

山东能源集团建工集团有限公司

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〕5759号

联合资信评估股份有限公司通过对山东能源集团建工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，确定维持山东能源集团建工集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“25 山能建工 MTN001”及“26 山能建工 MTN001”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

二〇二六年七月二十四日

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东能源集团建工集团有限公司（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。

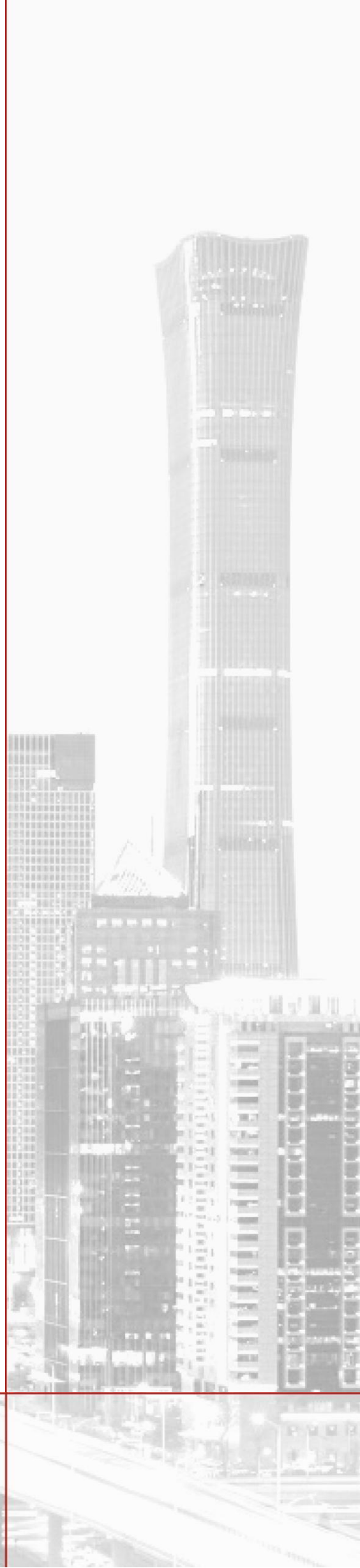
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



山东能源集团建工集团有限公司

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
山东能源集团建工集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/07/24
25 山能建工 MTN001/26 山能建工 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

山东能源集团建工集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省国有建筑施工及煤矿建设企业。跟踪期内，公司主要资质未发生变化，控股股东山东能源集团有限公司（以下简称“山能集团”）在项目获取和融资担保方面继续给予公司有力支持。2025 年，公司房地产开发业务以存量项目为主，去化速度较慢；工程施工业务主要来自山能集团，收入以及新签合同金额同比均有所增长；山能集团拟将旗下多家建筑施工企业优势主业整合到公司，整合完毕后公司工程施工业务规模有望增长。公司整体经营风险较低。财务方面，公司应收类款项和存货对资金形成较大占用，且应收类款项账龄偏长，存在一定减值风险；2025 年，公司营业总收入和营业成本均同比增长，期间费用增长较快，减值损失对利润形成侵蚀，公司仍处于亏损状态，未分配利润亏损规模扩大，所有者权益进一步下降；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 91.20%和 85.46%，对亏损的承受能力低；整体偿债指标表现一般。公司财务风险一般。考虑到公司融资渠道较为畅通，股东对公司的支持力度大，公司实际偿债能力高于数据体现值。综合公司经营与财务风险表现，并考虑跟踪期内公司在项目获取和融资担保等方面继续获得股东有力支持，公司偿还债务的能力很强。

“25 山能建工 MTN001”和“26 山能建工 MTN001”由山能集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。山能集团担保实力极强，主体信用等级为 AAA，其担保有效提升了上述债券本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

随着山能集团建筑施工板块业务的整合，公司资本实力和业务规模有望得到提升，作为山能集团下属重要建筑施工和煤矿建设企业，公司有望持续获得股东的大力支持，并维持稳定的偿债能力。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务规模、区域范围和资质水平明显扩大或提升；营业总收入及利润水平显著改善；债务负担明显减轻。

可能引致评级下调的敏感性因素：新签、在手项目无法支撑公司维持现有业务规模；偿债指标表现显著恶化；再融资能力显著弱化；股东对公司的支持力度大幅降低。

优势

- **公司股东实力极强，对公司支持力度大。**公司控股股东山能集团综合实力极强，在项目获取和融资担保方面继续给予公司有力支持。2025 年，公司新签合同中来自股东山能集团内部项目占比约为 93.00%。此外，截至 2026 年 3 月底，山能集团为公司融资提供的担保余额 40.50 亿元。
- **公司资本实力、业务规模和整体竞争力有望得到持续增强。**公司为山能集团建筑施工板块的管理主体，山能集团拟将多家下属建筑施工企业优势主业整合到公司，公司未来资本实力、工程施工业务规模和整体竞争力有望持续增强。
- **山能集团提供的担保显著提升了待偿债券本息偿付的安全性。**山能集团为“25 山能建工 MTN001”和“26 山能建工 MTN001”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了上述债券本息偿付的安全性。

