

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



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100304】

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/2022 年 6 月 16 日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2021 年 6 月 23 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	22.52	22.82	22.34	27.33
刚性债务	41.67	59.52	54.53	60.44
所有者权益	3.51	3.66	3.53	3.54
经营性现金净流入量	1.61	4.59	3.30	10.19
合并口径数据及指标:				
总资产	188.70	177.71	184.00	185.36
总负债	137.90	130.92	135.63	127.75
刚性债务	94.71	92.42	82.83	87.22
所有者权益	50.80	46.79	48.38	57.61
营业收入	55.14	43.77	76.58	26.25
净利润	7.58	2.59	18.00	8.18
经营性现金净流入量	25.41	14.41	40.32	2.64
EBITDA	26.76	19.47	41.31	—
资产负债率[%]	73.08	73.67	73.71	68.92
权益资本与刚性债务 比率[%]	53.63	50.63	58.40	66.05
流动比率[%]	52.83	53.08	50.39	55.74
现金比率[%]	24.40	24.21	21.82	26.95
利息保障倍数[倍]	2.50	1.74	4.44	—
净资产收益率[%]	15.37	5.31	37.83	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	21.26	12.34	35.21	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	11.33	6.08	17.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.72	2.96	5.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.21	0.47	—
担保方数据(合并口径)				
注册资本	40.00	40.00	40.00	—
股东权益	66.54	70.44	51.13	—
增信发生额	163.96	109.62	—	—
增信责任余额	477.37	480.35	—	—

注:根据阳泰集团经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 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 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据及相关业务数据整理、计算。

分析师

喻俐萍 ylp@shxsj.com
楼雯仪 lwy@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 2021 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,跟踪期内受益于煤炭价格上涨,经营环节现金流呈大额净流入状态,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，关注公司 2022 年清退进展。
- 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。
- 安全风险。阳泰集团从事的煤炭生产行业属于高危行业，公司面临一定的煤矿生产安全风险。

► 未来展望

通过对阳泰集团及其发行的本期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；认为本期债券还本付息安全性极高，并维持本期债券 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 2021 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。

根据该公司于 2022 年 3 月 29 日发布的《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）2022 年债券回售实施结果公告》，20 阳泰 01 回售金额共计 5150.10 万元，且公司对回售债券不进行转售。截至 2022 年 5 月末，公司已发行债券待偿还本金余额为 4.49 亿元，付息情况正常。

图表 1. 截至 2022 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	4.49	3(2+1)	6.50	2020 年 4 月	付息情况正常
合计	5.00	4.49	—	—	—	—

资料来源：阳泰集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济

长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较

快速增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(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。2021年以来，我国工业生产回升较快，煤炭下游需求快速增长，煤炭供需紧平衡下煤价整体快速上涨并于10月中旬触顶；10月下旬起受限价、保供增产等措施影响，煤价有所回调，但目前煤价中枢仍高企，跟踪期内煤炭企业经营效益明显改善。

A. 行业概况

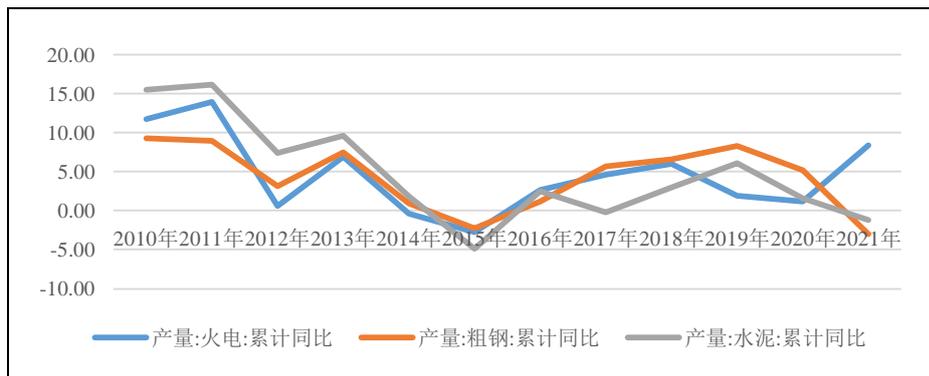
煤炭是我国重要的基础能源和原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。近年来随着宏观经济增速放缓以及产业结构调整，能源消费增速明显放缓。天然气、核能和可再生能源快速发展，对煤炭等传统能源替代作用增强，能源结构调整步伐加快，清洁化、低碳化趋势明显，煤炭在一次能源消费中的比重持续下降。2021年我国煤炭消费量占能源消费总量的比重较上年下降0.9个百分点至56%，随着我国能源结构调整的深入和清洁能源挤出效应显现，煤炭在我国能源消费占比将进一步下降。但我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋特点决定了煤炭在我国一次能源消费结构中仍处于主导地位，且主体能源地位在短期内难以改变。

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。2021年以来，宏观经济持续稳定恢复，工业生产稳步回升，出口带动作用增强，拉动电力消费需求超预期增长，煤炭下游需求大幅增长。2021年，全国规模以上工业增加值同比增长9.6%；其中，制造业同比增长9.8%，对工业生产恢复形成有力支撑。同期规模以上工业出口交货值同比增长17.7%，医药制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业、金属制品业出口分别同比增长64.6%、40.3%、40.3%和39.9%。据国家能源局及中国煤炭工业协会统计数据，2021年全国能源消费量52.4亿吨，同比增长5.2%，其中煤炭消费量占能源消费总量的56%。2022年1-2月，全社会煤炭消费量同比增长1.9%，增速回落；3月，受国内疫情影响工业企业出现阶段性停工停产，工业用电量增速放缓，拉低煤炭下游需求增速，当月煤炭消费量同比下降3.5%。

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57%，

对煤炭行业需求影响较大。受益于疫后经济持续恢复，2021年，我国全社会用电量8.31万亿千瓦时，同比增长10.3%，两年平均增长7.1%，较2019年同期增长14.7%。受电力消费快速增长、水电出力不佳影响，同期火电发电量同比增长8.4%至5.77万亿千瓦时，占总发电量的68.88%，电煤需求仍为拉动煤炭消费增长的主力。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10%，上述行业受房地产建筑工程及基建等投资影响较大。2021年，我国房地产开发投资保持基本稳定，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比增长4.4%；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.4%。同时，受2021年国家发展改革委等部门开展钢铁去产能“回头看”检查及能耗双控政策影响，2021年全国粗钢产量为10.33亿吨，同比下降3.0%，增速较上年同期回落8.2个百分点；同期水泥产量为23.63亿吨，同比下降1.2%，增速较上年同期回落2.8个百分点。化工用煤占煤炭消费量的比例约为7%。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。2022年第一季度，国内经济持续稳定恢复，但受到规模性疫情与散发疫情交织影响，主要用煤行业需求增速放缓，其中火电发电量同比增长1.3%；粗钢产量同比下降10.5%，水泥产量同比下降12.1%，导致行业耗煤量出现下降。

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

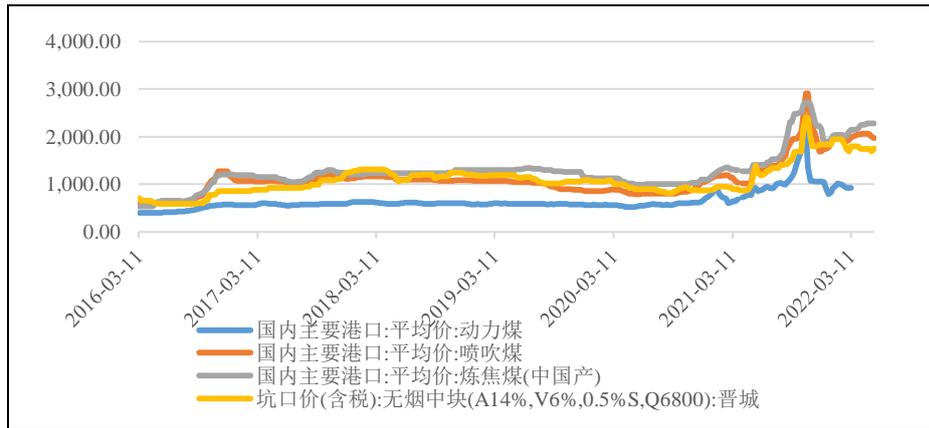
煤炭产能方面，在煤炭开采行业的“黄金十年”中，煤炭企业纷纷通过新建矿井及技改升级等方式扩大产能，行业固定资产投资增速维持高位，新增产能不断增加，“黄金十年”的煤炭产能快速扩张造成行业产能过剩问题突出。为化解煤炭过剩产能，实现煤炭市场供需平衡，2016年起我国开始启动煤炭去产能工作。截至2020年底，我国累计退出煤矿5500处左右、退出落后煤炭产能10亿吨/年以上，超额完成“十三五”煤炭去产能目标（5.5亿吨）。同期末，全国煤矿数量减少到4700处以下、平均单井（矿）产能提高到110万吨/年以上；年产30万吨以下的小煤矿数量、产能分别下降到1000处以下、1.1亿吨/年左右。我国煤炭产业从总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主，与此同时有序建设和释放先进产能。截至2020年末，全国建成年产120万吨以上的大型现代化煤矿1200处以上，产量占全国的80%左右，其中，建成年产千万吨级煤矿52处，产能8.2亿吨/年。根据中国煤炭工业协会印发的

