

晋能控股装备制造集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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〕4274号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股装备制造集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定晋能控股装备制造集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 晋能装备 MTN003”“23 晋能装备 MTN009”和“23 晋能装备 MTN008”信用等级为 AAA，维持“装备 YK01”信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十三日

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装备制造集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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，并且不应当被视为购买、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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，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。



晋能控股装备制造集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
晋能控股装备制造集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/23
24 晋能装备 MTN003/23 晋能装备 MTN009/23 晋能装备 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	
装备 YK01	AAA _{stt} /稳定	AAA/稳定	

评级观点

晋能控股装备制造集团有限公司（以下简称“公司”）作为山西省属国有特大型煤炭生产企业之一，跟踪期仍保持很强的综合竞争优势。经营方面，公司煤炭资源储量丰富、资源优势明显、产销规模较大、无烟煤煤质优良，非煤业务协同效应较好。2025 年，公司原煤产销量维持稳定、主要化工品产销量同比增加，但受煤炭及化工产品价格波动及贸易规模收缩影响，公司营业总收入同比下降，综合毛利率同步回落。整体看，公司经营基础稳固，经营风险仍处于很低水平。财务方面，2025 年，公司资产规模稳步增长，但受山西省能源企业专业化重组影响，应收账款占款较多且其他应收款综合账龄较长；若考虑将永续债调入长期债务，公司债务负担重；公司利润总额同比下降且对非经常性损益的依赖度提升，当期净利润转为亏损，偿债能力指标表现同步走弱；但公司保持较大规模的经营获现，融资渠道畅通、备用流动性充足，整体财务风险极低。同时，公司股东综合实力强、对其支持力度大。综合公司经营、财务风险表现和股东支持，其抗风险能力和偿还债务的能力极强，本报告所跟踪债项违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司行业地位突出，股东对公司的定位明确，有望持续给予其支持。公司在建项目主要为煤矿项目，未来随着在建项目投产，公司煤炭产能规模将进一步提升，未来综合抗风险能力增强，信用状况有望保持稳定。

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：盈利及获现能力持续下降，偿债能力显著恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司经营规模大，资源优势明显。**公司所处的晋东矿区是中国 14 个大型煤炭基地之一，无烟煤资源丰富。截至 2025 年底，公司拥有 51 座矿井，资源储量合计 93.82 亿吨，设计生产能力 10130 万吨/年。2025 年，公司完成原煤产量 6909.33 万吨。
- **跟踪期内，公司经营获现能力强，经营活动现金流保持大额净流入。**2025 年，公司经营活动现金净额为 121.92 亿元，保持大规模净流入状态。同时，截至 2025 年底，公司剩余授信额度为 1097 亿元，备用流动性充足。
- **股东支持力度大。**公司控股股东晋能控股集团有限公司系大型综合能源企业集团，其综合实力很强，控股股东在股权增资、采购和销售等方面对公司支持力度大。

关注

- **公司整体债务负担重。**截至 2025 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.08%和 71.82%，若将所有者权益中的永续债计入债务，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 83.76%和 79.33%，公司债务负担将进一步加重。此外，未分配利润亏损面持续加大对权益的稳定性产生不利影响，未来若亏损持续加重或将进一步提升公司债务负担。
- **煤炭价格下行对公司盈利能力影响较大，公司利润总额对其他收益和投资收益依赖较大。**国内煤炭市场价格下行，对公司盈利能力指标影响较大，2025 年，公司其他收益及投资收益占利润总额的比重高，当期净利润转为亏损 1.83 亿元。

- **应收账款和其他应收款规模较大，对资金占用明显。**截至 2025 年底，公司应收账款、其他应收款合计为 419.82 亿元，占公司同期资产总额的 11.44%，主要为应收股东和关联方款项，不利于公司资产流动性的保持和提高，且其他应收款综合账龄较长。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

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

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

债项评级方法 [科技创新债券信用评级方法 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	2
财务风险	F3	盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+4
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《煤炭企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法外部支持变动说明。

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。

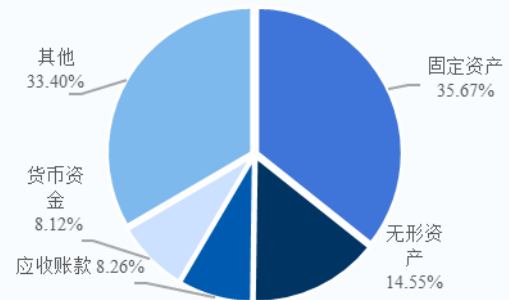
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	348.56	350.60	297.89	323.90
资产总额（亿元）	3500.35	3629.53	3670.46	3715.82
所有者权益（亿元）	869.28	859.18	804.58	805.67
短期债务（亿元）	857.69	882.26	1162.72	/
长期债务（亿元）	927.23	1071.47	916.30	/
全部债务（亿元）	1784.92	1953.73	2079.02	/
营业总收入（亿元）	1710.69	1615.92	1445.87	343.56
利润总额（亿元）	89.80	41.61	13.13	7.74
EBITDA（亿元）	285.46	233.42	208.61	--
经营性净现金流（亿元）	207.57	171.82	121.92	20.26
EBITDA 利润率（%）	16.69	14.45	14.43	--
总资产报酬率（%）	4.54	2.90	1.89	--
资产负债率（%）	75.17	76.33	78.08	78.32
全部债务资本化比率（%）	67.25	69.46	72.10	/
流动比率（%）	79.75	79.40	67.61	68.72
经营现金流动负债比（%）	12.81	10.57	6.52	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.40	0.28	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	3.33	3.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.25	8.37	9.97	--

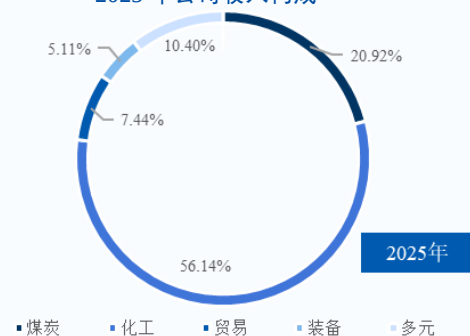
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1714.71	1723.52	1788.77	1806.43
所有者权益（亿元）	519.01	506.30	498.14	494.94
全部债务（亿元）	924.00	952.00	1071.52	1105.13
营业总收入（亿元）	360.52	320.59	259.71	58.53
利润总额（亿元）	37.44	1.87	9.49	1.24
资产负债率（%）	69.73	70.62	72.15	72.60
全部债务资本化比率（%）	64.03	65.28	68.26	69.07
流动比率（%）	169.47	159.88	125.05	119.78
经营现金流动负债比（%）	10.72	5.37	-2.43	--

注：1. 公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；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. 2023—2025 年，公司合并口径下其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入长、短期债务；4. “—”表示该指标无法计算，“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据财务报表整理

