

晋能控股电力集团有限公司 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〔2025〕11070号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股电力集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定晋能控股电力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

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年十一月十日



Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

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电力集团有限公司（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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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 2025 年 11 月 10 日至 2026 年 11 月 9 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。

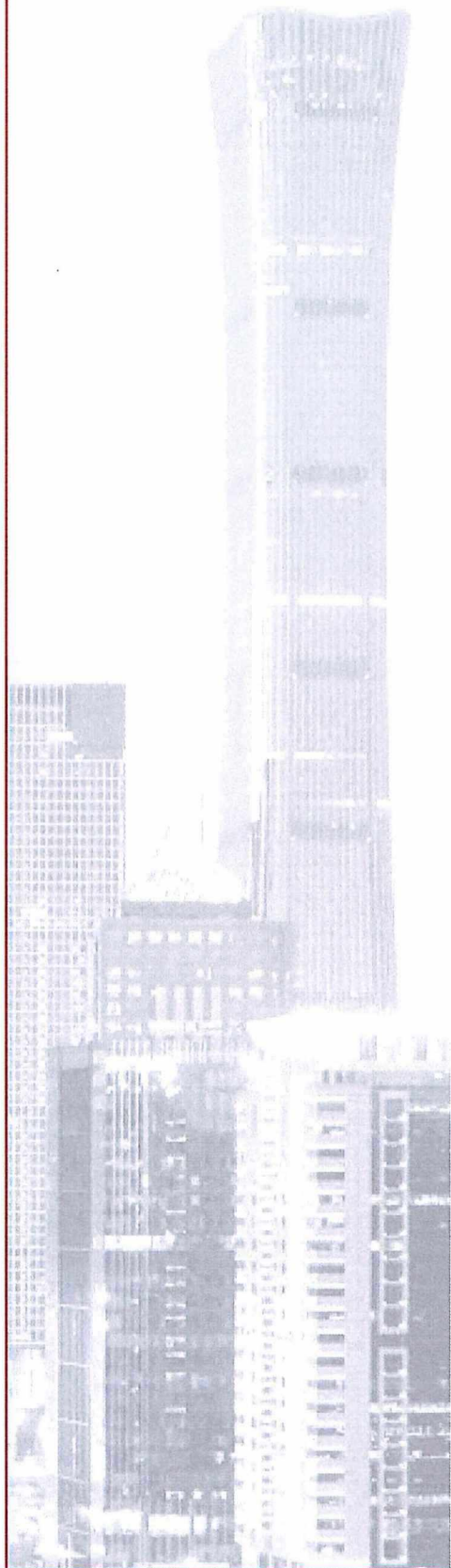
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、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。



晋能控股电力集团有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果

评级时间

AAA/稳定

2025/11/10

主体概况

晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2013 年。截至 2025 年 6 月底，公司注册资本 360.00 亿元，实收资本 372.60 亿元，控股股东为晋能控股集团有限公司，实际控制人为山西省国资委。公司主要以煤炭和电力等为主营业务，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

评级观点

公司为山西地区主要的能源供应主体，在业务规模、区域地位等方面具备综合竞争优势。公司治理结构及内控制度较为完善，管理制度及管理架构未发生重大变化。近年来，受资产划转及整合矿井改扩建影响，公司煤炭产能波动下降，2024 年，受上半年安全检查影响，公司煤炭产量同比下降；且由于煤炭价格持续下降，公司煤炭业务盈利能力有所下滑；同期，公司电力业务经营较为稳定，机组运营效率整体保持区域平均水平。财务方面，公司资产规模波动下降，受限比率很低，但应收账款和其他应收款占比较高，对资金形成占用；公司盈利能力和经营获现能力有所下滑，投资支出规模一般，债务负担仍重。考虑到公司区域竞争优势明显及持续稳定的经营能力，以及金融机构的认可度高、政府支持力度较大等，公司融资及偿债能力非常强。

个体调整：不适用。

外部支持调整：政府支持。

评级展望

未来，随着公司在建电力、煤炭项目逐步投运，公司综合实力有望进一步增强。

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：公司行业地位发生重大变化，收入及盈利显著下降，资本支出超预期，债务规模显著增长导致偿债压力加重等。

优势

- **公司资源禀赋、区域市场地位优势。**公司具备煤炭生产运销和电力行业的双重优势，内部产业链较为完善，截至 2024 年底，公司煤炭总产能 11245 万吨/年，其中在产产能 8420 万吨/年；旗下山西国际电力集团有限公司控股装机容量 912.74 万千瓦。
- **可获得政府支持力度较大。**公司承担区域保供责任，可获得农网还贷和供热补助等财政支持。

关注

- **行业周期性风险。**煤炭周期性较强，煤炭价格波动对公司盈利水平影响很大。
- **公司债务负担重。**若将永续债券调整至全部债务，截至 2025 年 6 月底，公司全部债务增长至 1841.82 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.07%和 71.40%。
- **关联方应收款对资金形成占用。**根据股东要求，公司煤炭产品由关联方统一销售，前期销售回款效率一般，占款严重，以致公司应收晋能控股煤业集团有限公司煤款占比较高。此外，由于部分煤炭资产无偿转出，原集团内部借款转为外部借款计入其他应收款，2025 年 6 月底为 451.77 亿元，占流动资产的 35.82%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 煤炭企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 煤炭企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	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	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				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。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参联合资信新披露评级技术文件。

主要财务数据

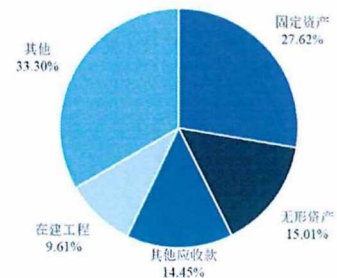
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年6月
现金类资产（亿元）	338.13	301.20	289.15	360.49
资产总额（亿元）	3481.10	3259.54	3140.26	3218.60
所有者权益（亿元）	876.89	824.90	816.74	844.16
短期债务（亿元）	724.97	515.66	620.56	475.46
长期债务（亿元）	976.18	1135.47	1044.49	1260.11
全部债务（亿元）	1701.15	1651.13	1665.06	1735.56
营业总收入（亿元）	1526.50	1348.74	1162.72	478.43
利润总额（亿元）	101.07	106.60	38.11	15.23
EBITDA（亿元）	314.02	274.66	193.93	--
经营性净现金流（亿元）	261.78	192.09	102.40	53.40
营业利润率（%）	19.52	17.80	14.09	12.77
净资产收益率（%）	4.29	7.60	0.77	--
资产负债率（%）	74.81	74.69	73.99	73.77
全部债务资本化比率（%）	65.99	66.68	67.09	67.28
流动比率（%）	87.30	103.14	94.75	116.06
经营现金流流动负债比（%）	16.37	15.10	8.18	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.58	0.47	0.76
EBITDA 利息倍数（倍）	3.27	3.64	3.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	6.01	8.59	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年6月
资产总额（亿元）	1532.33	1545.12	1651.89	1692.14
所有者权益（亿元）	471.44	426.09	444.29	462.75
全部债务（亿元）	857.09	938.39	971.16	1023.44
营业总收入（亿元）	0.00	7.65	0.70	0.17
利润总额（亿元）	-0.60	32.87	28.60	0.56
资产负债率（%）	69.23	72.42	73.10	72.65
全部债务资本化比率（%）	64.51	68.77	68.61	68.86
流动比率（%）	230.93	274.70	197.32	269.40
经营现金流流动负债比（%）	12.59	-4.12	2.80	--