关注

- **盈利能力持续较弱，亏损状态尚未扭转。**2025 年，公司资产减值损失和信用减值损失分别为-0.84 亿元和-0.56 亿元，对利润形成侵蚀，公司利润总额继续亏损，调整后营业利润率和总资产报酬率分别为 2.79%和 1.00%，盈利能力虽较上年略有改善但仍处于较低水平，依靠自身经营积累改善财务状况的能力有限。
- **公司所有者权益薄，对亏损的承受能力低。**截至 2025 年底，受未分配利润为负（-34.04 亿元）的影响，公司所有者权益规模较上年底下降 11.87%至 8.40 亿元，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 91.20%和 85.46%，对亏损的承受能力低。

- **公司应收类款项和存货对资金形成较大占用，存在一定的减值风险。**公司应收账款和其他应收款（合计）规模较大且账龄 3 年以上的占比较高；保有较大规模的房地产存货，存量项目去化较慢；公司虽已累计计提较大规模减值准备，但在当前房地产行业持续调整和部分客户信用风险暴露的背景下，仍需关注未来可能发生的额外减值对净资产的进一步侵蚀。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [建筑与工程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](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F5	盈利能力		4
		资本结构		6
		偿债能力		4
指示评级				bbb ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bbb ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+7
模型级别				AA

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《建筑与工程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。

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

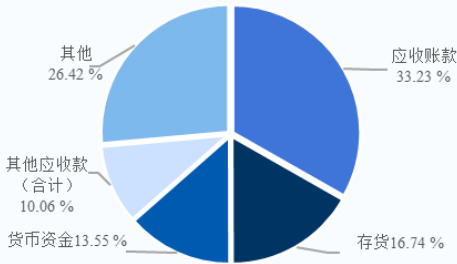
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	14.74	17.69	8.98
资产总额（亿元）	92.30	95.47	80.14
所有者权益（亿元）	9.54	8.40	8.66
短期债务（亿元）	31.55	33.93	19.02
长期债务（亿元）	16.96	15.45	25.48
全部债务（亿元）	48.51	49.38	44.50
营业总收入（亿元）	27.86	31.80	2.61
利润总额（亿元）	-0.82	-0.60	-0.06
EBITDA（亿元）	0.79	1.09	--
经营性净现金流（亿元）	1.48	3.23	0.00
调整后营业利润率（%）	2.76	2.79	-3.59
总资产报酬率（%）	0.70	1.00	--
资产负债率（%）	89.67	91.20	89.20
全部债务资本化比率（%）	83.57	85.46	83.71
流动比率（%）	129.43	116.80	148.70
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.27	0.24	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.52	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	61.37	45.13	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	87.55	91.15	76.07
所有者权益（亿元）	9.46	7.49	7.77
全部债务（亿元）	41.94	41.90	37.01
营业总收入（亿元）	27.09	30.45	2.56
利润总额（亿元）	-1.28	-1.53	-0.03
资产负债率（%）	89.19	91.79	89.79
全部债务资本化比率（%）	81.59	84.84	82.66
流动比率（%）	119.63	109.53	137.84
经营现金流流动负债比（%）	5.07	5.28	--

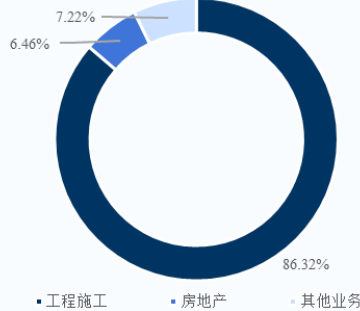
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务，公司本部债务数据未经调整；3. 2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用或无意义；5. 2026 年一季度经营性净现金流为 48.01 万元

资料来源：联合资信根据公司财务报告、公司提供资料整理

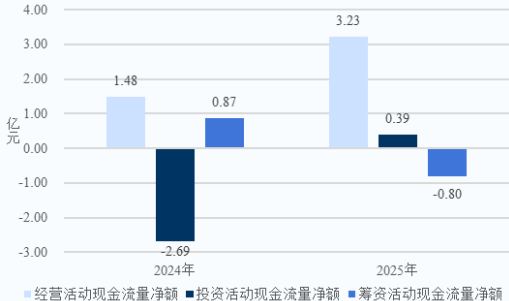
2025 年底公司资产构成



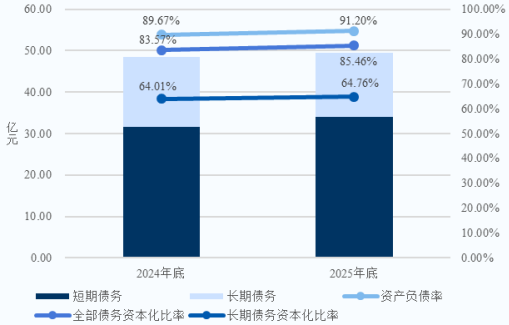
2025 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
25 山能建工 MTN001	10.00	10.00	2028/11/26	加速到期
26 山能建工 MTN001	10.00	10.00	2029/03/03	加速到期

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公开发行债券
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
26 山能建工 MTN001	AAA/稳定	AA/稳定	2026/02/11	罗星驰 金剑	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 山能建工 MTN001	AAA/稳定	AA/稳定	2025/11/13	罗星驰 金剑	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人： 裴申鼎 peisd@lhratings.com

