

晋能控股煤业集团有限公司

主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕4278号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股煤业集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定晋能控股煤业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2026 年 7 月 6 日至 2027 年 7 月 5 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。





晋能控股煤业集团有限公司

主体长期信用评级报告

AAA/稳定

评级时间

2026/07/06

主体概况

晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“公司”）的前身大同矿务局成立于 1949 年 8 月 30 日。截至 2025 年底，公司注册资本和实缴资本均为 170.35 亿元；控股股东晋能控股集团集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）持有公司 65.17% 股权。公司实际控制人为山西省人民政府，山西省人民政府国有资产监督管理委员会代表山西省人民政府履行出资人职责。公司主要从事煤炭业务和电力、贸易等非煤业务，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为煤炭行业。

评级观点

作为晋能控股集团下属煤炭业务核心开展主体，公司是中国重要的动力煤生产基地，煤炭业务资源储备丰富；电力业务在山西省内具备较高的市场份额。2023—2025 年，在煤炭收入规模减少和贸易业务压降的推动下，公司营业总收入规模逐年下降，综合毛利率变化不大。公司原煤产量和吨煤成本均有所波动，煤炭销售价格逐年下降，煤炭产销率整体较高。整体看，公司经营风险很低。公司重资产运营特征明显，固定资产以及在建项目规模很大，同时其他应收款占款严重，需持续关注减值风险；资产受限比例低。公司所有者权益结构稳定性有待优化。公司债务渠道较为稳定，债务负担很重。2023—2025 年，由于煤炭价格持续走低，经营性利润持续下降，2025 年公司归属于母公司所有者的净利润亏损规模较大，2026 年一季度公司仍亏损。2023 年以来，公司经营活动现金净流入额持续下降至 2025 年的净流出状态，经营获现较投资支出缺口较大，融资需求很高；同时考虑到公司债务负担很重，需持续关注其资金接续能力。整体看，公司财务风险一般。综合公司经营和财务风险表现，考虑到股东晋能控股集团对公司业务的有力支持，公司偿还债务的能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

未来，公司作为晋能控股集团下属煤炭业务核心开展主体，在股东的有力支持下，将继续保持行业地位和产能规模优势，信用水平有望保持。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司的职能定位发生显著变化，行业地位显著下降；公司流动性恶化，偿债能力及再融资能力显著减弱。

优势

- **股东支持力度大。**公司是晋能控股集团下属煤炭产业的核心运营主体，股东支持力度大。同时，煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到当地各级政府的高度重视。
- **公司煤炭业务规模优势突出，煤炭销售情况良好。**截至 2025 年底，公司拥有 88 座矿井，资源保有储量 380.19 亿吨，年生产能力 2.42 亿吨，行业地位和规模优势显著。公司生产的动力煤具有低灰、低硫等品质，2025 年主要矿区产销量分别为 1.73 亿吨和 1.48 亿吨。

关注

- **公司业绩易受能源价格走势、经济周期波动和相关产业政策调整影响；同时，期间费用对公司利润造成较大侵蚀。**煤炭和电力行业受宏观经济周期波动影响大；2023 年以来，公司收入规模持续下降，经营性利润从 2023 年的 161.40 亿元逐年快速降至 2025 年的 48.68 亿元，使得公司利润总额持续减少，2025 年公司归属于母公司所有者的净利润为 -28.39 亿元，亏损规模较大。2026 年一季度公司仍亏损。2025 年，公司期间费用率为 16.19%，期间费用中公司职工薪酬等管理费用规模较大，对整体利润造成较大侵蚀。

- **公司债务规模很大，债务负担很重。**如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 3078.45 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.05%、79.98%和 69.45%，公司债务负担仍很重。
- **公司其他应收款规模很大，对资金形成较大占用，需持续关注减值风险。**2025 年底公司其他应收款（合计）达 1102.05 亿元，在流动资产中占 52.21%，主要为部分项目前期垫款、往来款、企业办社会职能、应收历史矿井和产能退出矿井的款项等，且减值准备计提比例低。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法和模型 [煤炭企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		5
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：股东支持				+5
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

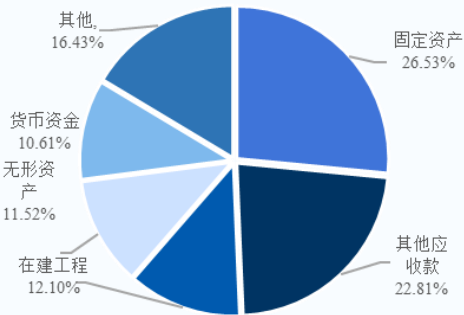
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	744.63	628.29	530.24	613.42
资产总额（亿元）	5072.32	4901.87	4831.38	4928.33
所有者权益（亿元）	1085.90	1057.99	987.34	993.16
短期债务（亿元）	1449.26	1363.78	1326.00	1148.00
长期债务（亿元）	1265.19	1394.72	1535.91	1782.55
全部债务（亿元）	2714.45	2758.50	2861.91	2930.55
营业总收入（亿元）	1699.43	1305.98	1004.28	251.33
利润总额（亿元）	86.50	4.71	0.40	-5.82
EBITDA（亿元）	297.05	212.84	186.68	--
经营性净现金流（亿元）	210.24	25.20	-42.84	28.31
EBITDA 利润率（%）	17.48	16.30	18.59	--
总资产报酬率（%）	3.59	1.94	1.50	--
资产负债率（%）	78.59	78.42	79.56	79.85
全部债务资本化比率（%）	71.43	72.28	74.35	74.69
流动比率（%）	89.89	94.95	94.28	109.25
经营现金流动负债比（%）	8.12	1.09	-1.91	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.46	0.40	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.04	2.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.14	12.96	15.33	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	3116.21	3415.57	3608.62	3687.54
所有者权益（亿元）	348.86	444.21	625.33	615.39
全部债务（亿元）	2011.11	2159.93	2140.67	2248.58
营业总收入（亿元）	752.76	459.08	335.24	92.27
利润总额（亿元）	10.74	21.39	196.42	-5.99
资产负债率（%）	88.80	86.99	82.67	83.31
全部债务资本化比率（%）	85.22	82.94	77.39	78.51
流动比率（%）	117.06	124.92	139.68	157.99
经营现金流动负债比（%）	9.23	2.84	-6.47	--

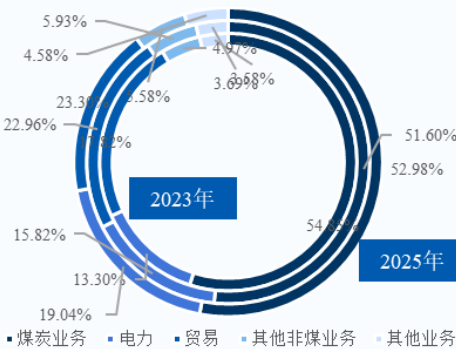
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.本报告已将合并口径的其他流动负债和长期应付款中的有息部分计入债务，2026 年一季度债务数据及现金类资产未调整；4. 本报告中 2024 年底数据为 2025 年追溯调整后的期初数；5.“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

