

晋能控股山西电力股份有限公司

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〕3860号

联合资信评估股份有限公司通过对晋能控股山西电力股份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，确定维持晋能控股山西电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，维持“23 晋能山西 MTN001”信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年六月二十二日

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山西电力股份有限公司（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。



晋能控股山西电力股份有限公司

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
晋能控股山西电力股份有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2026/06/22
23 晋能山西 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“公司”）在生产规模、发电设备利用效率、股东支持等方面继续保持优势。电力业务仍为公司重要的业务板块，2025 年，发售电量和燃煤业务规模下降使得公司业务规模收缩，但煤炭价格下行减轻了公司成本控制压力，综合毛利率有所提升，公司经营风险仍处于很低水平，但公司关联交易规模大，需对其经营独立性保持关注。跟踪期内，公司有息债务结构合理，但债务负担很重，考虑到公司在建及拟建机组后续投资压力很大，未来仍将保持一定规模的融资需求；2025 年，公司实现扭亏，但整体盈利能力仍较弱；公司经营活动现金由净流出转为净流入，偿债能力指标表现提升，公司整体财务风险较低。同时，公司股东综合实力极强，对其支持力度大。综合公司经营、财务风险表现以及外部支持因素，其偿还债务的能力仍属很强，本报告所跟踪债券违约概率很低。

个体调整：不适用。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司在建及拟建机组装机规模大，建成后将大幅提升公司发电能力及业务竞争力，但同时需关注大规模的资本支出将给公司带来的融资压力和债务负担。公司控股股东在煤炭保障方面将给公司提供持续支持，公司整体经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司获得股东或政府的大规模注资，资本实力显著增强，债务负担显著下降；机组利用效率明显提升，能耗压降明显，且新投产项目可带来稳定的较高收益。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司机组利用程度显著降低，经营业绩持续大幅下降，债务负担进一步加重，偿债能力大幅下降。

优势

- **股东支持力度大。**公司最终控股股东晋能控股集团有限公司（以下简称“晋控集团”）整体实力极强；直接控股股东晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”）在行业地位、资源禀赋等方面具备综合优势。跟踪期内，在晋控集团协调下，晋控煤业集团在煤炭供应保障、担保等方面持续对公司提供支持。2025 年及 2026 年一季度，公司采购自晋控煤业集团的煤炭量占比分别为 85.15%和 79.53%。截至 2025 年底，公司作为被担保方，接受晋控煤业集团的担保金额合计为 15.00 亿元。
- **公司装机规模大，发电设备利用效率高，受益于煤炭价格下降，2025 年实现扭亏；公司在建机组规模非常大。**截至 2026 年 3 月底，公司在运总装机容量 1111.38 万千瓦，以火电装机容量为主；2025 年，公司发电设备利用小时数为 3469.11 小时¹；2025 年，公司利润总额 2.88 亿元，实现扭亏。截至 2025 年底，公司在建和拟建机组规模大，其中火电机组以大容量、高参数发电机组为主。

关注

- **2025 年，公司经营规模缩减，资产规模缩减。**2025 年，公司发电量及上网电量同比分别下降 11.65%和 12.12%，电力和燃煤业务收入同比分别下降 6.74%和 18.58%，营业总收入同比下降 7.24%。同期末，公司资产规模较上年底下降 6.56%至 547.17 亿元。

¹ 2025 年全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用 3119 小时

- **公司债务负担很重，偿债能力指表现较弱；在建项目未来投资压力很大。**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 447.34 亿元；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 90.40%、89.54%和 86.49%。公司主要在建项目合计装机容量非常大，部分项目尚处于工程早期阶段，未来投资压力很大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力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	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		4
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司现金流量和偿债能力指标表现提升，财务风险评价结果由 F4 提升至 F3，指示评级由 a 提升至 a⁺。公司个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素较上次评级无变动，调整幅度由上次评级的增加 4 个子级调整为增加 3 个子级。

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

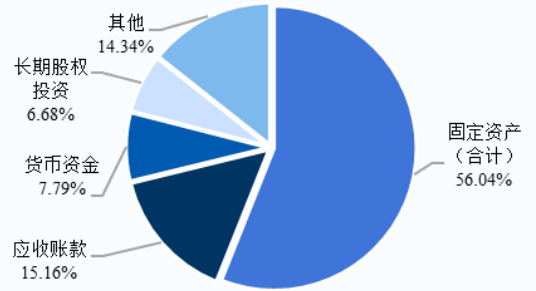
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	37.55	42.84	46.06
资产总额（亿元）	585.59	547.17	544.07
所有者权益（亿元）	107.55	101.96	101.98
短期债务（亿元）	118.24	129.45	112.85
长期债务（亿元）	289.17	262.87	284.75
全部债务（亿元）	407.41	392.32	397.60
营业总收入（亿元）	166.70	154.63	39.85
利润总额（亿元）	-0.24	2.88	1.10
EBITDA（亿元）	39.91	39.37	--
经营性净现金流（亿元）	-9.79	20.82	1.56
营业利润率（%）	8.75	11.03	9.55
净资产收益率（%）	-1.44	1.18	--
资产负债率（%）	81.63	81.37	81.26
全部债务资本化比率（%）	79.12	79.37	79.59
流动比率（%）	89.61	88.30	103.08
经营现金流动负债比（%）	-5.26	11.60	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.33	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	3.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.21	9.96	--

母公司口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	313.98	304.06	313.85
所有者权益（亿元）	126.65	124.07	123.79
全部债务（亿元）	181.00	174.84	182.72
营业总收入（亿元）	26.89	25.59	6.41
利润总额（亿元）	3.29	3.50	0.43
资产负债率（%）	59.66	59.19	60.56
全部债务资本化比率（%）	58.83	58.49	59.61
流动比率（%）	222.34	190.45	235.29
经营现金流动负债比（%）	-13.84	0.34	--

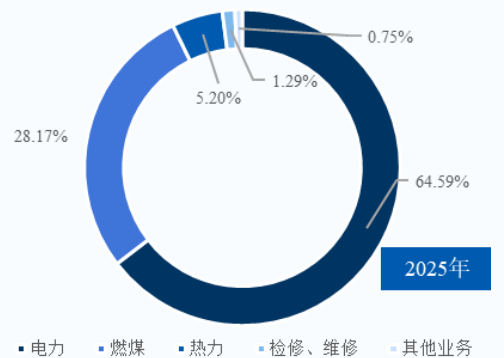
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径长期应付款中有息债务调整计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