项目组成员： 马金星 majx@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”）关于山东能源集团建工集团有限公司（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、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和实际控制人均未发生变化。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本仍均为 29.00 亿元，山东能源集团有限公司（以下简称“山能集团”）和山能集团全资子公司兖矿东华集团有限公司对公司持股比例分别为 61.17% 和 38.83%；控股股东为山能集团，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。

公司主营业务为工程施工业务，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

跟踪期内，公司经营范围及组织结构均未发生重大变化。截至 2026 年 3 月底，公司本部内设综合办公室、财务管理部和经营管理部等部门；同期末，公司纳入合并范围的一级子公司共 7 家。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 95.47 亿元，所有者权益 8.40 亿元（含少数股东权益 0.12 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 31.80 亿元，利润总额-0.60 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 80.14 亿元，所有者权益 8.66 亿元（含少数股东权益 0.12 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.61 亿元，利润总额-0.06 亿元。

公司注册地址：山东省泰安市泰安旅游经济开发区粥店街道天平湖路 70 号；法定代表人：李海冬。

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共计 2 只，余额 20.00 亿元，募集资金均已按指定用途使用完毕，并由山能集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，2 只债券均尚未到首个付息日。

图表 1 • 截至本报告出具日由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
25 山能建工 MTN001	10.00	10.00	2025/11/26	3 年
26 山能建工 MTN001	10.00	10.00	2026/03/03	3 年

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、行业及区域环境分析

1 行业概况

2025年，受基建投资放缓和地产深度调整影响，中国建筑业总产值近十年来首次负增长，行业进入深度调整期；固定资产投资整体承压，国内新签合同额连续三年下降，但对外工程承包表现亮眼，成为对冲国内下滑的重要增长极。政策围绕“扩大有效投资+化债清欠”推进，有望局部修复基建需求，但地产端改善仍需时日。行业集中度持续提升，八大央企新签合同占比已近50%，尾部民企出清压力加大。总体看，建筑施工行业整体盈利能力较弱、杠杆水平高、偿债指标表现不佳，2026年建筑施工行业收入降幅有望企稳，但利润端仍受减值风险压制，回款改善情况一定程度取决于化债与清欠政策的落地效果。完整版行业分析详见[《建筑施工行业信用分析报告》](#)。

2 区域经济概况

2025年，山东省经济总量规模大，经济保持增长，为公司提供了良好的外部发展环境。区域房地产市场规模收缩，对房建业务造成一定不利影响。

根据《2025年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2025年山东省全年实现地区生产总值103197.5亿元，比上年增长5.5%，国内生产总值规模在全国省级行政区排名第3。其中，第一产业增加值6774.9亿元，增长4.0%；第二产业增加值40541.4亿元，增长5.0%；第三产业增加值55881.1亿元，增长6.1%。三次产业结构为6.6：39.3：54.1。

2025年，山东省全年完成建筑业总产值19984.1亿元，比上年增长0.3%；2025年末建筑业具有总承包或专业承包资质的有工作量企业12900家，比上年末减少285家。

2025年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年下降8.6%，三次产业投资构成为1.9：47.7：50.4。重点投资领域中，制造业投资下降0.5%，占全部投资的比重为37.3%；基础设施投资下降7.7%，占比为23.1%；工业技改投资增长5.3%，占比为23.9%，较上年提高3.2个百分点。

2025年，山东省房地产开发投资6451.4亿元，比上年下降14.7%。商品房销售面积8794.0万平方米，下降10.5%。商品房销售额6768.8亿元，下降13.4%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

（1）项目承揽能力

跟踪期内，公司作为隶属于山能集团的建工国企，建筑工程资质未发生变化，资质种类较多但整体资质水平一般。股东为公司提供业务资源，新签合同对上年施工收入的覆盖倍数尚可，业务可持续性较强。

跟踪期内，公司作为山东省国资委控制的建筑施工企业和煤矿建设行业企业，承揽项目仍以股东体系内和山东省内为主。截至2026年3月底，公司拥有资质包括房屋建筑工程施工总承包一级、矿山工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、铁路工程施工总承包二级、钢结构工程专业承包一级等资质。2025年，公司营业总收入31.80亿元（工程施工业务收入27.45亿元），新签合同31.13亿元，其中来自股东山能集团内部的合同占比约为93.00%，新签合同对上年施工收入的覆盖倍数为1.37倍。2023—2025年，山能集团构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金均超过300亿元，为公司业务开展提供了良好保障。截至2026年3月底，公司在手合同金额17.9亿元。

图表 2 • 同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况

分类	新签合同（亿元）	新签合同/上年施工收入（倍）	营业总收入（亿元）
公司	31.13	1.37	31.80
行业 3/4 分位	212.09	1.30	118.59
行业 1/2 分位	610.72	1.84	272.70
行业 1/4 分位	1809.59	2.49	643.04

注：同业数据为联合资信整理建筑行业发债样本企业数据，其中新签合同、新签合同/上年施工收入数据为 2024 年数据，营业总收入为 2025 年数据
 资料来源：联合资信根据公司提供资料和发债企业公开资料整理