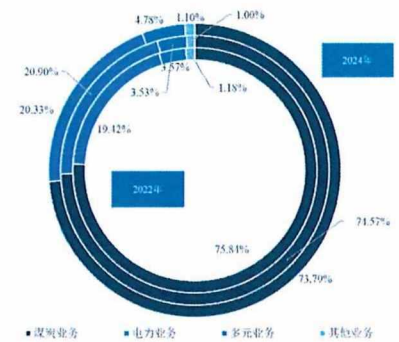
注：1. 公司 2025 年上半年财务报表未经审计，并已用 2023 年年初数据对 2022 年期末数据做追溯调整，已用 2024 年年初数据对 2023 年期末数据做追溯调整；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 公司合并口径下已将其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至短期债务和长期债务测算，公司本部口径下已将其他流动负债中有息债务调整至短期债务测算；4. “—”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较 (截至 2024 年底/2024 年)

主要指标	信用等级	煤炭产量 (万吨)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	经营活动现 金流量净额 (亿元)	营业利润率 (%)	全部债务资 本化比率 (%)	现金短期债 务比 (倍)	EBITDA 利 息倍数 (倍)	全部债务 /EBITDA (倍)
公司	AAA	8867	3140.26	816.74	1162.72	38.11	102.40	14.09	67.09	0.47	3.02	8.59
晋控煤业	AAA	16175	4898.68	1057.54	1305.98	4.71	25.21	16.13	72.25	0.46	2.04	12.94
兖矿能源	AAA	14249	3585.54	1330.10	1391.24	272.92	223.42	31.53	53.15	0.56	10.72	3.23
淮南矿业	AAA	7045	1830.18	527.73	680.36	66.62	102.55	20.15	64.89	0.25	5.80	5.95

注：晋能控股煤业集团有限公司简称“晋控煤业”，兖矿能源集团股份有限公司简称“兖矿能源”，淮南矿业(集团)有限责任公司简称“淮南矿业”
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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	2024/11/12	黄露 王越	煤炭企业信用评级方法 V4.0.202208	--
AAA/稳定	2015/06/15	刘新泉 张钰	煤炭企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208 煤炭行业企业信用分析要点	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：黄露 huanglu@lhratings.com

黄露

项目组成员：张琳 zhanglin@lhratings.com

张琳

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

晋能控股电力集团有限公司（以下简称“公司”）前身系晋能集团有限公司，是经山西省人民政府批准，由山西省国资委及 11 个市国资委出资，于 2013 年 2 月 25 日在山西煤炭运销集团有限公司（以下简称“煤销集团”）与山西国际电力集团有限公司（以下简称“山西国电”）的基础上合并重组成立的现代综合能源企业。2020 年 10 月，公司控股股东山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营”）以其持有的公司 64.0561% 股权依法划转出资到晋能控股集团（以下简称“晋能控股集团”），公司控股股东由山西国资运营变更为晋能控股集团。2020 年 11 月，公司更名为现名。截至 2025 年 6 月底，公司注册资本 360.00 亿元，实收资本 372.60 亿元，控股股东为晋能控股集团，实际控制人为山西省国资委。

公司主营业务包括煤炭和电力业务等，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至 2025 年 6 月底，公司本部下设 11 个职能部门，6 个党群部门和 10 个服务共享中心。截至 2024 年底，公司在职工合计 7.46 万人，合并范围内子公司 459 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 3140.26 亿元，所有者权益 816.74 亿元（含少数股东权益 228.72 亿元）；2024 年，公司实现营业收入总收入 1162.72 亿元，利润总额 38.11 亿元。截至 2025 年 6 月底，公司合并资产总额 3218.60 亿元，所有者权益 844.16 亿元（含少数股东权益 230.63 亿元）；2025 年 1—6 月，公司实现营业收入 478.43 亿元，利润总额 15.23 亿元。

公司注册地址：山西示范区南中环街 426 号山西国际金融中心 2 号楼；法定代表人：史晓文。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年上半年报）》](#)。

三、行业分析

1 煤炭行业

2024 年，全国煤炭产量保持稳定，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量快速增长，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2025 年，煤炭供需预计将维持供略大于求的状态，动力煤价格中枢预计将小幅下移，受下游钢铁及房地产行业持续疲软影响，炼焦煤价格或将进一步下探。煤炭行业企业的收入、利润及经营获现规模将小幅下降，考虑到新增产能审批趋严，在行业整体没有大规模投资支出的情况下，煤炭行业企业整体债务负担及偿债能力有望保持稳定。但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等。

完整版煤炭行业分析详见[《2025 年煤炭行业分析》](#)。

2 电力行业

2024 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。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，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等

燃料价格仍处高位，火电企业仍面临一定的成本压力。预计 2025 年中国电力供需总体呈紧平衡状态，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驱动下，着力保障电力安全稳定供应、建立健全市场化电价体系，并加快推动新型电力系统建设。

完整版电力行业分析详见 [《2025 年电力行业分析》](#)。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司具备煤炭生产营销和电力行业的双重优势，内部产业链较为完善。近年来，公司煤炭业务规模优势较为明显；电力业务经营较为稳定，机组运营效率保持区域平均水平。公司综合竞争实力很强。

公司煤炭业务主要由煤销集团负责，受资产划转及整合矿井改扩建影响，公司煤炭产能波动下降，截至 2024 年底，公司煤炭总产能 11245 万吨/年，其中生产矿井产能 8420 万吨/年。2024 年，公司煤炭产量 8866.68 万吨。公司电力业务主要由山西国电负责，装机容量小幅增长，机组运营效率处于区域平均水平，截至 2024 年底，山西国电控股装机容量增至 912.74 万千瓦，其中火电（含煤电和燃气发电）装机容量约占 71.26%；2024 年实现发电量 333.81 亿千瓦时，火电机组利用小时约 4502.46 小时，略高于山西省火电机组平均水平（4437 小时）。此外，公司承担山西省内吕梁、临汾、朔州下辖的 12 个县（区）电力配售业务，截至 2024 年底，公司共拥有变电站 133 座，变电总容 871.91 万千伏安。受益于区域用电需求的增加，2024 年，公司配电量同比增长至 192.40 亿千瓦时。