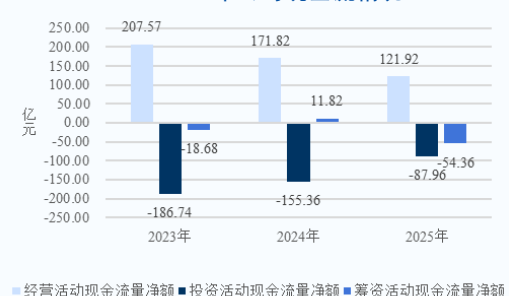
2025 年底公司资产构成



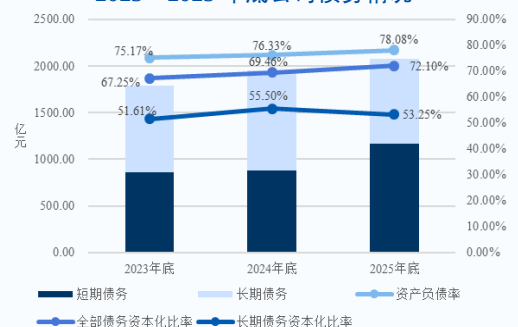
2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 晋能装备 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2034/06/24	--
23 晋能装备 MTN009*	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/12/18	利息递延权, 延期, 持有人救济, 调整票面利率, 赎回
23 晋能装备 MTN008*	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/12/01	利息递延权, 延期, 调整票面利率, 赎回, 持有人救济
装备 YK01*	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/11/28	有条件赎回, 调整票面利率, 经营维持承诺, 延期, 利息递延权

注: 标*所列兑付日为首个行权日期
 资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 晋能装备 MTN003/23 晋能装备 MTN009/23 晋能装备 MTN008/装备 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/24	张垆 邓淇匀	煤炭企业信用评级方法(V4.0.202208) /煤炭企业主体信用评级模型(打分表)(V4.0.202208)	阅读全文
24 晋能装备 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/12	张垆 邓淇匀		阅读全文
23 晋能装备 MTN009	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/12	蔡伊静 牛文婧		阅读全文
23 晋能装备 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/12	蔡伊静 牛文婧		阅读全文
装备 YK01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/17	蔡伊静 牛文婧		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
 资料来源: 联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 徐 璨 xucan@lhratings.com

项目组成员: 樊 思 fansi@lhratings.com

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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于晋能控股装备制造集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

公司前身为山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”），为原山西省晋城矿务局改制形成的省属国有煤炭企业。2020年10月，按照山西省国资国企改革统一部署对省属煤炭企业进行重组整合，整合前，公司实收资本39.05亿元，股东分别为山西省国有资本运营有限公司（以下简称“省国资运营公司”）、国开金融有限责任公司和中国信达资产管理股份有限公司，持股比例分别为70.06%、16.29%和13.65%。整合后，省国资运营公司将其持有的公司70.06%股权依法划转至晋能控股集团（以下简称“晋能控股集团”）。2020年11月，公司在山西省市场监督管理局完成名称变更，由“山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司”变更为现用名。

2022年6月，根据《关于省属煤炭企业整合重组有关事宜的通知》及增资扩股相关文件，公司注册资本由39.05亿元变更为41.49亿元，晋能控股集团持股70.41%，国开金融有限责任公司持股15.33%，中国信达资产管理股份有限公司持股12.85%，华阳新材料科技集团有限公司（简称“华阳新材料”）持股1.42%。2025年12月，根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将山西省国有资本运营有限公司持有的相关企业国有股权划转至省国资委的通知》，将省国资运营公司所持有晋能控股集团股权划转至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”），上述划转股权事项暂未完成工商变更登记。截至2026年3月底，公司实收资本为41.49亿元，实际控制人为山西省国资委。

公司业务范围涵盖煤炭、化工、贸易、电力等业务板块，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至2026年3月底，公司设有综合办公室、计划发展部、化工产业部和多元产业部等职能部门（见附件1-2）；截至2025年底，公司拥有员工118245人。

截至2025年底，公司合并资产总额3670.46亿元，所有者权益804.58亿元（含少数股东权益347.39亿元）；2025年，公司实现营业收入总收入1445.87亿元，利润总额13.13亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额3715.82亿元，所有者权益805.67亿元（含少数股东权益351.97亿元）；2026年1—3月，公司实现营业收入总收入343.56亿元，利润总额7.74亿元。

公司注册地址：山西省晋城市城区北石店；法定代表人：程永新。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，由联合资信评级的存续债券余额共65.00亿元。跟踪期内，公司存续债券均已按期支付利息。

图表1·截至2026年6月8日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限（年）
24 晋能装备 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/24	10
23 晋能装备 MTN009	20.00 亿元	20.00 亿元	2023/12/18	3 (3+N)
23 晋能装备 MTN008	20.00 亿元	20.00 亿元	2023/12/18	3 (3+N)
装备 YK01	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/11/28	3 (3+N)

资料来源：Wind，联合资信整理

四、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升压。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“投资于人”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）》](#)。

五、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》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司煤炭资源储量丰富，生产的无烟煤煤质优良，市场竞争力强；公司交通便利，煤炭外运条件好；公司在煤化工产业布局、产品结构等方面具备显著优势。

公司是我国煤炭行业特大型企业，所处的晋东矿区是国家 14 个大型煤炭基地之一。截至 2025 年底，公司拥有 51 座矿井，资源储量合计 93.82 亿吨，设计生产能力 10130 万吨/年。公司所处的晋东矿区无烟煤资源丰富，是我国无烟煤储量最集中的地区。公司生产的无烟煤煤质优良、稳定，煤层较厚，无烟块煤具备低硫、低灰、低挥发分、高热值、高灰熔点、高固定碳含量、高机械强度的特点，适用于化肥和煤化工产品造气工艺的要求，是化工生产的理想原料；无烟粉煤主要应用在冶金行业用于高炉喷吹，具有较高的附加值。公司所产无烟煤属国家保护性开采稀缺煤种，“蓝焰”牌无烟煤被批准为“国家免检产品”，其商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。公司地处山西南南部，靠近中原，辐射华中，太焦、侯月铁路纵贯矿区，交通便捷，具有一定的区位优势。化工产业拥有基础化工、精细化工、新型煤化工和新材料四大类、包含 70 余种化工和其他相关产品，在产业布局和产品结构具备显著优势。

历史信用记录方面，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《企业信用报告》，截至 2026 年 5 月 14 日，公司本部未结清信贷记录中无关注类和不良类记录。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约偿付记录，公司过往债务履约情况良好。截至查询日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，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均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司部分董事发生变动，公司治理结构和管理体系未发生重大变化。公司仍存在董事缺位。

