

山西华阳集团新能股份有限公司  
2026 年面向专业投资者公开发行  
可续期公司债券（第三期）  
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〕3721号

联合资信评估股份有限公司通过对山西华阳集团新能股份有限公司及其拟发行的山西华阳集团新能股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山西华阳集团新能股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，山西华阳集团新能股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）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

评级总监：

二〇二六年六月十一日

# 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山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

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。

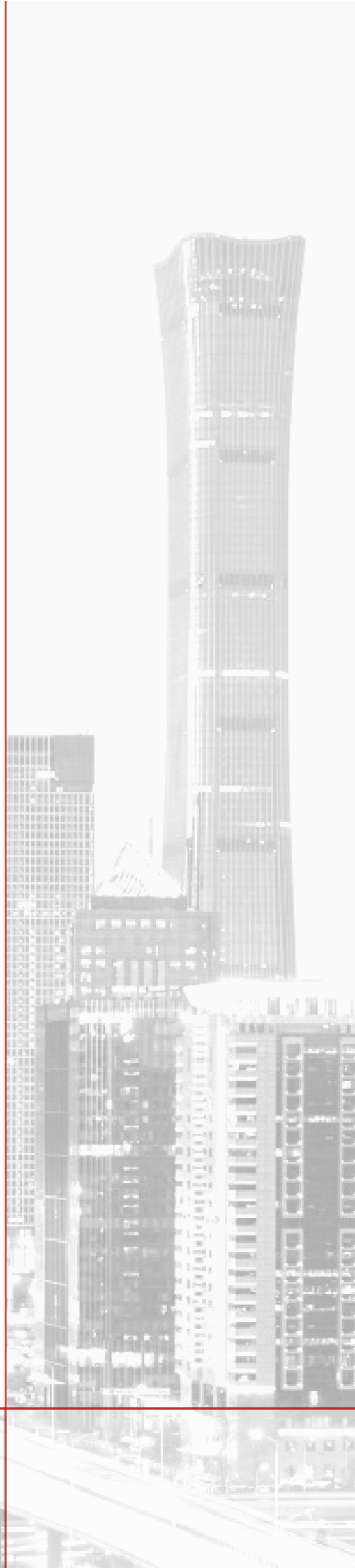
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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。



# 山西华阳集团新能股份有限公司

## 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）

### 信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/11

**债项概况** 山西华阳集团新能股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）（以下简称“本次公司债券”）发行总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。本次公司债券的基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”）有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付。本次公司债券募集资金扣除必要的发行费用后，拟用于偿还有息债务。本次公司债券无担保债券，破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务。

**评级观点** 公司为山西省属国有大型煤炭生产企业，资源储备丰富，以优质无烟煤为主，运输条件便利，规模优势显著。2023—2025 年，受煤炭行业下行周期影响，公司煤炭产量波动下降、煤价持续下行，使得营业总收入及利润总额逐年下降；同时，在“碳中和”政策背景下，公司面临一定转型压力，且安全生产管理水平仍需提升。综合来看，公司经营基础稳固，整体经营风险很低。财务方面，2023 年以来，公司经营获现能力良好，主业突出，利润主要来源于经营性业务。尽管债务规模有所增长，但债务期限结构持续优化，融资成本维持在较低水平，债务杠杆整体可控，偿债指标表现优异，整体财务风险非常低。同时，公司控股股东华阳新材料科技集团有限公司（以下简称“华阳集团”）以及实际控制人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”）对公司的支持力度大。综合公司经营和财务风险表现，同时考虑控股股东以及实际控制人的外部支持，公司偿还债务的能力极强，本次公司债券违约概率极低。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**股东支持。

**评级展望** 公司在推进煤炭相关产业发展的同时，积极培育新能源产业，公司经营规模将扩大，公司整体竞争力有望保持，但较大的资本支出也将增加公司对外融资需求，公司债务负担或将加重。考虑到现阶段公司债务杠杆尚可，且后续新投产矿井将带动公司煤炭产量提升，公司整体信用水平有望保持稳定。

**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：**煤炭资源禀赋显著恶化，公司行业地位下降，再融资能力大幅下降；政府对公司的支持能力和支持意愿发生重大变化或其他导致信用水平显著下降的因素。

### 优势

- **资源储备丰富、煤质优良及煤炭运输条件便利。** 公司拥有较丰富的煤炭资源储备，以优质无烟煤为主，且煤炭运输条件便利。截至 2025 年底，公司煤炭资源储量总额为 65.66 亿吨，可采储量 29.33 亿吨，在产矿井产能为 4090 万吨/年，2025 年原煤产量为 4161.00 万吨。
- **公司经营获现情况良好，融资成本较低，债务期限结构有所优化。** 2023—2025 年，公司经营活动现金流净额分别为 69.38 亿元、34.88 亿元和 31.79 亿元；公司 EBITDA 分别为 109.93 亿元、65.69 亿元和 59.19 亿元，公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度很高。2025 年，公司长期借款利率在 2.12%至 3.65%之间，融资成本较低。截至 2025 年底，公司长期债务占比达 78.06%，以长期债务为主。
- **公司可获得外部支持。** 公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，其在华阳集团的业务定位中居重要地位；煤炭工业作为山西省重要的支柱产业，公司产业发展可受到当地各级政府的高度重视。

## 关注

---

- **“碳中和”等政策下，公司收入和利润受行业周期下行影响很大，面临一定转型压力。**2023—2025年，煤炭销售价格持续下降等因素使得公司营业总收入和利润总额均持续下降，债务规模有所增长。未来，随着新能源发电成本下降和储能技术发展，作为传统化石能源，煤炭消费增量或将受抑制，煤炭企业面临转型挑战。
- **公司面临一定安全生产压力。**公司矿井多属于高瓦斯涌出矿，煤炭开采及运输过程具有相对较高的危险性。2023年以来，公司下属矿井发生多起事故，造成人员死亡，并存在阶段性停产整顿情况。公司安全生产管理水平需进一步提升。
- **关联交易风险。**2025年，公司关联方采购额为39.76亿元，规模较大，主要为公司向华阳集团及其子公司采购的设备、材料及购买的工程服务等。此外，公司货币资金中存放在财务公司的规模很大。
- **本次公司债券具有利息递延支付选择权、票面利率调整机制、赎回选择权等特点，一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。本次公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务。**

## 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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
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: 股东支持				+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: 公司外部支持情况较上次评级未发生变化。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