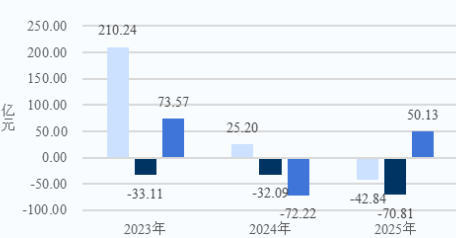
2025 年底公司资产构成



2023—2025 年公司收入构成

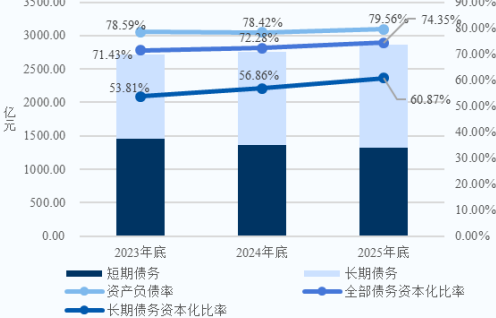


2023—2025 年公司现金流情况



■经营活动现金流量净额 ■投资活动现金流量净额 ■筹资活动现金流量净额

2023—2025 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/06/26	张垆 刘丙江	煤炭企业信用评级方法与模型 V4.1.202606	阅读全文
AAA/稳定	2009/11/17	吕晗 王健	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张 垌 zhangtong@lhratings.com

项目组成员: 刘丙江 liubj@lhratings.com

3. 4. 2
2012

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com

电话: 010-85679696 传真: 010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、主体概况

晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“公司”或“晋控煤业集团”）的前身大同矿务局成立于 1949 年 8 月 30 日。截至 2025 年底，公司注册资本和实缴资本均为 170.35 亿元；控股股东晋能控股集团有限公司（以下简称“晋能控股集团”）持有公司 65.17% 股权。2025 年 12 月，根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）相关通知，山西省国有资本运营有限公司将其持有的将晋能控股集团 90% 股权划转至山西省国资委，本次划转后，山西省国资委变更为晋能控股集团控股股东。公司实际控制人仍为山西省人民政府，山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）代表山西省人民政府履行出资人职责。

公司主要从事煤炭业务和电力、贸易等非煤业务，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至 2025 年底，公司内设多个职能部门（详见附件 1-2），拥有多个重要子公司（详见附件 1-3）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 4831.38 亿元，所有者权益 987.34 亿元（含少数股东权益 533.94 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1004.28 亿元，利润总额 0.40 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 4928.33 亿元，所有者权益 993.16 亿元（含少数股东权益 544.61 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 251.33 亿元，利润总额-5.82 亿元。

公司注册地址：山西省大同市矿区新平旺；法定代表人：李建光。

二、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于民”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）](#)》。

三、行业分析

2025 年，全国煤炭产量略有增长，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中，煤炭进口量有所下降；下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2026 年，煤炭供需将维持“整体平衡、阶段性偏紧”格局，动力煤价格中枢有望较 2025 年小幅上移。煤炭企业的收入、利润及经营获现规模有望止跌企稳，考虑到新增产能审批趋严使得行业大规模投资支出减少，债务规模增长放缓，行业整体偿债能力稳定，但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展的不利影响，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等。完整版行业分析详见《[2026 年煤炭行业分析](#)》。

2025 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，国家电网、电源工程保持较大投资规模，新能源装机增量明显，非化石能源发电量保持不断增长态势，对

火电替代作用日益突显。预计 2026 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见《2026 年电力行业分析》。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司是中国重要的动力煤生产基地，具备丰富的煤炭资源储备，所属的晋能控股集团具备煤炭产能规模优势；公司电力业务在山西省内市场份额较高。

作为中国重要的动力煤生产基地，截至 2025 年底，公司拥有 88 座矿井，资源保有储量 380.19 亿吨，年生产能力 2.42 亿吨。公司下属大同矿区主要煤种为弱粘结煤，是优质的动力用煤，个别地段产出长焰煤、1/3 焦煤；朔南矿区主要煤种为长焰煤、气煤；轩岗矿区产出煤种为气煤、1/3 焦煤、肥焦煤；保德矿区主要以气煤为主，分布有少量的 1/3 焦煤、长焰煤。公司拥有在运选煤厂 28 座，总设计洗选能力 12285 万吨/年；在建选煤厂 4 座，设计洗选能力 4000 万吨/年。

煤炭业务方面，根据最新公开资料¹，中国煤炭工业协会初步统计，公司所属的晋能控股集团 2025 年原煤产量约为 4.08 亿吨，仅次于国家能源投资集团有限责任公司的 6.12 亿吨，仍属于国内煤炭供应支柱企业。

电力业务方面，截至 2025 年底，公司电力业务主要经营主体晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“晋控电力”）的装机规模为 1106.38 万千瓦。2025 年，山西省燃煤发电机组完成发电量 3033.92 亿千瓦时，晋控电力燃煤发电机组完成发电量 344.15 亿千瓦时，占比 11.34%。山西省供热量完成 34761.26 万吉焦，晋控电力供热量完成 4398.01 万吉焦，占比 12.65%。从在运装机容量、发电量、发电机组平均利用小时等指标综合评比，晋控电力为山西最大的电力上市公司。

和同行业企业相比，公司在煤炭产量、资产等主要规模指标方面具备较强的竞争优势。

图表 1 • 2025 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	晋能控股装备制造集团有限公司	华阳新材料科技集团有限公司
煤炭产量（万吨）	17260.34	6909.33	4098.78
资产总额（亿元）	4831.38	3670.46	1998.56
所有者权益（亿元）	987.34	804.58	402.33
营业总收入（亿元）	1004.28	1445.87	540.04
利润总额（亿元）	0.40	13.13	1.32

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 人员素质

公司领导层行业经验丰富，员工构成符合行业劳动密集型特点。但 2023 年以来董事以及高管变动较大。

公司董事以及总经理等高级管理人员均具有大专及以上学历，多数从业经验丰富，管理能力优秀，整体素质较高。

公司于 2023 年先后发布公告称：2023 年 2 月，公司原副总经理兰奕文涉嫌严重违纪违法接受长治市纪委监委纪律审查和监察调查。2023 年 4 月，公司董事会选举李学慧为公司董事长，王存权不再担任公司董事长职务。2023 年 10 月，公司董事会决议唐军华担任公司董事长，李学慧不再担任公司董事长。

公司于 2024 年先后发布公告称：2024 年 6 月，唐军华不再担任董事长。2024 年 7 月，李建光任公司董事长，董福凯、田振东和曹华天任公司董事。2024 年 12 月，徐曙斌、曹洋任公司董事，邵一翔任公司监事，王晓千、闫科峰不再担任公司董事，曹洋不再担任公司监事。

公司于 2025 年先后发布公告称：2025 年 3 月，公司原总经理李学慧辞任，公司聘任匡铁军为总经理、副董事长，同时不再担任公司总工程师。2025 年 4 月，公司原副总经理边强辞任。

¹ https://www.chinacoal.com/col/col33/art/2026/art_1646eac5591e1efb4db675f070fb941e.html

公司党委书记、董事长李建光先生，汉族，1974年8月生，中共党员，本科学历，高级工程师；曾任华阳新材料集团榆树坡煤业公司党总支委员、董事长、总经理；华阳新材料科技集团有限公司总调度室主任、党委常委、副总经理；晋能控股集团党委常委、副总经理；晋能控股装备制造集团有限公司党委常委、党委书记、董事、董事长。李建光先生现任晋能控股集团党委常委、副总经理，公司党委书记、董事、董事长。