（2）项目回款能力

公司承揽项目仍主要为股东山能集团内部项目，在山能集团协调下账款最终回收有一定保障，但仍存在明显的账款拖欠情况。

跟踪期内，公司工程结算方式未发生变化。2025 年，公司新签合同来自股东山能集团内部项目占比约为 93.00%，主要为矿山相关工程，在山能集团协调下相关账款最终回收有一定保障；但公司部分应收账款账龄长，应收账款周转次数很低，仍存在明显的拖欠情况。

2 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 5 月 27 日，公司本部无未结清关注和不良类借款。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，历史履约情况良好。截至 2026 年 7 月 22 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，公司董事、高级管理人员变动较少，在法人治理结构和管理制度等方面均无重大变化。

2025 年 9 月，原副总经理张怀宝卸任。2025 年 10 月，孟鑫任命为公司副总经理。2025 年 12 月，原董事郭宝领卸任，李磊任命为公司董事。2026 年 4 月，财务总监李军卸任。上述人员变动不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。除上述事项外，跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度等方面均无重大变化。

（三）重大事项

2023 年 7 月，公司控股股东山能集团发布整合方案，山能集团拟将其下属的建筑施工业务整合至公司，公司资本实力、工程施工业务规模和整体竞争力在整合完毕后有望增强。

2023 年 7 月 31 日，控股股东山能集团发布《山东能源集团有限公司关于印发<山东能源集团建工集团有限公司整合成立方案>的通知》（以下简称“整合方案”）。整合方案称，以服务山能集团“六大主业”发展的服务性业务、补充性业务和专业性业务“三个业务”为基本定位进行整合组建。其中，施工板块整合方案如下：沿用兖矿东华建设有限公司（公司原名）资质，将兖矿东华建设有限公司、山东方大工程有限责任公司（以下简称“方大公司”）、山东华新建筑工程集团有限责任公司（以下简称“华新建工”）、山东中兴建安建工有限公司（以下简称“中兴建安”）等建筑施工企业优势主业整合到公司，公司作为山能集团建筑施工板块的管理主体。

截至本报告出具日，方大公司、华新建工和中兴建安三家主要拟整合单位尚未纳入公司财务报表合并范围，整合进度缓慢，主要是各家拟整合单位来自山能集团不同子公司，各家企业经营、财务情况差异较大，且部分企业处于亏损状态。公司计划 2026 年内将方大公司纳入合并范围，截至 2025 年底，方大公司资产总额 36.42 亿元、所有者权益 13.19 亿元、资产负债率为 63.79%；2025 年，方大公司营业总收入 26.12 亿元、利润总额 0.89 亿元。未来随着建筑施工板块业务的持续整合，公司工程施工业务收入及综合竞争力有望提升。

（四）经营方面

1 经营概况

2025 年，公司营业总收入保持增长，收入仍以工程施工为主；同期，公司综合毛利率变化不大。

2025 年，公司新承接项目增加，工程施工业务收入同比增长 20.71%；房地产业务以存量项目开发和销售为主，规模仍较小；公司营业总收入同比增长 14.12%。毛利率方面，2025 年公司综合毛利率变化不大；其中，工程施工、房地产业务毛利率水平有所提升。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.61 亿元，较上年增长 15.12%；综合毛利率 19.80%，较 2025 年全年有所增长。

图表 3 • 2024—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	22.74	81.60%	10.16%	27.45	86.32%	12.62%
房地产	1.57	5.62%	24.91%	2.05	6.46%	28.23%
其他	3.56	12.77%	42.69%	2.30	7.22%	28.50%
合计	27.86	100.00%	15.15%	31.80	100.00%	14.77%

注：上表工程施工包含物资材料，其他收入主要包括测绘勘探服务等
 资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）工程施工

2025 年，公司工程施工业务新签合同金额同比增幅大；公司主要承揽山能集团内部项目，期末在手项目合同金额不大。

公司承建的建筑施工业务类型主要为房屋建筑和矿山工程，此外还有电力、市政等其他类型工程。2025 年，公司工程施工业务模式无变化，仍主要采取施工总承包模式，项目周期因合同而有所差异。

从项目获取来看，公司仍通过公开招投标以及议标的方式承揽项目。2025 年，公司前五大客户收入占工程施工收入中的比重为 50.49%，集中度高。

图表 4 • 公司工程施工业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	客户性质	收入
2024 年	兖矿能源集团股份有限公司园区建设管理中心	关联方	50859
	新疆兖矿其能煤业有限公司	关联方	38351
	中国石油大学（华东）	非关联方	18405
	陕西未来能源化工有限公司（金鸡滩煤矿）	关联方	16321
	兖矿东平陆港有限公司	关联方	14886
	合计	--	138821
2025 年	山东能源集团平川盛鲁新能源有限公司	关联方	38933
	临沂会宝岭铁矿有限公司凤凰山铁矿	关联方	33507
	新疆兖矿其能煤业有限公司	关联方	23609
	兖矿能源集团股份有限公司园区建设管理中心	关联方	21795
	新疆山能化工有限公司	关联方	20747
	合计	--	138591
2026 年 1—3 月	兖煤万福能源有限公司	关联方	3377
	兖煤菏泽能化有限公司赵楼煤矿	关联方	1968