《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，全国煤矿数量控制在 4000 处以内，大型煤矿产量占 85%以上，大型煤炭基地产量占 97%以上；建成煤矿智能化采掘工作面 1000 处以上；建成千万吨级矿井（露天）数量 65 处、产能超过 10 亿吨/年。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，但目前行业也面临去产能煤矿关闭退出机制不完善，人员安置和资产、债务处理难度大，退出成本高等问题。

煤炭产量方面，2021 年以来，安全事故频发下安监环保检查趋严、内蒙古涉煤腐败倒查 20 年等因素对我国煤炭主产区产能释放形成一定制约，2021 年原煤产量 41.3 亿吨，同比增长 5.7%。煤炭生产继续向晋陕蒙集中，2021 年山西、陕西和内蒙古原煤产量分别同比增长 10.5%、2.7%和 2.7%，三省区合计产量为 29.32 亿吨，占全国总产量的 72.02%。进口方面，为满足国内市场用煤需求，我国从印尼、俄罗斯、美国等国煤炭进口量增势强劲，2021 年全国累计进口煤炭同比增长 6.6%至 3.23 亿吨。由于国内外煤炭价差回落，进口煤优势减弱，2022 年第一季度我国进口煤 0.52 亿吨，同比下降 24.2%。

从煤炭价格走势来看，动力煤方面，受迎峰度冬及春节期间需求减弱影响，2021 年 1-2 月动力煤价格先扬后抑；3 月以来下游需求持续增长，加之煤炭主产区产能释放受限及阶段性停产限产，供需错配下煤炭供应偏紧，动力煤价格震荡上行，并于 10 月中旬触顶；针对煤价暴涨现象，10 月下旬起发改委对煤炭价格实施限价等干预措施，叠加保供政策指导下核增产能及优质产能加速释放，动力煤价格回落。炼焦煤方面，由于我国优质炼焦煤资源稀缺，进口依赖度相对较高，主要受澳煤进口缺口影响，2021 年前三季度炼焦煤进口量同比下降 41.05%，叠加环保安监限产下我国炼焦煤产量增速较低，供给偏紧导致炼焦煤价震荡上行；10 月以来，钢铁限产导致炼焦煤需求下降，同时动力煤行政限价亦使得炼焦煤价自高位快速下行。11-12 月，随着煤炭供需形势逐步恢复常态，煤价趋稳但仍处于历史高位，全年煤炭价格呈倒“V 型”走势。截至 2022 年 3 月 11 日国内主要港口动力煤平均价、喷吹煤平均价、炼焦煤平均价和晋城产无烟中块坑口价分别为 924 元/吨、1980 元/吨、2144 元/吨和 1970 元/吨，仍维持在高位水平。受煤价中枢抬升影响，2021 年全国规模以上煤炭企业实现营业收入 3.29 万亿元，同比增长 58.3%；利润总额 7023.1 亿元，同比增长 212.7%。

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。2021 年以来，双碳战略顶层设计逐步落地，围绕“智能化煤矿建设”、“保供应”、“稳煤价”等行业政策持续推出，行业去产能政策继续从总量性去产能向系统性去产能、结构性优产能转变。

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。2021 年，《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》“双碳”顶层设计落地，国家能源局等部门及各地政府和相关部门亦持续制定《智能化示范煤矿建设管理暂行办法》、《煤矿智能化建设指南（2021 年版）》、《内蒙古自治区煤矿智能化建设基本要求及评分方法（试行）》等煤矿智能化建设相关政策，促进煤炭生产减人提效，提升安全水平，推动煤炭工业转型升级、高质量发展；此外，7 月以来，为缓解煤炭紧缺和价格上涨，国家发改委等部门推出一系列保供增产稳价政策，包括推动发电供热企业直供长协煤全覆盖，加快晋陕蒙地区优质产能释放等，同时对煤炭价格实施干预。

图表 4. 2021 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
2021/4	发改委办公厅《关于做好 2021 年煤炭中长期合同监管工作的通知》	要求产运需各方保证月度履约率应不低于 80%，季度和年度履约率不低于 90%。
2021/6	煤炭工业协会《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》	总量目标：到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右，年均消费增长 1%左右；深化煤炭供给侧结构性改革。全国煤矿数量控制在 4000 处以内，建成煤矿智能化采掘工作面 1000 处以上。推动煤炭组织结构调整，建设大型煤炭企业集团，提高产业集中度，完善上下游协同发展机制。
2021/7	发改委《关于实行核增产能置换承诺加快释放优质产能的通知》	鼓励符合条件的煤矿核增生产能力。2022 年 3 月 31 日前提出核增申请的煤矿，不需要提前落实产能置换指标，可采用承诺的方式进行产能置换，取得产能核

发行时间	文件名称	主要内容
		增批复后，应在 3 个月内完成产能置换方案。
2021/9	发改委《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	提出完善指标设置及分解落实机制、增强能源消费总量管理弹性、健全能耗双控管理制度等方案，进一步完善能耗双控制度。
2021/9	国务院《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	推动产业结构优化升级，制定能源、钢铁等行业和领域碳达峰实施方案。开展钢铁、煤炭去产能“回头看”，巩固去产能成果。坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展，出台煤电、石化、煤化工等产能控制政策。
2021/9	发改委办公厅、国家铁路集团办公厅《关于做好发电供热企业直保煤炭中长期合同全覆盖铁路运力保障有关工作的通知》	提出“在推进电煤中长期合同全覆盖工作中将保障铁路运力作为重要内容”、“做好对补签电煤中长期合同的运力保障”“联动提高电煤中长期合同履约率”等六项要求。
2021/10	发改委办公厅《关于做好发电供热企业煤炭中长期合同全覆盖工作的补充通知》	尽快完成发电供热企业煤炭中长期合同全覆盖工作；规范补签中长期合同定价机制。
2021/10	国务院《2030 年前碳达峰行动方案》	推进煤炭消费替代和转型升级。加快煤炭减量步伐，“十四五”时期严格控制煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少。
2021/10	发改委《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	有序放开全部燃煤发电电量上网电价，推动工商业用户都进入市场；将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制。
2021/12	发改委《2022 年煤炭长期合同签订履约方案（征求意见稿）》	2022 年的煤炭长协签订范围进一步扩大，核定能力在 30 万吨及以上的煤炭生产企业原则上均被纳入签订范围；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，2021 年 9 月份以来核增产能的保供煤矿核增部分按承诺要求全部签订电煤中长期合同；发电供热企业年度用煤扣除进口煤后应实现中长期供需合同全覆盖；煤炭中长期合同实行月度定价，在 550-850 元/吨合理区间内上下浮动。其中：基准价，下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订。
2022/2	发改委《关于进一步完善煤炭价格形成机制的通知》	在坚持煤炭价格由市场形成的基础上，提出煤炭中长期交易价格合理区间，鼓励在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导，进一步健全煤炭价格调控机制。

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。据中国煤炭工业协会统计，2021 年 1-11 月排名前 10 家企业原煤产量合计为 19.78 亿吨，同比增加 1.08 亿吨，占规模以上企业原煤产量的 53.8%。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得到提升。近年来煤炭行业整合进程持续提速，2021 年 3