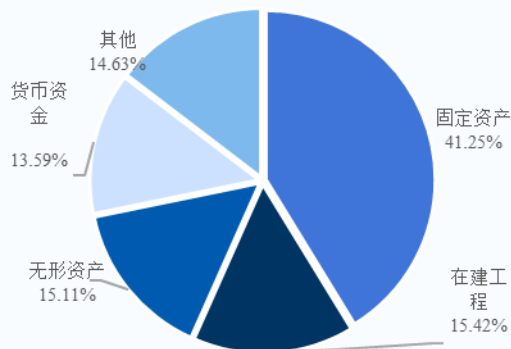
## 主要财务数据

项目	合并口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产(亿元)	147.65	117.15	119.63	99.36
资产总额(亿元)	715.71	809.71	874.05	856.34
所有者权益(亿元)	321.66	378.27	408.58	397.01
短期债务(亿元)	97.79	60.51	61.77	66.87
长期债务(亿元)	114.29	188.67	219.82	235.99
全部债务(亿元)	212.08	249.18	281.59	302.87
营业总收入(亿元)	285.18	250.60	214.44	49.26
利润总额(亿元)	78.88	36.15	30.25	8.65
EBITDA(亿元)	109.93	65.69	59.19	--
经营性净现金流(亿元)	69.38	34.88	31.79	-3.84
营业利润率(%)	37.55	26.76	29.38	29.98
净资产收益率(%)	18.81	6.88	5.31	--
资产负债率(%)	55.06	53.28	53.25	53.64
全部债务资本化比率(%)	39.73	39.71	40.80	43.27
流动比率(%)	69.95	68.92	67.73	64.40
经营现金流流动负债比(%)	26.78	15.70	13.98	--
现金短期债务比(倍)	1.51	1.94	1.94	1.49
EBITDA利息倍数(倍)	13.74	8.56	7.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.93	3.79	4.76	--

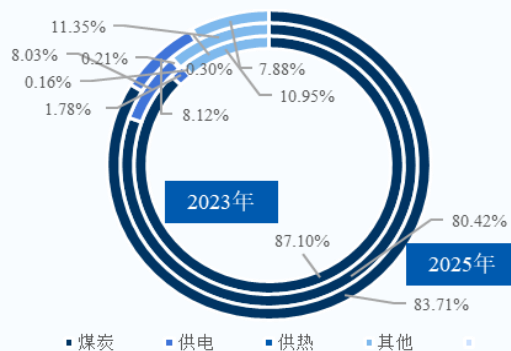
项目	公司本部口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	452.63	529.40	548.32	534.53
所有者权益(亿元)	205.00	254.16	282.16	267.20
全部债务(亿元)	135.28	158.75	158.62	178.57
营业总收入(亿元)	175.86	137.79	122.06	30.91
利润总额(亿元)	35.62	22.25	19.07	5.15
资产负债率(%)	54.71	51.99	48.54	50.01
全部债务资本化比率(%)	39.76	38.45	35.99	40.06
流动比率(%)	85.24	98.24	103.57	96.96
经营现金流流动负债比(%)	19.18	19.28	10.48	--

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. 合并口径下, 本报告已将长期应付款的计息部分纳入公司长期债务, 公司本部口径数据未做债务调整; 4. “--”表示不适用  
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

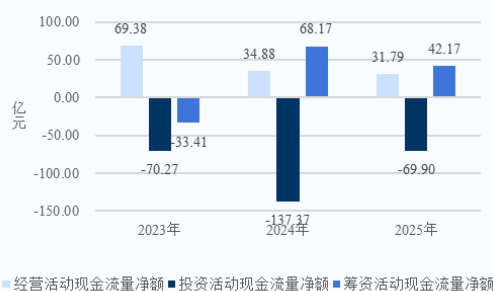
2025年底公司资产构成



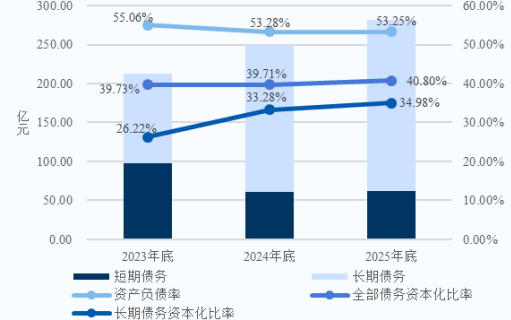
2023—2025年公司收入构成



2023—2025年公司现金流情况



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	2026/05/22	张桐 杨恒	<a href="#">煤炭企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	2018/10/22	王越 徐益言	<a href="#">煤炭行业企业信用评级方法</a> （原联合信用评级有限公司评级方法）	<a href="#">阅读全文</a>

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号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：张 桐 [zhangtong@lhratings.com](mailto:zhangtong@lhratings.com)

项目组成员：杨 恒 [yangheng@lhratings.com](mailto:yangheng@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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

山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“公司”）系经山西省人民政府晋政函〔1999〕163号文批准，以华阳新材料科技集团有限公司（原阳泉煤业（集团）有限责任公司，以下简称“华阳集团”）为主发起人，于2003年3月设立的股份有限公司。2003年7月，经上海证券交易所同意，公司所发行的股票于当月在上海证券交易所挂牌上市交易，股票简称为“国阳新能”，证券代码为“600348.SH”。2011年5月，公司名称变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”，股票简称变更为“阳泉煤业”。2021年1月，公司名称变更为现用名“山西华阳集团新能股份有限公司”，股票简称变更为“华阳股份”，股票代码不变。

截至2025年底，公司总股本为360750万股，控股股东华阳集团直接持有公司55.52%股权；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”）实际控制华阳集团，为公司实际控制人。截至2025年底，华阳集团将其持有公司股权的13.76%质押。截至2025年底，公司最新股权结构图见附件1-1，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

公司主要从事煤炭生产、洗选加工、销售及配套的相关业务或衍生业务。按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至2025年底，公司本部设置了多个职能部门，详见附件1-2；截至2025年底，公司合并范围在职人员39198人。

截至2025年底，公司合并资产总额874.05亿元，所有者权益408.58亿元（含少数股东权益47.16亿元）；2025年，公司实现营业总收入214.44亿元，利润总额30.25亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额856.34亿元，所有者权益397.01亿元（含少数股东权益48.61亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入49.26亿元，利润总额8.65亿元。

公司注册地址：山西省阳泉市矿区桃北西街2号；公司法定代表人：王玉明。

## 二、本次债项概况

### 1. 本次公司债券发行规模

山西华阳集团新能股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）（以下简称“本次公司债券”）发行总额不超过人民币10亿元（含10亿元）。本次公司债券不设定增信措施。

### 2. 本次公司债券期限（附续期选择权）

本次公司债券的基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前30个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

### 3. 递延支付利息选择权

本次公司债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本次公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息或不能偿还的行为。

公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日发布递延支付利息公告。

递延支付利息公告内容应包括但不限于：（1）本次公司债券的基本情况；（2）本次利息的付息期间、本次递延支付的利息金额及全部递延利息金额；（3）公司关于递延支付利息符合募集说明书等相关文件约定的声明；（4）受托管理人出具的关于递延支付利息符合递延支付利息条件的专项意见；（5）律师事务所出具的关于递延支付利息符合相关法律法规规定的专项意见。

### 4. 强制付息事件

付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生强制付息事件，公司将于2个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

### 5. 利息递延下的限制事项

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生利息递延下的限制事项，公司将于2个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

## 6. 初始票面利率确定方式

本次公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。

本次公司债券设置票面利率调整机制，重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日由中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为首个周期票面利率与初始基准利率之间的差值，并在后续重置票面利率时保持不变。

## 7. 票面利率调整机制

重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。如果公司行使续期选择权，本次公司债券后续每个周期当期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。当期基准利率为重新定价周期起息日前 250 个交易日由中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本次公司债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入到 0.01%）。