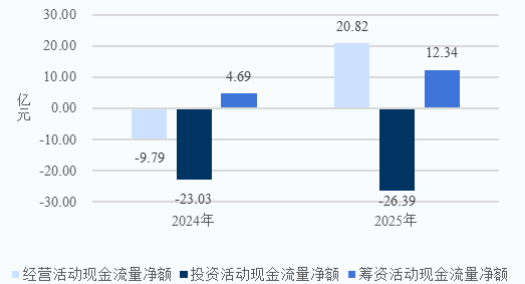
2025 年底公司资产构成



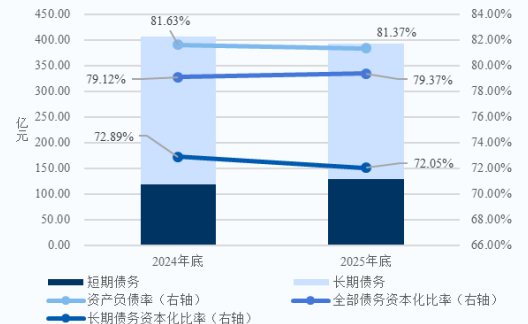
2025 年公司主营业务收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—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
23 晋能山西 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/11/28	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权等

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

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
23 晋能山西 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/23	王皓 张垆	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 晋能山西 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/09/18	王皓 王越	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	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号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王皓 wanghao@lhratings.com

项目组成员：张垆 zhangtong@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”）关于晋能控股山西电力股份有限公司（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、企业基本情况

公司前身为山西省电力公司漳泽发电厂，建成于 1985 年。跟踪期内，山西省人民政府将山西省国有资本运营有限公司（以下简称“山西国资运营公司”）持有的晋能控股集团有限公司（以下简称“晋控集团”）90%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”）直接持有。公司控股股东与实际控制人之间产权层级减少。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 30.77 亿元，控股股东晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业集团”，公司直接控股股东）持有公司 29.43%股份（所持股份无质押）；晋控集团持有晋控煤业集团 65.17%股权，为公司最终控股股东；山西省国资委为公司实际控制人。

公司主营业务为火力发电，按照联合资信行业分类标准划分为电力行业。

截至 2026 年 3 月底，公司下设多个职能部门，详见附表 1-2。截至 2025 年底，公司在职工 6861 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 547.17 亿元，所有者权益 101.96 亿元（含少数股东权益-8.14 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 154.63 亿元，利润总额 2.88 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 544.07 亿元，所有者权益 101.98 亿元（含少数股东权益-8.16 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 39.85 亿元，利润总额 1.10 亿元。

公司注册地址：山西示范区晋阳街南一条 10 号 1 幢-1-22 层；法定代表人：师李军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月底，“23 晋能山西 MTN001”募集资金均按指定用途使用完毕。跟踪期内，公司已按照募集规定按时支付“23 晋能山西 MTN001”利息。“23 晋能山西 MTN001”为永续期中期票据，附续期选择权、利息递延支付选择权及赎回选择权等条款。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司由联合资信评级的存续公司债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 晋能山西 MTN001	10.00	10.00	2023/11/28	3+N 年

注：本表仅列示发行于银行间市场的债券情况
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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行风险正在逐步传导，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 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，中国电网、电源工程保持较大投资规模，新能源装机增量明显，非化石能源发电量保持不断增长态势，对火电替代作用日益突显。预计 2026 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见[《2026 年电力行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化；公司规模优势保持良好；过往信用状况良好。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

截至 2026 年 3 月底，公司在运营总装机容量 1111.38 万千瓦，主要包括火电装机容量 880.00 万千瓦，水电装机容量 12.80 万千瓦，新能源 218.58 万千瓦。公司作为山西最大的电力上市公司，在运装机容量、发电量、发电机组平均利用小时等指标均具备竞争优势。2025 年，公司发电设备利用小时数为 3469.11 小时，综合供电煤耗和综合厂用电率保持较低水平。公司在建项目为同华轩岗二期 132 万千瓦煤电项目；前期项目塔山煤电 200 万千瓦已取得核准，进入施工准备期。公司主要在建及拟建项目装机容量非常大，项目投产将明显提升公司发电能力和业务竞争力。

根据公司提供的中国人民银征信中心《企业信用报告》（中征码：1401000001210946），截至 2026 年 6 月 10 日，公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2026 年 6 月 10 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、国家企业信用信息公示系统、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和信用中国查询中存在不良记录。

图表 2 • 2025 年同行业企业对比

项目	公司	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	河北建投能源投资股份有限公司	河南豫能控股股份有限公司
总装机规模（万千瓦）	1106.38	1502.62	1247.65	1502.71
火电装机规模（万千瓦）	880.00	1140.00	1177.00	766.00
营业总收入（亿元）	154.63	210.50	227.86	112.30
利润总额（亿元）	2.88	37.45	34.19	5.06
营业利润率	11.03%	19.62%	25.77%	12.66%
总资产报酬率	2.86%	8.28%	7.79%	3.38%
净资产收益率	1.18%	14.09%	13.92%	9.80%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续；公司不再设置监事会及监事岗位，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会职权。

跟踪期内，公司原总工程师郝建成因工作调动原因离任；公司董事及其余高级管理人员保持稳定。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司主营业务经营状况稳定，受电力和燃煤业务收入规模收缩影响，公司营业总收入同比有所下降；受益于燃煤价格下行，公司盈利水平提升，但热力业务对公司盈利水平造成拖累。

2025 年，公司实现营业总收入 154.63 亿元，同比下降 7.24%；受电价提升以及燃料成本下降影响，营业利润率同比增长 2.29 个百分点至 11.03%。2025 年，公司主营业务收入占营业总收入的 98.02%；主营业务收入同比下降 7.03%。其中，公司电力板块收入同比下降 6.74%，主要系发售电量同比下降所致；煤炭价格下降及煤炭采销量下降使得燃煤业务收入同比大幅下降 18.58%；热力业务收入同比变化不大；检修和其他业务收入规模小，对利润影响有限。

从毛利率方面看，受益于燃煤价格下行，2025 年公司电力业务毛利率均同比小幅增长；热力和燃煤业务毛利率同比变化不大。综上影响，2025 年，公司主营业务毛利率同比增长 2.40 个百分点。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入和营业成本同比均变化不大，主营业务综合毛利率水平较上年微幅下降。

