

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(2021)100341】

**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/2021 年 6 月 23 日

**前次跟踪:** 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	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	21.80	22.52	22.82
刚性债务	31.27	41.67	66.11
所有者权益	3.38	3.51	3.66
经营性现金净流入量	7.33	1.61	4.59
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	185.26	188.70	177.71
总负债	137.40	137.90	130.92
刚性债务	100.58	105.56	101.05
所有者权益	47.87	50.80	46.79
营业收入	49.39	55.14	43.77
净利润	8.77	7.58	2.59
经营性现金净流入量	23.95	25.41	14.41
EBITDA	24.84	26.76	19.47
资产负债率[%]	74.16	73.08	73.67
权益资本与刚性债务比率[%]	47.59	48.12	46.31
流动比率[%]	55.93	52.83	53.08
现金比率[%]	27.20	24.40	24.21
利息保障倍数[倍]	3.11	2.50	1.74
净资产收益率[%]	19.17	15.37	5.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.36	21.26	12.34
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.66	11.33	6.08
EBITDA/利息支出[倍]	4.47	3.72	2.96
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.26	0.19
<b>担保方数据(合并口径)</b>			
注册资本	40.00	40.00	40.00
股东权益	62.74	66.54	70.44
增信发生额	166.75	163.96	109.62
增信责任余额	353.35	477.37	480.35

注: 根据阳泰集团经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。  
担保方数据根据晋商信用增进 2018-2020 年审计报告及相关业务数据整理、计算

### 分析师

喻俐萍 ylp@shxsj.com

刘思静 liusijing@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 2020 年以来阳泰集团在煤种、资源赋存条件及主业现金回笼等方面所保持的优势,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,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,公司煤炭产能进一步提升。
- **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仍呈大额净流入状态,可对即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连带责任保证担保,一定程度上保障了本次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。**目前阳泰集团已积聚了较大规模债务,债务负担沉重,财务杠杆偏高。且公司资产以生产矿井、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。

- **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。公司费用管控能力仍有待进一步加强。
- **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。2020年初受新冠肺炎疫情冲击，下游需求疲弱，全年煤价中枢有所回落。受此影响，2020年公司煤炭销售量价齐跌，盈利水平明显下滑。
- **非煤业务风险大。**受当地政府委托，阳泰集团承担了产业园及旅游等部分非煤项目的建设和运营，后续预计仍需投入一定资金。公司非煤业务投入大，目前收益较为有限，非煤项目投产风险大。
- **管理较为粗放。**截至2020年末，阳泰集团有9.32亿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。

## ➤ 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；认为本次债券还本付息安全性极高，并维持本次债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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 2020 年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 2021 年 4 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 2021 年 4 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	付息情况正常
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

2021 年以来,全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化,部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力,宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验,而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性,我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内,宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好,同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化;中长期看,“双循环”新发展格局下,我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展,我国宏观经济基本面有望长期

向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金

链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观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。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，一季度受疫情影响，宏观经济增速负增长，我国煤炭消费明显下滑。二季度以来随着疫情的逐步控制和经济的稳步复苏，煤炭需求快速恢复，全年煤炭消费低速增长。在保供政策引导和先进产能逐步释放下，煤炭供给平稳。阶段性供需错配导致煤价波动幅度加大，2020年煤价中枢有所回落，煤炭企业经营效益下滑，行业景气度小幅下降。2021年第一季度，宏观经济复苏明显，煤炭下游需求同比大幅上涨，供给稳中有升，煤炭价格整体上涨，行业盈利空间明显回升。

### A. 行业概况

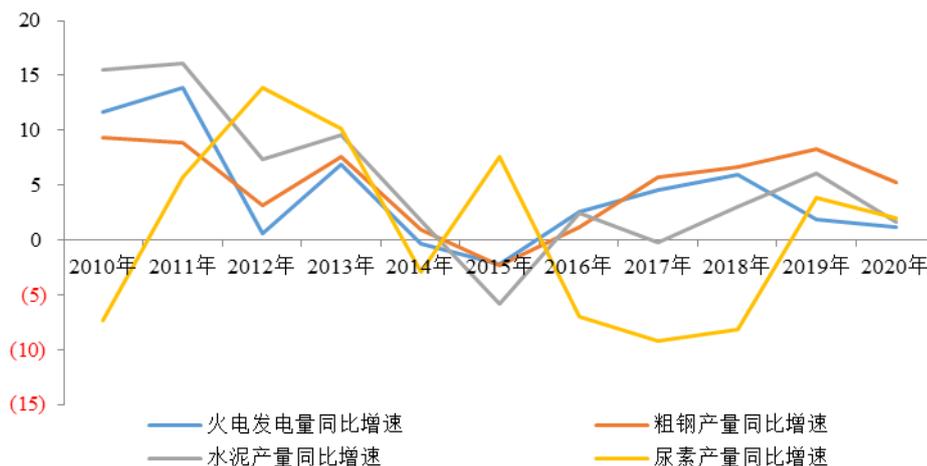
煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。由于产业结构调整、环境压力和资源约束等因素，我国煤炭在一次能源消费中的比重持续下降。但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定了煤炭在我国一次能源消费结构中仍处于主导地位，且主体能源地位在相当长时间内难以改变。2020年我国煤炭消费量占能源消费总量的比重较上年下降1.0个百分点。

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。2020年初，新冠肺炎疫情的爆发，对我国一季度的经济造成了较大的负面影响，但随着3月以来我国疫情防控形势向好，复工复产逐步推进，经济运行稳步复苏。2020年第一季度受疫情影响，下游企业复产复工延后、用电需求下降，全国煤炭消费明显下降。二季度以来，随着各行业复工复产逐渐推进以及逆周期调节政策的出台，煤炭需求快速回升。据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长0.6%。从主要耗煤行业分析测算，电力行业、钢铁行业、建材行业和化工行业耗煤分别同比增长0.8%、3.3%、0.2%和1.3%，其他行业耗煤同比下降4.6%。2021年第一季度，宏观经济复苏

明显，工业生产稳步回升，拉动全社会用电量大幅增长，叠加寒潮天气影响，煤炭下游需求大幅增长。2021年第一季度全国煤炭消费量同比增长15.8%，比2019年第一季度增长8.4%。其中，电煤消费同比增长20.6%，对煤炭消费增长的贡献率高达72.6%。

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。2020年初，受新冠疫情冲击，一季度用电量明显下降；但随着疫情防控常态化，经济运行稳步复苏，二季度以来用电量明显回升。2020年全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。全国全口径发电量同比增长4.0%。其中，火电发电量为5.17万亿千瓦时，同比增长2.5%。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。受疫情影响，房地产及基建延迟复工，2020年全国房地产开发投资141443亿元，比上年增长7.0%，增速比上年回落6.3个百分点。同期我国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比仅增长0.2%。受此影响，2020年全国粗钢产量为10.53亿吨，同比增长5.2%，增速较上年同期回落3.1个百分点；同期水泥产量为23.77亿吨，同比增长1.60%，增速较上年回落4.5个百分点。化工方面，2020年尿素产量同比增长1.96%，增速较上年同期下降1.84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方面。2021年第一季度，随着国内经济的复苏，煤炭下游主要行业景气度提升。其中，火电发电量同比增长21%，规模以上企业生铁产量同比增长8%，水泥产量同比增长43.7%，拉动煤炭消费快速增长。