公司党委常委、党委副书记、副董事长、总经理匡铁军先生，汉族，1978年3月出生。曾任四台矿技术科科长、总工程师；塔山煤矿公司总工程师；同煤集团生产技术处常务副处长；云冈矿矿长；同煤大唐塔山煤矿公司党委书记、董事长；同煤大唐塔山煤矿公司党委副书记、副董事长（主持党委会、董事会全面工作）；晋能控股集团科技信息管理部副部长；公司总工程师。匡铁军先生现任公司党委常委、党委副书记、副董事长、总经理。

公司未披露截至2025年底公司员工总数及人员构成。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2026年5月7日，公司无未结清的不良及关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至查询日，联合资信未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不良记录，公司及下属子公司自2026年1月起有少量被列入全国失信被执行人名单情况。

五、管理分析

1 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序，但董事会和监事会仍存在缺位现象。

股东会是公司的最高决策机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东会行使表决权，是公司的权力机构，主要行使决定公司经营方针和投资计划等职权。

董事会是公司的执行机构，对股东会负责，主要行使执行股东会的决议等职权，截至报告出具日应由13名董事组成，实际由11名董事组成，少于《公司章程》要求的人数。公司董事会由公司股东推荐后由股东会选举产生，其中1名职工董事由公司职工依法选举产生。董事会设董事长1名，副董事长1名，每届董事任期三年，连选可以连任。董事长负责召集股东会、董事会，是公司的法定代表人。

监事会是监督评价的核心机构，主要行使检查公司财务状况，对企业重大风险、重大问题提出预警和报告等职权，截至报告出具日应由5名监事组成，实际由2名监事组成，少于《公司章程》要求的人数，且职工监事暂未确定。公司监事由公司股东推荐人员担任，其中1名职工监事由公司职工选举产生。监事会设主席1名，由公司股东推荐人员担任。监事的任期每届三年，连选可以连任。

高级管理层是决策的執行者。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，主要行使主持公司的经营管理工作、组织实施董事会决议等职权。截至报告出具日公司高级管理层包括总经理1名、副总经理5名，总会计师1名（总会计师兼任副总经理）。

2 管理水平

公司建立了较为全面的管理制度，在安全生产和财务管理方面管理较为严格。

公司本部内设财务管理部、人力资源部、生产技术部等职能部门以及生产服务中心等事务机构。公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度，形成了比较完善的制度体系，覆盖了安全生产、财务管理、投融资、资金管理、环境保护等多个方面。

作为生产企业，安全生产方面，公司制定了一系列有关生产经营的制度以及管理办法，形成了多个关于安全生产的制度，内容主要包括《生产安全责任追究办法》《煤矿安全生产挂牌责任制实施方案》《全员安全生产责任制》《安全生产例会制度》《安全目标管理办法》《重大生产安全事故隐患责任追究办法》等，上述制度的实施，有助于防范安全隐患，保证公司的安全生产经营活动。

财务管理方面，公司制定了《晋能控股煤业集团有限公司会计核算办法》等财务控制监督制度。公司对下属子公司财务控制力度较强，通过业务预算、资本预算、筹资预算等实现对公司内部各部门、各单位、各种资源的分配、控制、考核，公司内部实行财务和资金统一管理，公司本部为投资决策中心，子公司为利润中心，子公司所属单位为成本中心，实现多级管理。

六、经营分析

1 经营概况

在煤炭收入规模减少和贸易业务压降的推动下，2023—2025 年公司营业总收入逐年下降，综合毛利率变化不大。

煤炭业务是公司的传统核心业务，为公司主要的利润来源。2023 年以来，公司营业总收入逐年下降，主要系煤炭业务和贸易业务规模缩小所致。2024 年，公司煤炭业务和贸易业务收入分别同比下降 27.89%和 24.48%，煤炭业务收入同比下降主要系煤价下降以及上半年产量阶段性下降所致。2025 年，公司煤炭业务和贸易业务收入分别同比下降 20.97%和 40.25%，煤炭业务收入同比下降主要系煤价下降所致，贸易业务收入同比下降主要系压缩贸易业务规模所致。2025 年，公司电力业务收入规模同比下降主要系发售电量减少所致。公司其他业务主要包括煤机制造、煤化工、氧化铝、建筑、通讯和建材产业等，收入占比较小。

毛利率方面，2023—2025 年公司综合毛利率变化不大。其中，公司电力业务毛利率随着煤炭价格回落逐年上升，煤炭业务毛利率小幅下降。

图表 2 • 2023—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭业务	932.57	54.85%	32.80%	672.49	51.60%	32.66%	531.44	52.92%	30.00%
非煤业务	706.79	41.57%	6.52%	582.69	44.71%	6.08%	425.70	42.39%	7.84%
其中：电力	226.12	13.30%	8.77%	206.18	15.82%	10.59%	190.98	19.02%	12.75%
贸易	396.18	23.30%	2.79%	299.21	22.96%	2.32%	178.79	17.80%	1.54%
其他	84.49	4.97%	17.98%	77.30	5.93%	8.62%	55.93	5.57%	11.19%
其他业务小计	60.87	3.58%	43.04%	48.04	3.69%	38.93%	47.14	4.69%	37.72%
合计	1700.23	100.00%	22.24%	1303.21	100.00%	21.01%	1004.28	100.00%	20.95%

注：尾差系四舍五入所致，营业总收入业务口径数据和财务数据有少许差异
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 251.33 亿元，同比上升 3.02%；营业利润率为 14.43%，同比下降 1.15 个百分点，均同比变化不大。

2 业务经营分析

（1）煤炭业务

公司煤炭业务规模优势突出。2023—2025 年公司原煤产量和吨煤成本均有所波动，煤炭销售价格逐年下降，煤炭产销率整体较高。

2023—2025 年，公司主要矿区设计产能以及洗选能力均无重大变化，规模很大；原煤产量有所波动，2024 年产量较低主要系山西省内生产安全监管使得上半年阶段性产量下降所致。公司原煤实际产量低于设计产能，主要由于公司的部分煤矿开采时间较长，开采难度逐渐加大所致。

图表 3 • 截至 2025 年底公司主要矿区情况（万吨、万吨/年、年）

矿区	煤种	资源保有储量	设计产能	可采年限	产量		
					2023 年	2024 年	2025 年
煤峪口	气煤	9380.46	250.00	6.5	261.83	215.37	228.94
永定庄	气煤	15074.58	200.00	3.0	377.23	251.33	357.44
挖金湾	气煤	28483.48	120.00	33.0	337.87	180.17	242.66
晋华宫	弱粘煤、1/2 中粘煤	35016.93	240.00	13.4	380.70	173.08	185.16
马脊梁	气煤	13661.24	430.00	2.8	499.26	266.97	764.28
王村	气煤	42082.45	240.00	96.0	263.25	255.07	193.23
燕子山	气煤	26836.23	480.00	13.6	529.00	460.99	526.43
同忻	气煤	124448.61	1600.00	52.8	1455.06	1240.49	1291.50
麻家梁	长焰煤	253691.49	120.00	66.0	766.92	344.06	350.74
塔山	气煤	484623.12	2500.00	37.0	2649.75	2649.69	2649.90
轩岗煤电	气煤、1/3 焦煤、贫瘦煤、长焰煤	127005.73	1640.00	--	657.97	580.75	427.18
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤、不粘煤、长焰煤	117531.31	1140.00	--	829.12	753.26	750.00
朔州煤电	气煤、长焰煤	254824.79	1590.00	--	1553.14	1374.99	1624.05
同发东周窑	长焰煤、不粘煤	152844.16	1000.00	57.0	977.55	570.24	590.60
其他	不黏煤、气煤	2115382.78	12690.00	-	8219.28	6858.31	7078.23
合计	--	3800887.36	24240.00	-	19757.93	16174.77	17260.34