内蒙古昊盛煤业有限公司	关联方	1717
兖矿能源集团股份有限公司南屯煤矿	关联方	1629
华陆工程科技有限责任公司	非关联方	1146
合计	--	9837

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

项目承揽方面，受承接山能集团项目增加影响，2025 年公司工程施工业务新签合同金额同比增长 61.21%。截至 2026 年 3 月底，公司在手合同金额 17.9 亿元，较 2025 年 3 月底的 17.4 亿元略有增长。跟踪期内，公司主要承揽山能集团内部项目。从区域分布看，2025 年公司新签项目主要分布于山东和陕蒙区域。

图表 5 • 公司工程施工业务新签合同情况（单位：个、亿元）

业务类型	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	合同数	新签合同额	金额占比	合同数	新签合同额	金额占比	合同数	新签合同额	金额占比
房屋建筑	25	2.58	13.36%	36	2.79	8.96%	2	0.10	4.15%
工业工程	192	14.34	74.26%	238	22.95	73.72%	9	2.31	95.85%
其他	244	2.39	12.38%	13	5.39	17.31%	0	0.00	0.00%
合计	461	19.31	100.00%	287	31.13	100.00%	11	2.41	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 6 • 公司工程施工业务区域分布情况（单位：亿元）

区域	2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
山东区域	13.41	69.45%	14.96	48.06%	1.57	65.15%
陕蒙区域	5.00	25.89%	11.22	36.04%	0.34	14.11%
其他	0.89	4.61%	4.95	15.90%	0.50	20.75%
合计	19.31	100.00%	31.13	100.00%	2.41	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

结算方式方面，2025 年，公司与业主方结算模式未发生变化。截至 2026 年 3 月底，公司工程施工业务主要在建项目如图表 7 所示，合同总金额为 14.56 亿元，已确认收入金额为 9.03 亿元，已累计回款金额为 7.06 亿元。

图表 7 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	施工已投入金额	已确认收入	已回款金额
白银光伏项目	5.10	3.96	4.05	3.24
凤凰山铁矿选矿厂房及生产综合楼	2.53	1.76	1.97	1.69
凤凰山铁矿充填搅拌站及尾矿压滤车间等施工工程	3.39	1.21	1.38	1.10
荣信 80 万吨烯烃项目总图运输、全厂地下管网、全厂外管廊基础	1.35	0.55	0.54	0.18
五彩湾 80 万吨烯烃综合生活服务基地 PC 工程总承包	2.19	0.98	1.09	0.85
合计	14.56	8.46	9.03	7.06

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）房地产

跟踪期内，公司房地产项目为存量项目，无新拿地以及新开工项目，在建项目面临一定去化和减值风险。

2025 年，公司房地产业务无新拿地及新开工项目，结转收入同比有所增长。公司在建房地产项目为日照黄海明珠广场项目，项目类型为住宅、办公、商业综合体，于 2020 年 4 月开工，预计 2026 年 12 月竣工；截至 2026 年 3 月底，项目总投资金额 18.00 亿元，已投资 13.00 亿元。公司房地产资产主要为日照黄海明珠广场项目相关资产，截至 2025 年末，房地产资产（开发成本和产成品）账面价值为 15.81 亿元，较上年末下降 2.32 亿元；日照黄海明珠广场项目开发周期长且公司持有的房地产资产下降幅度较

小，反映该项目去化较慢。在当前房地产行业持续调整的背景下，日照黄海明珠广场项目仍面临去化压力和减值风险，需保持关注。考虑到自 2020 年以来公司未新获取土地储备，且 2021 年以来无新开工项目，房地产开发业务持续性弱。

图表 8 • 公司房地产业务开发建设数据

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	0.00	0.00	0.00
竣工面积（万平方米）	0.00	1.30	0.00
期末在建面积（万平方米）	21.84	20.55	20.55
结转面积（万平方米）	2.26	1.86	0.29
结转收入（万元）	15660.51	20543.97	1523.61

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

3 经营效率

公司经营效率指标整体处于较低水平。

经营效率方面，2025 年，公司存货周转次数、应收账款周转次数、总资产周转次数均有不同程度提升。公司应收账款周转次数很低；公司存在一定房地产业务且房地产存量项目去化较慢，存货周转次数和总资产周转次数在行业内处于较低水平。

图表 9 • 公司经营效率指标情况

对比指标	2023 年	2024 年	2025 年
存货周转次数（次）	1.16	0.93	1.23
应收账款周转次数（次）	1.25	1.03	1.06
总资产周转次数（次）	0.37	0.31	0.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 10 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	应收账款周转次数（次）	存货周转次数（次）	总资产周转次数（次）
公司	1.06	1.23	0.34
行业 3/4 分位	1.90	1.02	0.32
行业 1/2 分位	3.39	1.67	0.46
行业 1/4 分位	5.31	2.60	0.64

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

4 未来发展

公司推动发展模式向“技术+管理+服务”全链条价值创造转变，持续巩固总承包管理能力。

公司坚持“优秀工程项目管理服务商”定位，聚焦主责主业，推动发展模式从“单一施工”向“技术+管理+服务”全链条价值创造转变。优化产业布局方面，公司按照山能集团绿色能源转型战略，延伸服务链条、强化专业管理，不断增强安装业务综合实力。在运营模式创新方面，公司系统提炼设计施工深度融合与全过程成本管控管理经验，持续巩固总承包管理能力。