图表 2. 煤炭下游主要行业产量增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

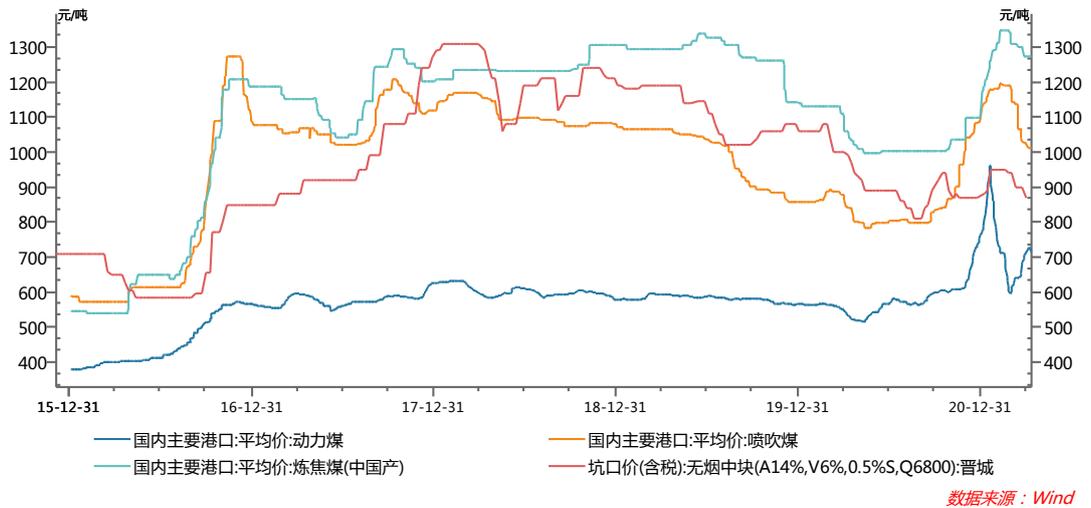
煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。

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。截至2020年底，全国累计退出煤矿5500处左右、退出落后煤炭产能10亿吨/年以上，超额完成“十三五”煤炭去产能目标（5.5亿吨），年产30万吨以下小煤矿产能降至1.1亿吨/年左右。我国煤炭去产能从总量性去产能向系统性、结构性去产能转变。2019年8月，发改委、能源局等六部门出台《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内。在供给侧改革过程中，落后产能逐渐出清，先进产能逐步投放，行业供给质量提升，供需格局得以改善，但目前行业去产能也面临煤矿关闭退出机制不完善、人员安置和债务处理难度大、退出成本高等问题。

煤炭产量方面，2020年初受疫情影响，煤矿延迟复产，2020年1-2月我国煤炭产量同比下降6.3%。但3月以来在保供政策引导下各产煤省区陆续复产复工，煤矿生产情况好转。2020年我国原煤产量39.0亿吨，同比增长1.4%。煤炭生产继续向资源禀赋好、开采条件好的晋陕蒙地区集中，2020年三省区原煤产量27.9亿吨，占全国的71.5%。进口方面，2020年以来我国煤炭进口量呈现前高后低走势，全年进口煤3.04亿吨，同比增长1.5%。2021年以来主产地煤矿开工率维持高位，煤炭产量显著提升。2021年第一季度，我国原煤产量9.7亿吨，同比增长16.0%，比2019年第一季度增长15.4%。进口方面，由于国内外煤炭价差回落，进口煤优势减弱，一季度我国进口煤0.68亿吨，同比下降28.53%。

从煤炭价格走势来看，2020年初受疫情影响，短期内煤炭市场供需两弱，煤矿复产复工滞后和物流受阻导致煤炭供应偏紧，2020年1-2月煤炭价格整体有所回升。3月以来随着疫情防控形势的好转，煤矿复产复工率大幅提高，煤炭供给增加，但主要下游行业复工进度慢于煤矿复工进度，阶段性的供需错配导致煤炭价格持续下跌。5月以来随着下游需求的快速回升，煤炭价格开始上涨，全年煤价呈现“V”型走势，但煤价中枢较上年有所回落。截至2020年12月31日，国内主要港口动力煤均价、炼焦煤均价和晋城产无烟中块坑口价分别为764元/吨、1098元/吨和870元/吨。2021年以来受益于煤炭下游需求的大幅增长，煤炭价格整体走高，截至2021年5月28日国内主要港口动力煤均价、炼焦煤均价和晋城产无烟中块坑口价分别为852元/吨、1404元/吨和1240元/吨。2020年受煤价中枢下降影响，全国规模以上煤炭企业实现营业收入20001.9亿元，同比下降8.4%；利润总额2222.7亿元，同比下降21.1%。2021年以来随着煤价的上涨，煤炭企业盈利明显回升，2021年第一季度全国规模以上煤炭企业实现营业收入5621.10亿元，同比增长29.60%；利润总额1140.30亿元，同比增长91.50%。

图表 3. 近年来我国主要煤炭品种价格走势（单位：元/吨）



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，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、煤炭价格等各方面出台多项政策引导行业健康发展。自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，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。2020 年 6 月和 12 月，发改委办公厅分别发布《关于做好 2020 年煤炭中长期合同履行监管工作的通知》和《关于做好 2021 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，推动煤炭中长期合同签订及履行对稳定煤炭价格具有重要作用。

图表 4. 2020 年以来国家出台的煤炭行业主要调控政策

发行时间	文件名称	主要内容
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；严格执行煤炭中长期合同及“基准价+浮动价”定价机制，
2020/2	煤矿安全监察局《关于切实做好春节后煤矿复工复产工作有关事项的通知》	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
2020/2	发改委等 8 部委关于印发《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》的通知	提出了煤矿智能化发展的主要任务及保障措施
2020/6	发改委办公厅《关于做好 2020 年煤炭中	要求产运需各方保证季度履约率不低于 80%，半年及全

发行时间	文件名称	主要内容
	《长期合同履行监管工作的通知》	年履行率不低于 90%。
2020/6	发改委等六部门《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》(发改运行〔2020〕901 号)	进一步提升行业集中度、提高生产技术水平。支持煤炭企业建设坑口电厂、发电企业建设煤矿，鼓励通过一体化运营、股权合作等多种方式发展煤电联营，促进上下游产业融合发展。
2020/12	发改委办公厅关于做好 2021 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知(发改办运行〔2020〕902 号)	规模以上煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80% 以上，2019 年以来核增产能煤矿核增部分签订比例应达到 90% 以上。规模以上电力企业签订的中长期合同数量应达到年度煤炭使用量的 75%，使用进口煤的电厂，国内煤炭使用量的 80% 要签订中长期合同。

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 2020 年末的 4245 家。据中国煤炭工业协会统计，2020 年前 8 家大型企业原煤产量 18.55 亿吨，占全国的 47.6%，比 2015 年提高 11.6 个百分点；其中，亿吨级以上企业煤炭产量 16.8 亿吨，占全国的 43%；千万吨级以上企业煤炭产量 30.0 亿吨，占全国的 77%。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。2020 年以来煤炭行业整合进程提速，相继出现焦煤集团吸收合并山煤集团、兖矿集团与山东能源集团战略重组、晋能控股集团组建等整合事件。煤炭企业整合带来的行业集中度提升有利于增强供给侧改革调控效果，控制先进产能释放节奏，是优化行业供给质量、促进行业健康发展的重要途径，但整合过程中或将导致部分财务质量很差的国有企业无法有效退出市场，对企业自身而言实际整合效果仍有待观察。

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 5. 行业内核心样本企业数据概览（单位：亿元，%，2020 年（末））

企业名称	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	销售毛利率	经营性现金净流量	流动比率
山东能源集团有限公司	6,851.03	66.98	6,752.40	111.79	9.51	312.88	93.02
晋能控股煤业集团有限公司	3,888.26	77.14	1,950.20	4.24	15.90	65.41	90.33
晋能控股电力集团有限公司	3,235.05	69.46	1,009.10	15.73	16.93	78.80	58.50
中国中煤能源股份有限公司	2,816.86	56.03	1,409.61	89.26	25.86	226.32	89.99
河南能源化工集团有限公司	2,714.34	85.83	1,671.08	-56.32	9.51	124.12	57.12
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	2,629.70	77.90	1,614.31	1.91	10.99	98.77	71.83
内蒙古伊泰集团有限公司	1,041.27	57.31	351.78	-3.50	30.90	80.11	136.14
开滦(集团)有限责任公司	895.37	69.89	870.45	5.21	6.96	38.00	80.27
徐州矿业集团有限公司	489.11	58.16	329.75	7.04	11.98	34.26	112.20
冀中能源峰峰集团有限公司	396.46	69.85	274.81	2.82	10.03	11.93	65.10
临沂矿业集团有限责任公司	358.20	63.00	335.01	6.87	11.49	24.50	59.79

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 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，重特重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，其中大力的去产能政策促进了煤炭行业的健康发展。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。永城煤电违约事件显著冲击债券市场，短期内煤炭企业外部融资受阻。当外部融资环境趋紧时，企业债务滚续或面临一定困难，或将引发流动性风险。