注：1.上表部分数据空缺，主要是由于轩岗煤电等公司项下各有部分矿井，可采年限等数据未单独列示。2.上述煤矿情况表仅包括企业已取得采矿证的煤矿资源储备和产能情况，不含未取得采矿证的资源储备情况。3.公司目前在产煤矿的煤炭洗选情况均正常。上表中轩岗煤电、地煤公司、朔州煤电、同发东周窑为公司子公司，各自下辖数量众多的矿井，产能、产量、投产年份、可采年限各不相同；其他矿井为大量中小型矿井
资料来源：公司提供

公司吨煤成本中人工成本和缴纳的税费等其他费用占比高，因此有所波动。2025 年，材料成本、人工成本、提取费以及其他项等的下降使得公司吨煤成本同比下降 20.04%。

图表 4 • 公司吨煤成本情况（元/吨）

品种	2023 年		2024 年		2025 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料成本	19.00	8.74%	16.78	7.31%	11.30	6.16%
人工成本	74.02	34.05%	82.79	36.07%	71.60	39.01%
电力成本	11.22	5.16%	11.87	5.17%	10.53	5.74%
折旧费	18.18	8.36%	21.94	9.56%	20.95	11.41%
提取费	36.44	16.76%	34.35	14.96%	28.77	15.68%
其他	58.50	26.91%	61.82	26.93%	40.39	22.01%
合计	217.36	100.00%	229.54	100.00%	183.54	100.00%

注：上表中吨煤成本为原煤开采成本，不含洗耗、加工成本
资料来源：公司提供

公司机械化水平很高，综采机械化程度保持在 100%。近年来，公司资源整合矿井取得较大进展，但同时受被整合矿井技术水平不一、地质条件复杂影响，公司安全生产管理压力加大。2023—2025 年，公司百万吨死亡率低，安全生产管理水平高。

公司生产的动力煤煤质优良，市场占有率位居全国前列，已形成“大友”“大有”等多品种煤炭产品，主要用于火力发电、工业锅炉、造气发生炉等工业用途，以及炼焦配煤、高炉喷吹、煤制油等煤炭综合深加工利用方面。公司动力煤目标市场集中在电力、冶金、有色、建材和化工等行业，主要销往华北、华东、华南、华中、东北等区域。从行业分布来看，主要消耗动力煤的电力行业市场占比最大，公司与国内多家大型电力企业已形成长期战略合作伙伴关系，每年年初与客户签订年度煤炭供应合同，占比约 90%。

其中，重点供应合同占比约 75%，对公司产销率保障程度较好。2023—2025 年，公司煤炭产销率整体较高，商品煤销售均价随着市场价格下降而逐年下降。

图表 5 • 公司煤炭业务生产和销售情况

项目	2023年	2024年	2025年
原煤产量（万吨）	19757.93	16174.77	17260.34
综采机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
采煤机械化程度（%）	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（人/百万吨）	0.03	0.02	0.01
产销率（%）	90.18%	91.53%	85.91%
销售均价（元/吨，不含税）	468.21	455.32	358.39

注：2023 年公司煤炭销量含部分贸易煤数量
资料来源：公司提供

销售管理方面，公司通过下属晋能控股煤业集团有限公司煤炭运销总公司实行集中统一销售，全面实现“五统一”管理，即统一计划、统一合同、统一结算、统一定价、统一调运。从客户集中度来看，2025 年，公司煤炭销售前五名客户²的收入占比 14.23%，客户集中度低。

（2）电力业务

公司可控电力装机规模大，2023—2025 年发电量有所减少，平均上网电价或售电价逐年上升。

公司电力业务的经营主体主要为子公司晋控电力，截至 2025 年底，晋控电力控股装机为 1106.38 万千瓦，2023 年以来小幅增加。其中，火电 880.00 万千瓦，水电 12.80 万千瓦，新能源 213.58 万千瓦（光伏 134.08 万千瓦，风电 79.50 万千瓦）。

2023—2025 年，晋控电力发电量、上网电量和发电利用小时数均逐年下降，主要系火电业务发电量受可再生能源发电影响较大所致。2025 年，晋控电力发电利用小时数为 3469.11 小时。其中，火电平均利用小时 3910.75 小时，同比减少 580.51 小时；水电平均利用小时 5948.32 小时，同比增加 127.24 小时；风电平均利用小时 2120.99 小时，同比增加 178.15 小时；光伏平均利用小时 1133.20 小时，同比减少 202.65 小时。2023—2025 年，晋控电力平均上网电价或售电价逐年上升，主要系公司各电厂均成立电量争取小组，增发有效益的电量以及现货市场改革等因素所致。

图表 6 • 晋控电力业务经营情况

项目	2023年	2024年	2025年
期末可控装机规模(万千瓦)	1092.79	1094.38	1106.38
发电量（亿千瓦时）	449.83	434.44	383.82
上网电量（亿千瓦时）	413.96	398.97	350.61
发电利用小时数（小时）	4116.36	3969.70	3469.11
平均上网电价或售电价（元/兆瓦时）	373.69	396.96	421.25

资料来源：公司提供

（3）贸易业务

2023—2025 年，公司贸易业务营业收入大幅波动，业务毛利率处于较低水平。

公司贸易板块主要分为煤炭贸易业务和非煤贸易业务，非煤贸易业务包括有色金属贸易、矿石贸易和焦炭贸易等。目前公司煤炭贸易业务的合作单位主要集中于大型国有企业。公司煤炭贸易业务的盈利模式为在下游客户的确定需求并锁定公司利润空间后，对接上游客户，赚取利润；主要结算模式是上游货到、票到后，先支付部分价款，待下游确认验收合格后方办理购货货款全额结算。公司依托煤炭上下游客户开展钢铁、有色金属、铁矿石、焦炭等非煤贸易业务，经营模式以外购自销为主，依托现有客户资源，与大型煤企、钢企、贸易公司合作开展贸易业务，结算方式主要为自营贸易结算方式。自营贸易结算方式为上游货到、票到后先部分付款，一般为 60%-80%，待下游确认验收合格后方办理购货货款全额结算；下游企业若为国内大型国有企业则采取票到、货到后挂账结算，结算周期一般为月底或次月，最长期限为三个月；结算主要以银承、现汇、银承加现汇等形式为主。

² 指公司本部 20 个生产大矿销售煤炭情况，不含轩岗煤电等分子公司销售煤炭

公司贸易业务主要采用全额法确认收入，2023—2025 年，公司贸易业务营业收入逐年减少，主要系公司压降贸易业务规模所致；毛利率处于较低水平。

3 未来发展

公司重要在建及拟建项目规模较大，仍需一定规模的投资；且部分重要在建项目处于待验收投产阶段，项目投产进度和资产减值风险需持续关注。

截至 2025 年底，公司部分重要在建项目包括煤炭、发电和煤化工项目，整体规模较大，预算总投资为 114.22 亿元，尚需投资规模为 51.49 亿元，仍需一定规模的资本支出。此外，公司下属上市子公司晋控电力披露了较多在建项目。公司部分在建工程进度处于待验收投产阶段，需持续关注项目投产进度。由于行业需求不足及项目尚未竣工验收的原因，公司部分在建工程存在长时间未验收的情况，存在资产减值风险。