截至 2026 年 3 月底，公司拥有董事 9 名，监事 5 名，其他高级管理人员 5 人，仍存在董事缺位。

程永新，男，汉族，1975 年 4 月出生，硕士研究生学历，高级工程师。1998 年 8 月参加工作，先后担任晋煤集团成庄矿机掘六队副队长、队长，山西晋煤集团赵庄煤业有限公司调度指挥部部长、生产副总工程师、副总经理、代理董事长、总经理、董事长、党委书记，晋煤集团董事长助理，晋能控股煤业晋城煤炭事业部副总经理（生产）、党委委员，晋城蓝焰煤业股份有限公司董事长，公司副总经理（生产）、公司党委副书记、副董事长。现任公司党委书记、董事长、总经理。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司业务多元化发展，煤炭和化工板块为公司主要利润来源。2025 年，煤炭价格下降使得公司主营业务收入及综合毛利率下降。

公司业务涉及煤炭、化工、贸易和装备等，其中，煤炭和化工板块为公司主要收入和利润来源。2025 年，公司营业总收入及综合毛利率同比均有所下降。其中，由于国内市场需求不足导致煤炭价格回落，煤炭板块收入和毛利率延续下降趋势；2025 年化工产品销量增长而价格同比下降使得整体收入同比略有减少；公司贸易业务进一步收缩；装备业务收入规模同比小幅下降；其他多元业务板块收入下降，主要包括电力、燃气产品、建筑等。

毛利率方面，受煤炭业务毛利率下降影响，2025 年，公司综合毛利率同比减少 1.61 个百分点；公司煤炭销售价格下降导致煤炭业务毛利率持续下滑；化工（主要为煤化工产品）业务毛利率较上年基本持平；贸易业务毛利率维持在较低水平；装备业务毛利率有所下降，但受限于此类业务收入规模小，对公司整体盈利水平影响不大；其他多元业务板块毛利率同比变化不大。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 6.45%，综合毛利率同比增加 0.27 个百分点。

图表 2 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月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			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	388.00	22.70%	39.13%	378.47	23.42%	33.34%	302.44	20.92%	25.99%	72.77	21.18%	26.15%
化工	822.31	48.11%	12.14%	824.37	51.02%	13.34%	811.68	56.14%	13.65%	204.31	59.47%	13.71%
贸易	233.55	13.66%	1.40%	168.45	10.42%	1.45%	107.57	7.44%	1.12%	15.98	4.65%	1.44%
装备	77.59	4.54%	18.88%	80.90	5.01%	17.28%	73.86	5.11%	15.91%	17.67	5.14%	15.08%
多元	187.74	10.98%	16.76%	163.74	10.13%	12.42%	150.32	10.40%	12.37%	32.83	9.56%	6.40%
合计	1709.18	100.00%	17.61%	1615.92	100.00%	16.89%	1445.87	100.00%	15.28%	343.56	100.00%	15.15%

注：因四舍五入合计数或有尾差；2023 年合计数未包含利息净收入 1.51 亿元
资料来源：公司提供

（1）煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭资源优势明显，产销规模较大，市场竞争力强。2025 年，公司煤炭销量增长，煤炭价格下降。

截至 2025 年底，公司拥有 51 座矿井，较上年底矿井减少 1 座，主要系资源整合矿井开展减量重组所致，设计生产能力 10130 万吨/年，设计生产能力同比变化不大，考虑公司合并口径内的资源整合矿井、缓建矿井、基建矿井、筹建矿建和关闭矿井，公司煤炭资源储量 93.82 亿吨，可采储量 40.49 亿吨，均同比略有下降。

图表 3 • 截至 2025 年底公司煤矿情况表（单位：万吨、万吨/年、年）

序号	矿井名称	资源储量	可采储量	设计产能	煤种	目前生产经营状况	采矿证到期日	剩余可采年限
1	成庄	74156.20	20508.30	800	无烟煤	生产矿井	2031/7	18.3
2	寺河	93926.99	45666.70	900	无烟煤	生产矿井	2052/2/9	36.2

3	赵庄	59602.70	15207.40	800	无烟煤、贫煤	生产矿井	2035/5/17	13.6
4	长平	22790.10	8676.20	500	无烟煤	生产矿井	2041/4/20	12.4
5	寺河矿二号井	22375.70	13414.00	300	无烟煤	生产矿井	2052/2/9	31.9
6	岳城	12158.40	3427.30	150	无烟煤	生产矿井	2035/4/28	16.3
7	赵庄二号井	5953.10	675.80	120	贫煤	生产矿井	2035/5/17	4.0
8	资源整合矿井	130694.15	45902.22	2010	无烟煤、贫煤、焦煤	生产矿井	2025/6/16-2036/7/19	4.4-126.8
9	缓建矿井	21972.00	7314.02	315	无烟煤、贫煤	缓建矿井	2026/11/7-2031/10/25	12.8-20.5
10	基建矿井	230548.60	121788.70	1510	无烟煤、肥煤	基建矿井	2026/8/7-2051/8/26	24.7-67.0
11	筹建矿井	224595.10	122288.00	1300	不粘煤、无烟煤	筹建矿井	2025/12/11	50.7、77.5
12	关闭矿井	39460.50	--	1425	无烟煤	关闭矿井	--	--

注：1.表中资源整合矿井、缓建矿井、基建矿井、筹建矿井和关闭矿井均为综合数据概述；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

煤炭产销方面，2025 年，公司原煤产量同比变化不大，商品煤销量同比增长，整体保持较大规模。2023 年以来，在国家保证煤炭供应政策及市场需求不足的双重影响下，煤炭市场价格回落，公司煤炭销售价格持续走低。

图表 4 • 公司煤炭产销指标情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
原煤产量	6715.72	6902.27	6909.33
商品煤销量	5958.75	6036.86	6167.81
销售均价	625.67	561.93	455.99
全员效率（吨/工）	11.92	12.51	12.34
死亡率（人/百万吨）	0.0298 ¹	0.0145 ²	0.00

资料来源：公司提供

吨煤成本方面，2025 年，公司人工成本保持增长，材料成本下降主要系晋能控股集团统一采购，以及受工程进度和材料结算周期影响所致，此外折旧费和计提费用也保持下降趋势，上述因素综合导致吨煤成本同比持续下降。

图表 5 • 公司矿井吨煤成本构成情况（单位：元/吨）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
材料成本	37.10	28.51	25.06
人工成本	120.53	126.09	133.98
电力成本	15.11	15.16	16.05
折旧费	23.15	20.15	19.87
计提费用	39.58	33.37	26.59
其他	82.79	72.83	65.72
合计	318.26	296.11	287.27

注：上述吨煤成本为原煤开采成本，不含洗煤、加工成本；吨煤成本中其他费用主要包括井下劳务费和村庄搬迁费
资料来源：公司提供

从销售结构来看，公司无烟煤煤质优良、产品附加值高，在化工、电力、冶金等领域均具备较强的竞争优势。公司产品以电力煤和化工煤为主。2025 年，作为传统能源，受新能源替代及电力需求结构调整影响，动力煤销量持续下滑；喷吹煤销量同比小幅下降；化工煤销量同比增长。在销售定价方面，除保供电煤外，公司遵循市场化定价模式确定销售价格。按用途端分析，化工煤成为增长主力，电力煤持续萎缩，喷吹煤波动性强，反映能源消费从“燃料属性”向“原料属性”转型。