### (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。近年来山西省积极推进煤炭去产能工作，去产能力度较大，煤炭供给质量得以提高。2020 年受煤价中枢下降影响，省内煤炭生产企业经营业绩有所下滑。2021 年以来受益于煤炭价格上涨，2021 年第一季度省内煤炭企业利润明显回升。

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。2020 年山西省实现地区生产总值 17651.93 亿元，按不变价格计算，比上年增长 3.6%，增速快于全国 1.3 个百分点，但山西省经济总量在全国排序中仍处于中后位。全年全省规模以上工业增加值增长 5.7%，增速快于全国 2.9 个百分点。其中，采矿业增长 8.0%。

山西省是我国煤炭储量最丰富地区之一，是我国煤炭的调出区之一。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。2020 年山西省规模以上企业原煤产量 10.63 亿吨，同比增长 8.2%；受煤价下降影响，2020 年山西省规模以上煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 6778.0 亿元，同比下降 6.3%；实现利润总额 441.7 亿元，同比下降 34.7%。2021 年以来受益于煤炭价格上涨，2021 年第一季度省内煤炭企业利润明显回升。2021 年第一季度，山西省规模以上煤炭开采和洗选业实现营业收入 2024.5 亿元，同比增长 41.8%；实现利润总额 212.5 亿元，同比增长 248.9%。

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，2020 年山西省退出煤炭产能 4099 万吨/年。“十三五”期间，山西省累计化解煤炭过剩产能 15685 万吨/年，退出总量居全国第一。“十三五”期间，山西省煤炭总产能由 14.6 亿吨/年减少到 13.5 亿吨/年，煤矿数量由 1078 座减少到 900 座以下，煤矿平均单井规模由 135 万吨/年提高到 150 万吨/年以上，先进产能占比由不足 30% 提高到 68%。通过煤炭过剩产能的退出，山西省煤炭供给质量得以提高。根据《山西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（简称“山西省十四五规划”），山西省将合理控制煤炭开发规模，实施煤炭消费总量控制，开展煤炭消费减量等量替代，稳步推进煤炭消费总量负增长。

## 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。2020 年初受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求疲软，公司煤炭产销量下降，叠加煤价下跌影响，2020 年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，煤炭主业毛利仍保持较高水平，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。公司非煤业务后续仍存在一定资金需求，面临一定的资本性支出压力。

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，以建材制造、酒店餐饮及旅游服务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。2020 年受无烟煤价格下跌和公司煤炭产销量下降影响，当年营业收入同比下降 20.62% 至 43.77 亿元，其中煤炭业务收入同比下降 19.43% 至 41.60 亿元，占营业收入的比重同比上升 1.40 个百分点至 95.03%。

**图表 6. 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

该公司还涉足了建材生产、酒店经营、生态农业、旅游服务、集中供热及煤炭运输等非煤产业，但目前非煤业务收入规模依旧较小。2020 年，公司非煤产业实现营业收入为 2.17 亿元，同比下降 38.17%，主要系热力板块收入减少所致。2020 年非煤业务收入占营业收入的比重为 4.97%。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）**

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年
营业收入合计	49.39	55.14	43.77
其中：煤炭业务收入	46.30	51.63	41.60
占比（%）	93.74	93.63	95.03
其他业务	3.09	3.51	2.17
占比（%）	6.26	6.37	4.97
毛利率（%）	63.91	64.08	58.33
其中：煤炭业务（%）	66.57	67.41	60.14
其他业务（%）	23.95	15.19	23.71

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。2020 年公司煤炭业务收入为 41.60 亿元，同比下降 19.43%，主要是由于新冠疫情爆发导致煤炭下游需求下降以及煤价下跌所致。

### 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2021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81.08km<sup>2</sup>，可采储量为4.17亿吨。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2021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，煤层较浅，已全部采用综采设备进行煤炭开采。从煤质来看，公司目前主要开采煤种为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 8. 截至 2021 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	2394.22	970.22	3号无烟煤	13	60	综采
竹林山煤业	9.26	8024.47	5809.97	3号无烟煤	40	120	综采
义城煤业	8.15	8321.8	6073.8	3号无烟煤	40	90	综采
屯城煤业	5.49	7627.91	4791.91	3号无烟煤	32	90	综采
尹家沟煤业	3.27	1445.4	708.5	3号无烟煤	8	60	综采
白沟煤业	2.04	583.75	251.75	3号无烟煤	2	45	综采
伏岩煤业	4.38	4403.5	1775.5	3号无烟煤	9	90	综采
宇昌煤业	2.11	756.17	669.67	3号无烟煤	8	45	综采
西沟煤业	6.21	2841.69	1533.79	3号无烟煤	15	60	综采
西冯街煤业	8.49	8243.11	2972.11	3号无烟煤	17	90	综采
武甲煤业	15.72	18505.69	9103.69	3号无烟煤	45	120	综采
小西煤业	10.82	10975.24	7005.24	3号无烟煤	34	120	综采
<b>合计</b>	<b>81.08</b>	<b>74122.95</b>	<b>41666.15</b>	-	-	<b>990</b>	-

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，受制于新冠疫情导致的煤矿复工时间延后及年初下游需求减弱，2020年该公司原煤产量同比小幅下降0.53%至876.68万吨。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，2020年公司原煤生产成本为195.34元/吨，同比下降1.50%。原煤生产成本仍主要由人工成本、固定资产折旧、材料费、煤炭安全基金、维简费等构成。

**图表 9. 公司近年来煤炭生产成本明细（单位：元/吨）**

项目名称	2018年	2019年	2020年
材料	28.14	32.77	30.94
人员工资	56.09	57.76	55.83
折旧、摊销	15.30	19.56	32.01 <sup>1</sup>
电	13.37	15.54	13.85
固定项目（包括安全费 <sup>2</sup> 和维简费、环保恢复保证金和转产金）	44.67	48.64	46.33
其他	36.72	24.05	16.38
<b>合计</b>	<b>194.29</b>	<b>198.32</b>	<b>195.34</b>

资料来源：阳泰集团

**图表 10. 近年来公司在产矿井生产成本和销售价格（单位：元/吨）<sup>3</sup>**

名称	2018年		2019年		2020年	
	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	231.25	714.78	197.07	494.56	211.74	402.12
竹林山煤业	160.10	664.70	170.95	593.65	169.48	507.76
义城煤业	158.77	655.96	169.06	547.46	162.34	425.93
屯城煤业	172.18	727.43	167.83	697.01	168.51	588.59
尹家沟煤业	264.26	681.57	245.91	505.69	200.62	332.76
白沟煤业	235.23	684.74	210.87	563.84	179.40	419.24
伏岩煤业	212.58	620.45	225.34	604.18	208.72	583.58
宇昌煤业	206.56	661.96	200.16	555.49	245.70	441.65
西沟煤业	211.10	601.36	221.45	519.29	212.09	421.11
西冯街煤业	205.27	692.42	240.77	625.60	213.05	388.49

<sup>1</sup>由于新转产的武甲、小西矿井摊销费用较大，致使当年折旧、摊销支出较上年大幅增加。

<sup>2</sup>该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。

<sup>3</sup>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。

名称	2018年		2019年		2020年	
	生产成本	销售均价	生产成本	销售均价	生产成本	销售均价
武甲煤业	---	534.50	---	536.98	---	398.30
小西煤业	---	637.56	---	494.20	---	384.01
均值	194.29	655.25	198.32	572.13	195.34	459.63

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。2020年公司实现煤炭销量892.43万吨，同比下降2.82%，主要系年初受疫情影响下游需求减弱，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；当年煤炭产销率为101.80%。

图表 11. 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）
2018年	747.63	706.62	655.25
2019年	881.39	918.28	572.13
2020年	876.68	892.43	459.63

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）

该公司所产无烟煤广泛运用于化工、电力等行业。公司煤炭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。2020年前5大客户销售占比为32.79%。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。2020年4月公司制定《银行承兑汇票差别化定价管理办法》及《银行承兑汇票收取名单制管理办法》，以银行承兑汇票方式结算货款需参照资金市场银行贴现利率水平收取额外差价，受此影响，2020年客户采用现金结算方式的比例由上年的40%左右提高至70%左右。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 12. 2020年公司煤炭业务前五名客户情况