2 人员素质

公司董事、监事及高级管理人员均具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。虽然存在人员缺位情况，但仍能满足日常经营需求。

截至 2024 年底，公司董事、监事及高级管理人员共 17 人，其中董事 12 人、监事 2 人、非董事高级管理人员 3 人。

公司董事长史晓文先生，1970 年生，本科学历；曾任山西阳光发电有限责任公司（以下简称“阳光发电”）办公室主任、企管部部长、总经理助理、副总工程师，山西通宝能源股份有限公司发电部经理，山西国电风电项目筹建处主任、总经理助理，晋能清洁能源风力发电有限责任公司总经理，山西国际电力资产管理有限公司党委书记、董事长、总经理，晋能环保工程有限公司董事长、总经理，晋能电力集团有限公司（以下简称“晋能电力”）党委委员、总经理、党委书记、董事长，公司总经理助理等。

公司总经理柳成亮先生，1971 年生，大学学历；曾任阳光发电生产技术部主任、副总工程师、党委委员、总工程师，山西新兴能源产业集团有限公司党委委员、总工程师，山西国峰煤电有限责任公司党支部书记董事长、总经理，晋能电力党委委员、副总经理、党委副书记、总经理，公司电力事业部总经理、生产指挥中心主任、总工程师等。

截至 2024 年底，公司共有在岗员工 7.46 万人。从学历构成情况看，专科及以下学历人员占比高（82.60%）；从年龄构成看，31~50 岁人员占比高（63.96%）。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91140000070450154H），截至 2025 年 10 月 29 日，公司本部无未结清不良信贷信息，且已结清信贷信息中亦无不良记录，过往债务履约情况良好。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至查询日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

五、管理分析

1 法人治理

因省属国有重点大型企业监事会的职责等已划入省审计厅，公司实际监事人数与《公司章程》约定人数存在差异，但未对公司的治理结构及日常经营活动产生重大不利影响。公司整体法人治理结构较为完善，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司根据《公司法》和《公司章程》等规章制度，建立了股东会、董事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划，选举和更换非职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会报告、监事会报告，审议批准公司年度预算方法等职能。

公司设董事会，为公司决策机构，由 13 名成员组成。其中，山西省国资委委派 8 名，晋城市国资委委派 1 名，长治市国资委委派 1 名，阳泉市国资委委派 1 名，晋中市国资委委派 1 名，职工代表 1 名。公司董事行使召集股东会会议、执行股东会决议、制定公司经营计划和投资方案、制定公司年度财务预算方案和决算方案、决定分公司及内部管理机构等的设置等职能。

根据公司章程，公司设立监事会，为公司内部监督机构，由 11 名监事组成。但根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于说明山西省属国有企业监事会转隶情况的函》（晋国资函〔2019〕42 号），省政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和省属国有重点大型企业监事会的职责等划入省审计厅，不再保留省属国有企业监事会及其办公室。目前公司仅 2 名职工监事。

公司设总经理 1 名，全面负责公司的生产经营运作和控制管理，组织实施董事会决议，对董事会负责；组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理水平较高。

安全生产管理制度方面，公司制定了《安全生产责任制度》《安全监督检查制度》《煤矿安全质量标准化管理制度》等，同时公司建立了“集团公司监管、二级公司直管、各厂矿站点、生产经营单位履行安全主体责任”的管理体系。同时，公司制定了突发事件应急预案，对突发事件的适用范围、组织体系及职责、预警和预防机制、应急处置方案、突发事件信息披露制度、公司管理层的应急选举方案以及责任追究等方面进行了明确规定。但公司仍有煤炭安全事故发生，安全管理能力有待加强。

财务管理制度方面，公司制定了财务管理相关制度，包括会计基础工作、资产运营、成本控制、收入管理、基本建设财务、财务会计报告、重组清算等方面。融资管理制度方面，为规范公司融资行为，降低资金成本，防范和控制财务风险，保证集团资金安全、合理、有效的使用，结合业务实际，公司相继制定了《筹资管理制度》《内部贷款担保、委托贷款管理办法》等制度，明确各下属公司的对外融资必须经集团公司审批，报批的内容包括贷款的利率、期限、额度及担保方式等；所有下属公司一律不准为晋能集团管理范围外单位或个人提供担保；下属公司间资金拆借应报集团公司批准，统一委托相关金融机构发放。

对下属子公司管理方面，公司对下属子公司的管理是委托两个二级子公司（煤销集团和山西国电）实现，子公司的经营活动要纳入公司确定的经营计划和发展规划，完成公司要求的目标任务；全资子公司在公司授权范围内，对日常生产经营活动实行自主经营、独立核算、自负盈亏；全资子公司对经营的资产负有保值增值的责任。公司严格控制对外投资，二级、三级公司投资均需要公司本部批准；通过全面预算监控公司本部、二级、三级企业的经营活动，对二三级企业年度预算进行审批，对重大经营决策进行审批，对年度经营结果进行考核。

六、经营分析

1 经营概况

受煤价下行以及 2024 年以来组件产品量价齐跌影响，公司营业总收入和毛利率均呈下降趋势。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降。其中，受煤炭价格下降影响，煤炭业务（含自产煤和贸易煤）收入和毛利率均持续下降；公司装机规模小幅提升，但由于区域竞争较大，机组利用效率及整体上网电价有所下降，导致该业务收入有所波动，但受

益于煤炭成本下降，2023 年业务毛利率有所提高；而光伏组件产品受行业供需失衡影响，2024 年以来量价齐跌，导致清洁能源收入降幅明显且已毛利亏损。公司非煤业务涉及范围较广，近年来收入和毛利率波动增长。

2025 年上半年，公司营业总收入同比增长 8.41%，主要系上年同期区域安全检查导致煤炭产量较低所致；同期，公司综合毛利率较 2024 年全年水平进一步下降，主要系煤价持续下行所致。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年上半年		
	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
煤炭业务	1157.66	75.84	28.18	1005.75	74.57	25.53	857.96	73.79	22.40	321.73	67.25	19.74
电力业务	217.59	14.25	6.09	212.26	15.74	7.17	218.03	18.75	4.47	107.16	22.40	10.85
清洁能源	78.80	5.16	7.61	69.66	5.16	9.82	18.37	1.58	-13.35	5.98	1.25	-18.34
非煤业务	54.46	3.57	5.11	47.64	3.53	10.55	55.61	4.78	13.73	37.10	7.75	8.33
其他业务	17.98	1.18	25.11	13.43	1.00	35.24	12.75	1.10	32.50	6.46	1.35	44.74
合计	1526.50	100.00	23.11	1348.74	100.00	21.37	1162.72	100.00	18.17	478.43	100.00	16.72