图表 7 • 截至 2025 年底公司部分重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计完工或已完工时间	预算总投资	已投资	施工进度
同兴发电 2×660MW 超临界空冷机组建设	2025	预计 2028 年完工	50.57	10.39	20.54%
广发化工甲醇项目工程	2009	2014 年建成，尚未验收	35.57	46.58	100.00%
四盘区井巷工程	2019	预计 2026 年完工	28.08	5.76	20.50%
合计	--	--	114.22	62.73	--

注：由于公司存在大量投资金额较小的项目，已披露的主要在建工程合计金额占在建工程总账面金额较小；公司在建工程项目已投大于总投资原因主要系项目时间较长，需投资金额超出早年预算金额。由于行业需求不足及项目尚未竣工验收的原因，公司部分在建工程存在长时间未验收的情况。
资料来源：公司提供

截至 2025 年底，公司重要拟建项目为大西庄煤矿项目，总投资 25.00 亿元，是 2013 年山西省重点工程及第一批标杆项目，同时承担晋控煤业集团资源枯竭矿井资源接替和人员安置的重要任务。该项目建设规模 500 万吨/年，配套建设同等规模选煤厂；井田面积 78.56km²。资源储量 5.92 亿吨。

七、财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报告，其中，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年和 2024 年财务报告进行了审计，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2023 年和 2024 年公司合并范围无变化，2025 年，公司合并范围内新成立子公司 1 家，其它无重大变化。因前期差错更正公司对 2023 年度和 2024 年度数据进行了追溯调整，但调整幅度很小，本报告使用 2023 年底和 2024 年底数据为调整后数据，财务数据可比性尚可。

1 资产质量

公司重资产运营特征明显，固定资产以及在建项目规模很大，同时期末其他应收款占款严重，需持续关注减值风险；资产受限比例低。

2023—2025 年末，公司资产规模持续下降，主要系流动资产减少所致。流动资产中，受经营获现减少以及投资增加等因素共同影响，公司货币资金逐年减少，但规模仍高；2025 年底货币资金中受限资金占比为 19.00%，受限比例一般。公司应收账款主要来自国网山西省电力有限公司、晋能控股集团有限公司煤炭销售公司等，规模逐年小幅下降。公司存在很大规模的其他应收款，2023—2025 年末，公司其他应收款（合计）逐年小幅增加，主要为部分项目前期垫款、往来款、企业办社会职能、应收历史矿井和产能退出矿井的款项等，2025 年底累计计提减值准备 52.70 亿元，计提比例为 4.57%，计提比例低，需持续关注减值风险；公司账龄在 1 年以内（含 1 年）的其他应收款余额占 81.17%，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款占 2.71%，集中度低。非流动资产中，2023—2025 年末，公司固定资产逐年下降系折旧所致，固定资产按照平均年限法折旧，房屋及建筑物和机器设备折旧年限分别为 10~35 年和 10~25 年，符合行业一般特征；在建工程逐年增长主要系同兴发电 2×660MW 超临界空冷机组建设、晋控电力热电三期 2×1000MW 项目等在建项目增加投资所致，期末固定资产成新率为 50.78%。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模小幅增加，资产构成较 2025 年底变化不大。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	2326.62	45.87	2192.57	44.73	2110.61	43.69	2225.54	45.16
货币资金	739.44	31.78	624.73	28.49	512.72	24.29	601.21	27.01
应收账款	189.60	8.15	163.57	7.46	159.96	7.58	169.22	7.60
其他应收款（合计）	1068.19	45.91	1077.72	49.15	1102.05	52.21	1124.91	50.55
存货	205.69	8.84	196.90	8.98	199.65	9.46	197.18	8.86
非流动资产	2745.69	54.13	2709.30	55.27	2720.77	56.31	2702.79	54.84
固定资产（合计）	1325.74	48.28	1296.13	47.84	1281.77	47.11	1271.75	47.05
在建工程（合计）	558.53	20.34	574.60	21.21	585.36	21.51	577.97	21.38
无形资产	552.27	20.11	552.39	20.39	556.43	20.45	556.27	20.58
资产总额	5072.32	100.00	4901.87	100.00	4831.38	100.00	4928.33	100.00

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 其他应收款（合计）含应收股利，固定资产（合计）含固定资产清理，在建工程（合计）含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司受限资产占期末资产总额的 4.31%，资产受限比例低。

图表 9 • 公司资产受限情况（单位：亿元）

项 目	期末账面价值	受限原因
货币资金	102.47	保证金
固定资产	92.49	融资租赁售后回租
其他	13.16	用于借款质押的长期应收款
合计	208.11	--

资料来源：公司财务报告

2 资本结构

（1）所有者权益

2023—2025 年末，公司所有者权益持续减少，结构稳定性有待提升。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续减少，主要系归母净利润亏损导致未分配利润减少，以及少数股东权益减少所致，公司未分配利润仍为负值。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益较 2025 年底变化很小。公司所有者权益结构稳定性弱。

图表 10 • 公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	170.35	15.69	170.35	16.10	170.35	17.25	170.35	17.15
其他权益工具	181.06	16.67	213.42	20.17	216.54	21.93	221.50	22.30
资本公积	423.07	38.96	479.61	45.33	479.49	48.56	479.49	48.28
未分配利润	-382.93	-35.26	-436.11	-41.22	-467.91	-47.39	-479.98	-48.33
归属于母公司所有者权益合计	466.12	42.92	495.34	46.82	453.41	45.92	448.54	45.16
少数股东权益	619.78	57.08	562.64	53.18	533.94	54.08	544.61	54.84
所有者权益合计	1085.90	100.00	1057.99	100.00	987.34	100.00	993.16	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(2) 负债

公司债务规模小幅扩大，债务渠道较为稳定，债务负担很重。

2023—2025 年末，公司负债规模小幅下降，2025 年底流动负债仍占比较高但逐年下降。截至 2025 年底，公司短期借款较年初有所增加，短期借款中信用借款和保证借款分别占比为 83.64%和 14.82%；其他应付款较年初降幅较大，主要系往来款、代扣保险等暂收代付款项减少所致，其他应付款中往来款占 74.54%，占比仍高；长期借款较年初有所增长，主要系公司调整债务结构所致，长期借款中信用借款和保证借款分别占比为 73.05%和 22.99%。公司债券融资规模很高导致应付债券和一年内到期的非流动负债规模持续处于高位。截至 2026 年 3 月底，公司负债规模小幅上升。其中，公司长期借款大幅增加。