客户名称	销售金额（亿元）	占煤炭业务收入比例	是否关联企业
阳城太行能源科技股份有限公司	7.24	17.40%	否
山西大科贸易股份有限公司	2.04	4.90%	否
山西汇丰广源煤炭销售股份有限公司	1.77	4.25%	否
晋城市日中天选煤有限公司	1.33	3.20%	否
山西品佳商贸有限公司	1.27	3.05%	否
合计	13.64	32.79%	-

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，2020 年该公司煤炭销售平均价格为 459.63 元/吨，同比下降 19.66%，主要系上半年受新冠肺炎疫情影响，无烟煤下游行业用煤需求减少，致使无烟煤价格下降较为明显所致。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。截至 2021 年 3 月末，该项目公司第一大股东阳城县国有资本投资运营有限公司<sup>4</sup>（简称“阳城国投”）持股比例为 46.45%，剩余 53.55%的股权由公司下属 4 家煤业公司持有。该铁路专用线全长 13.28 公里，计划总投资 5.74 亿元，截至 2021 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。

#### d. 安全状况

2020 年 10 月，该公司下属武甲煤矿井下西轨道大巷 2034m 处联络巷矸石仓施工过程中发生一起坠人事故，造成 3 人死亡，直接经济损失约 411.25 万元。事故发生后，山西煤矿安全监察局责令武甲煤矿停产整顿，并给予武甲煤矿行政处罚款 90 万元。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。目前武甲煤矿已按照相关部门要求整顿完毕并于 2021 年 4 月恢复生产。近年来，公司安全生产投入随实际投入需要存在一定波动，2020 年安全生产投入为 2.10 亿元。

图表 13. 公司下属矿井主要生产和安全指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
综采机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率（%）	0.00	0.11	0.34
安全生产投入（万元）	17290.54	23408.56	21035.55

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建材生产、酒店经营、旅游服务、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。2020 年，公司实现非煤业务收入 2.17 亿

<sup>4</sup>原名为阳城县恒晟资产管理有限公司，为公司控股股东。

元，同比下降 38.17%。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。

目前该公司旅游产业主要系对析城山旅游区的开发及经营。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 2021 年 3 月末实际投资 2.87 亿元。项目一期于 2011 年 8 月开始筹建，于 2017 年 9 月正式投入运营，该景区无门票收入，只收取景区内部交通服务费、停车费等。二期、三期主要完善旅游区的规划项目，达到 5A 级景区标准，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。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。2020 年公司实现旅游收入 24.92 万元，受疫情冲击同比下降 65.02%。

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。2020 年，餐饮收入为 0.07 亿元，受疫情影响，同比下降 23.27%。

该公司还受阳城县政府委托承担了演礼工业园内阳泰转型产业集聚区的开发和运营。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。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 2021 年 3 月末已投资 3.60 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，项目建成后公司计划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。2020 年产业集聚区实现租金收入 147.17 万元。

此外，作为阳城县国有企业，该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。公司热力业务运营主体包括阳城县蓝煜热力有限公司<sup>5</sup>（简称“蓝煜热力”）、阳城县蓝天市政工程有限公司（简称“蓝天市政”）和阳城县蓝旭管业有限公司（简称“蓝旭管业”）。其中蓝煜热力负责供热主体工程（包括供

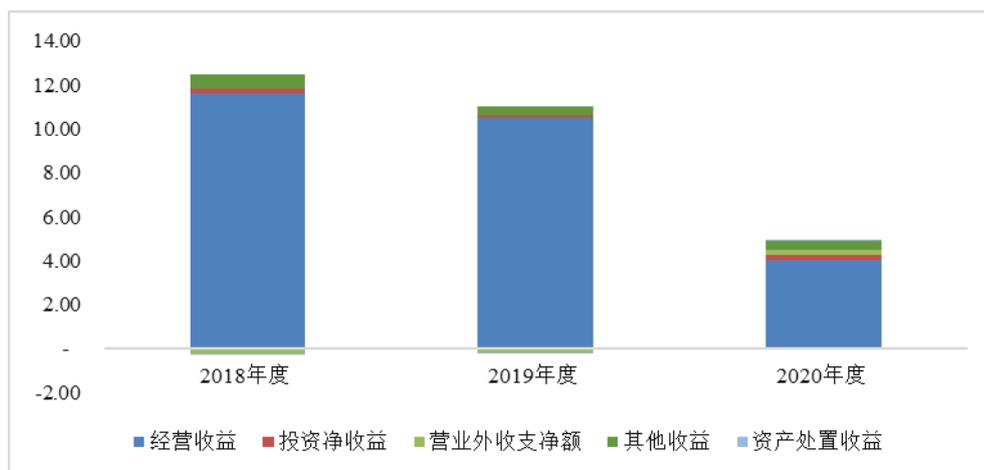
<sup>5</sup> 蓝煜热力由该公司下属尹家沟煤业出资 1.30 亿元于 2012 年 12 月设立。2017 年 4 月，中国农发重点建设基金出资 7500 万元，蓝煜热力注册资本变更为 2.05 亿元，尹家沟煤业持股比例变更为 63.41%。2020 年 3 月，阳城县国有资本投资运营有限公司向蓝煜热力出资 0.70 亿元，尹家沟煤业增资 0.20 亿元，蓝煜热力注册资本变更为 2.95 亿元，尹家沟煤业持股比例变更为 50.93%。

热站、供热主体管道工程)的建设,通过向受热居民和非居民收取供热费获取收入;蓝天市政负责供热管道入户工程建设,向受热村集体或小区物业收取供热管道入户费获取收入;蓝旭管业负责供热管道的生产和销售。阳城县供热工程项目总投资 13.67 亿元,截至 2021 年 3 月末,蓝煜热力累计投资 11.09 亿元。根据县委县政府《关于印发阳城县集中供热板块重组方案的通知》(阳办发(2019)92 号)精神,2020 年 11 月公司以非公开协议转让方式以评估价格 1.27 亿元向阳城国投转让尹家沟煤业所持蓝煜热力 50.93% 股权,供热业务所涉及的相关资产、负债及人员整体移交阳城国投,由其负责整合及运营。目前公司已收到全部股权转让款,蓝煜热力已完成工商变更登记。2020 年公司仅合并了当年蓝煜热力股权转让前的收入,因此 2020 年公司热力板块收入同比下降 53.59% 至 1.06 亿元。

总体来看,该公司非煤产业规模较小且多处于起步阶段,盈利状况较差,对收入和盈利的贡献较小。持续关注析城山旅游相关业务剥离进展及给公司带来的影响。

## (2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



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。2020 年,公司营业毛利为 25.53 亿元,同比下降 27.74%,主要系无烟煤价格下跌所致。同年综合毛利率为 58.33%,其中煤炭业务毛利率为 60.14%,受煤价中枢回落影响,同比下降 7.27 个百分点。但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。受新冠肺炎疫情冲击,煤炭行业景气度有所下行,2020 年公司经营收益同比下降 61.53% 至 4.04 亿元。期间费用方面,2020 年公司期间费用为 18.02 亿元,同比下降 11.54%;期间费用率为 41.18%,受营收规模下降影响同比上升 4.23 个百分点。公司期间费用仍主要由管理费

用和财务费用构成。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。2020年管理费用为11.04亿元，同比下降15.57%，主要系公司加强成本管控，职工工资、福利及其他费用有所下降。从管理费用具体构成来看，当年管理费用主要由5.02亿元职工薪酬、2.02亿元待摊费用摊销和2.34亿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，2020年财务费用为6.62亿元，同比下降5.52%。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仍有待进一步提升。

**图表 15. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年
营业收入合计（亿元）	49.39	55.14	43.77
综合毛利率（%）	63.91	64.08	58.33
毛利（亿元）	31.56	35.33	25.53
期间费用率（%）	31.95	36.95	41.18
其中：财务费用率（%）	10.51	12.70	15.12
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>5.56</b>	<b>7.19</b>	<b>6.58</b>
其中：资本化利息数额（亿元）	0.54	-	-

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

该公司每年还可获得一定规模的投资收益。2020年投资收益为0.25亿元，同比增加0.14亿元，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”，截至2020年末公司持股比例18.31%）分红增加所致。2020年公司营业外收入为0.64亿元，同比增加0.56亿元，增幅部分主要系公司获得的工程项目专项资金、政府补助。此外，公司每年可获得一定的煤层气抽采补贴、稳岗补贴、财政补助等，计入其他收益，2020年为0.40亿元。