图表 3 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	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
电力	140.15	62.03%	14.46%	130.70	64.59%	18.41%	31.32	56.17%	26.34%
热力	10.26	4.54%	-66.10%	10.53	5.20%	-67.02%	5.47	9.82%	-74.72%
燃煤	70.03	30.99%	1.05%	57.02	28.17%	1.16%	17.69	31.72%	0.34%
检修服务	3.92	1.74%	10.49%	2.61	1.29%	1.41%	0.42	0.75%	16.27%
其他	1.58	0.70%	9.09%	1.50	0.74%	-12.94%	0.87	1.55%	9.72%
小计	225.95	100.00%	--	202.36	100.00%	--	55.77	100.00%	--
减：内部抵消	62.90	--	--	50.79	--	--	16.37	--	--
合计	163.05	--	9.40%	151.58	--	11.80%	39.40	--	11.18%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

(1) 电力及热力业务

跟踪期内，公司原燃料仍主要由晋控煤业集团保障供应，供应稳定性佳，燃煤价格持续下降，公司成本控制压力不断减轻。同期，公司发电业务经营稳定，发电量及上网电量减少，综合能耗水平有所改善。

公司控股燃煤电厂全部位于山西境内，靠近山西省内及陕西、河南等煤矿产区，公司燃煤供应保障程度较好。跟踪期内，由于发电量下降，同时燃煤贸易规模收缩，公司燃煤采购总量同比下降。

2025 年，晋控煤业集团对公司的燃料供应量占比为 85.15%，同比小幅增长；在采购价格方面，晋控煤业集团煤炭长协价仍然按照《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号）文件执行。同时，公司逢低采购部分市场煤作为必要的煤源补充，降低采购成本。跟踪期内，公司入厂标煤单价持续下降。

图表 4 • 公司电煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
燃煤总采购量	2581.00	2218.73	566.62
其中：晋控煤业集团采购量	2077.22	1889.15	450.65
入厂标煤单价（不含税）	642.53	614.09	598.25

注：1. 表中采购总量包括代内部分子公司采购及外销部分；2. 晋控煤业集团的采购量含晋能控股电力集团有限公司燃料分公司（以下简称“晋控电力燃料公司”）数据
资料来源：公司提供

公司作为晋控集团旗下电力业务开展主体，在其协调下，晋控煤业集团在煤炭供应保障方面对公司提供持续支持。2025 年，公司前五大煤炭供应商采购额占采购总额的比例同比小幅下降，采购集中度仍很高。

图表 5 • 2024—2025 年公司前五大供应商情况（单位：亿元）

2024 年			2025 年		
供应商名称	采购额	占采购总额比例	供应商名称	采购额	占采购总额比例
晋能控股集团有限公司	84.67	66.31%	晋能控股集团有限公司	67.84	58.12%
陕西核工业集团蓝天能源有限公司	0.71	0.56%	陕西核工业集团蓝天能源有限公司	1.47	1.26%
山西烁能智维工程有限公司	0.65	0.51%	山西烁能智维工程有限公司	0.97	0.83%
山西阳煤国新煤炭销售有限公司	0.63	0.50%	山西阳煤国新煤炭销售有限公司	0.90	0.77%
天津富迪特有限公司	0.55	0.43%	天津富迪特实业有限公司	0.65	0.55%
合计	87.21	68.31%	合计	71.83	61.54%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司电力业务主要经营主体及运营模式等无重大变化；公司新能源装机规模同比小幅增长，主要系潞城光伏项目等并网发电所致。截至 2026 年 3 月底，公司已投产可控装机规模达 1111.38 万千瓦。其中，火电装机容量 880.00 万千瓦。

跟踪期内，公司综合供电煤耗持续下降，综合能耗水平有所改善。2025 年，公司发电量及上网电量同比分别下降 11.65%和 12.12%。其中，受区域竞争压力增加影响，公司火电利用小时数下降使得发售电量同比均大幅下降。同期，公司各电厂均成立电量争取小组，增发有效益的电量，平均上网电价同比小幅增长。2026 年 1—3 月，公司发售电量同比均小幅下降。

图表 6 • 公司电厂主要经营指标

关键运营数据	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
已投产可控装机规模（万千瓦）	1094.38	1106.38	1111.38
其中：火电	880.00	880.00	880.00
新能源	201.58	213.58	218.58
水电	12.80	12.80	12.80
发电量（亿千瓦时）	434.44	383.82	93.08
其中：火电	395.23	344.15	84.51
新能源	31.76	32.06	6.75
水电	7.45	7.61	1.82
上网电量（亿千瓦时）	398.97	350.61	84.45
其中：火电	360.83	311.98	76.17
新能源	30.75	31.08	6.49
水电	7.39	7.55	1.80
发电设备利用小时数（小时）	3969.70	3469.11	837.50
其中：火电	4491.26	3910.75	960.33
新能源	1575.55	1501.08	308.75
平均上网电价（元/千瓦时）	0.35	0.37	0.37
综合供电煤耗（克/千瓦时）	314.04	310.17	270.47
综合厂用电率（%）	7.11	7.35	6.26

注：1. 折算容量=投产到底时间/360*本身装机容量；2. 该表公司发电量、上网电量等指标中包含代管电厂的数据；3. 价格均为不含税价格；平均上网电价为火电上网电价；4. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

公司售热业务集中于山西地区，热力收入主要来自公司下属山西临汾热电有限公司、晋控电力山西王坪热力有限公司、晋控电力蒲洲热电山西有限公司和晋能控股山西电力股份有限公司漳泽发电分公司等电厂，主要服务对象为重点工业企业以及电厂所在地区居民。跟踪期内，公司供热业务运营模式稳定。2025 年及 2026 年一季度，公司供热量同比小幅增长，热力销售价格持续小幅下降；热力业务收入规模同比均有所增长。

图表 7 • 公司供热情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
供热量（万吉焦）	4175.78	4393.20	2438.63
平均售热价格（元/吉焦，不含税）	24.33	23.98	23.07

资料来源：公司提供

（2）关联交易

跟踪期内，公司关联交易规模同比有所下降，但规模仍非常大，同时公司向关联方提供大额担保，被担保方经营稳定并提供了反担保措施，公司或有负债风险小，但仍需对公司经营独立性保持关注。

公司采购商品和接受劳务主要为向晋控煤业集团及下属企业采购燃料和接受运输服务等。公司向晋控煤业集团及其子公司采购的煤炭规模大，依托晋控煤业集团丰富的煤炭资源，公司能获得较大的煤炭供应保障支持。