（五）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围子公司变化小，会计政策连续，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底有所增长，资产结构仍以流动资产为主；应收类款项账龄较长，房地产存货规模较大，对资金形成较大占用，存在一定的减值风险，资产质量一般。

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底有所增长；同期末，公司资产结构仍以流动资产为主。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.95	10.78%	12.94	13.55%	7.03	8.78%
应收票据	4.79	5.19%	4.75	4.97%	1.95	2.43%
应收账款	28.39	30.76%	31.72	33.23%	22.04	27.50%
其他应收款（合计）	12.80	13.86%	9.60	10.06%	8.06	10.06%
存货	19.05	20.64%	15.98	16.74%	15.90	19.84%
合同资产	5.85	6.34%	3.27	3.42%	4.24	5.29%
流动资产	84.24	91.27%	82.87	86.80%	67.44	84.15%
非流动资产	8.05	8.73%	12.60	13.20%	12.70	15.85%
资产总额	92.30	100.00%	95.47	100.00%	80.14	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

截至 2025 年底，公司货币资金较上年底增长 30.05%；货币资金由银行存款 12.58 亿元和其他货币资金 0.36 亿元构成，其中受限部分金额 0.36 亿元。截至 2025 年底，公司应收票据较上年底变化不大，以银行承兑汇票为主；应收账款较上年底增长 11.75%，应收类款项多在年底集中结算，次年一季度集中付款。同期末，公司应收账款账面余额中账龄 1 年以内（含 1 年）占比 57.37%，1~2 年占比 12.12%，2~3 年占比 7.08%，3 年以上占比 23.43%；累计计提坏账准备 8.63 亿元（按组合计提坏账准备 4.25 亿元，按单项计提坏账准备 4.38 亿元）。截至 2025 年底，公司其他应收款（合计）主要为与关联单位及政府之间的往来、备用金、保证金、抵押金，由于往来资金下降，其他应收款（合计）较上年底下降 24.95%；其他应收款项占其他应收款（合计）的 98.85%，公司其他应收款项账面余额中账龄 1 年以内（含 1 年）占比 11.45%，1~2 年占比 4.04%，2~3 年占比 43.60%，3 年以上占比 40.91%；累计计提坏账准备 1.78 亿元（按组合计提坏账准备 0.23 亿元，按单项计提坏账准备 1.55 亿元）。截至 2025 年底，公司存货账面价值较上年底下降 16.12%至 15.98 亿元，主要系公司房地产业务以存量项目为主，产品持续销售所致；存货账面余额中开发成本 13.74 亿元，产成品 6.81 亿元（计提减值准备 4.73 亿元），房地产行业景气度低，存货未来仍有一定减值风险；公司合同资产较上年底下降 44.17%，主要系部分项目完成结算转至应收账款所致，截至 2025 年底因超期未结算或诉讼等原因累计计提减值准备 1.57 亿元。

截至 2025 年底，公司受限资产账面价值为 9.86 亿元，受限比例较低。

图表 12 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.36	0.38%	保证金及资金监管户
存货	9.50	9.95%	抵押借款
合计	9.86	10.33%	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告附注整理

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 16.05%，主要系一季度季节性回收工程款较多，应收类款项下降，以及集中支付工程款导致货币资金下降所致；资产仍以流动资产为主。

(2) 资本结构

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底有所下降，未分配利润大额为负，所有者权益稳定性弱。

所有者权益

截至 2025 年底，公司所有者权益 8.40 亿元，较上年底下降 11.87%，主要系未分配利润亏损规模扩大所致；其中实收资本、资本公积和未分配利润分别为 29.00 亿元、12.71 亿元和 -34.04 亿元，未分配利润为负数，所有者权益稳定性弱。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化均不大。

负债

跟踪期内，公司短期债务接续压力有所缓解，但杠杆率水平仍很高，债务负担仍很重。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 5.20%，流动负债占比有所上升。

截至 2025 年底，公司经营性负债主要体现为应付账款（主要为应付材料采购款和工程分包款）和其他应付款（合计）（主要为资金往来款和抵押金及保证金）。截至 2025 年底，应付账款较上年底增长 14.83%，账龄 1 年以上的应付账款占比 60.05%，较上年底增加 16.99 个百分点，整体账期较长；随着公司应付账款的增多和付款周期延长，供应商和分包商纠纷风险增加。有息债务方面，2025 年末，公司全部债务较上年底增长 1.79%至 49.38 亿元，其中短期债务占比 68.72%。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 91.20%、85.46%和 64.76%，分别较上年底上升 1.53 个百分点、1.88 个百分点和 0.75 个百分点，债务负担仍很重。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