**图表 16. 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	2018年	2019年	2020年
投资净收益（亿元）	0.23	0.11	0.25
营业外收入（亿元）	0.02	0.08	0.64
其他收益（亿元）	0.61	0.40	0.40

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

2020年，该公司实现净利润2.59亿元，同比下降65.86%。2020年新冠疫情爆发导致煤炭行业景气度下滑，无烟煤价格降幅较大，对公司盈利造成较大负面影响。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。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 2021 年 3 月末，该公司主要在建项目为阳泰转型产业集聚区，累计已投资 3.60 亿元，后续仍需投资 0.50 亿元。未来公司计划在该产业集聚区内配套建设阳广铭居商住楼，预计总投资约为 5 亿元，建成后通过出售回笼建设资金。公司煤炭主业相关工程基本已建设完毕，2021-2023 年暂无设备更新计划。

股权投资方面，该公司与晋能控股装备制造集团有限公司等共同投资山西晋煤沁秀龙湾能源有限公司（简称“龙湾能源”），负责龙湾能源井田开采。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（晋能控股装备制造集团有限公司对其持股比例为 70.49%）。龙湾能源井田位于阳城县芹池镇，面积 34.75km<sup>2</sup>，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。截至 2020 年末，公司已累计出资 1.52 亿元取得龙湾能源 21% 股权。2021 年龙湾能源预计增资扩股 8.00 亿元用于缴纳煤炭资源价款，其中公司将出资 1.68 亿元。龙湾能源井田预计 2021 年可取得采矿许可证，2024 年可实现煤炭开采。

## 管理

**该公司是山西省晋城市阳城县地方国有企业。跟踪期内，公司控股股东及主要高管未发生变动，实际控制人仍为阳城县工业和信息化局。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变化。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本仍为 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）。

因原董事闫张龙、原监事李引善退休，2021 年 4 月，该公司新增董事孙尚军、新增监事魏斌，监事李红计被推选为监事会主席。跟踪期内，公司制定了《煤矿安全专项整治三年行动实施方案》、《煤炭销售统一票据管理实施细则（试行）》等文件，持续完善安全生产管理制度及内控体系。

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 2020 年末公司其他应收款中关联方占用公司资金余额 5.45 亿元，其中 1.35 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；0.93 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<sup>6</sup>；剩余部分主要系煤矿资源整合形成的资源整合补偿款。此外，在公司资金紧张的情况下，股东及公司职工也给予公司一定资金支持。2020 年末关联方向公司提供资金余额合计 12.79 亿元，其中职工借款为 9.32 亿元，应付阳城国投往来款 2.79 亿元，主要为公司于以前年度向阳城县财政局的拆借款。

**图表 17. 2020 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
<b>应收账款</b>	-	<b>313.38</b>	<b>6.27</b>	
其中：阳城县金玉陶瓷有限公司	参股公司	76.72	1.53	货款
山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司	股东	236.66	4.73	往来款
<b>预付账款</b>	-	<b>419.93</b>	-	
其中：阳城县惠阳新能源发展有限公司	参股公司	419.93	-	抽采费用
<b>其他应收款：</b>	-	<b>54485.20</b>	<b>551.50</b>	
其中：阳城县竹林山西冶水电有限公司	参股公司	10719.70	214.39	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	4714.00	94.28	往来款
山西阳城农村商业银行股份有限公司	参股公司	9341.50	186.83	购买阳城农商行打包处置的不良资产
阳城县丰润实业有限公司	控股子公司之少数股东	15770.74	-	资源整合补偿款
阳城县华阳企业总公司	控股子公司之少数股东	1696.14	-	资源整合补偿款
阳城县东升企业总公司	控股子公司之少数股东	9443.12	-	资源整合补偿款
<b>其他应付款：</b>	-	<b>127866.22</b>	-	
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
阳城县金玉陶瓷有限公司	参股公司	53.90	-	往来款
阳城县城镇集体工业联合社	股东	50.00	-	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	27894.98	-	往来款
阳城县丰润实业有限公司	控股子公司之少数股东	1530.00	-	往来款
阳城县华阳企业总公司	控股子公司之少数股东	2427.62	-	往来款
职工借款	-	93246.07	-	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）

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 4 月 10 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”）

<sup>6</sup> 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。

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 2021 年 4 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，随着供热工程剥离，该公司资本性支出金额有所减少，债务规模小幅下降，但公司负债经营程度仍偏高，整体债务负担重。公司资产以非流动资产为主，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 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

2020 年末，该公司合并范围内共 35 户子公司，较上年末新增 5 户子公司，减少 4 户子公司。

图表 18. 2020 年新纳入合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)	取得方式	备注
山西阳泰龙焱能源科技有限公司	太阳能薄膜电池生产、安装	1.00	58.00	购入	对价：0.69 亿元
沁水县沁兴光伏能源科技有限公司	太阳能薄膜电池生产、销售、安装	0.01	100.00	购入	山西阳泰龙焱能源科技有限公司子公司
山西阳泰阳广铭居房地产开发有限公司	房地产开发销售	0.10	100.00	新设	-
阳城县和泰市场管理有限公司	市场管理	0.01	100.00	新设	-
阳城县泰鑫煤炭洗选有限公司 <sup>7</sup>	煤炭洗选	0.50	39.00	购入	对价：0.32 亿元

资料来源：阳泰集团

图表 19. 2020 年不再纳入合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	股权处置价款	股权处置比例 (%)	处置方式
阳城县森科物资有限公司	-	100.00	注销

<sup>7</sup>阳城国投对阳城县泰鑫煤炭洗选有限公司持股比例为 51%。阳城国投与该公司签订协议，约定阳城县泰鑫煤炭洗选有限公司实际由公司控制和参与运营。

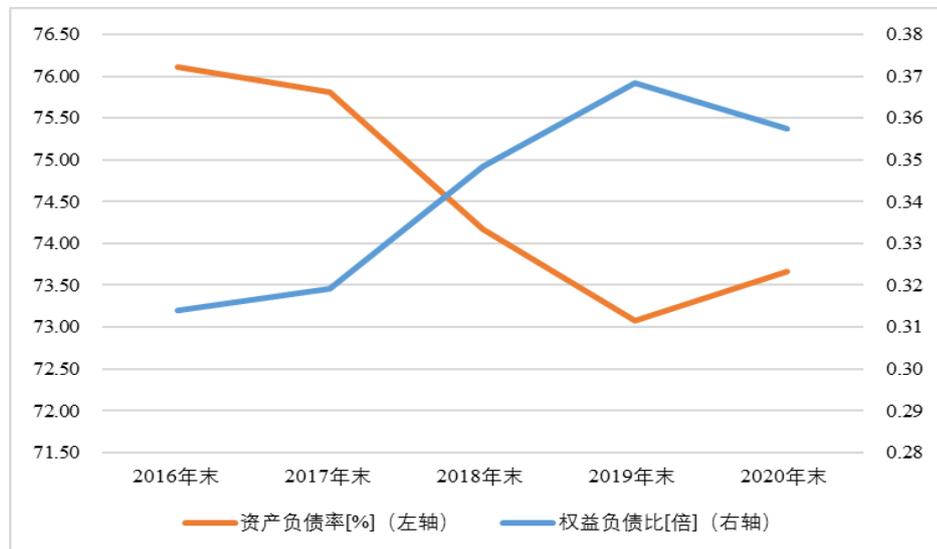
子公司名称	股权处置价款	股权处置比例 (%)	处置方式
阳城县蓝煜热力有限公司	1.27	63.41	转让
山西阳泰析城山房地产开发有限公司	-	100.00	注销
阳城县云泰信息技术有限公司	-	100.00	转让