公司出售商品和提供劳务主要为向晋控煤业集团及下属企业销售燃煤等。公司与关联方之间的业务多为日常生产经营所需和持续发生的，对公司的主营业务发展和经营成果具有一定保障作用，但较大规模的关联交易对公司经营独立性可能产生一定影响。

图表 8 • 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
关联采购	88.60	67.84
关联销售	25.18	10.75

资料来源：联合资信根据公司年报整理

关联担保方面，截至 2025 年底，公司作为被担保方，接受关联方晋控煤业集团的担保金额合计为 15.00 亿元；公司作为担保方，向关联方提供担保的获审批额度为 232.12 亿元，实际对外担保余额为 28.58 亿元。①公司对同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司（以下简称“漳泽租赁”）提供担保事项，系公司原为漳泽租赁控股股东时形成；股权处置后漳泽租赁变更为联营企业，漳泽租赁现控股股东晋控煤业集团为该公司前述融资事项提供全额担保，公司基于现有持股比例提供股比反担保。截至 2025 年底，漳泽租赁总资产为 65.81 亿元，净资产为 19.01 亿元。2025 年，漳泽租赁实现营业收入 3.48 亿元，净利润 0.80 亿元。②公司对于为晋控煤业集团提供担保事项，系晋控煤业集团为公司全资子公司晋控电力山西长治发电有限责任公司的部分项目贷款提供了担保，公司为晋控煤业集团提供反担保。

截至 2025 年底，公司于晋能控股集团财务有限公司的存款余额为 9.95 亿元，存款利率范围为 0.25%~1.50%。

（3）经营效率

2025 年，公司经营规模缩减，各项经营效率指标表现均趋弱。

从经营效率指标看，2024—2025 年，公司销售债权周转次数分别为 1.89 次和 1.78 次；存货周转次数分别为 9.45 次和 7.76 次；总资产周转次数分别为 0.28 次和 0.27 次。

2 在建项目

公司在建及拟建机组规模大，建成后将大幅提升公司发电能力及业务竞争力，但在建项目后续投资压力很大。

截至 2025 年底，公司主要在建项目如下表所示。公司主要在建项目合计装机容量非常大，部分项目尚处于工程早期阶段，未来投资压力很大，但项目投产将明显提升公司发电能力和业务竞争力。此外，公司同华二期 2×66 万千瓦项目已进入施工阶段，塔山三期 2×100 万千瓦于 2025 年 8 月获得核准批复，王坪二期项目前期工作也已正式启动并有序推进，项目储备丰富。

图表 9 • 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	工程进度
同兴发电 2×66 万千瓦超临界空冷机组建设	57.57	20.54%
长治发电技改项目	2.85	46.46%
绛县富家山 10 万千瓦风电项目	8.48	11.28%
塔山三期 2×10 万千瓦项目	7.45	10.18%

沁源 30 万千瓦光伏发项目	12.18	5.11%
娘子关 2×60 万千瓦项目	49.78	1.14%
潞城 10 万千瓦光伏项目	4.04	68.99%
和顺 10 万千瓦光伏发电项目	4.05	60.48%
山西侯马 2×30 万千瓦热电联产尾项工程	2.93	50.97%
同热三期 2×100 万千瓦煤电项目	80.67	44.77%
长治煤储运铁路专用线项目	8.39	5.44%
漳泽三期 2×135 万千瓦火电项目	97.48	0.45%
河津三期 2×100 万千瓦项目	70.06	0.35%
同华发电技改项目	0.91	65.32%
合计	406.82	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（四）财务方面

公司提供了 2024—2025 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围比上年度减少 5 户。其中，公司对全资子公司山西漳泽电力太谷平阳光伏发电有限公司进行吸收合并；全资子公司晋控电力山西新能源有限公司本期对子公司河北龙沁光伏科技有限公司、垦利光润新能源有限公司进行吸收合并；子公司山西漳泽电力售电有限公司本期对原子公司北京中茗碳资产管理有限公司不能有效行使控制权，不再将其纳入合并报表范围；公司转让晋北能源同赢热电（山西）有限公司 51%股权。整体看，上述合并范围变化所涉公司财务及业务体量小，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产和负债规模均有所下降，以非流动资产为主的资产结构符合行业特点，整体资产质量很好；公司有息债务结构较为合理，但整体债务负担很重。同期，公司所有者权益规模小幅下降，未弥补亏损占实收资本比例仍高。2025 年，公司实现扭亏，但整体盈利能力仍属较弱；经营活动现金由净流出转为净流入，考虑到公司在建及拟建机组后续投资压力很大，未来仍将保持一定规模的融资需求。

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底有所下降，资产结构变化不大；非流动资产规模占比高，符合公司业务特点。

2025 年，公司采购付现减少使得经营活动现金流大规模净流入，叠加筹资获得现金积累，期末货币资金较上年底有所增长；应收电费减少使得期末公司应收账款较上年底小幅下降。截至 2025 年底，公司账龄在 1 年以内（含 1 年）和 1—2 年应收账款余额分别占 52.00%和 18.34%，平均账龄较短；前五大欠款方应收账款和合同资产期末余额合计占比为 67.32%，集中度高，考虑到欠款方主要为国家电网有限公司下属区域子公司以及晋控煤业集团下属电力公司，实际回收风险小；计提坏账准备 2.21 亿元，整体看公司应收账款质量较高。截至 2025 年底，公司长期股权投资较上年底增长，主要系当期权益法核算的长期股权投资确认的投资收益及投资成本增加所致；固定资产较上年底小幅下降，当期计提折旧 22.36 亿元；受晋北能源同赢热电（山西）有限公司股权转让影响，在建工程较上年底大幅下降。截至 2025 年底，公司长期借款存续期不足 1 年转入一年内到期的非流动负债使得该科目较上年底有所增长，长期借款规模较上年底下降；公司通过增加短期借款压降利息成本，短期借款较上年底增长；应付账款较上年底下降，主要系材料及服务费、工程设备等款项减少所致；长期应付款较上年底下降，主要系公司偿还到期融资租赁款所致。

截至 2025 年底，公司受限资产账面价值为 71.55 亿元，占期末资产总额的 13.07%，资产受限比例较低。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产和负债规模及结构均较上年底变化不大。