月，中国国新控股有限责任公司与中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤集团”）签署转隶协议，将中央企业煤炭资产管理平台公司——国源时代煤炭资产管理有限公司管理权正式移交中煤集团，标志着中央企业煤炭资源整合基本完成；同月黑龙江龙煤能源投资集团有限公司成立，定位为黑龙江省煤炭项目和新能源投资开发主体。根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》提出的目标，到“十四五”末培育 3-5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业；支持煤炭企业跨行业、跨区域、跨所有制兼并重组。预计未来行业集中度将进一步提升。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的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/区位优势；（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，%，2021 年（末））

公司中文名称	资产总额	资产负债率	营业收入	净利润	毛利率	经营性净现金流
山东能源集团有限公司	7514.02	67.96	7741.19	144.45	12.27	540.79
陕西煤业化工集团有限责任公司	6616.42	67.89	3953.99	271.63	23.69	681.78
山西焦煤集团有限责任公司	4541.98	75.50	2153.12	46.44	27.45	366.71
晋能控股煤业集团有限公司	4103.19	77.86	2227.73	10.67	16.65	626.11
晋能控股电力集团有限公司	3415.35	72.43	1170.43	19.44	25.76	91.05
中国中煤能源股份有限公司	3217.38	55.74	2311.27	190.02	18.19	481.06
内蒙古伊泰集团有限公司	1083.65	52.19	520.98	109.84	44.04	212.13
开滦(集团)有限责任公司	910.15	71.61	964.94	9.99	9.64	45.24
徐州矿务集团有限公司	528.32	59.24	411.28	11.43	14.38	23.86
冀中能源峰峰集团有限公司	444.31	69.85	274.28	16.52	14.50	39.18
临沂矿业集团有限责任公司	392.81	64.22	410.19	13.12	15.71	49.33

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，经济高质量发展和经济结构调整推动煤炭消费增速继续回落，十五五时期我国将逐步减少煤炭消费。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，调控方向涵盖生产开发布局、产能、价格、环保、安监、金融等各方面。随着煤炭、电力等行业集中度持续提升，政策控制力得到增强，供需双向调控将更为有效。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。永城煤电违约事件对煤炭企业外部融资造成负面影响，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。

煤炭企业面临一定转型压力。在经济发展新常态形势和双碳战略背景下，长期来看煤炭消费需求面临缩量压力。此外，随着矿井开采年限的延长，部分煤炭企业面临资源枯竭问题。在有序开发和资源接续的同时，煤炭行业面临产业结构调整和转型升级挑战，需关注煤炭企业转型发展及相应投融资对其经营及财务表现带来的影响。

(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。2021 年以来受益于煤炭价格上涨，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。2021 年山西省实现地区生产总值 22590.16 亿元，按不变价格计算，比上年增长 9.1%，增速快于全国 1.0 个百分点，但山西省经济总量在全国排序中仍处于中后位。全年全省全部工业增加值 10159.26 亿元，按不变价格

计算，比上年增长 11.1%，其中，煤炭工业增长 11.2%。2022 年第一季度，山西省煤炭工业增加值增长 11.4%。

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。2021 年山西省规模以上企业原煤产量 11.93 亿吨，同比增长 12.23%；受煤价上涨影响，2021 年前三季度山西省规模以上煤炭开采和洗选业实现利润总额同比增长 27.5%至 580.3 亿元。

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，“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

该公司主营煤炭开采业务，所属矿井煤质优良，煤炭资源禀赋良好，所产煤炭附加值较高。2021 年以来，受益于煤炭下游需求增加及煤炭价格上涨等因素影响，公司营收规模及盈利空间均明显上升。

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。2021 年以来，受益于煤炭价格上涨及煤炭产销量增加，2021 年及 2022 年第一季度营业收入分别同比增长 74.96%和 165.82%至 76.58 亿元和 26.25 亿元。

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、集中供热及煤炭运输等产业，初步形成了多元化的产业格局，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，且随着公司业务发展，相关非煤业务逐步收缩。2021年及2022年第一季度非煤业务收入分别为0.61亿元和0.04亿元，其中2021年同比下降72.06%，一方面主要系因煤炭上涨，公司集中发展优势业务，减少了其他业务收入中煤层气、中煤、煤泥收入等业务；另一方面主要系因2020年11月剥离热力板块业务，管道工程业务收入降至0，上年同期该业务为1.06亿元。

(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（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入合计	55.14	43.77	76.58	26.25
其中：煤炭业务收入	51.63	41.60	75.97	26.20
占比（%）	93.63	95.03	99.21	99.83
其他业务	3.51	2.17	0.61	0.04
占比（%）	6.37	4.97	0.79	0.17
毛利率（%）	64.08	58.33	73.51	75.28
其中：煤炭业务（%）	67.41	60.14	73.72	75.33
其他业务（%）	15.19	23.71	47.74	46.01

资料来源：阳泰集团（四舍五入，存在尾差）

煤炭业务是该公司核心业务，经营主体为竹林山煤业、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，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。受益于煤炭价格上涨及产量上升等因素影响，2021年煤炭业务收入同比增长82.64%至75.97亿元。

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）。

跟踪期内，该公司矿井资源未发生变化，仍保持12座。截至2022年3月末，井田面积合计81.08km²，可采储量较2020年末下降2.56%至40599.51万吨。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2022年3月末在产矿井年产能合计990万吨，跟踪期内未发生变化。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

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 2022 年 3 月末公司下属矿井概况

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	2021 年产量	2022 年第一季度产量
	(平方公里)	(万吨)	(万吨)			(万吨/年)	技术		
竹林山煤业	9.26	7892.52	5678.02	3 号无烟煤	39	120	综采	131.92	33.60
西冯街煤业	8.49	8133.95	2862.95	3 号无烟煤	16	90	综采	106.52	24.83
伏岩煤业	4.38	4296.29	1668.29	3 号无烟煤	8	90	综采	106.11	26.10
屯城煤业	5.49	7526.34	4690.34	3 号无烟煤	31	90	综采	102.64	23.57
义城煤业	8.15	8220.90	5972.90	3 号无烟煤	39	90	综采	101.07	24.75
小西煤业	10.82	10874.31	6904.31	3 号无烟煤	33	120	综采	98.76	29.00
武甲煤业	15.72	18380.18	8978.18	3 号无烟煤	44	120	综采	91.62	33.89
晶鑫煤业	5.13	2319.30	895.30	3 号无烟煤	12	60	综采	74.87	16.49
尹家沟煤业	3.27	1369.01	632.11	3 号无烟煤	7	60	综采	74.70	16.51
西沟煤业	6.21	2763.93	1456.03	3 号无烟煤	14	60	综采	74.18	16.51
白沟煤业	2.04	549.62	217.62	3 号无烟煤	7	45	综采	22.95	12.23
宇昌煤业	2.11	729.96	643.46	3 号无烟煤	7	45	综采	16.89	9.32
合计	81.08	73056.31	40599.51	—	—	990	—	1002.23	266.80

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，受市场需求上升及煤价上涨拉动，跟踪期内该公司原煤产量有所扩大，2021 年及 2022 年第一季度产量分别同比增长 14.32%和 31.82%至 1002.23 万吨和 266.80 万吨，其中由于 2021 年 8 月起公司承担保供增产任务，当年产量略超总产能。

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，跟踪期内公司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。受安全环保及人工成本上升等因素影响，2021 年以来吨煤成本有所上升，突破 200 元/吨，其中 2021 年同比增长 5.53%至 206.14 元/吨。2022 年第一季度，公司折旧、摊销规模同比有所上升，主要系部分矿井补缴资源价款，资源价款摊销增加所致。

图表 9. 公司近年来煤炭生产成本明细（单位：元/吨）

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度	2021 年第一季度
材料	32.77	30.94	29.58	26.59	25.93
人员工资	57.76	55.83	58.33	58.97	62.1
折旧、摊销	19.56	32.01 ¹	31.24	36.92	30.77

¹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。

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
电	15.54	13.85	12.75	12.94	13.99
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）	48.64	46.33	57.14	54.82	64.31
其他	24.05	16.38	17.10	16.92	16.97
合计	198.32	195.34	206.14	207.16	214.07