本次公司债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，公司若行使续期选择权，本次公司债券重置票面利率调整幅度较大，公司选择在到期后全额兑付的可能性大。

## 8. 会计处理

公司根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，在会计初始确认时将本次公司债券分类为权益工具。本次发行会计师事务所立信会计师事务所（特殊普通合伙）已对上述会计处理情况出具专项意见。

债券存续期内如出现导致本次发行可续期公司债券不再计入权益的事项，公司将于 2 个交易日内披露相关信息，并披露其影响及相关安排。

## 9. 偿付顺序

本次公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债券和其他债务。

## 10. 赎回选择权

除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本次公司债券。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本次公司债券。赎回的支付方式与本次公司债券到期本息支付相同，将按照本次公司债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

### 情形 1：公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次公司债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本次公司债券进行赎回。

公司有权在法律法规及相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日（即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日）前 20 个交易日公告（法律法规、相关法律法规司法解释变更日距付息日少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

### 情形 2：公司因会计准则变更进行赎回

根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13 号）和《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2 号），公司将本次公司债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本次公司债券计入权益时，公司有权对本次公司债券进行赎回。

公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本次公司债券。赎回的支付方式与本次公司债券到期本息支付相同，将按照本次公司债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本次公司债券将继续存续。

如果公司选择行使续期选择权、递延支付利息选择权以及赎回选择权等相关权利，则会造成本次公司债券本息支付的不确定性，可能对债券持有人的利益造成不利影响。

#### 11. 付息方式

在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次。

#### 12. 募集资金用途

本次公司债券募集资金扣除必要的发行费用后，拟用于偿还有息债务。

本次公司债券具有公司续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本次公司债券一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。但考虑到公司经营情况良好，且公司行使续期选择权的成本较高，公司行使续期选择权及递延付息的可能性小。

### 三、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）》](#)。

### 四、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》](#)。

### 五、基础素质分析

#### 1 竞争实力

公司拥有较丰富的煤炭资源储备，煤质优良，业务规模较高，产品运输交通便利，整体具有较强的市场竞争优势。

公司拥有较丰富的煤炭资源储备，煤质优良，其中大部分为稀缺煤种无烟煤，公司主要煤炭产品包括无烟洗末煤、无烟洗中块、洗小块及无烟末煤等多个品种。资源储备方面，截至 2025 年底，公司共有 9 个在产矿井、1 个建设期矿井和 1 个储备矿井，煤炭资源储量总额为 65.66 亿吨<sup>1</sup>，可采储量 29.33 亿吨，煤炭资源储量和可采储量丰富，有助于公司可持续发展。

2025 年，公司实现原煤产量 4161.00 万吨，约占山西省规模以上企业原煤产量的 3%。整体看，公司业务规模相比周边省属煤炭上市企业处于较高水平。

图表 1 • 公司同业对比情况（2025 年数据）

名称	原煤产量 (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)	总资产报酬率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务 /EBITDA	EBITDA/利息费用 (倍)
公司	4161	874.05	408.58	214.44	30.25	4.23	53.25	4.83	10.92
山西潞安环保能源开发股份有限公司	5620	796.43	465.41	278.20	11.94	1.76	41.56	0.73	19.69
晋能控股山西煤业股份有限公司	3529	359.00	275.81	131.09	34.06	9.35	23.17	0.18	159.72

注：为统一数据口径，本表中数据统一使用 Wind 数据  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司煤炭产品优质稳定，行销全国多个省市及用户，近年来，公司积极调整产品结构，优化市场结构，与国内主要钢铁企业及火电企业建立良好的业务合作关系。运输方面，公司位于阳泉市，地处山西省沁水煤田东北部，石太铁路和石太高速公路从矿区穿过，交通便利。公司铁路运输跨石家庄、太原两个铁路分局，西距太原 110 公里，东距石家庄 120 公里，拥有阳泉、白羊墅和寿阳三个发煤站及储装运系统，有利于保障煤炭产品的运输及周转效率。

## 2 人员素质

公司在任董事和高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验，员工结构符合生产型企业特征，能够满足公司目前生产经营及发展需要。

截至 2025 年底，公司拥有董事 8 人，高级管理人员 9 人（含董事兼高级管理人员 3 人），公司董事较《公司章程》要求少 1 人，高级管理人员设置符合《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）及《公司章程》要求。

公司董事长王永革先生，历任原山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司副总经理，山西焦煤集团有限责任公司副总经理，霍州煤电集团有限责任公司党委书记、董事长，原阳泉煤业（集团）有限责任公司党委副书记、副董事长、总经理，华阳集团党委副书记、副董事长、总经理；现任华阳集团党委书记、董事长；公司党委书记、董事长。

截至 2025 年底，公司合并口径总员工合计 39198 人，按照专业构成划分，生产人员为 29359 人，作为生产型企业，公司生产人员占比较高。

## 3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 5 月 12 日，公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息，已结清信贷信息中存在 6 笔关注类信息，均系 2020 年前产生且均已正常还款。

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本部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本部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以及信用中国中存在重大不良记录。

## 六、管理分析

公司法人治理结构符合法律法规要求，并结合自身国企特征设置有党委和纪委等机构，进一步加强公司管理和治理的规范性。公司制定了涵盖生产经营管理的全过程相应制度，但公司矿井多属于高瓦斯涌出矿，安全生产压力较大，存在较多安全事故，安全管理有待进一步加强。

<sup>1</sup> 不含停产的裕泰矿。

## 1 法人治理

公司根据《公司法》《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东会、董事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司设立中国共产党的委员会（以下简称“党委”）和纪律检查委员会（以下简称“纪委”），开展党的活动。党组织是公司法人治理结构的有机组成部分。

股东会为公司权力机构；董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。独立董事占公司董事会成员的比例不得低于三分之一，且至少包括一名会计专业人士。根据《公司法》《上市公司章程指引（2025 年修订）》等法律法规和规范性文件，公司于 2025 年 8 月取消监事会，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会职权，并同步修订《公司章程》及《股东会议事规则》《董事会议事规则》。公司董事会审计委员会行使审核公司财务信息及其披露、监督及评估内外部审计工作和内部控制等职权。党委由 5 人组成，参与公司重大问题决策，设书记 1 人，副书记 1 人；纪委协助党委加强党风廉政建设和反腐败工作，由 3 人组成，设书记 1 人，副书记 1 人；管理层设总经理一名，负责公司日常的经营管理工作。公司管理体制较为完善。

## 2 管理水平

内部控制方面，公司本部设置了综合部、人力资源部、财务部、规划发展部、证券部、法律审计部及安全监察部等职能部门，制定了涵盖采购、生产、销售、财务、文秘及人力资源等生产经营管理的全过程相应制度，为公司正常生产经营提供了保障。

安全管理方面，公司所属矿井大多属于高突瓦斯矿井，煤炭开采和安全生产难度较大。2023 年以来，公司下属矿井发生多起安全生产事故，并造成多人死亡，公司矿井因安全事故存在阶段性停产整顿情况，对公司生产经营造成一定影响，公司的安全生产管理有待进一步加强。