注：非煤业务主要包括房地产、装备制造、金融服务、信息物流等
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 业务经营分析

（1）煤炭业务

在煤炭保供、产能划转及区域安全检查等综合影响下，公司煤炭产销量有所下降，煤炭价格持续下降，生产成本处于较低水平。公司开展贸易物流业务基础较好，受煤炭销售模式调整影响，公司客户集中度很高。

受无偿划转部分煤炭资产以及整合煤矿改扩建影响，公司煤炭产能波动下降，截至 2024 年底，煤炭总产能 11245 万吨/年，其中生产产能 8420 万吨/年。公司煤矿分布范围广，煤种齐全，拥有中国煤炭分类国家标准（GB5751-86）中的 14 类，包括无烟煤、贫煤、气煤等。煤炭客户覆盖电力、化工、冶金、建材四大行业的多个消费领域和细分市场。

公司煤炭开采机械化程度高，煤炭生产成本处于较低水平。2023 年，公司煤炭产量同比提升，但平均售价降幅大于平均生产成本降幅，导致自产煤毛利率有所下降；2024 年，受上半年区域安全检查影响，公司煤炭产量降幅明显，且销售均价进一步下降。2022 年以来，公司发生过多起一般性生产安全事故，安全管理有待加强。

图表 2 • 公司煤炭板块运营情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
原煤产量（万吨）	9634.42	10279.91	8866.68
商品煤销量（万吨）	8797.04	9358.52	8428.64
平均售价（元/吨）	649.14	504.02	442.52
平均生产成本（元/吨）	307.40	251.81	253.31
综合机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
综采机械化程度（%）	100.00	100.00	100.00
百万吨死亡率（人/百万吨/年）	0.033	0.037	0.000

资料来源：公司提供

公司贸易物流板块为煤炭运销业务，系煤销集团核心业务。截至 2024 年底，公司拥有煤炭超市和煤炭储配中心 25 个，吞吐规模达 7850 万吨。其中，黄河沿线、省内集矿型煤炭储配中心 17 座，吞吐规模达 4150 万吨；省际间及省外消费地煤炭超市 8 座，吞吐规模达 3700 万吨。公司自购运输车辆超 1000 辆，整合社会车辆近 8000 辆。公司拥有铁路发运站点 111 座，发煤站 69 座，铁路专用线 4 条，主要分布在大秦线、朔黄线、石太线、太焦线、侯月线、南同蒲线上，可通过铁路及港口将煤炭运往全国多数省份。

除自有矿区煤炭外，公司外采煤炭资源主要分布在山西、陕西、内蒙古等地区，与各地区大型煤矿、洗选煤厂保持长期贸易合作。从下游客户情况来看，公司共为省内外 200 余户冶金、电力等行业重点用户提供物流服务，客户主要分布在山西省内、河南、

河北和山东等地。销售方面，2021年，受山西省能源企业专业化重组影响，公司煤炭销售模式发生变化，即由晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）统一对外销售，并将销售回款作为对公司的煤炭采购款向公司予以支付。2022年9月起，根据晋能控股集团煤炭销售统一管理工作安排，公司煤炭销售模式调整为公司自行销售，2023年1月起调整为由晋能控股集团统一对外销售。公司煤炭产销率保持高水平，煤炭销售客户集中度很高。

（2）电力业务

山西国电机组运营稳定，但火电业务占比高，煤炭价格波动影响公司盈利。受益于区域用电量的增长，公司配电量有所提升。

公司电力业务主要由山西国电负责，受新能源装机增量带动，山西国电控股装机容量有所增长，机组利用效率整体保持区域平均水平，发电量小幅波动。山西国电所发电量全部并入山西电网，并按照上网量每月与国网山西省电力公司（以下简称“国网山西”）现金结算一次。2022年，国家政策适度放开煤电市场竞价限制，因燃料成本高企，成本传导机制下，煤电上网电价大幅提升，带动公司电力板块实现扭亏；2023年，燃料成本回落，煤电上网电价随之下降；2024年，受当期不再推行战略新兴产业用电量（以下简称“战新电量”）影响，煤电上网电价有所回升。电煤采购方面，山西国电采购低热值煤占比高，采购量受发电量波动影响而有所波动。2023年，入炉标煤单价受行业供需矛盾缓和影响而同比下降，2024年，因与战新电量相对应的低价煤减少，入炉标煤单价同比提升。

图表3·山西国电发电业务运营情况

指标	2022年	2023年	2024年	指标	2022年	2023年	2024年
装机容量（万千瓦）	858.28	865.18	912.74	火电平均利用小时（小时）	4604.40	4532.9	4502.46
其中：火电	650.40	650.40	650.40	风电平均利用小时（小时）	2112.68	2151.56	1879.23
风电	128.30	135.20	145.20	光伏平均利用小时（小时）	1526.56	1502.21	1328.84
光伏	79.58	79.58	117.14	火电平均上网电价（元/千瓦时）	0.35	0.31	0.37
发电量（亿千瓦时）	338.70	335.84	333.81	风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.54	0.52	0.51
煤电供电标准煤耗（克/千瓦时）	320.87	314.45	316.51	光伏平均上网电价（元/千瓦时）	0.59	0.57	0.54

注：平均利用小时=发电量/装机容量，供电标准煤耗=煤电煤耗合计÷煤电上网电量合计，平均上网电价=电费收入÷上网电量
资料来源：公司提供

此外，公司承担山西省内吕梁、临汾、朔州下辖的12个县（区）电力配售业务。公司配电业务经营模式主要从国网山西及公司控股电厂采购电能，再通过电网配送并销售给下游终端客户，电力采购价格及销售价格均由物价部门确定，公司获取购销差价。受益于区域用电需求增加，公司配电量持续增长。

图表4·公司配电业务运营情况

指标	2022年	2023年	2024年
配电量（亿千瓦时）	181.86	188.22	192.40
平均售电价（元/兆瓦时）	537.03	541.79	483.29
变电站个数（座）	132	132	133
线路长度（公里）	16455.68	16460.26	16793.86
变电总容（万千伏安）	755.88	847.07	871.91

资料来源：公司提供

3 未来发展

公司在建工程规模较大，但投资进度较为分散，整体投资压力小。未来，随着在建项目的完工投产，公司电力和煤炭业务规模将进一步扩大，进而巩固其区域能源市场地位。

截至2024年底，公司计划投资能源项目47个，总投资204.06亿元，其中2025年计划投资13.74亿元，整体投资压力小。

图表5·公司主要在建能源项目情况（单位：个、亿元）

指标	计划项目数量	计划建设规模	概算总投资	2024年末累计已完成投资	2025年计划投资
售电项目	32	--	36.16	1.34	4.89
清洁能源板块					
风力发电项目	4	389.50MW	22.76	11.23	2.29