资料来源：阳泰集团

## 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



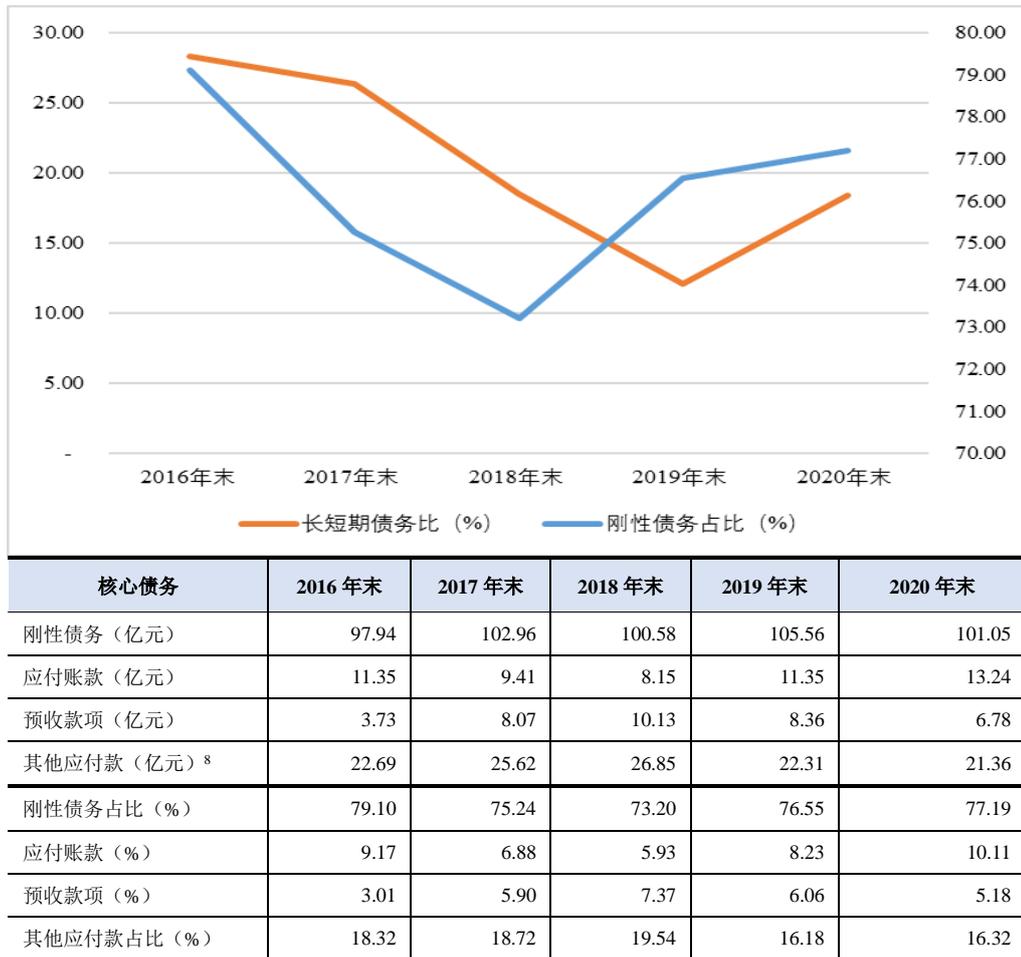
资料来源：根据阳泰集团所提供数据绘制。

跟踪期内，随着供热业务的剥离及在建项目逐步进入尾声，资本性支出金额有所减少，该公司债务规模小幅下降。2020 年末负债总额较上年末下降 5.06% 至 130.92 亿元，同期末资产负债率较上年末上升 0.59 个百分点至 73.67%，负债经营程度仍处于偏高水平。

2020 年，该公司向股东现金分红 5.38 亿元，使得年末所有者权益较 2019 年末下降 7.88% 至 46.79 亿元，其中未分配利润为 13.11 亿元，占比为 28.02%；少数股东权益为 24.98 亿元，占比为 53.39%。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。2020 年末，权益负债比为 0.36 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。

跟踪期内，该公司负债仍以短期债务为主，2020 年末长短期债务比为 18.41%，较上年末上升 6.34 个百分点，主要系一年内到期的长期借款下降以及 2020 年发行“20 阳泰 01”公司债券所致。

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，2020 年末分别为 101.05 亿元、13.24 亿元、6.78 亿元和 21.36 亿元，占负债总额的比重分别为 77.19%、10.11%、5.18%和 16.32%。2020 年末应付账款较上年末增长 16.69%，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 18.95%，主要为预收的购煤款项；同期末其他应付款为 21.36 亿元，较上年末下降 4.24%，其中职工借款余额 9.32 亿元，拆借款、暂借款等其他带息债务为 10.86 亿元（已归入刚性债务），剩余部分主要为往来款、保证金及押金。

<sup>8</sup>不包括应付股利及应付利息。

图表 22. 截至 2020 年末公司其他应付款明细 (单位: 亿元)

项目	2020 年末	账龄	备注
职工借款	9.32	1 年以内、1-5 年、5 年以上	2009 年整合建设开始, 为补充建设资金, 建设矿井分批次向高管及职工借款, 期限为 3-5 年。原先职工借款年利率为 12.5%, 2019 年 10 月起, 年利率调整为 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	0.82	1 年以内、1-5 年、5 年以上	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	8.63	1 年以内、1-5 年、5 年以上	主要为与股东及其他单位的拆借款。
暂借款	1.87	1 年以内、1-5 年、5 年以上	主要为与非银金融机构的暂借款, 年化利率在 6%-12% 之间。
待付社保及公积金	0.35	1 年以内、1-5 年、5 年以上	计提待支付的社保及公积金。
职工授信卡	0.36	1 年	阳城农商行给予职工提供的专项授信贷款业务, 部分矿井为补充资金需求由职工拆借统筹使用, 年化利率为 6.7%。
<b>合计</b>	<b>21.36</b>	-	-

资料来源: 根据阳泰集团所提供数据整理。

注: 因四舍五入存在尾差

### (3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>54.81</b>	<b>59.16</b>	<b>65.05</b>	<b>70.82</b>	<b>62.86</b>
其中: 短期借款	31.67	34.26	42.19	34.90	16.77
应付票据	10.40	19.04	13.39	22.51	37.78
一年内到期的长期借款	8.60	0.05	3.04	6.58	0.27
其他短期刚性债务	4.14	5.81	6.44	6.82	8.04
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>43.13</b>	<b>43.81</b>	<b>35.53</b>	<b>34.75</b>	<b>38.19</b>
其中: 长期借款	6.79	15.43	13.13	8.81	9.55
应付债券	9.95	4.98	-	-	4.96
其他中长期刚性债务	26.39	23.39	22.40	25.94	23.69

资料来源: 根据阳泰集团所提供数据整理。

2020 年末该公司刚性债务仍以短期为主, 其中短期刚性债务 (含其他应付款中的带息债务) 为 62.86 亿元, 中长期刚性债务为 38.19 亿元。短期刚性债务由短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款和其他短期刚性债务构成。2020 年末短期借款较上年末下降 51.96% 至 16.77 亿元, 主要系部分借款到期偿还, 加之平安银行 9.98 亿元流动资金贷款变更为商票保贴<sup>9</sup>业务所致。2020 年末短期借款以保证借款和抵押+保证借款为主, 占比分别为 60.43% 和 22.37%。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, 质押借款的质押物主要为

<sup>9</sup> 是指银行对符合授信条件的企业, 以书函的形式 (或在票据上记载银行的承诺) 承诺为其签发或持有的商业承兑汇票办理贴现, 即给予保贴额度的一种授信业务。

定期存单及公司持有的下属子公司股权。年末短期借款年利率区间介于 4.35%-8.70%。同期末应付票据为 37.78 亿元，较上年末增长 67.84%，期限不超过 1 年。同期末其他短期刚性债务包括应付利息 1.51 亿元，一年内到期的融资租赁款 1.29 亿元，北金所债权融资计划 3.00 亿元<sup>10</sup>以及其他应付款中的暂借款 1.87 亿元、职工授信卡 0.36 亿元。

2020 年末该公司中长期刚性债务由长期借款、应付债券和应付融资租赁款构成。当年末长期借款（不含一年内到期的长期借款）为 9.55 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 4.935%-7.50%。同期末应付债券为 4.96 亿元，系“20 阳泰 01”，发行规模 5.00 亿元，票面利率为 6.50%，期限 3 年，附第二个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。同期末其他中长期刚性债务包括 5.73 亿元融资租赁款、9.32 亿元职工借款和 8.63 亿元拆借款。其中，融资租赁款期限为 1-3 年，借款年利率介于 5.13%-6.15%。公司自整合矿井建设以来，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。职工借款原年利率为 12.5%，2019 年 10 月起年利率调整为 10%。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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期（天）	67.80	62.55	64.86	59.71	62.17
营业收入现金率（%）	126.79	122.39	126.59	116.01	114.62
业务现金收支净额（亿元）	12.32	22.75	26.84	30.00	19.35
其他因素现金收支净额（亿元）	0.11	-2.73	-2.89	-4.58	-4.93
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	12.43	20.03	23.95	25.41	14.41
EBITDA（亿元）	8.97	19.77	24.84	26.76	19.47
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.20	0.24	0.26	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.81	2.21	4.47	3.72	2.96