# 七、经营分析

## 1 经营概况

**煤炭生产与销售是公司核心业务，2023—2025 年，公司煤炭销售价格下降使得营业总收入持续下降，综合毛利率受产销量和价格综合影响波动下降。2026 年一季度，公司营业总收入进一步下降。**

公司主营煤炭生产和洗选加工、电力及热力的生产与销售，其中煤炭业务是公司收入和毛利润的主要来源；其他业务主要是与煤炭业务配套的相关服务业务或衍生业务，包括煤层气业务、材料销售、固定资产出租和运输业务，以及光伏组件的生产和销售、钠离子电池的生产和销售等。

受煤炭市场供需格局转变的影响，2023—2025 年，公司煤炭销售价格持续下降，使得煤炭业务收入持续下降。2024 年，受煤炭产销量较低以及煤炭销售价格下行等因素综合影响，公司煤炭业务毛利率下降；2025 年，煤炭板块毛利率在煤炭市场价格下行的背景下同比小幅增长，主要系生产成本较低的七元矿投产等因素使得整体成本有所下降所致。公司供电业务收入增加主要系阳泉热电 2\*660MW 电厂项目于 2023 年 11 月投产所致，毛利率逐年上升系煤炭采购均价下降所致；供热业务收入规模较小，毛利率持续为负。公司其他业务收入逐年减少、毛利率持续上升，主要系低毛利率的光伏组件业务规模减少所致。

图表 2 • 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	248.39	87.10%	51.20%	201.54	80.42%	40.22%	179.51	83.71%	42.60%
供电	5.09	1.78%	16.23%	20.11	8.03%	20.85%	17.41	8.12%	39.76%
供热	0.47	0.16%	-36.57%	0.52	0.21%	-53.75%	0.64	0.30%	-46.15%
其他	31.23	10.95%	0.71%	28.43	11.35%	4.56%	16.89	7.88%	8.87%
<b>合计</b>	<b>285.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.90%</b>	<b>250.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.43%</b>	<b>214.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.45%</b>

注：因四舍五入，合计数或存在尾差  
资料来源：公司提供

2026年1—3月，公司实现营业总收入49.26亿元，同比下降15.33%。其中，煤炭业务收入为42.38亿元，毛利率为42.91%，同比均变化很小。公司其他业务收入为2.33亿元，较上年同期的8.50亿元明显减少，主要系光伏组件业务规模进一步减少所致。公司综合毛利率为41.31%，同比上升5.35个百分点，主要系供电业务毛利率提升所致。

## 2 业务经营分析

### (1) 煤炭生产

公司煤炭可采储量规模较大，煤种主要为稀缺的无烟煤，具备煤种优势，2023—2025年，公司煤炭产量波动下降，未来在建矿井投产有望提升公司规模实力。

截至2025年底，公司九个在产矿井煤炭资源储量为50.25亿吨，可采储量24.62亿吨，煤种主要包括无烟煤、贫瘦煤等。公司各主要矿井煤炭资源储量统计如下表所示。

图表3·截至2025年底公司主要矿井情况表（单位：亿吨、万吨/年、万吨）

主要矿区	主要煤种	资源储量	可采储量	核定年产能	产量（原煤）		
					2023年	2024年	2025年
一矿	无烟煤	7.02	4.17	850	1120.42	934.06	932.56
二矿	无烟煤	3.75	1.41	810	1030.41	890.69	860.29
新景矿	无烟煤	8.58	4.60	450	899.34	584.48	588.16
平舒矿	贫煤、无烟煤	3.01	1.52	500	375.06	447.00	518.68
开元矿	贫瘦煤	2.93	1.14	300	380.67	349.99	342.39
景福矿	无烟煤	0.60	0.25	90	110.22	81.63	86.14
兴裕矿	无烟煤	0.45	0.02	90	100.99	101.12	106.35
榆树坡矿	焦煤、气煤	3.67	1.03	500	573.69	420.19	539.18
七元矿	无烟煤	20.25	10.48	500	--	28.22	165.62
泊里矿（建设期）	无烟煤	9.11	4.71	500	--	--	21.62
于家庄井田（探矿权）	--	6.30	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	--	<b>65.66</b>	<b>29.33</b>	<b>4590.00</b>	<b>4590.80</b>	<b>3837.38</b>	<b>4161.00</b>

注：不含停产的裕泰矿  
资料来源：公司提供

2024年，公司平舒矿纳入500万吨/年生产矿井序列，榆树坡矿取得500万吨/年安全生产许可证。2025年12月，公司七元矿正式竣工投产，榆树坡矿完成产能核增。截至2025年底，公司9个在产矿井以及1个在建矿井核定总产能提升至4590万吨/年，其中在产矿井产能为4090万吨/年，在建的泊里矿未来投产有望进一步增强公司规模优势。

产量方面，2023年，公司完成煤炭产量4590.80万吨，为落实山西省煤炭保供任务，公司部分煤矿存在年产量超过核定产能的情况。2024年，煤炭行业下游需求不足，公司煤炭产量完成3837.38万吨，同比下降明显。公司部分矿井因安全事故存在阶段性停产整顿情况，对产量造成一定影响。2025年，随着榆树坡矿、平舒矿等矿产能释放以及七元矿的投产，公司煤炭产量恢复至4161万吨。2026年1—3月，公司实现煤炭产量1027.21万吨。

### (2) 煤炭销售

2023—2025年，因煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭市场价格持续回落，公司煤炭销售价格持续下降，销量随着市场需求波动下降。

销售方面，公司推行集中统一销售、长协为主的煤炭销售策略，设立了专业的销售公司。公司销售结算方式主要采用预收款形式。公司煤炭来源主要为自有矿井开采，公司主要煤炭产品包括洗末煤、洗块煤、末煤等多个品种。目前公司市场用户定位于大型的电力、冶金和化工企业集团；市场区域主要为河北、山东、东北等地区。

公司洗末煤产品对主供钢厂用户销量占总销量的80%以上，主要用户为鞍山钢铁集团有限公司、本钢集团有限公司等；公司洗块煤（洗中块、洗小块等）产品主要供给山东、河北地区化工企业；公司末煤主要供给河北、山东地区的五大电力集团下属电厂，电煤长协用户占比在90%以上。公司主要煤矿临近铁路，发运条件便利。

2023—2025 年，公司煤炭销售价格持续下降，主要系进口煤涌入国内市场等因素推动国内煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡下行。公司煤炭销量随着市场需求波动下降，但公司推进原煤全量入洗改造，优化洗选工艺，提升洗选效率与精煤产出率，通过全入洗处理，有效降低煤炭灰分、硫分等杂质含量，提升煤炭产品品质，使产品更贴合化工、冶金等高端客户的需求。以质定价的优势进一步凸显，单位产品附加值显著增加，减少了煤炭市场价格波动的影响。

图表 4 • 公司分品种煤炭销售情况表（单位：万吨、元/吨）

品种	2023 年		2024 年		2025 年	
	销量	售价	销量	售价	销量	售价
末煤	3409	545.60	2776	515.50	3132	427.56
洗块煤	400	976.48	376	797.14	374	600.47
洗末煤	158	1193.70	261	922.07	268	727.60
煤泥	133	337.53	141	311.72	186	195.41
<b>合计</b>	<b>4100</b>	<b>605.78</b>	<b>3554</b>	<b>567.04</b>	<b>3960</b>	<b>453.29</b>