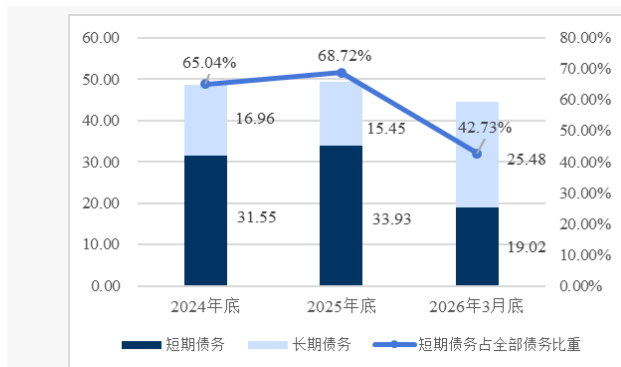
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.52	22.38%	15.50	17.80%	12.50	17.49%
应付账款	20.38	24.62%	23.40	26.87%	16.37	22.90%
其他应付款（合计）	6.20	7.49%	8.51	9.78%	6.88	9.63%
一年内到期的非流动负债	8.03	9.70%	12.40	14.24%	0.00	0.00%
其他流动负债	9.56	11.55%	8.91	10.24%	5.31	7.44%
流动负债	65.09	78.65%	70.95	81.49%	45.35	63.44%
长期借款	4.57	5.52%	5.44	6.25%	5.42	7.59%
应付债券	12.39	14.97%	10.00	11.49%	20.06	28.06%
非流动负债	17.67	21.35%	16.12	18.51%	26.13	36.56%
负债总额	82.76	100.00%	87.06	100.00%	71.48	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 17.89%，主要系应付账款、银行借款和债券规模下降所致；负债结构仍以流动负债为主；全部债务较上年底下降 9.88%至 44.50 亿元。

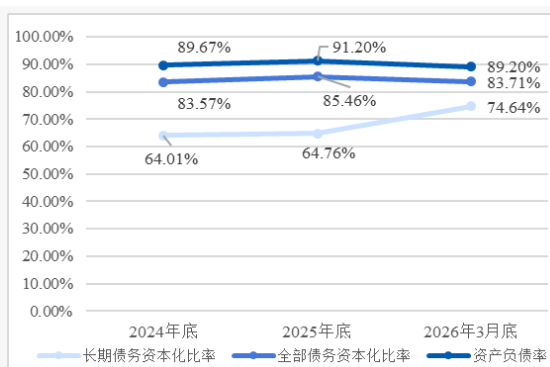
截至 2026 年 3 月底，公司有息债务中信用类债券 25.12 亿元（占比 56.44%）、银行借款 17.92 亿元（占比 40.28%），其中一年内到期的部分 17.56 亿元，同比减少 14.40 亿元；公司短期债务占比同比下降 23.10 个百分点；短期债务接续压力有所缓解。

图表 14 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 16 • 2025 年底样本企业债务负担指标分布情况

分类	资产负债率 (%)	全部债务资本化比率 (%)
公司	91.20	85.46
1/4 分位	74.45	42.78
1/2 分位	79.22	53.69
3/4 分位	84.02	65.65

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

(3) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入和营业成本均同比增长，期间费用增长较快，减值损失对利润形成侵蚀，仍处于亏损状态，盈利能力有待提升。

2025 年，公司营业总收入和营业成本同比分别增长 14.12% 和 14.63%；期间费用同比增长 21.36%，主要系公司启动智能建造、绿色施工等领域的重点研发项目，研发费用增长较多所致。非经常性损益方面，2025 年公司资产减值损失主要为存货跌价损失 0.73 亿元，信用减值损失为坏账损失，非经常性损益整体对公司利润影响大。同期，公司利润总额仍亏损。

从盈利指标看，2025 年公司调整后营业利润率变化不大，总资产报酬率略有提升，但净资产收益率下降，盈利能力有待提升。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.61 亿元，同比增长 15.12%；利润总额-0.06 亿元，仍为亏损状态。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	27.86	31.80	2.61
营业成本	23.64	27.10	2.09
期间费用	3.26	3.96	0.58
资产减值损失	-0.56	-0.84	0.00
信用减值损失	-0.82	-0.56	0.02
利润总额	-0.82	-0.60	-0.06
净利润	-0.99	-1.18	-0.06
调整后营业利润率	2.76%	2.79%	-3.59%
总资产报酬率	0.70%	1.00%	--
净资产收益率	-10.40%	-14.06%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

(4) 现金流

2025 年，公司经营活动现金保持净流入，但收入实现质量仍较差；投资和筹资活动净现金流规模较小。

从经营活动来看，2025 年，公司经营活动现金净流入量同比增长；公司经营活动现金仍主要以经营业务款项收支和往来款为主，经营活动现金流入同比下降 4.23%，而经营活动现金流出同比下降 15.31%，降幅明显大于经营活动现金流入，主要系公司年内减少对供应商、分包商的现金支付，相关款项安排在 2026 年一季度春节期间支付。同期，公司现金收入比下降 7.12 个百分点，收入实现质量有所下滑，收入实现质量仍较差。

从投资活动来看，2025 年，由于向山能集团其他单位借款支出减少，公司投资活动现金流出下降，投资活动现金由负转正。

2025 年，公司筹资活动前现金流量净额转正；从筹资活动来看，公司筹资活动现金流转为小幅净流出，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。