图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

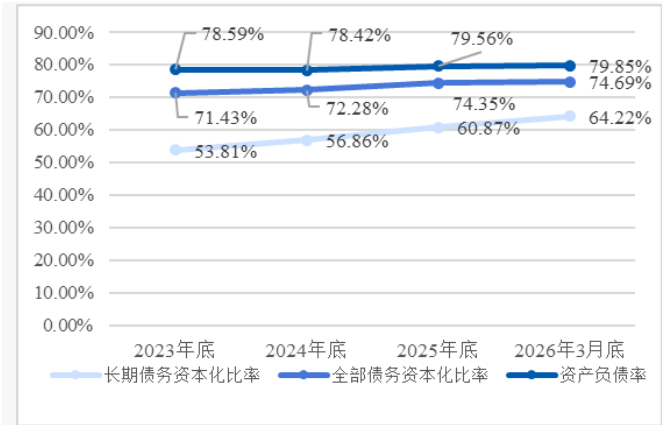
项目	2024 年初		2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	2588.32	64.93	2309.29	60.08	2238.73	58.24	2037.14	51.77
短期借款	629.32	24.31	579.81	25.11	661.71	29.56	672.04	32.99
应付账款	512.12	19.79	456.01	19.75	414.84	18.53	395.69	19.42
其他应付款（合计）	402.18	15.54	282.20	12.22	235.73	10.53	189.24	9.29
一年内到期的非流动负债	564.68	21.82	641.82	27.79	538.81	24.07	421.59	20.70
非流动负债	1398.10	35.07	1534.60	39.92	1605.31	41.76	1898.03	48.23
长期借款	790.27	56.52	964.37	62.84	1035.75	64.52	1266.14	66.71
应付债券	411.33	29.42	394.33	25.70	454.56	28.32	514.56	27.11
负债总额	3986.42	100.00	3843.89	100.00	3844.04	100.00	3935.17	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司债务主要来自银行借款、债券和融资租赁款等，渠道较为稳定。2023—2025 年末，公司全部债务持续增长。截至 2025 年底，公司全部债务 2861.91 亿元，较年初增长 3.75%。债务结构方面，短期债务占 46.33%，长期债务占 53.67%，结构相对均衡，其中，长期债务 1535.91 亿元，较年初增长 10.12%。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.56%、74.35%和 60.87%，较年初分别提高 1.15 个百分点、提高 2.07 个百分点和提高 4.01 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 3078.45 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 84.05%、79.98%和 69.45%，公司债务负担仍很重。公司实际债务负担很重。

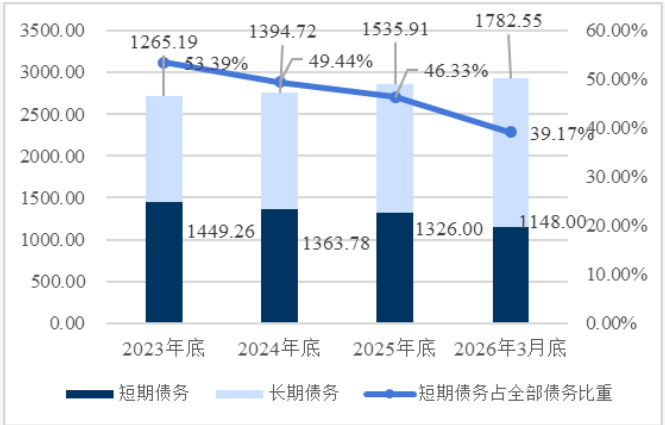
截至 2026 年 3 月底，公司债务规模较 2025 年底进一步上升，短期债务占比有所下降，短期偿债压力减轻。

图表 12 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力及现金流

2023 年以来，公司收入规模持续下降。公司历史负担重，期间费用率较高，对利润形成较大侵蚀。2023—2025 年，由于煤炭价格持续走低，公司经营性利润持续下降，2025 年公司归属于母公司所有者的净利润亏损规模较大。2026 年一季度公司仍亏损。

2023—2025 年，公司营业总收入和营业成本均持续下降。由于公司历史负担较重，职工薪酬等管理费用规模较大，公司期间费用率高。非经营性损益中，2024 年因坏账损失增加导致公司信用减值损失规模很高，因债务重组产生的投资收益大幅增加使得公司投资收益增幅很大。2025 年，公司投资收益仍主要来自债务重组收益和权益法核算的长期股权投资收益。整体看，经营性利润（即营业总收入-营业成本-期间费用匡算数据）从 2023 年的 161.40 亿元逐年快速降至 2025 年的 48.68 亿元，使得公司利润总额持续减少，2025 年公司归属于母公司所有者的净利润为-28.39 亿元，亏损规模较大。同期，公司主要盈利指标中，EBITDA 利润率呈上升态势，总资产报酬率和净资产收益率呈下降态势。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 3.02%，利润总额较上年同期的 0.39 亿元大幅下降至亏损 5.82 亿元，呈亏损状态。

2023 年以来，公司经营活动现金流量净流入额持续下降至 2025 年的净流出状态，经营获现较投资支出缺口较大，融资需求很高；同时考虑到公司债务负担很重，需持续关注其资金接续能力。

2023—2025 年，随着盈利的下降，公司经营活动现金流量净流入额持续下降，2025 年，公司经营活动现金净流入额大幅降至-42.84 亿元；2023—2025 年，投资活动现金净流出规模有所增加，筹资活动前现金流由净流入转为大量净流出；公司筹资活动现金流波动大，2025 年转为净流入，主要系本期取得借款收到的现金增加所致，考虑到公司债务负担很重，需持续关注其资金接续能力。

图表 14 • 公司盈利及现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1699.43	1305.98	1004.28	251.33
营业成本	1316.85	1029.45	793.01	200.95
期间费用	221.18	206.39	162.60	42.70
期间费用率	13.02%	15.80%	16.19%	16.99%
资产减值损失	-0.26	-0.59	-0.48	0.00
信用减值损失	-2.95	-11.19	-1.83	-0.02
其他收益	3.28	2.44	6.34	0.17
投资收益	7.42	14.01	12.79	1.54
利润总额	86.50	4.71	0.40	-5.82
EBITDA 利润率	17.48%	16.30%	18.59%	--
总资产报酬率	3.59%	1.94%	1.50%	--
净资产收益率	4.05%	-2.64%	-2.43%	--
经营活动现金流量净额	210.24	25.20	-42.84	28.31
投资活动现金流量净额	-33.11	-32.09	-70.81	-19.05
筹资活动前现金流量净额	177.12	-6.89	-113.64	9.27
筹资活动现金流量净额	73.57	-72.22	50.13	73.87
现金收入比	103.07%	101.61%	99.95%	105.82%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 偿债能力指标

公司偿债能力指标整体表现弱化。

图表 15 • 公司偿债能力指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债能力指标	经营现金流动负债比（%）	8.12	1.09	-1.91	1.39
	现金短期债务比（倍）	0.51	0.46	0.40	0.53
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	297.05	212.84	186.68	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.14	12.96	15.33	--

经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.01	-0.01	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.04	2.19	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2023 年以来，公司经营活动现金净流入额和现金类资产对短期债务的保障程度均有所下降。从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 持续下降，对全部债务以及利息的覆盖程度有所下降。公司偿债能力指标表现较弱。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保余额为 4.00 亿元，占净资产比例很小，被担保单位为国有企业太原煤炭气化（集团）有限责任公司，或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司本部无重大未决诉讼。公司经营规模很大，子公司众多，涉诉案件整体金额不大。公司或有负债风险可控。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司获得金融机构授信总额为 4066.67 亿元（上年同期为 4179.43 亿元），未使用授信总额为 1382.60 亿元，间接融资渠道畅通。公司控股的晋能控股山西煤业股份有限公司（以下简称“晋控煤业”）以及晋控电力为上市公司，具有直接融资渠道。

5 公司本部财务分析

公司本部承担了较多的融资职能，债务负担非常重。2025 年，公司本部因转让采矿权而盈利规模很大，但整体看现金流情况一般。

2023—2025 年，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 7.61%。截至 2025 年底，公司本部资产总额 3608.62 亿元，较上年底上升 5.65%。其中，流动资产 2741.68 亿元（占 75.98%），非流动资产 866.95 亿元（占 24.02%）。从构成看，截至 2025 年底，公司本部流动资产主要由货币资金（占 5.04%）和其他应收款（占 88.62%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 44.79%）、固定资产（占 13.35%）和无形资产（占 26.32%）构成。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 138.28 亿元，持有上市公司晋控煤业和晋控电力分别为 9.62 亿股和 9.06 亿股，合计市值规模超过 150 亿元。