注：上表中 2023 年公司煤炭销量不含外购统销煤  
 资料来源：公司提供

### （3）采购销售集中度和关联交易

2025 年，公司销售和采购集中度均高，且关联采购规模较大，公司存在一定规模的关联方资金拆出金额，需持续关注公司关联交易及资金拆借风险。

2023—2025 年，公司前五大供应商采购集中度分别为 57.37%、48.88%和 47.13%，采购集中度高。2025 年，公司关联方采购额为 39.76 亿元，规模较大，主要为公司向华阳集团及其子公司采购的设备、材料及购买的工程服务等。

2023—2025 年，公司前五大客户销售集中度分别为 23.88%、34.74%和 44.96%，销售集中度高，客户主要为电厂和燃料物资公司。公司 2025 年全年关联销售金额规模小，为 5.52 亿元。

关联资金拆借方面，截至 2025 年底，公司关联方资金拆入金额 2.07 亿元，主要为阳泉煤业集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）和河北建投集团财务有限公司信用借款，利息采用中国人民银行公布的同期贷款基准利率，公司关联方资金拆出金额 8.62 亿元，主要为对联营企业的投资性往来款，利息采用协议利率。

## 3 未来发展

截至 2025 年底，公司主要在建项目涉及矿井建设、技改等领域，已完成投资比例高，后续待投入规模小，随着相关项目的建成，将进一步加强公司整体抗风险能力。

公司在建工程主要涉及煤炭矿井建设和技改等项目，截至 2025 年底，公司重要在建项目总投资预算数为 234.33 亿元，已完成投资 182.43 亿元，后续待投入规模小。未来随着相关在建项目的投产，公司经营规模将扩大，综合抗风险能力有望持续增强，但需关注在新能源产业对于煤炭行业冲击的背景下，公司煤炭矿井建设项目建设完成后的效益情况。

图表 5 • 截至 2025 年底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例(%)	累计投入金额	资金来源
新景矿 525 水平井巷技改	20.00	77.55	15.51	其他
泊里 500 万吨技改工程	69.45	61.39	42.64	金融机构贷款及其他
平舒风井工程	14.55	78.15	11.37	金融机构贷款及其他
一矿阎家庄分区工程	17.00	88.11	14.98	其他
七元煤矿建设项目	82.81	90.78	75.17	金融机构贷款及其他
平舒铁路专用线项目	19.55	82.95	16.22	金融机构贷款及其他
高效组件制造项目工程	10.97	59.69	6.55	金融机构贷款及其他
<b>合计</b>	<b>234.33</b>	<b>--</b>	<b>182.43</b>	<b>--</b>

注：1. 累计投入金额系预算数与工程累计投入占预算比例乘积；2. 表中不含期末余额为 0 的重要在建工程项目  
 资料来源：公司年报

未来，公司将继续推进传统煤炭、新能源新材料产业“双轮驱动”战略。公司煤炭产业发展重心逐渐向清洁高效、低碳智能方向转变；新能源新材料产业作为业务转型升级、技术攻关的战略新兴产业，加强关键工艺技术攻关与迭代，夯实新质生产力产业基础，构建煤炭产业与新能源新材料产业相互支撑、协同发展的新型产业发展格局。

## 八、财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，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 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2023 年，公司合并范围内新增 3 家子公司，其中，现金收购山西华钠科技项目管理有限公司 100% 股权，发生同一控制下的企业合并 1 家，为公司控股股东华阳集团控股的华阳煤基新材料（山西）有限公司，公司新设子公司山西华阳碳材科技有限公司，公司持股 40%，纳入公司合并范围主要因为公司拥有参与和控制其财务和经营活动的权力，并享有可变回报。2024 年、2025 年和 2026 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大，公司财务可比性强。

### 1 资产质量

公司资产结构以非流动资产为主，符合公司所处行业特征，随着产能规模及资源储备规模的提升，公司非流动资产规模及资产总额提升显著。公司货币资金较为充足，资产受限比例很低，公司整体资产质量好。

2023—2025 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 10.51%。截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底增长 7.95%，主要系七元煤矿建设项目等投产转固所致。公司资产以非流动资产为主，符合煤炭行业企业特征。

公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成。2023—2025 年末，公司货币资金波动下降，主要系公司项目建设以及收购探矿权等支出增加所致。截至 2025 年底，公司存放于财务公司的资金余额 58.16 亿元，期末受限货币资金为 20.74 亿元，主要为土地复垦保证金和矿山环境治理恢复基金专户资金、银行承兑汇票保证金等。公司应收账款变化小，但应收款账龄较长，其中，账龄在 3 年以上的应收账款占比超过 50%，截至 2025 年末，公司累计计提坏账准备 28.35 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2023—2025 年末，固定资产和在建工程整体呈上升趋势，公司固定资产主要为矿井建筑物和设备等；2023 年以来，公司七元矿以及泊里矿建设工程项目投资增加使得在建工程和固定资产增幅较大。2024 年底公司无形资产较上年底大幅增长 110.26%，主要系竞拍取得于家庄区块煤炭探矿权所致。公司无形资产主要由采矿权（48.88 亿元）和探矿权（68.00 亿元）构成，计提减值准备 2.49 亿元。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>181.23</b>	<b>25.32</b>	<b>153.07</b>	<b>18.90</b>	<b>153.97</b>	<b>17.62</b>	<b>132.41</b>	<b>15.46</b>
货币资金	144.97	20.26	116.20	14.35	118.82	77.17	98.60	74.46
应收账款	19.72	2.76	19.60	2.42	18.44	11.97	16.43	12.41
<b>非流动资产</b>	<b>534.48</b>	<b>74.68</b>	<b>656.65</b>	<b>81.10</b>	<b>720.08</b>	<b>82.38</b>	<b>723.92</b>	<b>84.54</b>
固定资产	288.46	40.30	300.04	37.06	360.55	50.07	355.54	49.11
在建工程	107.61	15.03	142.93	17.65	134.74	18.71	143.30	19.79
无形资产	62.82	8.78	132.09	16.31	132.10	18.35	131.08	18.11
<b>资产总额</b>	<b>715.71</b>	<b>100.00</b>	<b>809.71</b>	<b>100.00</b>	<b>874.05</b>	<b>100.00</b>	<b>856.34</b>	<b>100.00</b>

注：占比指分别占流动资产和非流动资产总额比例  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司受限资产金额 22.68 亿元，主要为受限的货币资金，受限资产比例 2.59%。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 2.03%，主要系货币资金减少所致，资产结构和规模较上年底变化不大。

## 2 资本结构

### (1) 所有者权益

受益于公司利润累积和发行永续期公司债券，公司所有者权益整体持续增加，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