图表 10 • 公司资产及负债情况（单位：亿元）

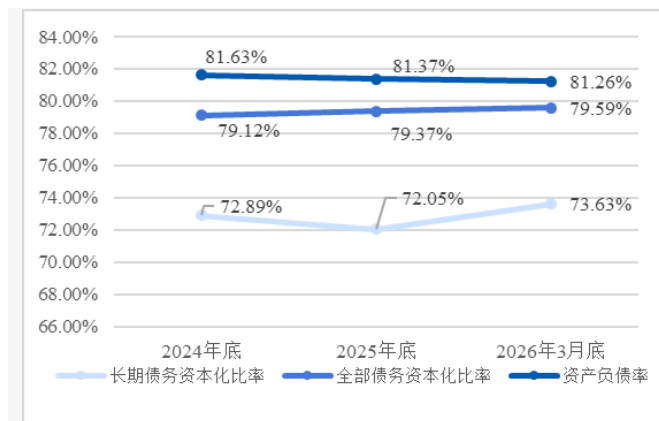
项目	2024 年底		2025 年底		2025 年底数据较 2024 年底 数据变化情况（%）	2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	166.58	28.45	158.44	28.96	-4.89	159.24	29.27
货币资金	36.97	6.31	42.60	7.79	15.23	45.90	8.44
应收账款	90.25	15.41	82.93	15.16	-8.11	86.21	15.85

存货	17.67	3.02	17.24	3.15	-2.42	13.65	2.51
非流动资产	419.01	71.55	388.73	71.04	-7.23	384.82	70.73
长期股权投资	29.73	5.08	36.53	6.68	22.89	37.43	6.88
固定资产（合计）	320.32	54.70	306.64	56.04	-4.27	301.82	55.47
在建工程（合计）	40.97	7.00	20.15	3.68	-50.82	20.40	3.75
无形资产	18.90	3.23	17.53	3.20	-7.28	17.35	3.19
资产总额	585.59	100.00	547.17	100.00	-6.56	544.07	100.00
流动负债	185.89	38.89	179.44	40.30	-3.47	154.48	34.94
短期借款	30.29	6.34	35.24	7.91	16.32	36.26	8.20
应付账款	58.02	12.14	43.16	9.69	-25.61	33.96	7.68
一年内到期的非流动负债	73.80	15.44	88.21	19.81	19.53	74.29	16.81
非流动负债	292.16	61.11	265.78	59.70	-9.03	287.60	65.06
长期借款	255.61	53.47	232.02	52.11	-9.23	252.20	57.05
长期应付款	32.40	6.78	29.83	6.70	-7.95	31.51	7.13
负债总额	478.05	100.00	445.22	100.00	-6.87	442.09	100.00

注：1.尾差系四舍五入所致；2.固定资产含固定资产和固定资产清理，在建工程含工程物资，长期应付款含专项应付款及应付利息
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

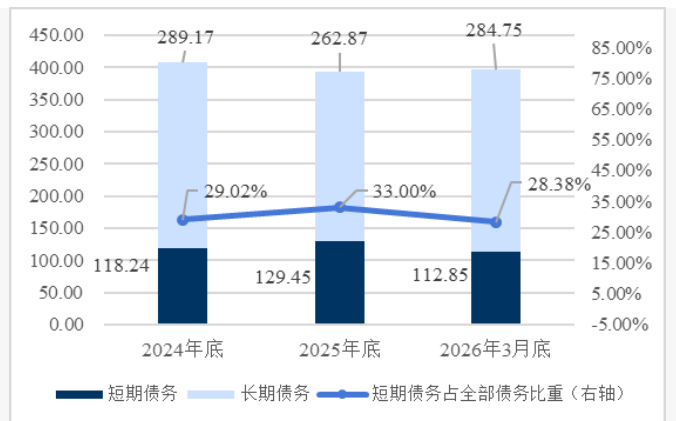
截至 2025 年底，公司所有者权益 101.96 亿元，较上年底下降 5.20%，主要系永续债券到期使得其他权益工具规模下降所致。其中，实收资本、资本公积、其他权益工具投资和未分配利润分别占 30.18%、40.04%、48.79%和-15.94%。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 101.98 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。联合资信关注到，同期末，公司未弥补亏损占实收资本的 53.33%。

图表 11 • 2024—2025 年底及 2026 年 3 月底公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 2024—2025 年底及 2026 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务较上年底小幅下降 3.70%；债务结构方面，短期债务占 33.00%，长期债务占 67.00%，长期债务占比高，债务结构较为合理。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 81.37%、79.37%和 72.05%，较上年底分别下降 0.27 个百分点、上升 0.26 个百分点和下降 0.84 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 397.60 亿元，较上年底变化不大；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 81.26%、79.59%和 73.63%，较上年底分别下降 0.11 个百分点、上升 0.21 个百分点和上升 1.58 个百分点。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 447.34 亿元；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 90.40%、89.54%和 86.49%，较调整前分别上升 9.14 个百分点、9.96 个百分点和 12.86 个百分点。整体看，公司债务负担很重。

2025 年，公司业务规模收缩，营业总收入和营业成本均同比有所下降，成本降幅大于收入使得营业利润率同比提高 2.29 个百分点。同期，公司利息费用减少使得期间费用同比下降，但期间费用率同比变化不大；投资收益同比大幅增长，主要系公司投资的华润电力（唐山曹妃甸）有限公司、中铝股份山西新材料有限公司等公司权益法下确认投资收益所致。2025 年，公司扭亏，实现利润总额 2.88 亿元；总资本收益率同比小幅提升，净资产收益率由负转正。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入和营业成本均变化不大；受益于期间费用的减少和投资收益的增长，公司利润总额同比大幅增长。

图表 13 • 公司盈利及现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2025 年数据较 2024 年数据 变化情况	2026 年 1—3 月
营业总收入	166.70	154.63	-7.24%	39.85
营业成本	150.37	135.45	-9.93%	35.38
期间费用	18.59	16.93	-8.93%	3.59
期间费用率	11.15%	10.95%	下降 0.20 个百分点	9.00%
投资收益	2.18	2.71	24.43%	0.89
利润总额	-0.24	2.88	*	1.10
营业利润率	8.75%	11.03%	增加 2.29 个百分点	9.55%
总资本收益率	2.64%	2.83%	增加 0.19 个百分点	--
净资产收益率	-1.44%	1.18%	增加 2.63 个百分点	--
经营活动现金流量净额	-9.79	20.82	*	1.56
投资活动现金流量净额	-23.03	-26.39	14.55%	-1.46
筹资活动前现金流量净额	-32.82	-5.57	-83.04%	0.10
筹资活动现金流量净额	4.69	12.34	163.27%	3.48
现金收入比	111.61%	117.40%	增加 5.78 个百分点	112.92%