2023—2025 年，公司本部负债持续增长，年均复合增长 3.83%。截至 2025 年底，公司本部负债总额 2983.30 亿元，较上年底上升 0.40%。其中，流动负债 1962.76 亿元（占 65.79%），非流动负债 1020.53 亿元（占 34.21%）。从构成看，截至 2025 年底，公司本部流动负债主要由短期借款（占 25.02%）、应付票据（占 16.11%）、其他应付款（占 26.75%）、一年内到期的非流动负债（占 17.30%）、其他流动负债（占 11.19%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 52.83%）和应付债券（占 44.54%）构成。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 82.67%，全部债务资本化比率为 77.39%，均较年初有所下降。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 88.98%和 85.62%，公司本部债务负担非常重。

2023—2025 年，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长 33.88%。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 625.33 亿元，较上年底上升 40.77%。在所有者权益中，实收资本为 170.35 亿元（占 27.24%）、资本公积 360.16 亿元（占 57.59%）、未分配利润 -141.73 亿元（占 -22.66%）、盈余公积 2.67 亿元（占 0.43%）。公司本部未分配利润仍呈大规模亏损状态，所有者权益稳定性弱。

公司本部有部分生产矿井，因此有煤炭产销业务。2023—2025 年，公司本部营业总收入持续下降，年均复合下降 33.27%；利润总额持续增长，三年分别为 10.74 亿元、21.39 亿元和 196.42 亿元，2025 年规模很高主要系采矿权转让获得资产处置收益 167.74 亿元所致；投资收益波动增长，年均复合增长 149.93%。2025 年实现营业总收入为 335.24 亿元，利润总额为 196.42 亿元，在收入同比下降 26.97%的同时利润总额大幅增加 175.04 亿元，主要系采矿权转让获得资产处置收益 167.74 亿元所致。同期，公司本部投资收益为 41.52 亿元，同比小幅下降。2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 -126.98 亿元，投资活动现金流净额 23.42 亿元，筹资活动现金流净额 65.86 亿元，整体看现金流情况一般。

八、ESG 分析

作为传统能源企业，公司注重安全生产与环保投入，2025 年未发生重大安全生产事故。公司董事会及监事会均存在少量席位缺位现象，但未影响公司治理层正常履职，整体运作情况良好。

环境保护方面，公司的煤炭开采和电力业务均涉及能源消耗和污染物排放，因此公司规定公司环保工作在分管领导的领导下，由安全生产部长具体领导，下设专职环保工程师负责环境保护监督的具体管理工作，设立环保监测站，负责日常环保监测工作，成立环保监督网，定期开展环保监督工作。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2025 年税金及附加、所得税费用分别为 58.78 亿元和 24.41 亿元，解决就业人数众多。为保护人员安全，公司积极制定和完善安全管理规章制度并落实。2025 年，联合资信未发现公司存在重大安全生产事故。

公司治理方面，公司董事会及监事会均存在少量席位缺位现象，但未影响公司治理层正常履职，整体运作情况良好。

九、外部支持

公司是晋能控股集团下属煤炭产业的核心运营主体，行业地位显著，股东支持力度大。同时，煤炭工业是山西省重要的支柱产业，产业发展受到当地各级政府的高度重视。

1 支持能力

公司实际控制人为山西省国资委，山西省煤炭资源丰富，资源禀赋良好，在国家发展全局中发挥重要作用。公司控股股东晋能控股集团 2025 年原煤产量约为 4.08 亿吨，产量规模位于国内煤炭企业第二位，仍属于国内煤炭供应支柱企业，整体竞争实力极强，有能力为公司发展提供有力支持。2025 年末，晋能控股集团有限公司总资产为 10885 亿元，2025 年度营业收入为 2956.33 亿元，利润总额为 14.32 亿元。

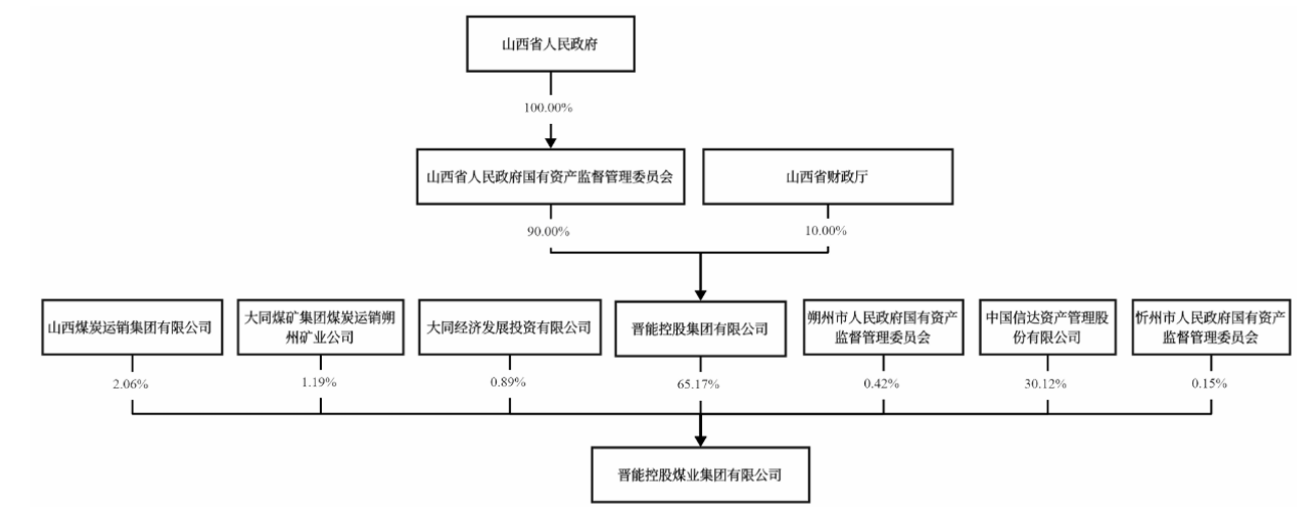
2 支持可能性

晋能控股集团成立后，公司成为晋能控股集团下属煤炭资源整合主体。2022 年以来，公司已经全面接管山西潞安矿业（集团）有限责任公司及华阳新材料科技集团有限公司划转的煤业子公司，形成控制并纳入财务报表合并范围。经过山西省能源产业改革重组，公司在山西省各级政府以及晋能控股集团的支持下，已基本整合煤炭资源，集中优势，聚焦主业，加大煤炭产量，提高煤炭产能，行业地位进一步巩固。