	光伏发电项目	7	1000.00MW	36.04	11.84	1.83
	小计	11	1389.50MW	58.80	23.07	4.12
	煤炭板块	4	950 万吨/年	109.10	62.15	4.73
	合计	47	--	204.06	86.56	13.74

资料来源：公司提供

七、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年上半年财务报告未经审计。

2023 年，公司合并范围内新增子公司 17 家，减少子公司 41 家。2024 年，公司合并范围内新增子公司 3 家，减少子公司 13 家。本报告已对 2022 年和 2023 年期末数据做追溯调整，公司主营业务无重大变化，财务数据可比性尚可。

1 资产质量

公司资产规模波动下降，货币资金充足，受限比例很低，但应收账款和其他应收款占比较高，对资金形成占用。

2022—2024 年末，公司资产总额有所下降，其中 2023 年主要系部分煤炭资产划转出表以及公司加大债务偿付力度带动无形资产和货币资金降幅较大所致；2024 年主要系资产划出单位往来拆借减少带动其他应收款大幅减少所致。公司自产煤炭统一销售，且销售途径由晋控煤业集团调整为由控股股东晋能控股集团统一对外销售，受此影响，公司关联方应收款占比较高，其中，截至 2024 年底，公司对晋控煤业集团和晋能控股集团的应收账款分别占 33.07%和 4.51%；对晋控煤业集团和晋能控股集团的其他应收款分别占 40.44%和 22.20%。主要受煤价下行影响，公司应收账款持续下降，截至 2024 年底，账龄在 1 年以内以及 1~2 年的应收账款分别占 32.46%和 43.62%，应收账款账龄有所拉长，但前五大欠款方主要为煤炭关联企业以及国网山西，资金回收风险可控。同期末，公司货币资金充裕；存货中开发成本和开发产品合计约占 60.81%，根据当前房地产市场趋势，存在一定减值风险；项目投资增长带动在建工程有所增长，累计折旧和摊销增加导致固定资产和无形资产有所下降，公司固定资产成新率 54.00%。

截至 2025 年 6 月底，受融资增加影响，货币资金增幅较大带动公司资产总额增长，资产结构较上年底变化不大。同期末，公司受限资产合计 120.83 亿元（含无形资产 58.82 亿元、固定资产 40.04 亿元、货币资金 10.83 亿元），占当期末总资产的 3.75%。

图表 6 • 公司资产构成情况

业务板块	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	1396.12	40.11	1311.68	40.24	1185.41	37.75	1261.36	39.19
货币资金	328.35	23.52	291.29	22.21	286.68	24.18	356.69	28.28
应收账款	298.11	21.35	245.96	18.75	236.28	19.93	243.49	19.30
其他应收款	498.07	35.68	549.97	41.93	453.69	38.27	451.77	35.82
存货	129.11	9.25	131.86	10.05	126.89	10.70	128.57	10.19
非流动资产	2084.98	59.89	1947.86	59.76	1954.85	62.25	1957.24	60.81
固定资产	899.71	43.15	890.01	45.69	867.44	44.37	858.88	43.88
在建工程	300.16	14.40	279.10	14.33	301.81	15.44	307.15	15.69
无形资产	542.64	26.03	481.20	24.70	471.48	24.12	467.84	23.90
资产总额	3481.10	100.00	3259.54	100.00	3140.26	100.00	3218.60	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重
 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

公司所有者权益波动下降，未分配利润仍处于补亏阶段，整体权益结构稳定性尚可。

2022—2024 年末，受未分配利润加剧亏损影响，公司所有者权益持续下降。其中，2023 年，公司追溯重述法下确认应收无偿划出单位统借统还款坏账准备及调整确认统贷利息差额等导致未分配利润减少 51.73 亿元，同时分配现金股利 32.84 亿元；2024 年，公司分配现金股利 22.12 亿元。截至 2025 年 6 月底，受新增发行永续债券影响，公司所有者权益规模较上年底有所增长，实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性尚可。

图表 7 • 公司所有者权益构成情况

业务板块	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	372.60	42.49	372.60	45.17	372.60	45.62	372.60	44.14
其他权益工具	62.80	7.16	70.93	8.60	86.35	10.57	106.26	12.59
资本公积	276.46	31.53	278.67	33.78	278.74	34.13	278.80	33.03
专项储备	31.02	3.54	34.91	4.23	42.40	5.19	47.87	5.67
未分配利润	-122.34	-13.95	-175.57	-21.28	-202.56	-24.80	-201.90	-23.92
归属于母公司所有者权益	629.35	71.77	589.56	71.47	588.02	72.00	613.52	72.68
少数股东权益	247.54	28.23	235.34	28.53	228.72	28.00	230.63	27.32
所有者权益合计	876.89	100.00	824.90	100.00	816.74	100.00	844.16	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(2) 负债

公司负债规模波动下降，有息债务波动增长，债务结构合理，但债务负担重。

2022—2024 年末，公司负债规模持续下降，主要系持续压减短期借款和往来应付款以及燃煤价格下行导致应付燃料采购款减少所致。截至 2024 年底，受部分长期债务即将到期影响，公司一年内到期的非流动负债大幅增长。有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务波动下降，债务结构较为合理，但由于权益规模持续下降，公司债务负担指标有所提高。

截至 2025 年 6 月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大，同期末，公司全部债务小幅增长，短期债务占比进一步下降。若考虑将永续债券（106.26 亿元）调整至全部债务测算，截至 2025 年 6 月底，公司全部债务增长至 1841.82 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别较调整前提高 3.30 个百分点和 4.12 个百分点至 77.07% 和 71.40%，整体债务负担重。

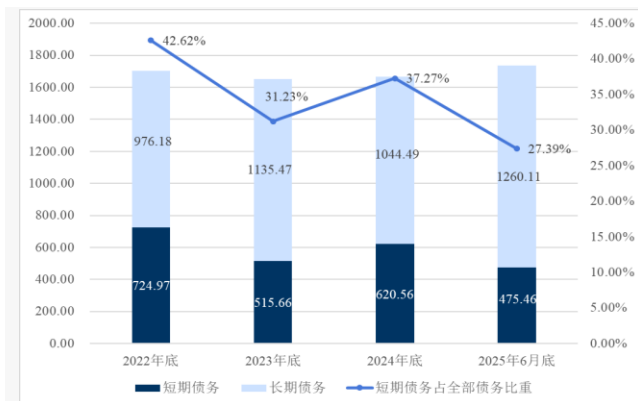
图表 8 • 公司负债构成情况

业务板块	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	金额 (亿元)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	1599.27	61.41	1271.77	52.24	1251.09	53.84	1086.85	45.77
短期借款	179.75	11.24	155.65	12.24	70.98	5.67	76.99	7.08
应付账款	371.64	23.24	352.56	27.72	320.54	25.62	309.40	28.47
其他应付款	310.46	19.41	260.42	20.48	158.58	12.68	158.59	14.59
一年内到期的非流动负债	510.17	31.90	316.87	24.92	543.92	43.48	394.37	36.29
非流动负债	1004.94	38.59	1162.87	47.76	1072.43	46.16	1287.59	54.23
长期借款	545.20	54.25	677.65	58.27	684.43	63.82	831.18	64.55
应付债券	251.00	24.98	352.01	30.27	295.54	27.56	357.46	27.76
长期应付款	179.03	17.81	104.95	9.03	60.88	5.68	66.88	5.19
负债总额	2604.21	100.00	2434.64	100.00	2323.52	100.00	2374.44	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债的比重