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司经营活动现金由净流出转为净流入，主要系公司购买商品支付现金减少所致；投资活动现金保持净流出；公司筹资活动前现金净流出规模同比大幅缩减，考虑到公司在建及拟建机组后续投资压力很大，未来仍将保持一定规模的融资需求。同期，公司银行借款规模扩大，永续债券到期规模下降，筹资活动现金净流入量同比增长。跟踪期内，公司收入实现质量保持高水平。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标表现同比有所提升，整体表现较强；融资渠道畅通。公司有较大规模关联担保，但整体风险可控。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	89.61%	88.30%	103.08%
	速动比率	80.11%	78.69%	94.24%
	经营现金流动负债比	-5.26%	11.60%	--
	现金短期债务比（倍）	0.32	0.33	0.41
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	39.91	39.37	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.21	9.96	--
	全部债务/经营现金（倍）	-41.63	18.84	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	3.05	--

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

跟踪期内，公司流动比率和速动比率呈增长态势，流动资产对流动负债的覆盖能力有所增强；经营活动现金转为净流入，对流动负债和全部债务保障能力较弱；现金短期债务比表现持续提升。2025 年，公司 EBITDA 同比变化不大，对全部债务和利息的保障能力较强。整体看，公司偿债能力指标表现较强。

截至 2025 年底，公司对外担保余额 28.58 亿元，担保比率为 28.04%。公司对外担保对象为漳泽租赁和晋控煤业集团，详细情况见关联交易章节。公司因上述对外担保所造成的或有负债风险较低。

截至 2025 年底，公司存在 4 起重大未决诉讼，相关案件尚在审理（调解）过程中，公司存在一定或有负债风险。

图表 15 • 截至 2025 年底公司重大诉讼情况

诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额（万元）	诉讼（仲裁）进展	诉讼（仲裁）审理结果及影响
吴怀君诉晋控电力山西长治发电有限责任公司建设工程施工合同纠纷	2290.63	2024 年 5 月立案。2024 年 11 月在石家庄市中级人民法院一审开庭审理。2025 年 9 月，河北省石家庄市中级人民法院作出一审判决。晋控电力山西长治发电有限责任公司已提起上诉。	未审结
阜新华通管道有限公司诉晋控电力同华山西发电有限公司、晋控电力同兴山西发电有限公司买卖合同纠纷	9444.55	2024 年 12 月立案。2025 年 2 月，原平市中级人民法院一审开庭审理。2025 年 12 月 19 日，山西省原平市人民法院作出一审判决。阜新华通管道有限公司已提起上诉。	未审结
中安创盈能源科技产业有限公司诉晋控电力大同热电山西有限公司合同纠纷案	3376.18	2025 年 11 月 28 日，大同市云冈区人民法院就本案作出一审判决。原告。2025 年 12 月，同达热电向大同市中级人民法院提起上诉。	未审结
中车山东风电有限公司与晋控电力山西新能源有限公司建设工程合同纠纷案	41100.00	2024 年 8 月 9 日，收到太原仲裁委员会通知。目前本案已在太原仲裁委开庭审理，尚未判决。	未审结

注：上表仅列示未审结案件

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2026 年 3 月底，公司已获得银行等金融机构授信 425.00 亿元，剩余未使用额度为 78.25 亿元，间接融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

3 母公司主要变化情况

母公司业务规模较小，资产构成较为均衡；考虑永续债券后，母公司整体债务负担很重，盈利依赖投资收益。

截至 2025 年底，母公司资产总额 304.06 亿元，较上年底下降 3.16%。其中，流动资产 135.75 亿元（占 44.65%），主要由货币资金（占 12.99%）、其他应收款（合计）（占 22.66%）和其他流动资产（占 47.41%）构成；非流动资产 168.31 亿元（占 55.35%），主要由长期股权投资（占 77.86%）和固定资产（合计）（占 19.62%）构成。

截至 2025 年底，母公司所有者权益为 124.07 亿元，较上年底变化不大。截至 2025 年底，母公司负债总额 179.99 亿元，较上年底下降 3.92%。其中，流动负债 71.28 亿元（占 39.60%），主要由短期借款（占 26.89%）、应付票据（占 8.42%）和一年内到期的非流动负债（占 58.32%）构成；非流动负债 108.71 亿元（占 60.40%），主要由长期借款（占 99.44%）构成。截至 2025 年底，母公司全部债务 174.84 亿元，资产负债率为 59.19%，全部债务资本化比率 58.49%。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，母公司全部债务增至 224.58 亿元；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.55%和 75.13%，较调整前分别上升 16.36 个百分点和 16.64 个百分点。

2025 年，母公司营业总收入为 25.59 亿元，利润总额为 3.50 亿元，投资收益为 5.30 亿元。现金流方面，2025 年，母公司经营活动现金流净额为 0.24 亿元，投资活动现金流净额 10.55 亿元，筹资活动现金流净额-9.68 亿元。

（五）ESG 方面

跟踪期内，公司在安全环保和社会责任方面表现较好，ESG 表现较好。

环境责任方面，公司生产经营过程中，严格遵守《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国大气污染防治法》等法律法规，执行《火电厂大气污染物排放标准》（GB 13223-2011）以及山西省《燃煤电厂大气污染物排放标准》（DB14/1703-2019）。公司所属各现役火电企业全部按照规定时限取得排污许可证，建立健全了排污许可台账，每月度、季度、年度编制执行报告并提交到当地环境保护主管部门，做到了依法持证排污。2025 年，公司环境保护投入 8.85 亿元，环保培训 64 次，958 人次参加环保培训；温室气体排放总量 3337.15 万吨二氧化碳当量，发电碳排放强度 0.812 千克二氧化碳当量/千瓦时。

社会责任方面，公司严格执行《中华人民共和国劳动合同法》和有关劳动法律法规等用工制度、劳动保护制度、社会保障制度和医疗保障制度。2025 年，公司技能鉴定站组织开展了 21 批次涵盖 38 个工种 1584 人的职业技能评价工作，其中公司员工新增初级工 67 人，中级工 249 人，高级工 960 人，申报技师和高级技师 308 人。公司 ESG 信息披露情况良好。

七、外部支持

1 支持能力

公司最终控股股东晋控集团整体实力极强；直接控股股东晋控煤业集团在行业地位、资源禀赋等方面具备综合优势。

公司最终控股股东为晋控集团，其作为山西省内主要煤炭资源整合主体之一，省内各级政府对其重视程度极高。截至 2025 年底，晋控集团合并资产总额 10885.36 亿元，所有者权益 2486.91 亿元（含少数股东权益 1896.20 亿元）；2025 年度，晋控集团实现营业总收入 2956.33 亿元，利润总额 14.32 亿元。