由于公司经营利润持续累积以及发行永续期公司债券，公司所有者权益规模持续增加，2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.70%。截至 2025 年底，公司所有者权益 408.58 亿元，较上年底增长 8.01%，主要系公司新增发行永续期公司债券所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.46%，少数股东权益占比为 11.54%。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 8.83%、0.15%、21.96%和 48.64%，所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 397.01 亿元，较上年底下降 2.83%。

### (2) 负债

2023—2025 年末，公司债务总额呈现上升趋势，债务期限结构优化，融资成本较低，公司整体债务负担尚可。

2023 年以来，公司负债和债务总额整体上升较快，债务期限结构优化。公司短期借款规模有限，长期借款大幅上升，公司长期借款均主要为信用借款，2025 年长期借款利率在 2.12%至 3.65%之间，融资成本较低。截至 2026 年 3 月底，公司长期借款进一步增加。

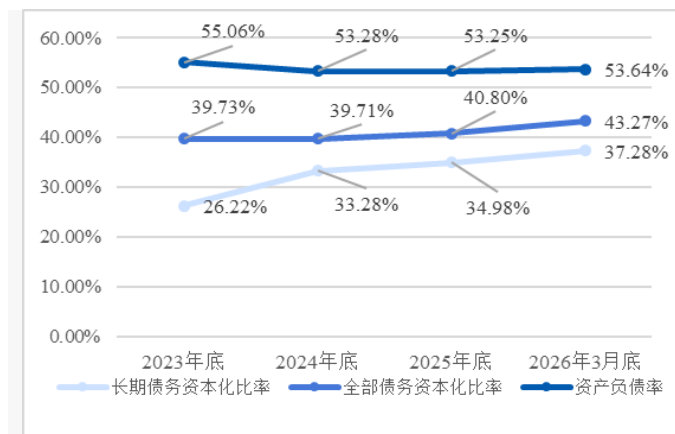
图表 7· 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>259.08</b>	<b>65.75</b>	<b>222.09</b>	<b>51.48</b>	<b>227.34</b>	<b>48.84</b>	<b>205.61</b>	<b>44.76</b>
短期借款	27.80	7.06	29.23	6.77	35.59	15.66	43.89	21.35
应付账款	97.15	24.66	103.01	23.88	103.92	45.71	81.63	39.70
<b>非流动负债</b>	<b>134.97</b>	<b>34.25</b>	<b>209.35</b>	<b>48.52</b>	<b>238.13</b>	<b>51.16</b>	<b>253.71</b>	<b>55.24</b>
长期借款	110.42	28.02	184.75	42.82	215.96	90.69	232.09	91.48
<b>负债总额</b>	<b>394.05</b>	<b>100.00</b>	<b>431.44</b>	<b>100.00</b>	<b>465.47</b>	<b>100.00</b>	<b>459.32</b>	<b>100.00</b>

注：占比指分别占流动负债和非流动负债比例  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

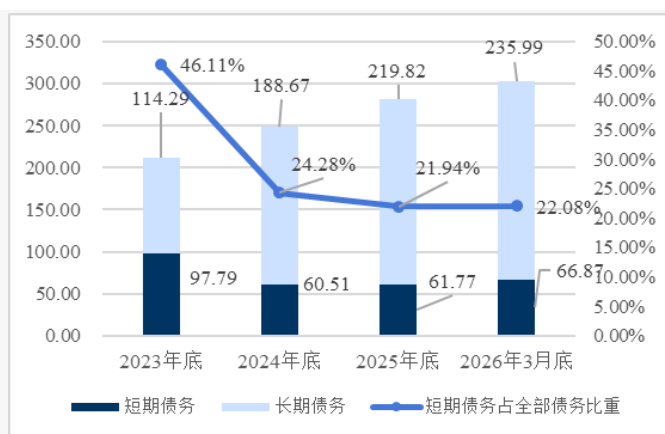
有息债务方面，2023—2025 年末，因公司项目建设以及探矿权投资等需要，公司资金需求逐渐增加，全部债务逐年增加；同时，受益于公司所有者权益规模增长，公司资产负债率和全部债务资本化比率均变化小。2023 年以来，公司短期融资占比明显下降，债务期限结构优化，截至 2026 年 3 月底，公司短期债务占比为 22.08%。如将永续债调入长期债务，截至 2026 年 3 月底，公司全部债务增至 372.65 亿元。其中，长期债务 305.78 亿元（占 82.05%）。从债务指标看，截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.79%、53.25%和 48.31%，较调整前分别上升 8.15 个百分点、9.97 个百分点和 11.02 个百分点。公司整体债务杠杆尚可。

图表 8· 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 9· 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 3 盈利能力

2023—2025 年，在煤炭销售价格下降影响下，公司主要盈利指标均持续下降，但公司主业突出，利润主要来自经营性利润。

2023—2025 年，煤炭销售价格下降使得公司营业总收入持续下降。从期间费用看，2023 年以来，公司研发项目投入增加使得研发费用持续处于高位，职工薪酬上升使得管理费用上升，带动公司期间费用持续增加，2023—2025 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 9.34%；期间费用率分别为 9.51%、12.85%和 15.13%，持续上升，主要系收入下降所致。

非经常性损益方面，公司投资收益、其他收益、资产减值损失和信用减值损失等非经常性损益对公司利润总额影响很小，公司利润主要来自产品产销价差产生的经营性利润。整体看，2023—2025 年公司利润总额持续下降，受煤炭行业周期性下行影响很大。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	285.18	250.60	214.44	49.26
营业成本	157.13	164.32	129.84	28.91
期间费用	27.13	32.19	32.44	6.51
投资收益	0.64	0.72	0.58	0.26
其他收益	1.60	1.33	1.64	0.15
资产减值损失	-0.21	-0.14	-0.24	0.00
信用减值损失	-3.03	-0.01	-1.38	0.02
利润总额	78.88	36.15	30.25	8.65
营业利润率（%）	37.55	26.76	29.38	29.98
总资产收益率（%）	12.43	5.15	4.04	--
净资产收益率（%）	18.81	6.88	5.31	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2023—2025 年，公司营业利润率波动下降，总资产收益率和净资产收益率均持续下降，2025 年公司收入规模和盈利指标表现相比周边省属煤炭上市企业处于较好水平。

图表 11 • 2025 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	山西潞安环保能源开发股份有限公司	晋能控股山西煤业股份有限公司
营业总收入（亿元）	214.44	278.20	131.09
销售毛利率	39.45%	32.99%	42.17%
总资产报酬率	4.23%	1.76%	9.35%
净资产收益率（平均）	4.91%	2.44%	9.75%

注：为保证可比性，均采用Wind数据口径

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2026 年 1—3 月，受煤炭销售价格同比下降影响，公司营业总收入和利润总额分别同比下降 15.33%和 9.34%，营业利润率同比变化不大。