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）³

名称	2018年		2019年		2020年		2021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	生产成本	销售均价
竹林山煤业	160.1	664.7	170.95	593.65	169.48	507.76	174.16	769.48
西冯街煤业	205.27	692.42	240.77	625.6	213.05	388.49	223.93	870.04
伏岩煤业	212.58	620.45	225.34	604.18	208.72	583.58	265.06	1012.16
屯城煤业	172.18	727.43	167.83	697.01	168.51	588.59	174.63	1025.66
义城煤业	158.77	655.96	169.06	547.46	162.34	425.93	184.09	617.47
小西煤业	—	637.56	—	494.20	—	384.01	169.09	694.99
武甲煤业	—	534.5	—	536.98	—	398.30	—	1058.5
晶鑫煤业	231.25	714.78	197.07	494.56	211.74	402.12	223.26	657.21
尹家沟煤业	264.26	681.57	245.91	505.69	200.62	332.76	195.58	552.79
西沟煤业	211.1	601.36	221.45	519.29	212.09	421.11	223.22	541.21
白沟煤业	235.23	684.74	210.87	563.84	179.4	419.24	251.94	1029.53
宇昌煤业	206.56	661.96	200.16	555.49	245.7	441.65	242.97	888.24
均值	194.29	655.25	198.32	572.13	195.34	459.63	206.14	802.85

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。受下游需求上升拉动影响，2021年及2022年第一季度公司原煤销量分别同比增长2.56%和48.81%至915.27万吨和264.16万吨，其中2021年销量明显低于当年产量，产销率降低至91.32%，主要系按照相关税务要求，延期开票所致。

图表 11. 公司煤炭产销情况表

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
产量（万吨）	881.39	876.68	1002.23	266.80	202.39
销量（万吨）	918.28	892.43	915.27	264.16	177.51
平均售价（元/吨）	572.13	459.63	802.85	952.65	533.22

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）

从煤炭销售模式来看，该公司煤炭主要通过省内的煤炭贸易企业销售给电

²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。

³2016-2017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。

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，跟踪期内模式未发生变化。2021年前5大客户销售占比为31.06%，同比微幅下降1.73个百分点。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。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. 2021 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	12.67	16.68	否
晋城市金海源煤炭销售有限公司	3.05	4.01	否
山西大科贸易股份有限公司	2.92	3.84	否
晋城万润商贸有限公司	2.90	3.82	否
晋城市日中天选煤有限公司	2.06	2.71	否
合计	23.60	31.06	-

资料来源：阳泰集团

价格方面，2021年以来煤炭需求上升推动煤价大幅上涨，2021年及2022年第一季度，该公司矿井煤炭均价分别同比上升74.67%和78.66%。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2022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⁴（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，原计划总投资5.74亿元，截至2022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，但由于资金以及市场行情等因素，该项目于2012年12月26日停工至今。后期将由中铁十六局和山西晋煤沁秀龙湾能源有限公司（简称“龙湾能源”）继续负责投资。

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。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。受此影响，2021年以来公司加强对井下作业现场的管理力度及对职工的安全教育培训工作，当年安全生产投入同比增长34.86%至2.84亿元，跟踪期内未发生重大事故。

⁴原名为阳城县恒晟资产管理有限公司，为公司控股股东。

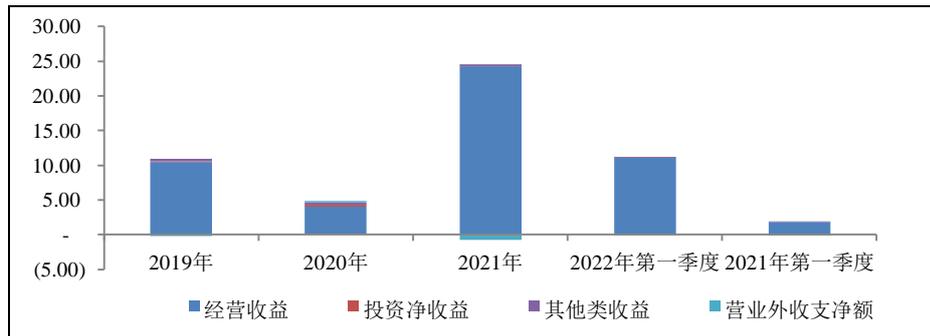
图表 13. 公司下属矿井主要生产和安全指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
综采机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进机械化程度 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率 (%)	0.00	0.11	0.34	0.00	0.00
安全生产投入 (万元)	17290.54	23408.56	21035.55	28369.26	6429.38

资料来源：阳泰集团

(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

该公司盈利主要来源于经营收益，受益于煤价上升，2021 年及 2022 年第一季度经营收益同比分别大幅增加 23.24 亿元和 9.27 亿元至 24.24 亿元和 11.00 亿元。公司营业毛利主要来自煤炭业务，同期分别增长 120.48%和 201.32%至 56.29 亿元和 19.76 亿元，营业毛利率分别上升 15.18 个百分点和 8.87 个百分点至 73.51%和 75.28%，达到很高水平。

随着营收规模增长，2021 年及 2022 年第一季度该公司期间费用规模分别同比增长 40.69%和 58.91%至 25.36 亿元和 6.43 亿元，但期间费用率分别同比下降 8.06 个百分点和 16.49 个百分点至 33.11%和 24.51%。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。同期管理费用分别同比增长 63.17%和 97.19%至 18.01 亿元和 4.84 亿元，占期间费用总额分别为 71.01%和 75.31%，主要为职工工资、福利、待摊费用摊销及固定资产折旧等费用。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，同期分别为 6.90 亿元和 1.49 亿元，分别同比增长 4.25%和 3.67%。公司期间费用规模较大，对盈利侵蚀较明显，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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	55.14	43.77	76.58	26.25

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
综合毛利率(%)	64.08	58.33	73.51	75.28
毛利(亿元)	35.33	25.53	56.29	19.76
期间费用率(%)	36.95	41.18	33.11	24.51
其中：财务费用率(%)	12.70	15.12	9.01	5.68
全年利息支出总额(亿元)	7.19	6.58	6.93	—

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理

该公司非主业方面对盈利贡献很小，甚至有所亏损。2021年及2022年第一季度非主业盈利合计分别为-3699.77万元和-739.37万元。其中投资净收益分别为737.87万元和0.94万元，2021年同比下降70.29%，主要系对权益法下龙湾能源确认投资损失1597.23万元。其他类收益分别为2624.28万元和20.11万元，主要为煤层气抽采补贴、稳岗补贴、财政补助等。营业外净支出分别为7061.93万元和760.43万元。总体来看，公司上述非主业盈利规模很小，对整体盈利影响不大。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度	2021年第一季度
投资净收益	0.11	0.25	0.07	0.0001	—
其他类收益	0.39	0.40	0.26	0.002	0.0002
营业外收入	-0.18	0.21	-0.71	-0.08	-0.04

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理

2021年及2022年第一季度，该公司分别实现净利润18.00亿元和8.18亿元，分别同比增加15.41亿元和6.91亿元。2021年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别同比上升10.77个百分点和32.53个百分点至17.03%和37.83%。受益于煤价大幅上涨，跟踪期内公司盈利能力明显提升。

(3) 运营规划/经营战略

该公司主要在建项目为阳泰转型产业集聚区，截至2022年3月末累计已投资3.60亿元，后续投资规模较少，系对前期工程款结算。公司在该产业集聚区内配套建设阳广铭居商住楼，将采取EPC总承包模式，由通号工程局集团城建工程有限公司（简称“通号工程局”）建设，预计总投资约为5亿元，由通号工程局垫资建设，建成后公司代为出售回笼建设资金，并收取一定费用。析城山旅游区二三期项目暂未开工。公司煤炭主业相关工程基本已建设完毕，2022-2023年预计设备更新投入均为3.00亿元。