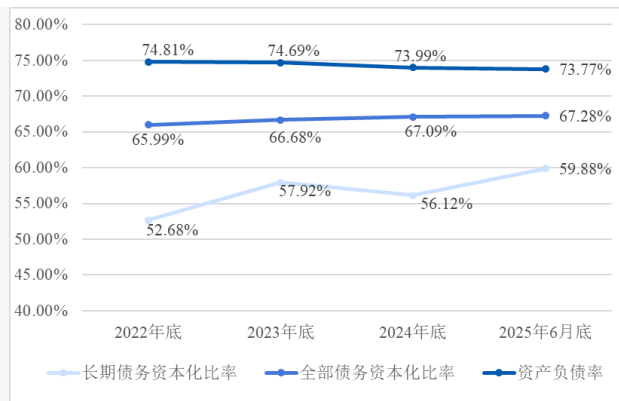
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



注：全部债务相关统计中不包含永续债券
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司债务负担情况



注：全部债务相关统计中不包含永续债券
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力与现金流

2022—2024 年，公司收入和利润规模整体下降，非经常性损益对利润影响较大。公司收入实现质量良好，经营现金仍足以覆盖投资支出，对外融资需求主要为前期债务置换，公司筹资活动现金持续净流出，但仍需关注受煤价下行对公司盈利和经营获现能力的不利影响。2025 年上半年，公司收入和经营现金同比增长，净融资增加使得筹资现金转为净流入状态。

2022—2024 年，主要受煤炭和组件产品价格下行影响，公司营业收入和成本持续下降；受财务费用降幅较大影响，公司期间费用持续下降，期间费用率维持 10%~11% 水平，成本费用控制较强。同期，公司坏账损失以及固定资产减值和高誉减值损失等对利润侵蚀较大；投资收益持续增长，主要系长期股权投资和其他权益工具投资收益向好以及债务重组产生投资收益增量所致。公司减值损失和投资收益合计分别占当期扣非利润¹的 23.23%、21.93% 和 43.82%。受上述因素综合影响，公司利润总额波动下降，盈利能力指标表现有所弱化。

2025 年上半年，公司营业总收入同比增长 8.41%，主要系上年同期受区域安全检查影响，煤炭产销量偏低所致。但因 2025 年煤价下行，公司上半年利润总额同比下降 43.02%。

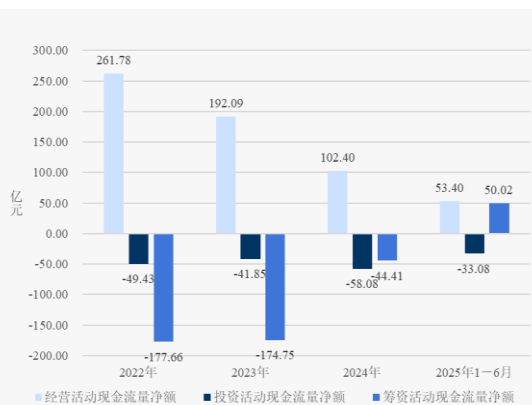
图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年上半年
营业总收入	1526.50	1348.74	1162.72	478.43
营业成本	1173.66	1060.51	951.49	398.42
期间费用总额	179.25	138.08	136.18	51.19
资产减值损失	-22.28	-4.03	-7.54	0.00
信用减值损失	-7.74	-12.74	-4.96	0.07
投资收益	10.30	16.17	20.39	4.20
利润总额	101.07	106.60	38.11	15.23
营业利润率 (%)	19.52	17.80	14.09	12.77
总资产收益率 (%)	4.58	5.45	2.75	--
净资产收益率 (%)	4.29	7.60	0.77	--

注：2022 年，公司固定资产减值损失 14.30 亿元，在建工程减值损失 2.86 亿元，存货跌价损失 2.15 亿元，坏账损失 7.74 亿元；2023 年，公司商誉减值损失 2.55 亿元，长期股权投资减值损失 1.26 亿元，坏账损失 12.74 亿元

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年，公司经营获现能力强且收入实现质量佳，现金收入比保持 100%~110% 水平；但经营活动现金流规模受煤价波动影响很大，近年来受煤价下行影响，公司经营活动现金净流入量降幅明显。但公司现金投资支出规模一般，经营活动现金收入足以覆盖投资活动现金支出，对外融资需求一般，故主动缩减债务规模，筹资活动现金表现为持续净流出。2025 年上半年，公司经营净现金流同比小幅增长，同期，公司提前为下半年到期债务筹措资金，筹资活动现金转为净流入。

¹ 扣非利润=营业总收入-营业成本-期间费用总额

4 偿债指标

公司整体偿债指标有所弱化，但考虑到公司在山西省内煤炭及电力行业内的市场地位以及可以获得地方政府较大的支持，公司偿债能力极强。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期 偿债 指标	流动比率 (%)	87.30	103.14	94.75	长期 偿债 指标	EBITDA (亿元)	314.02	274.66	193.93
	速动比率 (%)	79.22	92.77	84.61		全部债务/EBITDA (倍)	5.42	6.01	8.59
	经营现金流动负债比 (%)	16.37	15.10	8.18		经营现金/全部债务 (倍)	0.15	0.12	0.06
	经营现金/短期债务 (倍)	0.36	0.37	0.17		EBITDA/利息支出 (倍)	3.27	3.64	3.02
	现金短期债务比 (倍)	0.47	0.58	0.47		经营现金/利息支出 (倍)	2.73	2.54	1.59

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

2022—2024 年末，公司债务规模有所下降，但受煤价下行影响，经营获现和盈利水平均有所下降，长短期偿债能力指标表现整体趋弱。但公司货币资金充足，且由于短期债务减少，现金类资产对短期债务保障程度仍非常高。