公司直接控股股东晋控煤业集团在行业地位、资源禀赋等方面具备综合优势。作为中国重要的动力煤生产基地，截至 2024 年底，晋控煤业集团拥有 88 座矿井，核定年生产能力 2.42 亿吨，资源保有储量合计 381.81 亿吨。晋控煤业集团大同矿区主要煤种为弱粘结煤，是优质的动力用煤，个别地段产出长焰煤、1/3 焦煤；朔南矿区主要煤种为长焰煤、气煤；轩岗矿区产出煤种为气煤、1/3 焦煤、肥焦煤；保德矿区主要以气煤为主，分布有少量的 1/3 焦煤、长焰煤。晋控煤业集团拥有在运行选煤厂 28 座，总设计洗选能力 12285 万吨/年；在建选煤厂 4 座，设计洗选能力 4000 万吨/年。截至 2025 年底，晋控煤业集团合并资产总额 4831.38 亿元，所有者权益 987.34 亿元（含少数股东权益 533.94 亿元）；2025 年度，晋控煤业集团实现营业总收入 1004.28 亿元，利润总额 0.40 亿元。

2 支持可能性

跟踪期内，在晋控集团协调下，晋控煤业集团在煤炭供应保障、担保等方面持续对公司提供支持。

2025 年及 2026 年一季度，公司采购自晋控煤业集团的煤炭量占比分别为 85.15%和 79.53%。截至 2025 年底，公司作为被担保方，接受晋控煤业集团的担保金额合计为 15.00 亿元；公司于晋能控股集团财务有限公司的存款余额为 9.95 亿元，存款利率范围为 0.25%~1.50%。

八、债券偿还能力分析

本报告所跟踪债券规模不大，公司对其偿还能力很强。

本报告所跟踪债券余额合计 10.00 亿元，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度很高。

图表 16 • 本报告跟踪债券偿还能力指标

项目	2025 年
本报告所跟踪债券余额（亿元）	10.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	18.31
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	2.08
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.25

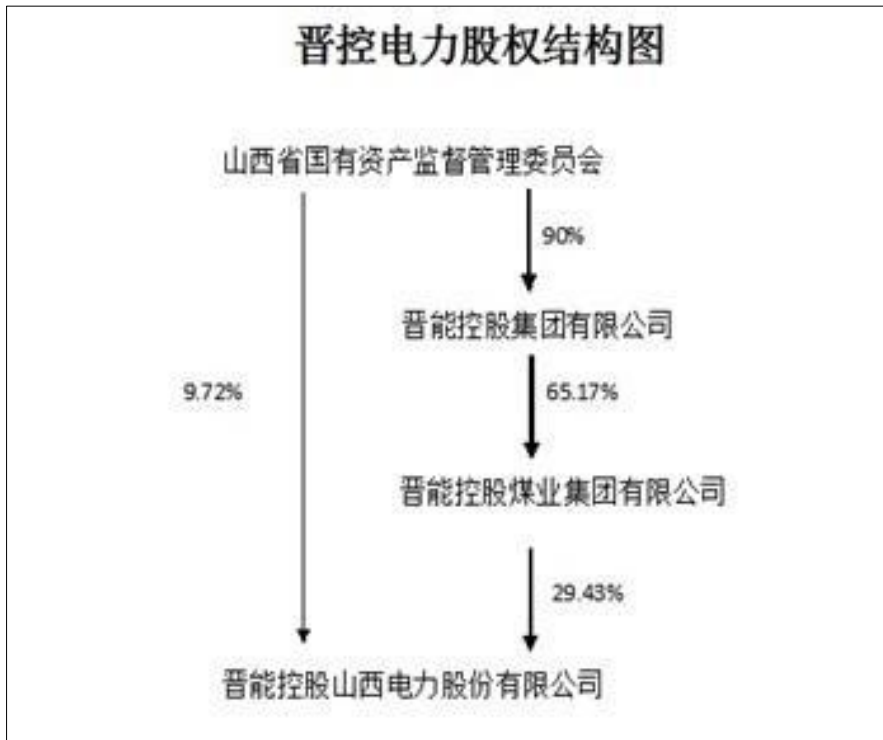
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款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 AA⁺，维持“23 晋能山西 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