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34.75km²，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。截至 2022 年 3 月末，公司已累计出资 3.62 亿元取得龙湾能源 21% 股权。2022 年龙湾能源预计增资扩股 15.00 亿元用于缴纳煤炭资源价款，其中公司将出资 3.15 亿元。龙湾能源井田已于 2021 年 6 月取得采矿许可证，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。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。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本仍为 1.12 亿元。阳城国投持股 59.53%，为公司控股股东，阳城县城镇集体工业联合社持股 30.64%，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股 9.83%，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《闲置及淘汰物资管理暂行办法》、《煤炭销售管理办法（试行）补充规定的通知》、《阳泰集团实业有限公司招投标管理办法》及《阳泰集团平台经济建设运行管理办法（试行）》，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 2021 年末，公司其他应收款中关联方占用资金余额为 6.01 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；0.85 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⁵；剩余部分主要系煤矿资源整合形成的资源整合补偿款。2021 年末关联方向公司提供资金余额合计 4.14 亿元，其中应付阳城国投往来款 3.36 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. 2021 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	—	313.37	6.26	—
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	236.65	4.73	往来款

⁵ 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。

关联方名称	与公司关系	年末余额	坏账准备	款项性质
预付账款	—	419.93	—	—
其中：阳城县惠阳新能源发展有限公司	参股公司	419.93	—	煤层气补贴款
其他应收款：	—	60115.01	1202.30	
其中：阳城县竹林山西冶水电有限公司	参股公司	10769.77	215.39	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	5445.02	108.91	往来款
山西阳城农村商业银行股份有限公司	参股公司	8508.50	170.17	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	参股公司	20308.26	406.17	往来款
阳城县华阳企业总公司	参股公司	1706.14	34.12	往来款
阳城县东升企业总公司	参股公司	10577.32	211.54	往来款
其他应付款：	—	41440.91	—	—
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
阳城县城镇集体工业联合社	股东	1158.27	—	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	33607.46	—	往来款
阳城县丰润实业有限公司	股东	1530.00	—	往来款
阳城县华阳企业总公司	股东	2427.62	—	往来款

资料来源：根据阳泰集团提供资料整理（四舍五入，或存在尾差）

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 2 日，公司本部无债务违约记录。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，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。除上述外，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，该公司无重大资本性支出，负债规模及负债经营水平波动不大，整体债务负担仍偏重，且仍存在大额职工集资尚未消化，关注未来清退成果。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 2021 年财务报表进行了

审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）及其补充规定。

2021年末，该公司合并范围内二级子公司较上年末新增1户⁶，即阳城县阳泰集团屯城铁路运销有限公司，同时增加2户三级子公司，分别为阳城县泰鑫煤炭销售有限公司和阳城县泰鑫煤炭运输有限公司；减少2户三级子公司，分别为阳城县蓝天市政工程有限公司和阳城县蓝旭管业有限公司（分别简称“蓝天市政”和“蓝旭管业”），主要系因公司于2020年11月剥离供热业务所致。该业务共3家经营主体，包括阳城县蓝煜热力有限公司（简称“蓝煜热力”）、蓝天市政和蓝旭管业，蓝煜热力已经于2020年完成转让，其余2家2021年完成。

图表 18. 2021年新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	业务性质	实收资本	持股比例	表决权比例	取得方式	备注
阳城县阳泰集团屯城铁路运销有限公司	铁路运输	4550.00	32.38	67.00	购入	对价：1000万元 ⁷
阳城县泰鑫煤炭销售有限公司	煤炭销售	2000.00	100.00	100.00	新设	—
阳城县泰鑫煤炭运输有限公司	道路货物运输	200.00	100.00	100.00	新设	—

资料来源：阳泰集团

图表 19. 2021年不再纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	股权处置价款	股权处置比例（%）	股权处置方式	丧失控制权的时点
阳城县蓝天市政工程有限公司	1136.34	100.00	转让	2021/8/11
阳城县蓝旭管业有限公司	515.99	100.00	转让	2021/8/11

资料来源：阳泰集团

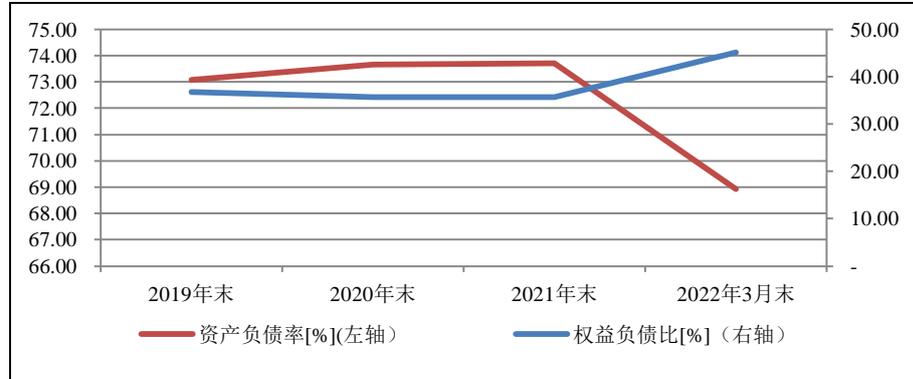
⁶ 阳城县和泰市场管理有限公司已于2020年12月注册成立。

⁷ 阳城县阳泰集团屯城铁路运销有限公司原注册资本3550万元，拟增资1700万元，增资后的注册资本5250万元。该公司认缴出资1700万元，目前已支付1000万元，持股比例为32.38%，但约定表决权比例为67%。

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



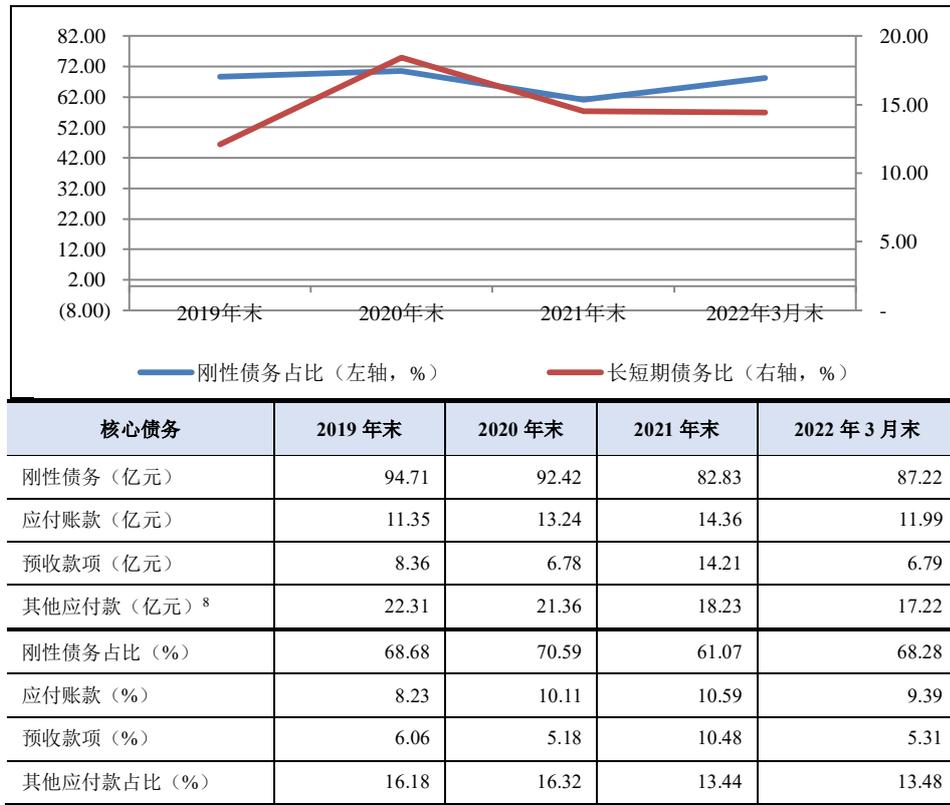
资料来源：根据阳泰集团所提供数据绘制

跟踪期内，该公司无大规模资本性支出发生，随着业务规模扩大，2021年末负债总额较上年末小幅增长 3.60%至 135.63 亿元。随着公司偿还到期债务及业务结算，2022 年 3 月末负债总额较上年末下降 5.81%至 127.75 亿元。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 73.71%和 68.92%，2021 年末较上年末小幅上升 0.04 个百分点。