截至 2025 年 6 月底，公司对外担保合计 6.34 亿元，占当期末所有者权益的 0.75%。同期末，公司存在部分未决诉讼，其中涉案金额较大的包括山西煤炭运销集团晋城阳城有限公司诉北京鑫业投资有限公司、三亚鹿回头旅游开发有限公司委托贷款纠纷案件（涉及本金 2.70 亿元），以及山西煤运省外煤焦经销有限公司、省外大同分公司诉黄骅港开发区达燃料有限公司合同纠纷案（涉及本金 2.13 亿元）。公司整体或有负债风险可控。

截至 2025 年 6 月底，公司未使用授信 993.69 亿元，间接融资渠道较为通畅；同时，旗下控股上市公司，具备直接融资条件，公司备用信用充裕。

5 公司本部财务分析

公司本部主要履行管理职能，2021 年 10 月成立燃料分公司负责旗下火电企业的燃煤采购，由于贸易业务采用净值法测算，公司本部收入规模小。公司本部债务负担很重，资产以对关联方分拨借款和长期股权投资为主，其利润水平和偿债保障主要依赖对下属子公司的投资收益及再融资能力。

公司本部作为决策管控主体，主要履行管理职能，其他应收款和长期股权投资占比很高。截至 2024 年底，公司本部资产总额 1651.89 亿元（含其他应收款 1015.92 亿元、长期股权投资 393.79 亿元），所有者权益 444.29 亿元；2024 年，公司本部实现营业收入 0.70 亿元，实现投资收益 29.63 亿元，利润总额 28.60 亿元，经营活动现金流量净额 17.77 亿元。

有息债务方面，截至 2024 年底，公司本部全部债务 971.16 亿元，全部债务资本化比率 68.61%。若考虑将永续债券计入债务测算，公司本部调整后全部债务提高至 1057.81 亿元，调整后全部债务资本化比率提高至 74.73%。公司本部债务负担很重。

八、ESG 分析

公司注重环保安全，积极履行作为国企的社会责任。整体看，目前公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司主营电力和煤炭业务，在生产过程中会产生二氧化硫、氮氧化物、烟尘等大气污染物、温室气体、废水及固体废弃物。在排放治理方面，公司主要开展环保设施改造、无组织和有组织排放治理、固体废物综合利用等办法。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司下设安全环保部，负责环境保护监督的具体管理工作，建立环境风险管控机制，明确环保工作任务和目标。2022—2024 年，联合资信未发现公司存在重大环保处罚。安全生产方面，公司制定了多项安全制度，为进一步管控风险、排查隐患，组织开展双控体系建设。2022—2024 年，公司发生过一般性生产安全事故，安全管理有待加强。生产经营方面，公司与上下游客户、供应商保持良好合作关系。社会责任方面，作为国有企业，公司积极履行社会责任，参与电热保供、乡村振兴及公益慈善等活动，为国家共富共荣的目标持续贡献力量。

公司尚未设立专门的 ESG 治理部门或组织，ESG 信息披露质量一般。

九、外部支持

公司可获得政府支持力度较大。

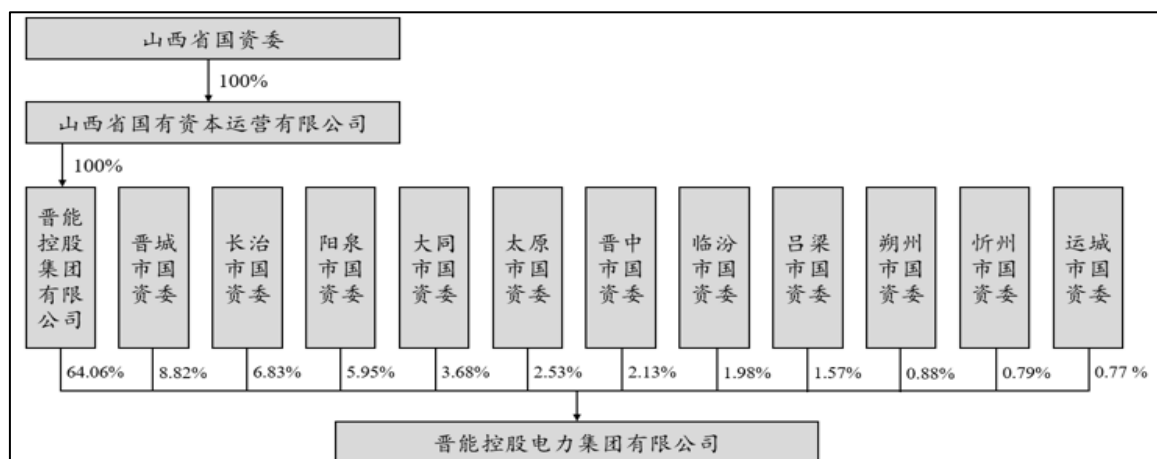
山西省经济发展总体平稳，2024 年实现地区生产总值 25494.69 亿元，按不变价格计算，同比增长 2.3%，产业结构持续调整优化。在能源保障方面，2024 年，山西省规模以上企业原煤总产量为 12.69 亿吨，占全国同期产量的 26.7%，继续保持全国领先地位；以长协价保障全国 24 个省份的电煤供应，有效发挥了能源保供“压舱石”作用。此外，山西省加快推动煤炭清洁高效利用，全省煤炭先进产能占比达到 83%，能源供给质量和效率持续提升。同期，山西省规模以上电站发电量 4386 亿千瓦时，同比小幅下降 1.0%；全社会用电量 2971.7 亿千瓦时，同比增长 3.0%。

公司系山西省大型国有重点能源企业，且具备发电、输电和配电全产业链协同性优势，区域综合竞争实力强。2022—2024 年，公司分别实现其他收益 8.53 亿元、6.60 亿元和 5.91 亿元，主要包括农网还贷补贴累计合计 7.74 亿元和供热补贴资金累计合计 5.88 亿元。

