[倍]	1.39	3.11	2.19	—
担保比率[%]	9.24	12.81	13.95	13.48
营业周期[天]	62.55	64.86	59.71	—
毛利率[%]	60.02	63.91	64.08	61.41
营业利润率[%]	20.22	25.23	19.92	15.25
总资产报酬率[%]	7.27	9.45	9.62	—
净资产收益率[%]	13.68	19.17	15.37	—
净资产收益率*[%]	14.24	19.82	16.55	—
营业收入现金率[%]	122.39	126.59	116.01	102.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.56	21.36	21.26	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.79	9.66	11.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	4.47	3.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.24	0.26	—

注：表中数据依据阳泰集团经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

晋商信用增进主要数据及指标表

项目	2017年	2018年	2019年
注册资本(亿元)	40.00	40.00	40.00
股东权益(亿元)	60.48	62.74	66.54
总资产(亿元)	111.12	176.67	252.21
货币资金(亿元)	9.37	9.72	10.52
风险准备金(亿元)	0.59	1.42	2.03
营业收入(亿元)	1.90	6.00	3.41
营业利润(亿元)	4.29	6.12	5.95
净利润(亿元)	3.22	4.34	4.59
平均资本回报率(%)	6.39	7.05	7.10
风险准备金充足率(%)	0.28	0.40	0.43
增信放大倍数(倍)	3.53	5.63	7.17
增信发生额(亿元)	232.34	166.75	163.96
增信责任余额(亿元)	213.44	353.35	477.37
累计增信代偿率(%)	-	-	-
累计代偿回收率(%)	-	-	-
累计代偿损失率(%)	-	-	-

注1：根据晋商信用增进2017-2019年审计报告以及相关期间业务数据整理计算；

注2：增信放大倍数=期末增信责任余额/期末股东权益。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 06 月）
- 《煤炭开采行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。