¹ 2023 年 3 月 16 日，山西晋煤集团泽州天安海天煤业有限公司发生一起一般顶板事故，造成 1 人死亡；2023 年 9 月 17 日，山西晋煤集团赵庄煤业有限公司发生一起瓦斯事故，造成 1 人死亡。

² 2024 年 4 月 15 日，寺河煤矿西井 W2306 综采工作面回风顺槽超前支护段发生一起一般其他事故，造成一人遇难。

图表 6 • 公司商品煤销售构成情况（单位：万吨）

产品结构（按用途）	2023 年	2024 年	2025 年
电力煤	1698.24	1679.08	1384.03
喷吹煤	716.36	981.03	945.63
化工煤	2439.14	2146.83	2294.59
产品结构（按技术标准）	2023 年	2024 年	2025 年
洗块煤	606.23	724.20	704.56
洗末煤	716.36	866.27	853.59
末煤	2950.13	2504.04	1888.93
其他	581.02	712.43	1177.17
销量合计	4853.74	4806.94	4624.25

注：1. 公司按产品销售结构统计的煤炭销量与商品煤销量不一致，是由于统计口径不一导致。其中，商品煤销量统计口径为集团内所有对外销售的煤炭量。部分资源整合矿井生产的煤炭产品由矿井自行销售，未纳入煤炭产品销售结构统计
 资料来源：公司提供

2023 年 1 月起公司煤炭销售模式调整为由晋能控股集团统一对外销售，跟踪期内该销售模式延续。公司煤炭销售外运以铁路运输为主，公路运输作为补充，煤炭铁路运输量占煤炭销售量的约 70%。公司煤炭销售客户以电力、冶金、化工等大用户为主，2025 年前五大客户销售集中度为 23.37%。

（2）化工业务

公司依托煤炭资源优势发展化工业务，产能分布在国内多个区域。2025 年，公司尿素和甲醇产品销售均价有所下降，但得益于甲醇单位生产成本下降幅度较大，甲醇产品盈利能力大幅提升。

公司化工产业拥有基础化工、精细化工、新型煤化工和新材料四大类、包含 70 余种化工和其他相关产品，主要产品为尿素和甲醇。截至 2025 年底，公司已在 13 个省份拥有 26 家控股煤化工企业，在建的煤化工项目共 9 个，主要分布在安徽、河南、湖北、山东和新疆等省份（自治区）。

公司丰富的煤炭资源基本能够满足煤化工板块的煤炭需求。2025 年，公司煤化工板块全年消耗煤炭 3344.59 万吨，同比增长 4.09%。其中，公司内部采购 841.83 万吨（块煤占比约 63%、末煤占比约 37%）。2025 年，整体煤炭自给率约为 25%。同期，公司总氨产量保持增长。

在国内外化肥需求旺盛的推动下，2025 年，公司尿素产销量同比增长，产销率达 100.27%，产销情况良好。2025 年，受市场需求增加影响，甲醇产销量均有所提升。

图表 7 • 公司煤化工产品产量（单位：万吨、元/吨、元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
总氨产量	1715.48	1882.86	1987.49
尿素	产量	1517.94	1661.53
	销量	1468.00	1666.02
	均价	2040.05	1542.79
	单位成本	1471.03	1279.91
	吨毛利	569.02	262.88
甲醇	产量	411.23	433.49
	销量	373.10	408.21
	均价	2039.74	1980.51
	单位成本	2084.13	1840.02
	吨毛利	-44.39	140.49

资料来源：公司提供

销售方面，煤化工板块客户主要为国内农业种植区农贸公司、农户及复合肥厂等，结算方式主要为预收款。价格方面，2025 年，受全球尿素产能过剩、煤炭价格波动及农产品价格低迷影响，尿素销售均价下降，受天然气价格波动及国内产能过剩影响，甲醇销售均价下降。但跟踪期内，得益于甲醇单位成本下降速度高于销售均价下降速度，甲醇产品盈利能力大幅提升，扭亏为盈。

(3) 其他业务

2025 年，公司贸易业务进一步收缩，毛利率维持低位，电力业务发电量变化不大，其他业务规模较小。

公司贸易业务收入主要来源于公司下属子公司山西晋煤集团国际贸易有限责任公司和山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司两家主体，贸易品种主要包括煤炭、化肥、化工、钢材和有色金属等大宗商品。贸易业务对公司营业收入和经营活动现金流入量贡献较大，但该类业务毛利率低，对公司利润贡献有限。公司逐步压降低毛利的贸易业务，2025 年，公司贸易业务收入同比下降 36.14%，毛利率同比减少 0.33 个百分点。

电力板块方面，公司现有电厂主要为煤泥、煤矸石和煤层气资源综合利用电厂，发电装机容量合计 61.19 万千瓦，同比变化不大。2023—2025 年，公司发电量分别为 30.72 亿千瓦时、31.40 亿千瓦时和 30.18 亿千瓦时，整体变化不大。

此外，公司还经营煤层气开采与销售、煤机制造、港口物流、建筑等业务。煤机制造业务方面，公司以零配件生产为主，并根据自身生产经验和技術，对煤炭成套设备进行改良。该业务主要产品有无胶轮胎、电控变频设备、联采机梭车等。港口物流业务主要为公司煤炭产品的运输提供物流服务。建筑业务主要为矿区建设服务，此类业务多数属于劳动密集型，规模较小，盈利具有不确定性。

(4) 经营效率

2025 年，公司经营效率指标同比下降；与区域内同行业其他企业相比，公司表现一般。

从经营效率指标看，受贸易业务收缩及煤炭价格下降影响，2025 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均同比下降，公司经营效率指标表现有所下滑。与区域内同行业其他企业相比，2025 年公司应收账款规模较高对经营效率指标表现影响较大，整体经营效率指标表现一般。

图表 8 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	晋能控股煤业	华阳新材料	潞安矿业
应收账款周转次数（次）	4.82	6.20	10.70	28.37
存货周转次数（次）	8.12	3.99	10.54	7.70
总资产周转次数（次）	0.40	0.21	0.27	0.45

注：晋能控股煤业为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋能控股煤业”）；潞安矿业为山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安矿业”）

资料来源：联合资信根据 Wind 等公开资料整理

2 在建工程及未来发展

公司战略定位和发展目标明确，项目投资围绕煤炭主业开展，未来，随着在建项目完工，公司产能规模将进一步提升，综合抗风险能力有望得到增强；在建项目资本支出压力一般。

公司在建及拟建项目主要集中于煤炭业务板块。截至 2025 年底，公司主要在建和拟建项目计划总投资规模分别为 179.86 亿元和 154.66 亿元，在建项目计划建设周期较长（5~7 年），资本支出压力一般。