十、评级结论

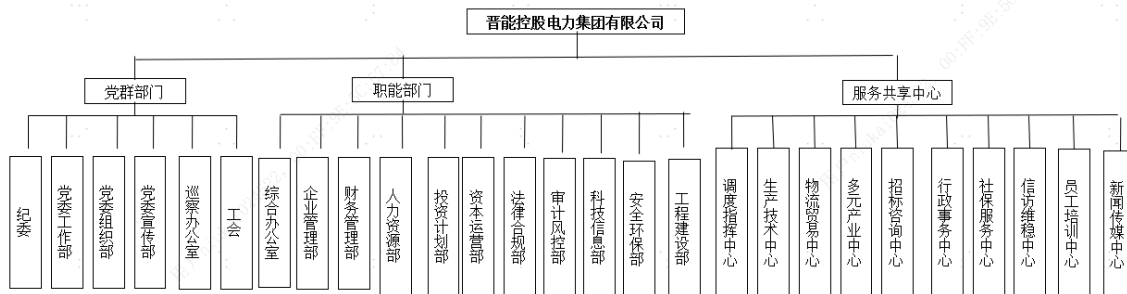
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
晋能（天津）融资租赁有限公司	融资租赁	75.00	25.00	投资设立
朔州东方长宏能源发展有限公司	铁路货物运输	51.00	--	股权收购
山西煤炭运销集团有限公司	煤炭及制品批发	100.00	--	同一控制企业合并
晋能环保工程有限公司	非金属废料和碎屑加工处理	100.00	--	投资设立
山西国际电力集团有限公司	火力发电	100.00	--	同一控制企业合并
太原市廉顺交通服务有限公司	交通服务	100.00	--	无偿划转
晋能快成物流科技有限公司	物流配送	51.00	--	投资设立
晋能集团信息服务有限公司	信息服务	100.00	--	投资设立
山西潞安光伏发电有限公司	光伏发电	100.00	--	无偿划转
山西潞安太阳能科技有限责任公司	光伏发电	100.00	--	无偿划转
山西潞安容海发电有限责任公司	火力发电	100.00	--	无偿划转
山西潞安余吾热电有限责任公司	火力发电	99.50	--	无偿划转
山西电力咨询中心有限公司	咨询服务	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据年度奥稿整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	338.13	301.20	289.15	360.49
应收账款（亿元）	298.11	245.96	236.28	243.49
其他应收款（亿元）	498.07	549.97	453.69	451.77
存货（亿元）	129.11	131.86	126.89	128.57
长期股权投资（亿元）	69.94	56.05	58.39	60.41
固定资产（亿元）	899.71	890.01	867.44	858.88
在建工程（亿元）	300.16	279.10	301.81	307.15
资产总额（亿元）	3481.10	3259.54	3140.26	3218.60
实收资本（亿元）	372.60	372.60	372.60	372.60
少数股东权益（亿元）	247.54	235.34	228.72	230.63
所有者权益（亿元）	876.89	824.90	816.74	844.16
短期债务（亿元）	724.97	515.66	620.56	475.46
长期债务（亿元）	976.18	1135.47	1044.49	1260.11
全部债务（亿元）	1701.15	1651.13	1665.06	1735.56
营业总收入（亿元）	1526.50	1348.74	1162.72	478.43
营业成本（亿元）	1173.66	1060.51	951.49	398.42
其他收益（亿元）	8.53	6.60	5.91	2.56
利润总额（亿元）	101.07	106.60	38.11	15.23
EBITDA（亿元）	314.02	274.66	193.93	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1699.80	1386.41	1168.64	534.79
经营活动现金流入小计（亿元）	1959.07	1455.36	1222.28	551.35
经营活动现金流量净额（亿元）	261.78	192.09	102.40	53.40
投资活动现金流量净额（亿元）	-49.43	-41.85	-58.08	-33.08
筹资活动现金流量净额（亿元）	-177.66	-174.75	-44.41	50.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.74	4.85	4.75	--
存货周转次数（次）	7.91	8.13	7.35	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.40	0.36	--
现金收入比（%）	111.35	102.79	100.51	111.78
营业利润率（%）	19.52	17.80	14.09	12.77
总资本收益率（%）	4.58	5.45	2.75	--
净资产收益率（%）	4.29	7.60	0.77	--
长期债务资本化比率（%）	52.68	57.92	56.12	59.88
全部债务资本化比率（%）	65.99	66.68	67.09	67.28
资产负债率（%）	74.81	74.69	73.99	73.77
流动比率（%）	87.30	103.14	94.75	116.06
速动比率（%）	79.22	92.77	84.61	104.23
经营现金流动负债比（%）	16.37	15.10	8.18	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.58	0.47	0.76
EBITDA 利息倍数（倍）	3.27	3.64	3.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	6.01	8.59	--

注：1. 公司 2025 年上半年财务报表未经审计，并已于 2023 年年初数据对 2022 年期末数据做追溯调整，已于 2024 年年初数据对 2023 年期末数据做追溯调整；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；3. 公司合并口径下已将其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至短期债务和长期债务测算；4. “—”表示数据无意义

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	116.98	128.03	161.93	211.76
应收账款（亿元）	57.50	37.69	29.86	27.36
其他应收款（亿元）	949.60	951.89	1015.92	1015.65
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	392.43	393.36	393.79	393.79
固定资产（合计）（亿元）	0.05	0.04	0.14	0.13
在建工程（合计）（亿元）	0.67	1.28	1.03	1.03
资产总额（亿元）	1532.33	1545.12	1651.89	1692.14
实收资本（亿元）	372.60	372.60	372.60	372.60
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	471.44	426.09	444.29	462.75
短期债务（亿元）	345.18	242.49	398.72	274.22
长期债务（亿元）	511.92	695.90	572.44	749.22
全部债务（亿元）	857.09	938.39	971.16	1023.44
营业总收入（亿元）	0.00	7.65	0.70	0.17
营业成本（亿元）	3.92	0.13	0.01	0.01
其他收益（亿元）	0.01	0.0002	0.01	0.0001
利润总额（亿元）	-0.60	32.87	28.60	0.56
EBITDA（亿元）	44.91	76.89	66.81	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	80.74	105.45	48.65	27.28
经营活动现金流入小计（亿元）	651.26	1148.83	1196.86	658.47
经营活动现金流量净额（亿元）	62.06	-17.20	17.77	-13.66
投资活动现金流量净额（亿元）	0.00	15.19	13.42	7.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	-36.30	8.49	7.72	56.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.00	0.16	0.02	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.0050	0.0004	--
现金收入比（%）	--	*	*	*
营业利润率（%）	--	94.84	86.14	84.04
总资本收益率（%）	3.38	5.79	4.74	--
净资产收益率（%）	-0.13	8.22	6.49	--
长期债务资本化比率（%）	52.06	62.02	56.30	61.82
全部债务资本化比率（%）	64.51	68.77	68.61	68.86
资产负债率（%）	69.23	72.42	73.10	72.65
流动比率（%）	230.93	274.70	197.32	269.40
速动比率（%）	230.93	274.70	197.32	269.40
经营现金流动负债比（%）	12.59	-4.12	2.80	--
现金短期债务比（倍）	0.34	0.53	0.41	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	0.99	1.75	1.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.08	12.20	14.54	--

注：1. 公司本部 2025 年上半年财务报表未经审计，并已于 2023 年年初数据对 2022 年期末数据做追溯调整，已于 2024 年年初数据对 2023 年期末数据做追溯调整；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；3. 公司本部口径下已将其其他流动负债中有息债务调整至短期债务测算；4. “*”表示数据过大或过小，“--”表示数据无意义

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)
存货周转次数	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%
盈利指标	
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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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
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	(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%
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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

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电力集团有限公司（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。