尽管该公司于 2021 年实现较大规模盈利，但受当年分红 10.37 亿元影响，年末所有者权益较上年末仅小幅增长 3.39%至 48.38 亿元。公司所有者权益主要由未分配利润及少数股东权益构成，2021 年末分别占所有者权益总额的 24.26%和 56.79%，资本结构稳定性较弱。此外，当年末资本公积较上年末下降 2.52%至 3.84 亿元，主要系注册阳城县和泰市场管理有限公司增加资本公积 0.05 亿元以及当年转让“蓝天市政”和“蓝旭管业”股权减少资本公积 0.15 亿元综合影响所致。受益于盈利积累，2022 年 3 月末，公司未分配利润较上年末增长 35.96%至 15.96 亿元，少数股东权益较上年末增长 17.20%至 32.20 亿元，使得所有者权益较上年末增长 19.09%至 57.61 亿元。

(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，2021 年末长短期债务比较上年末下降 3.90 个百分点至 14.51%，主要系公司预收煤炭销售款增加，短期借款规模扩大加之部分长期借款临近偿付所致。

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，2021 年末分别为 82.83 亿元、14.36 亿元、14.21 亿元和 18.23 亿元，占负债总额的比重分别为 61.07%、10.59%、10.48%和 13.44%，公司负债仍以刚性债务为主。2021 年末，应付账款余额较上年末增长 8.42%，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增长 109.71%，主要系煤价上涨导致预收购煤款项规模扩大；同期末其他应付款较上年末下降 14.68%，主要系公司清退部分职工集资款所致，该部分职工借款公司计划将于 2022 年末前实现全部清退；截至 2021 年末其他应付款主要包括职工借款 6.16 亿元、未结算职工借款利息 1.82 亿元及拆借款 8.07 亿元，剩余部分主要包括往来款、保证金及押金。2022 年 3 月末，公司负债结构较上年末无重大变化，其中受业务结算，当期末预收款项较上年末下降 52.24%至 6.79 亿元。

⁸ 不包括应付股利及应付利息，且该科目包括部分刚性债务，因此部分内容与刚性债务有重合。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务	80.01	72.18	65.76	71.26
其中: 短期借款	34.90	16.77	20.66	22.96
应付票据	22.51	37.78	32.46	36.39
短期债券	3.00	3.00	3.00	3.00
一年内到期的长期借款	6.58	0.27	2.30	—
其他短期刚性债务	13.01	14.36	7.34	8.90
中长期刚性债务	14.71	20.24	17.07	15.97
长期借款	8.81	9.55	6.20	6.20
应付债券	—	4.96	4.98	4.98
其他中长期刚性债务	5.90	5.73	5.90	4.79

资料来源: 根据阳泰集团所提供数据整理

随着该公司逐步偿还到期债务及清偿部分职工借款, 2021 年末刚性债务规模较上年末下降 10.37%至 82.83 亿元, 但仍以短期为主。当年末, 短期刚性债务余额 65.76 亿元, 占比 79.39%, 主要由短期借款、应付票据、短期债券、一年内到期的长期借款和其他短期刚性债务构成。当年末短期借款较上年末增长 23.24%至 20.66 亿元, 以保证借款和抵押+保证借款为主, 占比分别为 70.67%和 15.87%。其中保证借款主要为公司本部为下属子公司提供担保借款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定期存单。年末短期借款年利率区间介于 3.85%-12.10%。同期末应付票据较上年末下降 14.09%至 32.46 亿元, 期限不超过 1 年。同期末短期债券余额 3.00 亿元, 主要系北金所债权融资计划⁹; 其他短期刚性债务包括应付利息 0.48 亿元、一年内到期的融资租赁款 0.38 亿元及其他应付款中的职工借款 6.16 亿元和暂借款 0.32 亿元。其中, 职工借款主要系于 2009—2015 年度资源整合矿井建设期间, 为补充建设资金分批次向高管及职工借款, 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。近年来公司逐步偿还借款, 但由于职工借款年利率较高, 后形成对职工福利一种补充, 偿还速度较慢, 目前主要通过降利率降规模逐步清偿 (职工借款原年利率为 12.5%, 2019 年 10 月起年利率调整为 10%, 2022 年下调至 8.5%)。2021 年末, 职工借款规模较上年末下降 33.96%, 主要系公司清退部分职工集资款所致, 该部分职工借款公司计划将于 2022 年末前实现全部清退。

2021 年末, 该公司中长期刚性债务较上年末下降 15.63%至 17.07 亿元, 主要系部分长期借款临近偿付期, 结转至一年内到期的非流动负债科目核算所致。当年末, 中长期刚性债务仍由长期借款、应付债券和应付融资租赁款

⁹ 为北京金融资产交易所发行债权融资计划产品, 产品代码 21CFZR0861, 一年期, 利率 5.5%, 按季度付息。

构成。长期借款（不含一年内到期的长期借款）为 6.20 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 6.90%-7.50%。同期末应付债券余额 4.98 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，公司已于 2022 年 4 月回售共计 0.52 亿元。其他中长期刚性债务主要为应付融资租赁款，期限为 1-3 年，借款年利率介于 5.13%-6.15%。

2022 年 3 月末，该公司短期刚性债务较上年末增长 8.36%至 71.26 亿元，其中短期借款及应付票据分别较上年末增长 11.13%和 12.11%至 22.96 亿元和 36.39 亿元。其他短期刚性债务较上年末增长 21.35%，主要系当期公司以本部及下属各煤业尚未拨付的煤炭销售货款作为底层资产在山西信托公司发行的职工专享理财产品，规模 1.46 亿元，期限 1 年，职工收益 7%，山西信托收取服务费 0.8%。同期末，中长期刚性债务较上年末下降 18.76%至 15.97 亿元，主要系应付融资租赁款项规模下降所致。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业周期（天）	59.71	62.17	84.04	—	—
营业收入现金率（%）	116.01	114.62	124.40	85.58	97.73
业务现金收支净额（亿元）	30.00	19.35	46.41	4.00	1.53
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.58	-4.93	-6.09	-1.37	-0.83
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	25.41	14.41	40.32	2.64	0.70
EBITDA（亿元）	26.76	19.47	41.31	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.26	0.19	0.47	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.72	2.96	5.96	—	—

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。2021 年营业收入现金率为 124.40%，仍保持较高水平。受益于量价齐升，当年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 89.89%至 95.26 亿元，业务现金收支净额同比增长 139.91%至 46.41 亿元。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，当年其他因素现金收支净额为-6.09 亿元。综合上述因素影响，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 179.74%至 41.31 亿元。2022 年第一季度，公司经营活动产生的现

金流量净额 2.64 亿元。

由于盈利能力增强，跟踪期内，该公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障程度有所提升。2021 年 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出数的保障倍数分别为 0.47 倍和 5.96 倍，同比分别上升 0.26 倍和 3.00 倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-0.52	0.42	0.11	-0.06	-0.02
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	-9.81	-5.67	-12.40	-2.59	-2.36
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.51	-0.98	-4.50	—	—
投资环节产生的现金流量净额	-9.81	-6.24	-16.80	-2.65	-2.39

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理

从投资环节来看，跟踪期内由于补缴资源价款、预付的工程款、购置设备款等因素影响，2021 年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 12.40 亿元，净流出同比增加 6.73 亿元。此外当年更新生产设备、增资龙湾能源支付 1.75 亿元以及投资屯城铁路、阳广铭居商住楼等导致支付其他与投资活动有关的现金同比增长 161.03%至 3.15 亿元，使得其他因素对投资环节现金流量影响净额为-4.50 亿元。综合上述因素影响，当年公司投资环节产生的现金流量净流出 16.80 亿元。2022 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净流出 2.65 亿元，和上年同期变化不大。

(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。2021 年由于到期债务规模仍较大，加之公司现金分红 10.37 亿元，当年筹资活动产生的现金流量净额为-22.59 亿元。

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
权益类净融资额	-2.70	-5.14	-10.37	0.00	-2.70
债务类净融资额	-15.90	-23.34	-11.54	2.36	-15.90
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.34	18.67	-0.69	-0.18	2.34
筹资环节产生的现金流量净额	-16.26	-9.81	-22.59	2.19	-16.26