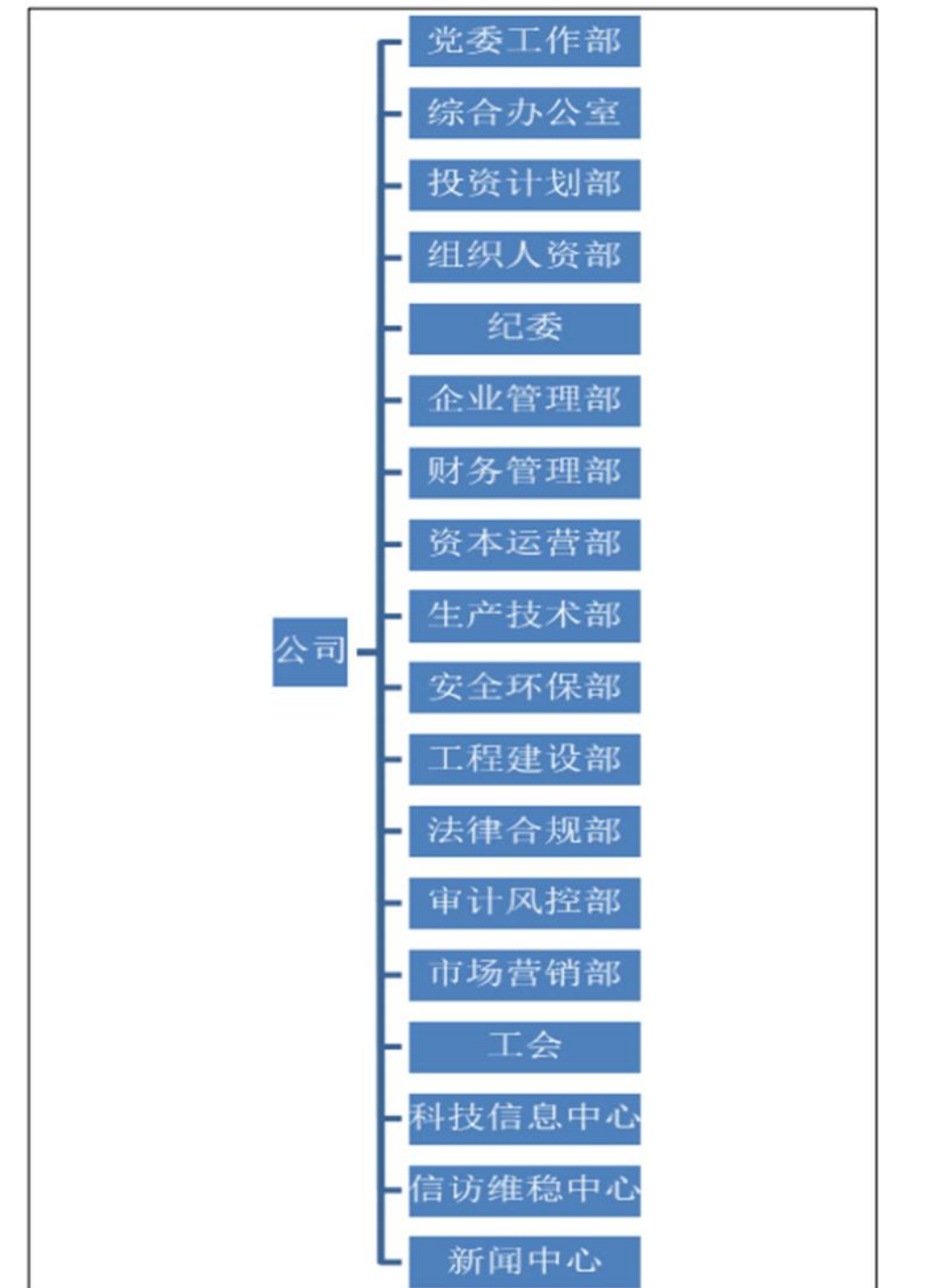
。

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）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司部分主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金（亿元）	主营业务	持股比例	取得方式
山西临汾热电有限公司	4.00	电热生产销售	51.75%	投资设立
晋控电力塔山发电山西有限公司	4.10	电力生产销售	60.00%	反向购买
晋控电力同承热电（山西）有限公司	6.32	电力生产销售	88.98%	反向购买
晋控电力同华山西发电有限公司	10.00	电力生产销售	95.00%	反向购买
晋控电力山西国王坪发电有限公司	3.92	电力生产销售	60.00%	反向购买
晋控电力蒲洲热电山西有限公司	5.64	电力生产销售	65.00%	投资设立
晋控电力同兴山西发电有限公司	10.00	电力生产销售	81.89%	投资设立
晋控电力山西新能源有限公司	20.64	新能源电力热力销售、技术服务	100.00%	投资设立
晋控电力山西长治发电有限责任公司	17.51	火力发电	100.00%	投资设立
晋控电力沁源新能源有限公司	2.40	太阳能发电	100.00%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	37.55	42.84	46.06
应收账款（亿元）	90.25	82.93	86.21
其他应收款（合计）（亿元）	5.16	3.29	3.73
存货（亿元）	17.67	17.24	13.65
长期股权投资（亿元）	29.73	36.53	37.43
固定资产（合计）（亿元）	320.32	306.64	301.82
在建工程（合计）（亿元）	40.97	20.15	20.40
资产总额（亿元）	585.59	547.17	544.07
实收资本（亿元）	30.77	30.77	30.77
少数股东权益（亿元）	-6.46	-8.14	-8.16
所有者权益（亿元）	107.55	101.96	101.98
短期债务（亿元）	118.24	129.45	112.85
长期债务（亿元）	289.17	262.87	284.75
全部债务（亿元）	407.41	392.32	397.60
营业总收入（亿元）	166.70	154.63	39.85
营业成本（亿元）	150.37	135.45	35.38
其他收益（亿元）	0.45	0.44	0.05
利润总额（亿元）	-0.24	2.88	1.10
EBITDA（亿元）	39.91	39.37	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	186.06	181.54	45.00
经营活动现金流入小计（亿元）	194.51	183.10	45.53
经营活动现金流量净额（亿元）	-9.79	20.82	1.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-23.03	-26.39	-1.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.69	12.34	3.48
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.89	1.78	--
存货周转次数（次）	9.45	7.76	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.27	--
现金收入比（%）	111.61	117.40	112.92
营业利润率（%）	8.75	11.03	9.55
总资本收益率（%）	2.64	2.83	--
净资产收益率（%）	-1.44	1.18	--
长期债务资本化比率（%）	72.89	72.05	73.63
全部债务资本化比率（%）	79.12	79.37	79.59
资产负债率（%）	81.63	81.37	81.26
流动比率（%）	89.61	88.30	103.08
速动比率（%）	80.11	78.69	94.24
经营现金流动负债比（%）	-5.26	11.60	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.33	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	3.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.21	9.96	--

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. 公司合并口径长期应付款中有息债务调整计入长期债务
 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（母公司口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.80	17.79	20.36
应收账款（亿元）	8.69	8.50	9.44
其他应收款（合计）（亿元）	42.28	30.76	31.96
存货（亿元）	4.48	5.33	4.81
长期股权投资（亿元）	128.10	131.06	131.95
固定资产（合计）（亿元）	33.59	33.02	32.62
在建工程（合计）（亿元）	3.86	3.15	3.22
资产总额（亿元）	313.98	304.06	313.85
实收资本（亿元）	30.77	30.77	30.77
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	126.65	124.07	123.79
短期债务（亿元）	60.60	66.73	54.78
长期债务（亿元）	120.39	108.10	127.95
全部债务（亿元）	181.00	174.84	182.72
营业总收入（亿元）	26.89	25.59	6.41
营业成本（亿元）	22.14	20.22	5.28
其他收益（亿元）	0.15	0.16	0.02
利润总额（亿元）	3.29	3.50	0.43
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	24.70	23.70	5.33
经营活动现金流入小计（亿元）	55.15	72.99	13.53
经营活动现金流量净额（亿元）	-9.17	0.24	-5.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.23	10.55	-1.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.86	-9.68	9.58
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.88	2.91	--
存货周转次数（次）	5.68	4.12	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	--
现金收入比（%）	91.85	92.60	83.12
营业利润率（%）	16.76	19.77	16.41
总资本收益率（%）	3.05	2.98	--
净资产收益率（%）	2.50	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	48.73	46.56	50.83
全部债务资本化比率（%）	58.83	58.49	59.61
资产负债率（%）	59.66	59.19	60.56
流动比率（%）	222.34	190.45	235.29
速动比率（%）	215.58	182.98	227.47
经营现金流动负债比（%）	-13.84	0.34	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.27	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：母公司 2026 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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 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