十、评级结论

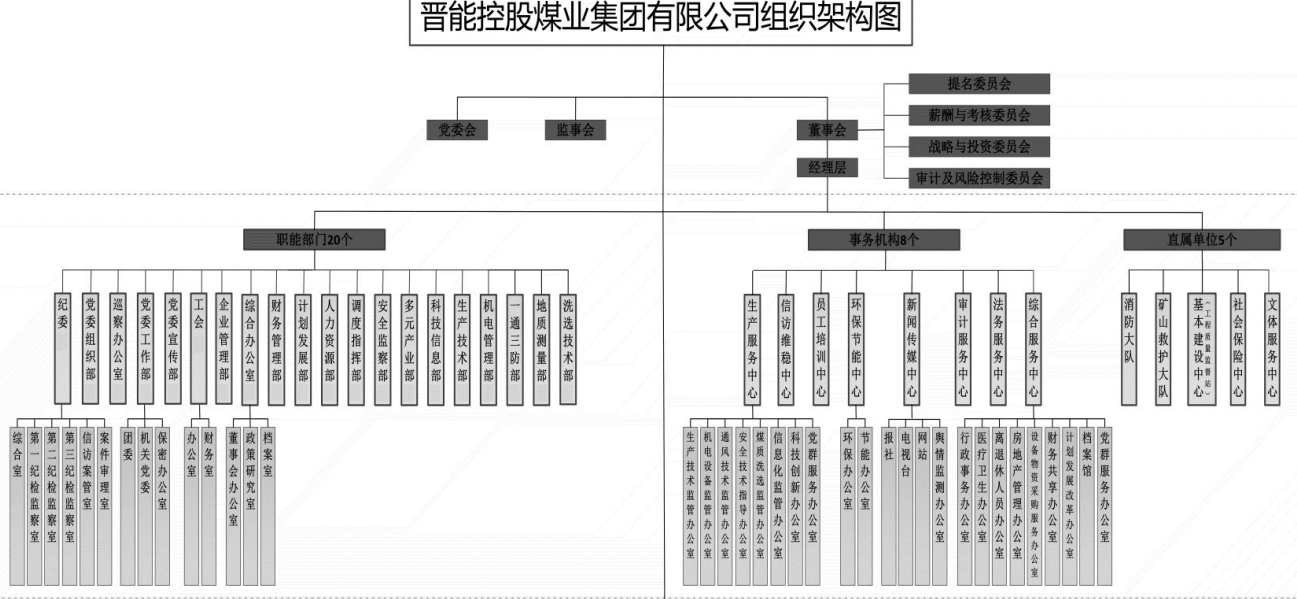
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2025 年底）

序号	子公司名称	注册地	经营范围	持股比例（%）
1	晋能控股山西煤业股份有限公司	大同市	煤炭采掘、加工、销售	57.46
2	晋能控股山西电力股份有限公司	太原市	电力供应：电力商品、热力商品生产和销售	29.43
3	同煤浙能麻家梁煤业有限责任公司	朔州市	矿产资源开采：煤炭开采；煤炭洗选加工；煤炭销售；矿山设备及零部件的制造、修理；供热；职工安全培训	60.00
4	大同煤矿集团北辛窑煤业有限公司	忻州市	煤炭的销售、洗选加工；对煤矿、房地产、旅游业、农业、畜牧业的投资	85.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	744.63	628.29	530.24	613.42
应收账款（亿元）	189.60	163.57	159.96	169.22
其他应收款（合计）（亿元）	1068.19	1077.72	1102.05	1124.91
存货（亿元）	205.69	196.90	199.65	197.18
长期股权投资（亿元）	46.27	41.06	48.78	49.73
固定资产（合计）（亿元）	1325.74	1296.13	1281.77	1271.75
在建工程（合计）（亿元）	558.53	573.97	584.62	577.97
资产总额（亿元）	5072.32	4901.87	4831.38	4928.33
实收资本（亿元）	170.35	170.35	170.35	170.35
少数股东权益（亿元）	619.78	562.64	533.94	544.61
所有者权益（亿元）	1085.90	1057.99	987.34	993.16
短期债务（亿元）	1449.26	1363.78	1326.00	1148.00
长期债务（亿元）	1265.19	1394.72	1535.91	1782.55
全部债务（亿元）	2714.45	2758.50	2861.91	2930.55
营业总收入（亿元）	1699.43	1305.98	1004.28	251.33
营业成本（亿元）	1316.85	1029.45	793.01	200.95
其他收益（亿元）	3.28	2.44	6.34	0.17
利润总额（亿元）	86.50	4.71	0.40	-5.82
EBITDA（亿元）	297.05	212.84	186.68	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1751.57	1327.01	1003.75	265.96
经营活动现金流入小计（亿元）	1867.57	1403.78	1090.18	371.42
经营活动现金流量净额（亿元）	210.24	25.20	-42.84	28.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.11	-32.09	-70.81	-19.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	73.57	-72.22	50.13	73.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.04	7.22	5.96	--
存货周转次数（次）	6.34	5.11	4.00	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.26	0.21	--
现金收入比（%）	103.07	101.61	99.95	105.82
EBITDA 利润率（%）	17.48	16.30	18.59	--
总资产报酬率（%）	3.59	1.94	1.50	--
净资产收益率（%）	4.05	-2.64	-2.43	--
长期债务资本化比率（%）	53.81	56.86	60.87	64.22
全部债务资本化比率（%）	71.43	72.28	74.35	74.69
资产负债率（%）	78.59	78.42	79.56	79.85
流动比率（%）	89.89	94.95	94.28	109.25
速动比率（%）	81.94	86.42	85.36	99.57
经营现金流动负债比（%）	8.12	1.09	-1.91	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.46	0.40	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.93	2.04	2.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.14	12.96	15.33	--

注：1.公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2.本报告已将合并口径的其他流动负债中和长期应付款中的有息部分计入债务，因 2026 年一季度未获得上述两科目中的有息部分数据，故未调整；3.本报告中 2024 年底数据为 2025 年追溯调整后的期初数，23；4.“--”表示数据不适用，下表同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	235.82	226.54	138.28	237.50
应收账款（亿元）	108.61	99.33	95.85	104.70
其他应收款（亿元）	1782.09	2088.95	2412.90	2426.79
存货（亿元）	35.24	34.22	33.71	32.56
长期股权投资（亿元）	387.04	387.11	388.29	349.20
固定资产（亿元）	109.00	104.31	115.73	113.94
在建工程（亿元）	71.61	71.80	57.47	56.96
资产总额（亿元）	3116.21	3415.57	3608.62	3687.54
实收资本（亿元）	170.35	170.35	170.35	170.35
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	348.86	444.21	625.33	615.39
短期债务（亿元）	1236.90	1292.72	1146.98	1016.33
长期债务（亿元）	774.21	867.21	993.69	1232.25
全部债务（亿元）	2011.11	2159.93	2140.67	2248.58
营业总收入（亿元）	752.76	459.08	335.24	92.27
营业成本（亿元）	673.89	428.36	307.19	83.00
其他收益（亿元）	0.93	1.05	2.57	0.04
利润总额（亿元）	10.74	21.39	196.42	-5.99
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	736.39	509.90	388.44	90.08
经营活动现金流入小计（亿元）	2828.19	2875.91	1980.23	140.83
经营活动现金流量净额（亿元）	175.85	57.23	-126.98	18.44
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.42	2.90	23.42	32.49
筹资活动现金流量净额（亿元）	-168.10	-27.55	65.86	42.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.57	4.39	3.41	--
存货周转次数（次）	17.33	12.33	9.04	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.14	0.10	--
现金收入比（%）	97.82	111.07	115.87	97.62
EBITDA 利润率（%）	/	/	/	--
总资产报酬率（%）	1.57	2.11	6.69	--
净资产收益率（%）	3.05	5.05	30.93	--
长期债务资本化比率（%）	68.94	66.13	61.38	66.69
全部债务资本化比率（%）	85.22	82.94	77.39	78.51
资产负债率（%）	88.80	86.99	82.67	83.31
流动比率（%）	117.06	124.92	139.68	157.99
速动比率（%）	115.21	123.22	137.97	156.19
经营现金流动负债比（%）	9.23	2.84	-6.47	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.18	0.12	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2026 年 1—3 月财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ³	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ⁴ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率 ⁵	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

³ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/ (平均存货净额+平均合同资产)
⁴ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
⁵ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-3 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。