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。

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。2020 年营业收入现金率为 114.62%，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下

<sup>10</sup> 为 20 晋阳泰集团 ZR001，利率 5.90%，期限 1 年，到期日为 2021 年 7 月。

降 21.58% 至 50.17 亿元，主要系受煤炭销量及售价下跌影响，煤炭销售回款有所减少所致。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。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 14.41 亿元，同比下降 43.28%。

2020 年，由于利润总额下降，该公司 EBITDA 同比下降 27.23% 至 19.47 亿元。当年 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出数的保障倍数分别为 0.19 倍和 2.96 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很弱。

## (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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
回收投资与投资支付净流入额	0.23	0.18	0.19	-0.52	0.42
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	-6.74	-8.25	-10.41	-9.81	-5.67
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.61	-3.11	-0.48	0.51	-0.98
投资环节产生的现金流量净额	-7.13	-11.18	-10.70	-9.81	-6.24

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

从投资环节来看，跟踪期内该公司转让蓝煜热力股权，不再承担供热相关工程项目建设，资本性支出减少，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同比减少 4.13 亿元。此外，公司利用部分闲置资金购买了理财产品，导致收到/支付其他与投资活动有关的现金存在一定波动，2020 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为-0.98 亿元。综上影响，当年投资活动产生的现金流量净额为-6.24 亿元。

## (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。2020 年由于到期债务规模仍较大，加之公司现金分红 5.38 亿元，当年筹资活动产生的现金流量净额为-9.81 亿元。

## 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	50.00	61.17	64.88	65.01	58.69
	30.73	33.89	35.02	34.45	33.03
其中：货币资金（亿元）	15.11	23.18	27.59	26.95	26.07
其他应收款（亿元）	22.15	25.18	25.13	25.93	23.33
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	112.70	119.33	120.39	123.69	119.02

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
	69.27	66.11	64.98	65.55	66.97
其中：固定资产（亿元）	47.21	45.15	56.83	64.60	63.87
在建工程（亿元）	35.80	46.89	31.92	24.99	21.42
无形资产（亿元）	13.49	15.42	17.50	18.26	18.79
长期待摊费用（亿元）	12.70	9.99	12.11	13.11	11.50
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>13.34</b>	<b>19.89</b>	<b>44.77</b>	<b>45.22</b>	<b>42.17</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>8.20</b>	<b>11.02</b>	<b>24.17</b>	<b>23.97</b>	<b>23.73</b>

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理。

2020 年末，该公司资产总额较上年末减少 5.82% 至 177.71 亿元。煤炭行业属于资本密集型行业，固定资产投入较大，因此公司资产构成以非流动资产为主，2020 年末非流动资产为 119.02 亿元，较上年末减少 3.78%，占比为 66.97%。公司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。2020 年末在建工程为 21.42 亿元，较上年末下降 14.28%，主要系蓝煜热力工程转出以及白沟煤业矿区改造等在建项目转固所致，期末在建工程主要为屯城煤矿煤场改造及原煤缓冲筒仓、阳泰转型产业集聚区、析城山旅游开发项目等，大部分项目已完成投资，但因审计决算尚未完成，暂未转固；同期末固定资产较上年末小幅下降 1.12% 至 63.87 亿元，仍主要为房屋建筑物及机器设备等。同期末无形资产为 18.79 亿元，较上年末小幅增长 2.93%，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。2020 年末长期待摊费用为 11.50 亿元，随开办费用的逐步摊销较上年末下降 12.24%。

从流动资产构成情况看，2020 年末该公司流动资产为 58.69 亿元，较上年末下降 9.71%，主要由货币资金和其他应收款构成。同期末货币资金为 26.07 亿元，其中受限资金合计 23.07 亿元（包括 21.30 亿元银行承兑汇票保证金、1.50 亿元定期存单质押和 0.27 亿元理财产品），受限货币资金占货币资金总额的比例为 88.52%，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）、矿产资源恢复治理款、财政局分红款、融资租赁保证金及暂借款等构成（具体构成见图表 27 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。

截至 2020 年末，该公司受限资产为 42.17 亿元，主要为银行承兑汇票保

证金 21.30 亿元、售后回租的融资租赁资产 7.02 亿元及用于银行借款抵押的采矿权 12.07 亿元，受限比例为 23.73%。

**图表 27. 截至 2020 年末其他应收款主要构成情况（单位：亿元）**

债务人	款项性质	2020 年末	形成原因	回款情况及安排
被整合煤矿原股东	煤炭资源整合补偿价款	10.50	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
阳城县财政局	矿产资源恢复治理款	1.11	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	1.09	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
山西阳城农村商业银行股份有限公司	不良资产购置款	0.93	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
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、长江联合租赁	融资租赁保证金	0.87	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
阳城县恒晟资产管理咨询有限公司	国有资本收益	0.39	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	0.16	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根据规定进行提取
其他经营性及非经营性其他应收款	其他	8.27	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
<b>合计</b>	-	<b>23.33</b>	-	-

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率（%）	51.82	56.49	55.93	52.83	53.08
速动比率（%）	42.92	50.84	49.43	46.52	46.06
现金比率（%）	19.08	26.40	27.20	24.40	24.21

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。2020 年末，流动比率、速动比率和现金比率分别为 53.08%、46.06% 和 24.21%，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 年末，该公司对合并报表范围外的企业担保余额合计为 18.23 亿元，担保比率为 38.96%，公司对外担保金额较大，面临一定或有风险。

**图表 29. 截至 2020 年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
阳城县开发区建设投资有限公司	2020.12-2033.12	14613.81
阳城县蓝煜热力有限公司	2015.9-2034.3	65096.57
阳城县商品公路开发公司	2017.6-2032.6	10650.00
阳城县市政工程有限公司	2016.12-2034.12	35000.00
阳城县耘瑞祥建设投资有限公司	2019.12-2032.6	52550.00
阳城县水务张峰水库供水有限公司	2014.12-2022.11	4400.00
<b>合计</b>	<b>---</b>	<b>182310.38</b>

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，2020 年末公司本部资产规模为 79.67 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，2020 年末流动资产合计为 70.34 亿元，其中其他应收款为 45.43 亿元，较上年末增长 41.95%，主要为下属子公司向本部的借款。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。2020 年末本部货币资金为 22.82 亿元，其中受限货币资金为 22.60 亿元，为票据保证金及质押存单。本部实际可动用的货币资金有限。同期末，公司本部所有者权益为 3.66 亿元，规模较小。

2020 年末，该公司本部负债合计为 76.01 亿元，资产负债率为 95.40%，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，2020 年末本部刚性债务为 66.11 亿元，其他应付款为 12.36 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。

2020 年，该公司本部实现营业收入 41.03 亿元，同比下降 19.95%，均为煤炭销售收入。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。受益于子公司分配股利大幅增加，2020 年公司本部实现净利润 5.54 亿元，同比增长 96.06%。

2020 年，该公司本部经营活动产生的现金流量净额为 4.59 亿元，自 2017 年起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，本部经营活动产生的现金流量状况尚可。2020 年，本部投资活动产生的现金流量净额为-1.09 亿元，持续呈净流出状态。同年本部筹资活动产生的现金流量净额为-3.89 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。2020 年公司获得政府补助 0.40 亿元。

### 2. 国有大型金融机构支持

截至 2020 年末，该公司获得银行授信总额为 50.84 亿元，其中未用额度为 7.16 亿元。公司银行授信规模中大型国有金融机构授信占比 9.46%，大型国有金融机构授信占比低。

**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）	50.84	7.16
其中：工农中建交五大商业银行及政策性银行（亿元）	4.81	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	9.46	-