图表 9 • 截至 2025 年底公司主要在建、拟建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目投资预算金额	截至 2025 年底		2026 年计划投资	2027 年计划投资	资金来源
		已完成投资	已完成投资比例			
郑庄煤矿 400 万吨/年煤矿及选矿厂	83.06	29.29	35.26%	5.79	18.17	自有资金和银行贷款
龙湾煤矿 400 万吨/年煤矿及选矿厂	69.28	23.75	34.28%	9.26	20.00	自有资金和银行贷款
车寨 150 万吨/年煤矿及选矿厂	27.52	15.40	55.96%	4.53	14.57	自有资金和银行贷款
在建项目合计	179.86	68.44	--	19.58	52.74	--

项目名称	项目投资预算金额	计划投资时间进度安排			资金来源
		2026 年	2027 年	2028 年	
巴楞项目及选煤厂项目	75.22	0.00	0.00	0.00	自有资金和银行贷款
沟底矿井及选煤厂项目	79.44	4.00	12.00	18.00	自有资金和项目贷款
拟建项目合计	154.66	4.00	12.00	18.00	—

注：因四舍五入，合计数或有尾差；仅包含煤炭板块在建项目
资料来源：公司提供

未来，公司提出“以煤为基、煤化联动、多元支撑，打造一流现代化绿色示范企业集团”的发展规划，煤炭产业将以高端化、智能化、绿色化为转型方向，推进新井建设、资源获取、产能核增、绿色开采、智能化建设、智能制造、本质安全等重点工作；煤化工产业将构建“煤化联动”新模式，稳定无烟煤和化肥市场销售规模，推动煤化工产业整体经营质量和效益进一步提升；多元产业将按照“服务主业、自负盈亏、专业化发展”的思路，推动物流贸易、现代建筑、机电安装、餐饮商超等现代服务业发展，从功能、业务、配套等方面对主业形成支撑，提升发展水平。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2025 年，公司合并范围一级子公司较上年新增 2 家，减少 2 家。截至 2026 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化，公司纳入合并范围的一级子公司共计 63 家。总体看，公司合并范围变动对公司财务数据可比性影响较小。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模变化不大，资产结构以非流动资产为主。公司应收账款和其他应收款规模较大，对资金占用明显；其他应收款综合账龄较长；委托贷款需关注回收风险。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 3670.46 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 34.46%，非流动资产占 65.54%，资产结构仍以非流动资产为主，较上年底变化不大。截至 2025 年底，公司货币资金中有 77.77 亿元受限资金，受限比例为 26.11%，主要为承兑保证金、信用证保证金、大额存单质押；公司应收账款较上年底增长 2.41%，账龄以 3 年以上为主，累计计提坏账 28.37 亿元，应收账款前五大欠款方合计金额为 203.24 亿元，占应收账款期末账面余额比例为 61.27%，主要为应收晋能控股煤业账款，集中度很高，未计提减值；预付款项较上年底增长 3.77%；其他应收款较上年底变化不大，账龄在 3 年以上其他应收款占比较高，综合账龄较长，以经营性为主，其中非经营性其他应收款系向晋能控股煤业拆借资金及往来款余额 26.22 亿元；公司存货主要由原材料及库存商品等构成，累计计提跌价准备 3.59 亿元；其他流动资产增长，构成主要为对太原煤炭气化（集团）有限责任公司（以下简称“太原煤气化公司”）³的委托贷款 198.45 亿元；公司固定资产增长，在建工程下降，主要系新恒盛年产 40 万吨合成氨 60 万吨尿素搬迁升级技改项目、中能资源清洁高效综合利用一体化项目、年产 60 万吨氨醇搬迁项目等转固所致；公司无形资产增长，主要为采矿权的增加，期末构成主要为采矿权和土地使用权。截至 2025 年底，公司资产受限金额合计 383.41 亿元，占资产总额比重为 10.45%，受限占比一般。

截至 2026 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 10 • 公司资产主要构成（单位：亿元）

关键财务数据	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1291.85	36.91	1290.31	35.55	1264.90	34.46	1327.65	35.73
货币资金	317.06	24.54	314.05	24.34	297.89	23.55	323.53	24.37
应收账款	281.17	21.76	296.15	22.95	303.28	23.98	308.57	23.24
预付款项	136.15	10.54	124.01	9.61	128.68	10.17	144.70	10.90

³ 控股股东为晋能控股集团。

其他应收款（合计）	131.75	10.20	116.73	9.05	116.53	9.21	123.56	9.31
存货	155.00	12.00	155.69	12.07	136.14	10.76	143.52	10.81
其他流动资产	211.50	16.37	214.06	16.59	220.30	17.42	215.29	16.22
非流动资产	2208.50	63.09	2339.22	64.45	2405.56	65.54	2388.17	64.27
固定资产	1188.39	53.81	1268.97	54.25	1311.42	54.52	1296.40	54.28
在建工程	335.77	15.20	306.74	13.11	283.97	11.80	279.45	11.70
无形资产	440.45	19.94	499.69	21.36	533.90	22.19	531.97	22.28
资产总额	3500.35	100.00	3629.53	100.00	3670.46	100.00	3715.82	100.00

注：其他应收款科目包括应收利息、应收股利和其他应收款；固定资产科目包含固定资产和固定资产清理；在建工程科目包括在建工程和工程物资；流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益下降；所有者权益中少数股东权益占比较高，且永续债规模大。同时，利润亏损导致公司未分配利润亏损面持续加大。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益 804.58 亿元，较上年底下降 6.35%，主要系未分配利润亏损规模加大所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 56.82%，少数股东权益占比为 43.18%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 5.16%、25.91%、20.39%和-7.69%，其中其他权益工具为发行的永续债券及其他可续期融资，当期利润亏损导致未分配利润亏损面加大。2023—2025 年，公司分配现金股利金额为 50.91 亿元、42.69 亿元和 0.48 亿元。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模保持增长，如将永续债调入长期债务，公司实际债务负担重。

截至 2025 年底，公司负债总额 2865.88 亿元，较上年底增长 3.45%。其中，流动负债占 65.28%，非流动负债占 34.72%。公司负债结构仍以流动负债为主，流动负债占比上升较快。截至 2025 年底，公司短期借款主要由保证借款（占 43.52%）和信用借款（占 52.10%）构成；应付票据及应付账款合计规模较上年底变化不大；其他应付款主要由应付往来款和保证金及押金构成，较上年底下降系分红导致应付股利减少；一年内到期的非流动负债受长期借款集中到期影响较上年底大幅增长；长期借款主要以信用借款为主；应付债券较上年底有所下降；长期应付款较上年底有所增长，主要为应付资源价款的增加，主要为新扩井田资源价款。

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 2079.02 亿元，较上年底增长 6.41%。债务结构方面，短期债务占 55.93%，长期债务占 44.07%，以短期债务为主。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 78.08%、72.10%和 53.25%，较上年底分别提高 1.75 个百分点、提高 2.64 个百分点和下降 2.25 个百分点。公司所有者权益中其他权益工具主要为永续类债务，如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 2287.49 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将分别上升至 83.76%、79.33%和 65.36%。