### 4 现金流

公司收入实现质量较高，但煤炭行业景气度下行对公司主业的经营获现规模影响较大，购买探矿权以及项目建设使得公司投资活动现金净流出量规模大。

2023—2025 年，公司经营活动现金净流入量受煤炭销售价格下降影响较大，但公司现金收入比保持较高水平，收入实现质量较高。公司投资性现金净流出规模大，主要为项目建设投资（泊里矿和七元矿等建设项目）和公司竞拍于家庄区块煤炭资源探矿权支付的现金增加支出（2024 年）。2026 年 1—3 月，公司经营活动现金为少量净流出，投资性现金流净流出规模仍大，仍存在一定筹资需求。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营现金流量净额	69.38	34.88	31.79	-3.84
投资活动现金流量净额	-70.27	-137.37	-69.90	-19.46
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-0.89</b>	<b>-102.49</b>	<b>-38.11</b>	<b>-23.30</b>
筹资活动现金流量净额	-33.41	68.17	42.17	4.74
<b>现金收入比 (%)</b>	<b>108.12</b>	<b>114.12</b>	<b>108.86</b>	<b>117.82</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 5 偿债指标

公司偿债指标表现有所减弱，但整体表现非常好；同时，融资渠道通畅，无重大或有负债事项。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	69.95	68.92	67.73	64.40
	速动比率 (%)	67.34	65.31	64.43	60.68
	经营现金流动负债比 (%)	26.78	15.70	13.98	-1.87
	现金短期债务比 (倍)	1.51	1.94	1.94	1.49
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	109.93	65.69	59.19	--
	全部债务/EBITDA (倍)	1.93	3.79	4.76	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.33	0.14	0.11	-0.01
	EBITDA/利息支出 (倍)	13.74	8.56	7.43	--

注：1.经营现金指经营活动现金流量净额；2.“--”表示数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年以来，因公司经营获现规模下降，叠加公司项目建设持续投入，公司长短期偿债指标表现有所减弱，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍然很高，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度很高，整体看，公司偿债指标表现非常好。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年底，公司获得的金融机构授信额度合计 659.48 亿元，剩余未使用授信额度为 387.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

## 6 公司本部财务分析

公司本部承担管理职能和部分经营业务，经营获现能力较强。公司本部债务负担一般，货币资金充足。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 548.32 亿元，较上年底增长 3.57%，主要由货币资金（66.27 亿元）、长期股权投资（116.42 亿元）、固定资产（122.69 亿元）和无形资产（69.42 亿元）构成，公司本部货币资金充足，无形资产主要为煤炭采矿权。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 48.54%，本部债务负担一般。

公司本部下辖一矿和二矿两个矿井，并经营少量供热和供电业务，2025 年，公司本部营业总收入为 122.06 亿元，利润总额为 19.07 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.73 亿元。

现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 14.80 亿元，投资活动现金流净额为-31.68 亿元，筹资活动现金流净额为 14.10 亿元。

## 九、ESG 分析

公司安全环保压力较大，安全环保管理水平需进一步提升；公司作为地方国企，积极履行社会责任，承担一定的民生责任；公司治理结构较完善，综合来看，公司 ESG 表现较好。

2025 年，公司披露了《山西华阳集团新能股份有限公司 2025 年度环境、社会及公司治理（ESG）报告》。环境与安全方面，煤炭行业作为典型的传统能源行业，具有下游用户重污染、高排放、高能耗特点，同时煤炭开采行业属于高危行业，井下煤炭开采工作受地质因素影响较大，面临瓦斯、水、火、煤尘和顶板等灾害，且公司所属矿井大多属于高突瓦斯矿井，安全风险较大，容易发生安全事故、污染违规排放等情况。2023 年以来，公司下属矿井发生多起事故，造成人员伤亡，并存在部分矿井阶段性停产整顿情况。公司安全生产管理水平需进一步提升。同时，公司在煤炭保供过程中推进保供与环保协同发展，2025 年实施煤层气发电站脱硝治理、短倒运输车辆新能源替代等项目，主要污染物排放量较 2024 年显著降低；废水回用率达 96%，煤矸石全部合规处置，通过技术改造实现保供过程的低碳转型。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。公司对外积极履行社会责任，2025 年对外慈善捐赠 595.80 万元。公司巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村振兴等工作，2025 年总投入 233 万元。

公司治理方面，公司根据相关法律法规的要求，建立了包括股东会、董事会等机构的较为完善的公司治理结构。2025 年，公司持续优化公司治理、规范董事会运作，通过法定程序完成监事会改革，由董事会审计委员会承接其职能，实现了公司治理结构的重要调整。此外，公司完成《公司章程》《股东会议事规则》《董事会议事规则》《审计委员会议事规则》等 29 项基本制度的修订工作，确保公司治理结构与监管要求同步，公司治理体系的规范性和有效性得到提升。

## 十、外部支持

### 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。公司控股股东华阳集团主营业务涵盖煤炭、铝电、贸易等，经营规模很大，截至 2025 年底，华阳集团合并资产总额 1998.56 亿元，所有者权益 402.33 亿元（含少数股东权益 274.86 亿元）；2025 年，华阳集团实现营业总收入 540.04 亿元，支持能力很强。

### 2 支持可能性

公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，其在华阳集团的业务定位中居重要地位，煤炭工业作为山西省重要的支柱产业，公司产业发展可受到当地各级政府的高度重视，可获得较大的外部支持，其中，政府补助主要为安全改造等补助资金，2025 年，公司计入其他收益的政府补助为 1.60 亿元。此外，公司是华阳集团在煤炭业务板块唯一的经营主体，股东对其重视程度很高。

## 十一、债券偿还风险分析

本次公司债券的发行对公司债务规模和结构影响较小，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 1 本次债项对公司现有债务的影响

公司本次公司债券发行金额上限为 10 亿元，按发行金额上限测算，分别占公司 2025 年底长期债务和全部债务的 4.55% 和 3.55%，对公司现有债务规模和结构影响较小。本次公司债券为可续期公司债券，根据现行会计准则，本次公司债券发行后可计入权益，以 2025 年底财务数据为基础，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司名义杠杆率将有所下降。本次公司债券作为权益性工具进行会计核算，有助于拉长公司债务久期，优化债务期限结构，增强资本实力。但考虑到本次公司债券的债务属性，以及后续会计政策、标准存在发生变化的可能性，使其重分类为负债，若将本次公司债券拟发行额度上限计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.93%、54.46% 和 50.05%。

## 2 本次债项偿还能力

本次公司债券附公司续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权，若在基础期限末不行使续期选择权，公司将面临债务的即期偿付，由此可能带来一定资金压力。本次公司债券发行后，公司 2025 年经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对本次公司债券发行后长期债务的保障能力强，经营活动现金流量净额对本次公司债券发行后长期债务的保障能力一般。考虑到公司极强的持续经营和再融资能力，可对本次公司债券发行后长期债务形成有力保障。如行使续期选择权，会使债券存续期限变长，同时该公司债券将面临票面利率调整，公司付息支出将增加。考虑到公司很强的盈利、获现能力及畅通且成本较低的融资，其不行使赎回权或递延支付利息的可能性很低。

此外，本次公司债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，可能出现公司资产不足以清偿其普通债务，导致次级债无法足额清偿的风险，但仅于清算时存在意义，正常偿付周期内，公司仍具备很强的经营获现能力，其留存现金及良好的融资可以为债券偿付提供有力保障，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