资料来源：根据阳泰实业所提供数据整理（截至 2020 年末）。

## 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》（晋国资产权函[2017]484 号），山西省国资委和财政厅将山西金控集团持有的所有股份，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 2020 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 2020 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 2020 年末，晋商信用增进经审计的合并口径资产总额为 235.07 亿元，股东权益为 70.44 亿元（其中归属于母公司的股东权益为 49.63 亿元）；2020 年，实现担保业务收入 3.17 亿元，投资收益 15.79 亿元，实现净利润 3.61 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。2020年初受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求疲软，公司煤炭产销量下降，叠加煤价下跌影响，2020年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，煤炭主业毛利仍保持较高水平，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。公司非煤业务后续仍存在一定资金需求，面临一定的资本性支出压力。

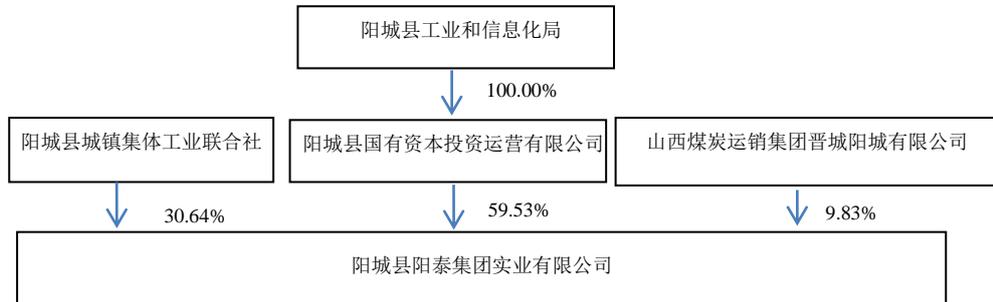
跟踪期内，该公司控股股东及主要高管未发生变动。近年来公司治理结构和组织架构设置基本能满足日常生产经营的需要，但目前仍有大额职工集资尚未消化，管理有待进一步加强。

跟踪期内，随着供热工程剥离，该公司资本性支出金额有所减少，债务规模小幅下降，但公司负债经营程度仍偏高，整体债务负担重。公司资产以非流动资产为主，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）该公司所开采煤种的价格走势及供需格局；（3）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）非煤业务经营效益及剥离进展。

附录一：

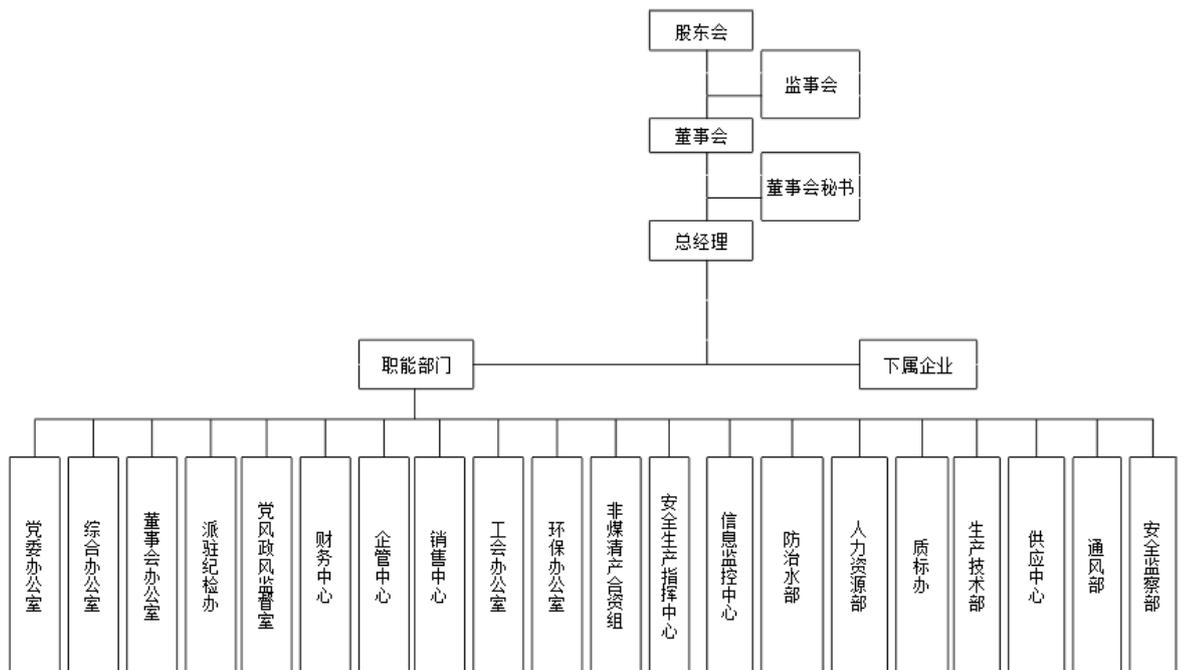
公司与实际控制人关系图



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	2020年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节金净流入量
阳城县阳泰集团实业有限公司	阳泰集团	本级	—	煤炭开采	66.11	3.66	41.03	5.54	4.59
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	3.10	2.27	3.44	0.01	1.21
山西阳城阳泰集团屯城煤业有限公司	屯城煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	-	15.71	5.33	1.84	0.88
山西阳城阳泰集团义城煤业有限公司	义城煤业	核心子公司	51.00	煤炭开采	0.99	8.16	3.34	0.68	2.10
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	6.30	5.69	7.07	0.11	3.41

注：根据阳泰集团 2020 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]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	185.26	188.70	177.71
货币资金 [亿元]	27.59	26.95	26.07
刚性债务[亿元]	100.58	105.56	101.05
所有者权益 [亿元]	47.87	50.80	46.79
营业收入[亿元]	49.39	55.14	43.77
净利润 [亿元]	8.77	7.58	2.59
EBITDA[亿元]	24.84	26.76	19.47
经营性现金净流入量[亿元]	23.95	25.41	14.41
投资性现金净流入量[亿元]	-10.70	-9.81	-6.24
资产负债率[%]	74.16	73.08	73.67
权益资本与刚性债务比率[%]	47.59	48.12	46.31
流动比率[%]	55.93	52.83	53.08
现金比率[%]	27.20	24.40	24.21
利息保障倍数[倍]	3.11	2.50	1.74
担保比率[%]	12.81	13.95	38.96
营业周期[天]	64.86	59.71	62.17
毛利率[%]	63.91	64.08	58.33
营业利润率[%]	25.23	19.92	10.70
总资产报酬率[%]	9.45	9.62	6.26
净资产收益率[%]	19.17	15.37	5.31
净资产收益率*[%]	19.82	16.55	7.83
营业收入现金率[%]	126.59	116.01	114.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.36	21.26	12.34
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.66	11.33	6.08
EBITDA/利息支出[倍]	4.47	3.72	2.96
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.26	0.19

注：表中数据依据阳泰集团经审计的 2018~2020 年度财务数据整理、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	2018年	2019年	2020年
实收资本(亿元)	40.00	40.00	40.00
股东权益(亿元)	62.74	66.54	70.44
总资产(亿元)	176.67	252.21	235.07
货币资金(亿元)	9.72	10.52	10.43
风险准备金(亿元)	1.42	2.03	2.74
营业收入(亿元)	6.00	3.41	3.17
营业利润(亿元)	6.12	5.95	5.15
净利润(亿元)	4.34	4.59	3.61
平均资本回报率(%)	7.05	7.10	5.27
风险准备金充足率(%)	0.40	0.43	0.57
增信放大倍数(倍)	5.63	7.17	6.82
增信发生额(亿元)	166.75	163.96	109.62
增信责任余额(亿元)	353.35	477.37	480.35
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2018-2020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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	5
		盈利能力	1
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	8
		流动性	9
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2014年6月5日	AA/稳定	柳希、赵艺	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2016年6月23日	AA/负面	常虹、莫燕华	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
		2019年7月9日	AA/稳定	莫燕华、喻俐萍	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">煤炭采选行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月24日	AA/稳定	王树玲、喻俐萍	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月23日	AA/稳定	喻俐萍、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 阳泰 01)	历史首次评级	2019年7月9日	AAA	莫燕华、喻俐萍	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月24日	AAA	王树玲、喻俐萍	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月23日	AAA	喻俐萍、刘思静	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">煤炭采选行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。