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理

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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	65.01	58.69	59.68	62.24
	34.45	33.03	32.44	33.58
其中：货币资金（亿元）	26.95	26.07	24.79	30.09
其他应收款（亿元）	25.93	23.33	21.45	20.17
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	123.69	119.02	124.32	123.12
	65.55	66.97	67.56	66.42
其中：固定资产（亿元）	64.60	63.87	64.27	63.65
在建工程（亿元）	24.99	21.42	17.19	18.85
无形资产（亿元）	18.26	18.79	22.05	21.29
长期待摊费用（亿元）	13.11	11.50	15.77	14.24
期末全部受限资产账面金额（亿元）	45.22	42.17	33.46	35.69
受限资产账面余额/总资产（%）	23.97	23.73	18.18	19.25

资料来源：根据阳泰集团所提供数据整理

由于煤炭行业属于资本密集型行业，固定资产投资较大，因此该公司资产构成以非流动资产为主，2021 年末非流动资产较上年末增长 4.45%至 124.32 亿元，占总资产比重为 67.56%。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。2021 年末在建工程较上年末下降 19.75%至 17.19 亿元，主要系晶鑫武甲煤矿改造等在建项目转固减少 1.66 亿元以及阳泰转型产业集聚区因规划变动将在建工程的土地结转至无形资产及相关税费调整而减少 2.27 亿元所致。同期末固定资产较上年末微幅增长 0.63%至 64.27 亿元，仍主要为房屋建筑物及机器设备等；无形资产较上年末增长 17.32%至 22.05 亿元，主要系因补缴资源价款及上述土地转入无形资产核算使土地使用权增加所致，当期末资源价款、土地使用权分别为 18.23 亿元和 3.66 亿元；长期待摊费用较上年末增长 37.10%至 15.77 亿元，主要系小西煤矿在建工程结转固定资产时，在建工程-开办费用中的利息支出，不符合分摊至固定资产条件的利息支出，转入长期待摊费用按期分摊，增加开办费用 5.96 亿元以及新增凤城镇赵庄采煤沉陷治理搬迁支出 1.32 亿元所致。此外，当年末长期股权投资较上年末增长 93.38%至 3.29 亿元，主要系当年追加对龙湾能源投资 1.75 亿元所致，公司累计投资 3.62 亿元，持股 21.00%；可供出售金融资产余额为 0，主要系受会计准则影响，结转至其他权益工具投资科目核算，当期末其他权益工具投资 1.19 亿元，系对山西阳城农村商业银行股份有限公司 15.87%股权投资。

2021 年末，该公司流动资产总额较上年末小幅增长 1.69%至 59.68 亿元，仍主要由货币资金和其他应收款构成。同期末货币资金为 24.79 亿元，其中受限资金合计 20.87 亿元（包括 20.67 亿元银行承兑汇票保证金和 0.20 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 84.19%，公司实

际可动用的货币资金有限。当年末，其他应收款较上年末下降 8.05%至 21.45 亿元。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（具体构成见下图所示），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。此外，当年末存货较上年末增长 109.72%至 6.12 亿元，主要系全省税务系统调整要求，延期开票所致，实际煤炭产品已发出，但未进行相关账务处理所致。

图表 27. 截至 2021 年末其他应收款主要构成情况（单位：亿元）

债务人	款项性质	2021 年末余额	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	11.42	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	1.48	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
山西阳城农村商业银行股份有限公司	不良资产购置款	0.85	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、远东租赁公司、山煤租赁公司	融资租赁保证金	0.76	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
阳城县煤炭局及晋城市安监局	风险押金	0.19	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
其他经营性及非经营性其他应收款	其他	5.63	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
合计	—	21.45	—	—

资料来源：阳泰集团

2022 年 3 月末，该公司资产总额较上年末微幅增长 0.74%至 185.36 亿元，资产结构亦较上年末无重大变化。其中，随着在建项目建设推进，在建工程较上年末增长 9.64%至 18.85 亿元；随开办费用等逐步摊销，当期末长期待摊费用较上年末下降 9.68%至 14.24 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产合计 35.69 亿元，包括银行承兑汇票保证金 22.80 亿元、0.20 亿元定期存单质押、售后回租的融资租赁资产 4.75 亿元及用于银行借款抵押的采矿权 6.93 亿元，受限比例为 19.25%。

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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	52.83	53.08	50.39	55.74
速动比率 (%)	46.52	46.06	40.38	46.41
现金比率 (%)	24.40	24.21	21.82	26.95

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。2021 年末，流动比率、速动比率和现金比率分别为 50.39%、40.38%和 21.82%，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

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司对合并报表范围外的企业担保余额分别为 20.93 亿元和 20.14 亿元，担保比率分别为 43.26%和 34.95%，公司对外担保金额较大，面临一定或有风险。

图表 29. 截至 2022 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
阳城县耘瑞祥建设投资有限公司 ¹⁰	2019.12.25-2032.06.07（多笔）	69000.00
阳城县建设投资开发有限公司	2020.12.25-2033.12.09	14613.81
阳城县蓝煜热力有限公司	2015.12.03-2034.3.23（多笔）	67303.14
阳城县市政工程有限公司	2016.12.22-2034.12.19（多笔）	32500.00
阳城县商品公路开发公司	2017.6.16-2032.6.15（多笔）	9750.00
阳城县国有资本投资运营有限公司	2021.12.27-2024.12.26	6000.00
阳城县水务张峰水库供水有限公司	2014.12.19-2022.11.25（多笔）	2200.00
合计	—	201366.95

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

该公司本部主要负责煤炭销售业务，2021 年末及 2022 年 3 月末本部资产总额 96.24 亿元和 102.33 亿元，分别较上年末增长 20.80%和 6.33%。本部资产以流动资产为主，同期末流动资产分别较上年末增长 19.46%和 7.20%至 84.03 亿元和 90.07 亿元，占资产总额的比重分别为 87.31%和 88.02%。本部流动资产以其他应收款和货币资金为主。同期末，货币资金分别为 22.34 亿

¹⁰ 该公司按每年担保总额的 0.2%收取担保费，如阳城县耘瑞祥建设投资有限公司无力偿还银行贷款造成公司履行担保义务，县财政要确保将应支付给阳城县耘瑞祥建设投资有限公司可行性服务费支付给公司。

元和 27.33 亿元，2022 年 3 月末受限货币资金为 23.00 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。其他应收款分别为 59.66 亿元和 61.83 亿元，分别较上年末增长 31.41%和 3.64%，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。同期末，公司本部所有者权益为 3.53 亿元和 3.54 亿元，规模较小。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司本部负债分别较上年末增长 21.97%和 6.56%至 92.71 亿元和 98.79 亿元，资产负债率分别为 96.33%和 96.54%，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，同期末本部刚性债务余额分别为 54.53 亿元和 60.44 亿元，主要包括银行借款、应付票据及发行债券等。同期末，其他应付款余额分别为 13.06 亿元和 11.21 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。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司本部分别实现营业收入 74.23 亿元和 25.02 亿元，分别同比增长 80.90%和 197.30%。同期分别实现净利润 16.95 亿元和 0.01 亿元，其中 2021 年同比增加 11.41 亿元，主要系投资净收益增加。

2021 年及 2022 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 3.30 亿元和 10.19 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，跟踪期内本部经营活动产生的现金流量状况较好。2021 年及 2022 年第一季度，本部投资活动产生的现金流量净额分别为-8.90 亿元和-5.60 亿元，筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.04 亿元和-2.92 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。2021 年公司获得政府补助 0.26 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司获得银行授信总额为 51.68 亿元，其中未用额度为 8.02 亿元。公司银行授信规模中大型国有金融机构授信占比 9.11%，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	已用授信	授信余额
全部（亿元）	51.68	43.66	8.02
其中：工农中建交五大商业银行及政策性银行（亿元）	4.71	4.68	0.03
其中：大型国有金融机构占比（%）	9.11	10.72	0.37

资料来源：根据阳泰实业所提供数据整理（截至 2022 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，已回售 5150.10 万元。

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”）为本期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（以下简称“山西金控集团”）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运营有限公司（原山西省国有资本投资运营有限公司，以下简称“山西国运公司”），并将山西金控集团对应负债 21 亿元，同步划归山西国运公司承担，截至 2021 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 2021 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，晋商信用增进的持股比例分别为 46%和 50%。2021 年 10 月，经晋商信用增进股东大会决议，所持上述两家子公司股权全部托管至山西国运公司，托管期间股权关系保持不变，山西国运公司享有股权相关的表决权等。