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和负债结构均较上年底变化不大。

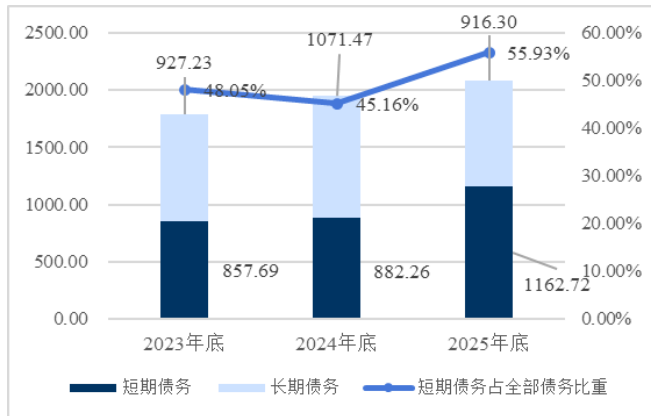
图表 11 • 公司负债主要构成（单位：亿元）

关键财务数据	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	1619.98	61.57	1625.06	58.66	1870.86	65.28	1932.11	66.39
短期借款	423.55	26.15	334.48	20.58	387.23	20.70	366.68	18.98
应付票据	220.26	13.60	229.54	14.13	251.70	13.45	280.43	14.51
应付账款	400.25	24.71	402.66	24.78	409.52	21.89	395.99	20.50
其他应付款	192.62	11.89	187.53	11.54	158.09	8.45	154.53	8.00

一年内到期的非流动负债	203.88	12.59	318.24	19.58	523.80	28.00	586.23	30.34
非流动负债	1011.09	38.43	1145.29	41.34	995.02	34.72	978.05	33.61
长期借款	677.25	66.98	920.18	80.35	755.98	75.98	724.94	74.12
应付债券	144.50	14.29	64.81	5.66	53.53	5.38	68.08	6.96
长期应付款	119.38	11.81	92.87	8.11	111.54	11.21	110.82	11.33
负债总额	2631.07	100.00	2770.35	100.00	2865.88	100.00	2910.16	100.00

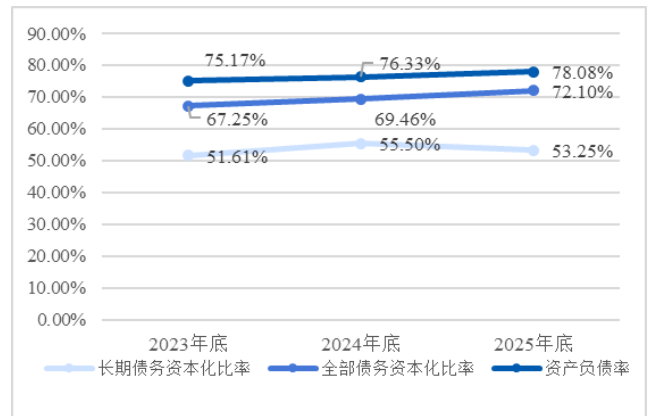
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：以上指标不包含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司债务杠杆水平



注：以上指标不包含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2025 年，公司营业总收入同比下降，利润总额对非经常性收益的依赖度提升，净利润转亏，盈利指标呈现下滑。

2025 年，公司实现营业总收入 1445.87 亿元，同比下降 10.52%，收入分析详见本文业务经营分析部分。从期间费用看，2025 年，公司费用总额为 181.78 亿元，同比下降 3.32%，构成仍以管理费用、研发费用和财务费用为主。2025 年，公司期间费用率为 12.57%，同比提高 0.94 个百分点，费用控制水平仍有待提升。非经常性损益方面，公司其他收益（主要系政府补贴）和投资收益对利润影响逐年加大；资产减值损失主要为固定资产减值。2025 年，公司利润总额同比下降 68.45%至 13.13 亿元，净利润转为亏损，主要系煤炭价格持续下行。同期，公司净利润中少数股东损益占比高，母公司利润积累能力下降。

盈利指标方面，2025 年，公司盈利指标表现同比下滑。同行业对比看，公司盈利指标表现较好。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 6.45%，营业利润率同比增加 0.23 个百分点。

图表 14 • 公司盈利能力变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1710.69	1615.92	1445.87	343.56
费用总额	192.20	188.03	181.78	39.32
其中：销售费用	8.77	8.63	8.06	1.73
管理费用	82.95	83.04	81.84	17.11
研发费用	36.19	36.98	37.52	7.11
财务费用	64.29	59.38	54.36	13.37
其他收益	9.55	9.26	11.41	1.91
投资收益	9.87	10.33	9.86	2.22
资产减值损失	-1.10	-3.97	-0.57	-0.01
利润总额	89.80	41.61	13.13	7.74

净利润	55.47	20.63	-1.83	3.44
其中：少数股东损益	18.94	20.17	16.77	4.54
归属于母公司所有者的净利润	36.53	0.47	-18.60	-1.10
(其他收益+投资收益)/净利润	35.01%	94.95%	-1165.39%	120.06%
少数股东损益/净利润	34.15%	97.75%	-916.15%	--
营业利润率	15.19%	14.06%	12.39%	12.55%
总资本收益率	4.69%	3.00%	1.91%	--
净资产收益率	6.38%	2.40%	-0.23%	--
总资产报酬率	4.54%	2.90%	1.89%	--
EBITDA 利润率	16.69%	14.45%	14.43%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 2025 年同行业公司盈利能力对比情况

对比指标	公司	晋能控股煤业	华阳新材料	潞安矿业
销售毛利率（%）	15.28	20.95	18.71	17.83
总资产报酬率（%）	1.89	1.50	2.03	1.68
净资产收益率（%）	-0.23	-2.43	-1.16	-1.78

资料来源：联合资信根据 Wind 等公开资料整理

4 现金流

2025 年，公司经营活动获现能力强，经营活动现金保持大额净流入，投资活动净流出规模收窄，对外融资压力有所缓解；考虑到公司存续债务规模很大，仍存在较大的债务接续需求。

2025 年，从经营活动来看，公司经营活动现金流入量下降导致经营活动净流入规模同比下降，但仍保持大额净流入，公司收入实现质量较高；从投资活动来看，公司投资活动现金保持净流出，系在建项目支出所致，但净流出规模持续收窄。公司经营活动现金净流入可以覆盖投资活动净流出；从筹资活动来看，2025 年，公司筹资活动现金流转为净流出，当期融资和债务偿还规模同比下降，但仍维持较大规模的股利分配支出。2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额表现为净流入，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增多所致。