图表 14 • 本次债项发行后长期债务偿还能力测算（2025 年数据）

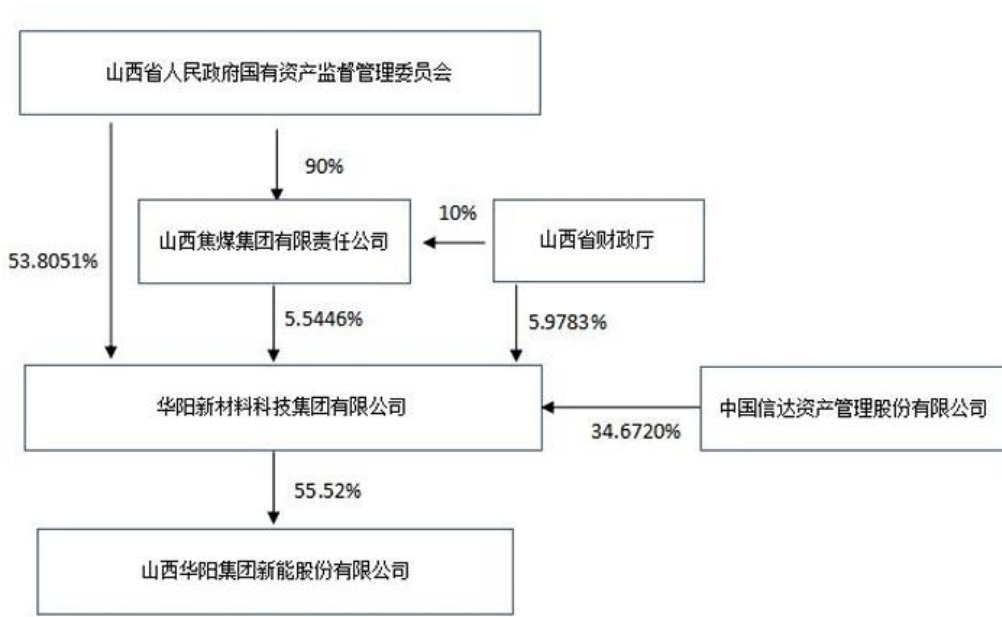
项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	229.82
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.04
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.14
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.88

注：发行后长期债务为将本次债项发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款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，本次债项信用等级为 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：公司年报



### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

企业名称	主营业务	持股比例（%）
山西新景矿煤业有限责任公司	煤炭开采	100.00
山西宁武榆树坡煤业有限公司	煤炭开采	51.00

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
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	147.65	117.15	119.63	99.36
应收账款（亿元）	19.72	19.60	18.44	16.43
其他应收款（亿元）	0.55	0.97	1.10	0.00
存货（亿元）	6.77	8.02	7.51	7.64
长期股权投资（亿元）	12.55	13.27	17.51	17.76
固定资产（合计）（亿元）	288.46	300.04	360.55	355.54
在建工程（合计）（亿元）	107.61	142.93	134.74	143.30
资产总额（亿元）	715.71	809.71	874.05	856.34
实收资本（亿元）	36.08	36.08	36.08	36.08
少数股东权益（亿元）	43.03	45.50	47.16	48.61
所有者权益（亿元）	321.66	378.27	408.58	397.01
短期债务（亿元）	97.79	60.51	61.77	66.87
长期债务（亿元）	114.29	188.67	219.82	235.99
全部债务（亿元）	212.08	249.18	281.59	302.87
营业总收入（亿元）	285.18	250.60	214.44	49.26
营业成本（亿元）	157.13	164.32	129.84	28.91
其他收益（亿元）	1.60	1.33	1.64	0.15
利润总额（亿元）	78.88	36.15	30.25	8.65
EBITDA（亿元）	109.93	65.69	59.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	308.35	285.99	233.43	58.04
经营活动现金流入小计（亿元）	315.65	288.65	238.29	58.37
经营活动现金流量净额（亿元）	69.38	34.88	31.79	-3.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-70.27	-137.37	-69.90	-19.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-33.41	68.17	42.17	4.74
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	11.90	11.67	10.78	--
存货周转次数（次）	22.85	22.23	16.73	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.33	0.25	--
现金收入比（%）	108.12	114.12	108.86	117.82
营业利润率（%）	37.55	26.76	29.38	29.98
总资本收益率（%）	12.43	5.15	4.04	--
净资产收益率（%）	18.81	6.88	5.31	--
长期债务资本化比率（%）	26.22	33.28	34.98	37.28
全部债务资本化比率（%）	39.73	39.71	40.80	43.27
资产负债率（%）	55.06	53.28	53.25	53.64
流动比率（%）	69.95	68.92	67.73	64.40
速动比率（%）	67.34	65.31	64.43	60.68
经营现金流动负债比（%）	26.78	15.70	13.98	--
现金短期债务比（倍）	1.51	1.94	1.94	1.49
EBITDA 利息倍数（倍）	13.74	8.56	7.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.93	3.79	4.76	--

注：1. 公司 2026 年 1-3 月财务数据未经审计；2. “--”表示数据不适用/无意义；3. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异这些差异是由于四舍五入造成的

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
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	92.80	70.72	66.27	51.90
应收账款（亿元）	22.05	23.05	24.79	25.38
其他应收款（亿元）	8.03	10.17	9.43	9.40
存货（亿元）	2.59	2.40	2.11	2.20
长期股权投资（亿元）	93.43	107.20	116.42	116.67
固定资产（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	452.63	529.40	548.32	534.53
实收资本（亿元）	36.08	36.08	36.08	36.08
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	205.00	254.16	282.16	267.20
短期债务（亿元）	87.16	45.83	40.32	54.33
长期债务（亿元）	48.12	112.92	118.31	124.24
全部债务（亿元）	135.28	158.75	158.62	178.57
营业总收入（亿元）	175.86	137.79	122.06	30.91
营业成本（亿元）	112.51	87.87	80.34	19.89
其他收益（亿元）	0.52	0.51	1.22	0.09
利润总额（亿元）	35.62	22.25	19.07	5.15
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	190.85	151.32	128.61	30.40
经营活动现金流入小计（亿元）	208.44	160.51	131.22	30.91
经营活动现金流量净额（亿元）	36.81	29.66	14.80	-6.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.17	-112.28	-31.68	-3.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	-56.68	56.24	14.10	-2.38
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	6.75	5.72	4.89	--
存货周转次数（次）	41.70	35.23	35.61	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.28	0.23	--
现金收入比（%）	108.52	109.82	105.36	98.34
营业利润率（%）	30.43	29.27	25.45	26.02
总资本收益率（%）	9.50	5.25	4.39	--
净资产收益率（%）	13.26	6.74	5.23	--
长期债务资本化比率（%）	19.01	30.76	29.54	31.74
全部债务资本化比率（%）	39.76	38.45	35.99	40.06
资产负债率（%）	54.71	51.99	48.54	50.01
流动比率（%）	85.24	98.24	103.57	96.96
速动比率（%）	83.89	96.68	102.07	95.35
经营现金流动负债比（%）	19.18	19.28	10.48	--
现金短期债务比（倍）	1.06	1.54	1.64	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. “--”表示数据不适用/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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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 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，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山西华阳集团新能股份有限公司（以下简称“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本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项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。