截至 2021 年末，晋商信用增进经审计的合并口径资产总额为 106.93 亿元，净资产为 51.13 亿元；2021 年，实现营业收入 2.10 亿元，投资收益 6.57 亿元，实现净利润 2.67 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¹¹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。

整体来看，晋商信用增进提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

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。跟踪期内，公司控股股东

¹¹ 主要为山西焦煤集团有限责任公司、大同煤矿集团公司、山西潞安矿业（集团）有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司、山西晋能集团有限公司、山西煤炭进出口集团有限公司等 22 家山西省省属重点国有企业。

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。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。

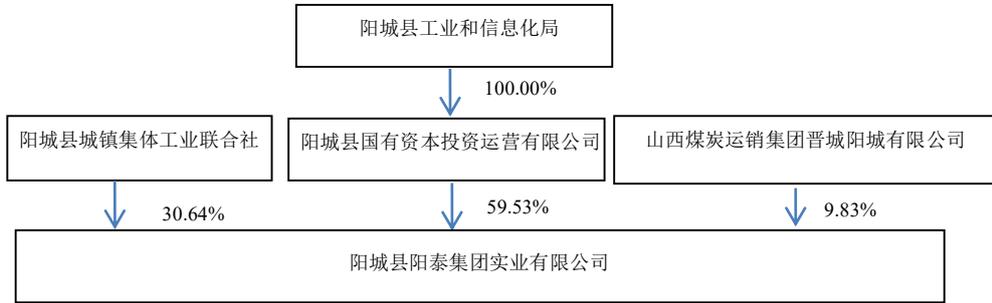
该公司主营煤炭开采业务，所属矿井煤质优良，煤炭资源禀赋良好，所产煤炭附加值较高。2021年以来，受益于煤炭下游需求增加及煤炭价格上涨等因素影响，公司营收规模及盈利空间均明显上升。

跟踪期内，该公司无重大资本性支出，负债规模及负债经营水平波动不大，整体债务负担仍偏重，且仍存在大额职工集资尚未消化，关注未来清退成果。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）非煤业务经营计划。

附录一：

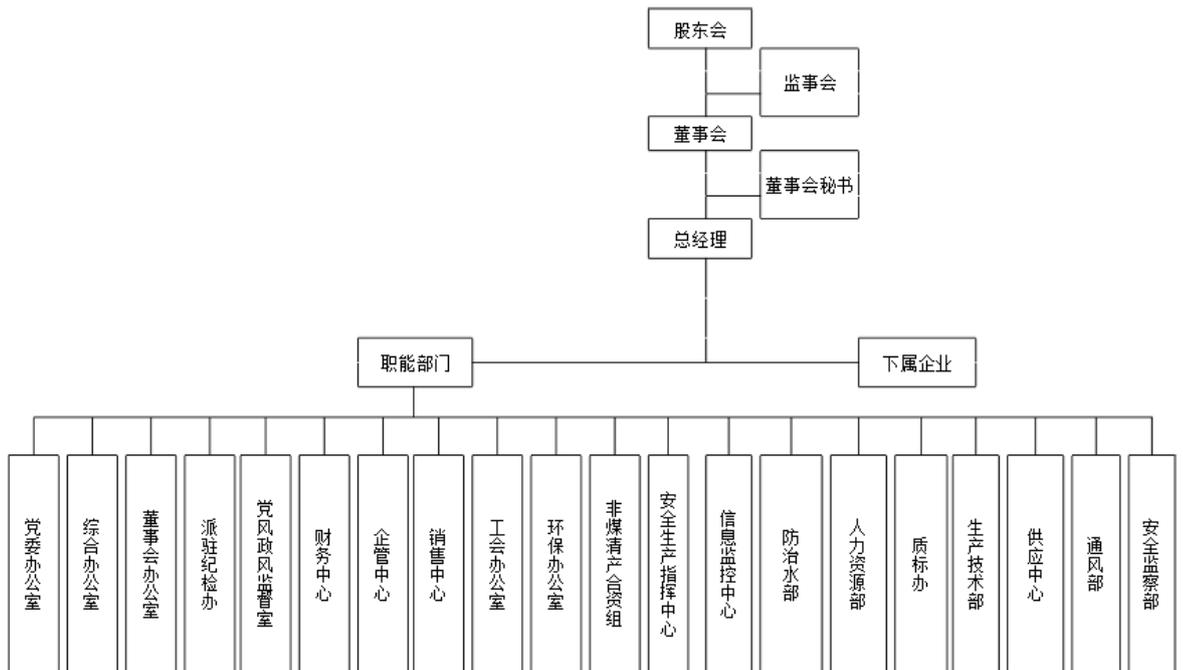
公司与实际控制人关系图



注：根据阳泰集团提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	经营环节现金净流入量
阳城县阳泰集团实业有限公司	阳泰集团	本级	—	煤炭开采	54.53	3.53	74.23	16.95	3.30
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	2.51	2.69	8.98	0.85	3.65
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	1.61	18.07	10.00	4.15	-0.12
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	2.06	9.63	6.05	1.87	1.50
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	3.88	5.91	12.33	0.95	3.68
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	4.78	14.47	10.18	3.57	2.98

资料来源：阳泰集团

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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	188.70	177.71	184.00	185.36
货币资金 [亿元]	26.95	26.07	24.79	30.09
刚性债务[亿元]	94.71	92.42	82.83	87.22
所有者权益 [亿元]	50.80	46.79	48.38	57.61
营业收入[亿元]	55.14	43.77	76.58	26.25
净利润 [亿元]	7.58	2.59	18.00	8.18
EBITDA[亿元]	26.76	19.47	41.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	25.41	14.41	40.32	2.64
投资性现金净流入量[亿元]	-9.81	-6.24	-16.80	-2.65
资产负债率[%]	73.08	73.67	73.71	68.92
权益资本与刚性债务比率[%]	53.63	50.63	58.40	66.05
流动比率[%]	52.83	53.08	50.39	55.74
现金比率[%]	24.40	24.21	21.82	26.95
利息保障倍数[倍]	2.50	1.74	4.44	—
担保比率[%]	13.95	39.98	43.26	34.95
营业周期[天]	59.71	62.17	84.04	—
毛利率[%]	64.08	58.33	73.51	75.28
营业利润率[%]	19.92	10.70	32.09	42.24
总资产报酬率[%]	9.62	6.26	17.03	—
净资产收益率[%]	15.37	5.31	37.83	—
净资产收益率*[%]	16.55	7.83	42.31	—
营业收入现金率[%]	116.01	114.62	124.40	85.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.26	12.34	35.21	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	18.46	10.72	30.25	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.72	2.96	5.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.21	0.47	—

注：表中数据依据阳泰集团经审计的2019~2021年度及未经审计的2022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	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	40.00	40.00	40.00
股东权益（亿元）	66.54	70.44	51.13
总资产（亿元）	252.21	235.07	106.93
货币资金（亿元）	10.52	10.43	2.44
风险准备金（亿元）	2.03	2.74	3.02
营业收入（亿元）	3.41	3.17	2.10
营业利润（亿元）	5.95	5.15	3.41
净利润（亿元）	4.59	3.61	2.67
平均资本回报率（%）	7.10	5.27	4.39
风险准备金充足率（%）	0.43	0.57	—
增信放大倍数（倍）	7.17	6.82	—
增信发生额（亿元）	163.96	109.62	—
增信责任余额(亿元)	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 2019-2021 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 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	7
		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	1
		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	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	评级结果变化	2016年6月23日	AA/负面	常虹、莫燕华	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2014) 煤炭采选行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
		2019年7月9日	AA/稳定	莫燕华、喻俐萍	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2018) 煤炭采选行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前期评级	2021年6月23日	AA/稳定	喻俐萍、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月16日	AA/稳定	喻俐萍、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)	—
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	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月23日	AAA	喻俐萍、刘思静	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月16日	AAA	喻俐萍、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 煤炭采选行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(煤炭采选)MX-GS016(2019.8)	—

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。