图表 16 • 公司现金流变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1741.76	1691.17	1555.56	398.34
经营活动现金流出小计	1534.19	1519.36	1433.64	378.08
经营活动现金流量净额	207.57	171.82	121.92	20.26
投资活动现金流入小计	61.70	137.80	27.70	1.43
投资活动现金流出小计	248.45	293.16	115.66	22.56
投资活动现金流量净额	-186.74	-155.36	-87.96	-21.14
筹资活动前现金流量净额	20.83	16.46	33.96	-0.87
筹资活动现金流入小计	1453.14	1087.43	1046.40	285.03
筹资活动现金流出小计	1471.82	1075.61	1100.76	267.57
筹资活动现金流量净额	-18.68	11.82	-54.36	17.45
现金收入比	99.46%	102.51%	105.84%	112.48%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

2025 年，公司整体偿债能力指标表现仍很强。

图表 17 • 公司偿债能力指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	79.75	79.40	67.61
	速动比率（%）	70.18	69.82	60.33
	经营现金流负债比（%）	12.81	10.57	6.52
	经营现金/短期债务（倍）	0.24	0.19	0.10
	现金短期债务比（倍）	0.41	0.40	0.28
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	285.46	233.42	208.61
	全部债务/EBITDA（倍）	6.25	8.37	9.97
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.09	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	3.33	3.38
	经营现金/利息支出（倍）	2.88	2.45	1.97

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债能力指标看，截至 2025 年底，公司短期偿债指标基本保持稳定。从长期偿债能力指标看，2025 年，除 EBITDA 利息倍数有所提升外，其他指标均呈现下滑，但整体仍维持在较高水平。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司共计获得银行授信额度 2843 亿元（2024 年底为 2934 亿元），剩余授信额度 1097 亿元，间接融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保余额为 15.39 亿元（截至 2024 年底为 44.44 亿元），同比下降明显，占公司净资产比例约为 1.91%。公司担保主要对象为山西晋煤太钢能源有限责任公司（6.85 亿元）和大唐华银攸县能源有限公司（8.26 亿元）等，担保对象主要为国有企业，代偿风险整体可控。

未决诉讼方面，截至本报告出具日，公司存在一笔涉及股权转让纠纷的重大诉讼（涉诉金额为 25.19 亿元），本案尚未开庭审理，后续联合资信将对此事项保持持续关注。

6 公司本部财务分析

公司本部资产规模变化不大，债务负担较重，利润主要来源于投资收益。

公司本部业务以煤炭经营为主，同时承担管理及融资职能。截至 2025 年底，公司本部资产总额 1788.77 亿元，较上年底增长 3.79%。其中，流动资产占 56.78%，非流动资产 43.22%。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 55.82 亿元。截至 2025 年底，公司本部负债总额 1290.63 亿元，较上年底增长 6.03%。其中，流动负债占 62.93%，非流动负债占 37.07%。截至 2025 年底，公司本部全部债务 1071.52 亿元。其中，短期债务占 57.47%、长期债务占 42.53%。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.15%、68.26%和 47.78%，母公司债务负担较重。

2025 年，公司本部实现营业总收入 259.71 亿元，同比下降 18.99%；实现利润总额 9.49 亿元，同比大幅增长，其中投资收益 23.35 亿元，同比略有下降。

现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流量净额为-19.75 亿元，投资活动现金流净额-29.64 亿元，筹资活动现金流净额为 50.53 亿元。

（五）ESG 方面

公司安全环保方面表现良好，治理结构完善，ESG 表现尚可。

环境方面，作为煤炭行业企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司制定了《晋能控股装备制造集团有限公司环境保护管理与问责办

法》《晋能控股装备制造集团环保考核办法》《晋能控股装备制造集团节能管理办法》等一系列规章制度，并得到了良好的实施。目前，公司已实现了工业污染源治理及其排放的全面达标。

社会责任方面，公司作为山西省纳税大户，纳税情况良好，解决就业 118245 人，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，积极参与慈善捐赠。

公司治理方面，公司依照法律法规，结合自身情况，设有股东会、董事会和监事会，法人治理结构相对完善。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东具有很强的综合实力。

公司控股股东晋能控股集团于 2020 年 10 月成立，晋能控股集团位于 2025 年世界 500 强第 289 位、中国企业 500 强第 72 位、中国能源企业 500 强第 72 位。晋能控股集团是一家以煤炭、电力、制造为主业，化工、物流、贸易、多元、现代服务于一体的省属特大型现代化综合能源企业集团，是全国第二大煤炭企业、山西最大的发电企业和全国最大的基础化肥生产企业。公司控股股东具有很强的综合实力，截至 2025 年底，晋能控股集团总资产为 10885.36 亿元；2025 年，晋能控股集团实现营业收入 2956.33 亿元，实现利润总额 14.32 亿元。

2 支持可能性

公司控股股东在股权增资、采购和销售等方面对公司支持力度大。

公司作为晋能控股集团的重要子公司，控股股东在股权增资、采购和销售等方面对公司支持力度大。2022 年，晋能控股集团以所持 5 家子公司股权向公司增资，期末实收资本和资本公积分别较上年底增长 6.25% 和 10.58%。同时，晋能控股集团对公司的原材料采购和产品销售进行统筹管理，降低了公司成本。截至 2025 年底，晋能控股集团财务有限公司为公司提供授信金额 45.00 亿元，公司已全部使用。

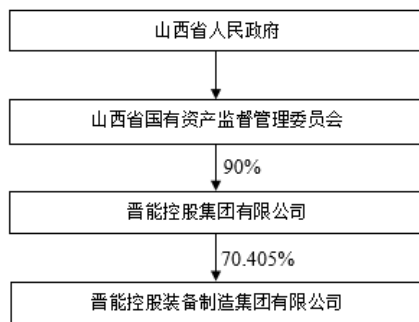
八、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券余额共 65.00 亿元，2025 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对由联合资信评级的债券余额（65.00 亿元）的保障倍数分别为 23.93 倍、1.88 倍和 3.21 倍，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 的保障能力均很强。

九、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债券偿还能力分析等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 晋能装备 MTN003”“23 晋能装备 MTN009”和“23 晋能装备 MTN008”信用等级为 AAA，维持“装备 YK01”信用等级为 AAA_{st}，评级展望为稳定。

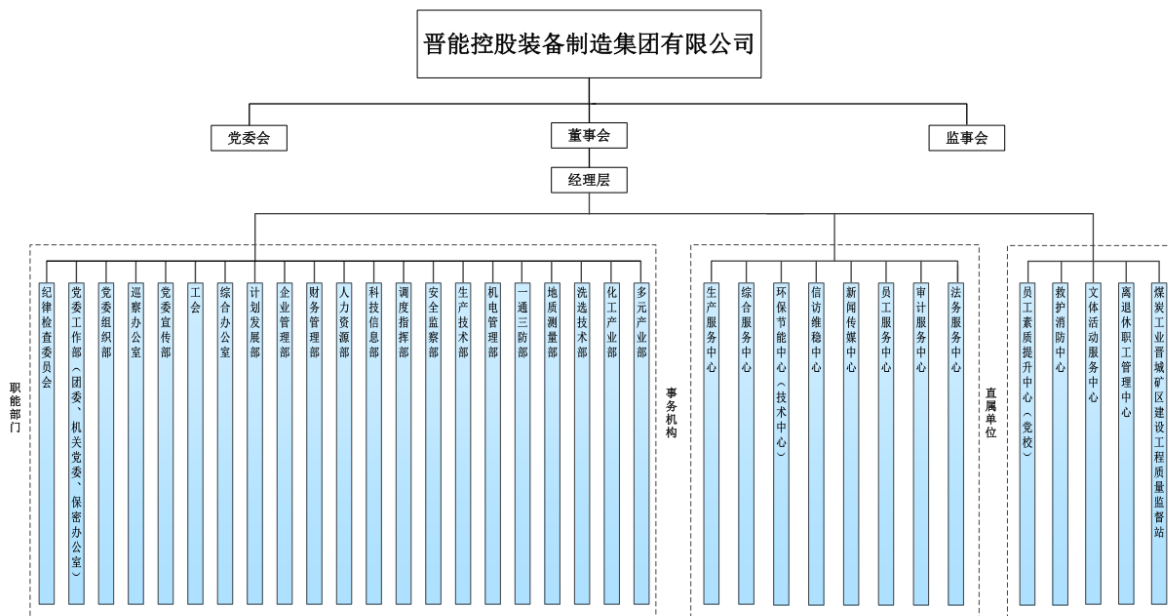
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）

装备制造集团总部机构图



注：公司章程尚未完成更新，组织架构图仍保留监事会

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）	348.56	350.60	297.89	323.90
应收账款（亿元）	281.17	296.15	303.28	308.57
其他应收款（合计）（亿元）	131.75	116.73	116.53	123.56
存货（亿元）	155.00	155.69	136.14	143.52
长期股权投资（亿元）	35.02	49.28	53.75	53.94
固定资产（合计）（亿元）	1188.39	1268.97	1311.42	1296.40
在建工程（合计）（亿元）	335.77	306.74	283.97	279.45
资产总额（亿元）	3500.35	3629.53	3670.46	3715.82
实收资本（亿元）	41.49	41.49	41.49	41.49
少数股东权益（亿元）	347.38	358.63	347.39	351.97
所有者权益（亿元）	869.28	859.18	804.58	805.67
短期债务（亿元）	857.69	882.26	1162.72	/
长期债务（亿元）	927.23	1071.47	916.30	/
全部债务（亿元）	1784.92	1953.73	2079.02	/
营业总收入（亿元）	1710.69	1615.92	1445.87	343.56
营业成本（亿元）	1408.16	1343.00	1224.97	291.52
其他收益（亿元）	9.55	9.26	11.41	1.91
利润总额（亿元）	89.80	41.61	13.13	7.74
EBITDA（亿元）	285.46	233.42	208.61	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1701.41	1656.56	1530.27	386.44
经营活动现金流入小计（亿元）	1741.76	1691.17	1555.56	398.34
经营活动现金流量净额（亿元）	207.57	171.82	121.92	20.26
投资活动现金流量净额（亿元）	-186.74	-155.36	-87.96	-21.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	-18.68	11.82	-54.36	17.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.33	5.01	4.35	--
存货周转次数（次）	9.33	8.65	8.39	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.45	0.40	--
现金收入比（%）	99.46	102.51	105.84	112.48
营业利润率（%）	15.19	14.06	12.39	12.55
总资本收益率（%）	4.69	3.00	1.91	--
净资产收益率（%）	6.38	2.40	-0.23	--
EBITDA 利润率（%）	16.69	14.45	14.43	--
总资产报酬率（%）	4.54	2.90	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	51.61	55.50	53.25	/
全部债务资本化比率（%）	67.25	69.46	72.10	/
资产负债率（%）	75.17	76.33	78.08	78.32
流动比率（%）	79.75	79.40	67.61	68.72
速动比率（%）	70.18	69.82	60.33	61.29
经营现金流动负债比（%）	12.81	10.57	6.52	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.40	0.28	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.96	3.33	3.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.25	8.37	9.97	--

注：1. 公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；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. 2023—2025 年，公司合并口径下其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入长、短期债务；4. “--”表示该指标无意义；“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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）	81.83	46.33	55.82	64.51
应收账款（亿元）	165.74	176.58	172.47	172.10
其他应收款（合计）（亿元）	418.93	436.25	507.18	522.08
存货（亿元）	1.47	1.30	1.07	1.21
长期股权投资（亿元）	414.30	417.42	417.89	417.89
固定资产（亿元）	79.65	77.55	78.66	77.89
在建工程（亿元）	12.23	14.43	16.31	16.34
资产总额（亿元）	1714.71	1723.52	1788.77	1806.43
实收资本（亿元）	41.49	41.49	41.49	41.49
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	519.01	506.30	498.14	494.94
短期债务（亿元）	363.17	373.10	615.81	680.99
长期债务（亿元）	560.84	578.90	455.71	424.14
全部债务（亿元）	924.00	952.00	1071.52	1105.13
营业总收入（亿元）	360.52	320.59	259.71	58.53
营业成本（亿元）	301.59	275.87	229.74	51.41
其他收益（亿元）	0.40	0.50	0.42	0.01
利润总额（亿元）	37.44	1.87	9.49	1.24
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	409.94	342.15	284.60	66.58
经营活动现金流入小计（亿元）	413.34	344.02	285.61	66.81
经营活动现金流量净额（亿元）	64.58	32.84	-19.75	-15.38
投资活动现金流量净额（亿元）	-61.21	-24.05	-29.64	-7.54
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.31	-38.83	50.53	33.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.13	1.86	1.49	--
存货周转次数（次）	213.81	198.88	193.42	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.19	0.15	--
现金收入比（%）	113.71	106.72	109.58	113.77
营业利润率（%）	13.40	10.49	7.72	8.52
总资本收益率（%）	4.74	2.42	2.33	--
净资产收益率（%）	6.17	0.35	1.72	--
EBITDA 利润率（%）	22.81	13.64	17.71	--
总资产报酬率（%）	4.30	2.05	2.10	--
长期债务资本化比率（%）	51.94	53.35	47.78	46.15
全部债务资本化比率（%）	64.03	65.28	68.26	69.07
资产负债率（%）	69.73	70.62	72.15	72.60
流动比率（%）	169.47	159.88	125.05	119.78
速动比率（%）	169.22	159.66	124.92	119.64
经营现金流动负债比（%）	10.72	5.37	-2.43	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.12	0.09	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 公司本部数据未做债务调整；3.“--”表示该指标无意义，“/”表示该数据未能获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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 ⁴	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
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ⁵ × 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 ⁶	(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)

⁴ 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)

⁵ 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%

⁶ 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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 中长期债券科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAAsti、AAsti、Asti、BBBsti、BBsti、Bsti、CCCsti、CCsti、Csti。除 AAAsti 级、CCCsti 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 _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 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、发展中等四种。

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 4-5 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