2026 年 1—3 月，公司经营活动净现金流规模很小，投资活动现金流表现为净流出，对外融资表现为净偿还。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	17.86	17.10	4.80
经营活动现金流出小计	16.38	13.87	4.80
经营活动现金流量净额	1.48	3.23	0.00
投资活动现金流入小计	1.33	1.46	0.00
投资活动现金流出小计	4.02	1.07	1.20
投资活动现金流量净额	-2.69	0.39	-1.20
筹资活动前现金流量净额	-1.21	3.62	-1.20
筹资活动现金流入小计	30.09	39.83	14.48
筹资活动现金流出小计	29.22	40.63	19.19
筹资活动现金流量净额	0.87	-0.80	-4.71
现金收入比	53.04%	45.92%	172.20%

注：1.2026 年一季度公司经营活动现金流量净额为 48.01 万元

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

2 偿债指标变化

从自身经营层面看，公司整体偿债指标表现一般，但考虑到控股股东山能集团综合实力极强，且在融资担保方面给予公司持续支持，公司实际偿债能力强于指标表现；或有负债风险低，融资渠道较为畅通。

从短期偿债指标看，截至 2025 年底，公司经营活动现金流入/流动负债下降，经营性现金流对流动负债的覆盖能力较弱，现金短期债务比略有提升，现金类资产对短期债务的保障程度较高。考虑到公司债务接续能力较强、股东在融资担保方面支持力度大，整体来看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2025 年，公司 EBITDA 有所增长，EBITDA 对债务本息的保障程度仍很弱。整体来看，公司长期偿债指标表现弱。考虑到公司股东山能集团极强的综合竞争实力以及对公司的有力支持，公司实际偿债能力强于指标表现。

公司资产中部分科目面临潜在减值风险，评估所有者权益对上述风险的吸收能力，是判断债权人本金安全边际的重要维度。截至 2025 年末，公司主要风险资产包括应收账款、其他应收款、合同资产、存货、投资性房地产等，合计约 63.90 亿元。同期公司所有者权益为 8.40 亿元，上述风险资产总额约占权益的 760.71%。截至 2025 年末，公司对应收账款账面余额累计计提 8.63 亿元坏账准备，计提比例为 21.39%；对其他应收款账面余额累计计提 1.78 亿元坏账准备，计提比例为 15.78%；对合同资产账面余额累计计提 1.57 亿元坏账准备，计提比例为 32.51%；对存货账面余额累计计提 5.46 亿元跌价准备，计提比例为 25.47%。截至 2025 年末，其他应收款主要是与关联单位及政府之间的往来、备用金、保证金、抵押金等，回收可能性大，已计提损失比例较为充分；合同资产已计提损失较高。若未来部分客户信用风险暴露或房地产市场持续低迷导致需额外计提减值，应收账款、存货、投资性房地产价值下降仍存在可能性；假设未来应收账款额外产生 10%的价值下降，存货、投资性房地产额外产生 20%的价值下降，合计产生价值下降约占 2025 年末所有者权益的 84.00%，权益对潜在资产减值的名义覆盖空间一般，权益可以吸收该等损失而不触及资不抵债。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.27	0.24	--
	现金短期债务比（倍）	0.47	0.52	0.47
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	0.79	1.09	--
	全部债务/EBITDA（倍）	61.37	45.13	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.71	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼事项。

截至 2026 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 37.90 亿元，实际使用额度 17.99 亿元，未使用额度充足。公司存续债券“25 山能建工 MTN001”、“26 山能建工 MTN001”均由山能集团提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，发行利率分别为 2.20% 和 2.11%。整体来看，公司融资渠道较为畅通，在股东提供的担保支持下融资成本较低。

3 公司本部主要变化情况

跟踪期内，公司本部财务状况和合并口径基本一致。

公司本部是业务开展的主要主体。截至 2025 年底，公司本部资产、负债和所有者权益（所有者权益合计 7.49 亿元、实收资本 29.00 亿元、资本公积 12.71 亿元、未分配利润-34.83 亿元）分别占合并口径的 95.48%、96.10% 和 89.08%；2025 年，公司本部营业总收入占合并口径的 95.77%。截至 2025 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 91.79% 和 84.84%，债务负担很重。

（六）ESG 方面

作为国有企业，公司能够履行对应的社会责任，治理结构和内控制度完善。联合资信未发现公司在 ESG 方面存在影响其信用水平的事项。

环境方面，公司突出扬尘、VOCs、粉尘、烟尘等排放管控，采用现场覆盖、洒水、喷淋等方案措施，保证环保设施有效运行、各项污染物达标排放，从严危险废物标识、分类贮存、转移等管理，严格按照政府危废处置流程进行处置。截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾发生重大安全责任事故、在污染与废物排放等方面接受相关监管处罚。

社会责任方面，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国有企业的社会责任和担当。2025 年公司纳税总额 12138 万元，未发生税收拖欠情况；在安全投入 710.91 万元，没有发生重大安全事故；。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司的管控能力较强，且公司法人治理结构保持稳定，年度财务报告获标准无保留审计意见；但房地产子公司的存货去化及减值风险仍需持续关注。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东山能集团是山东省国资委下属的地方国有企业，综合竞争实力极强。

公司控股股东山能集团为山东省国资委下辖主营煤炭业务的集团企业，在煤炭资源储备和生产规模方面具备明显的竞争优势。截至 2025 年底，山能集团煤炭资源总量 870.15 亿吨，可采储量为 178.00 亿吨，截至 2025 年底核定生产能力 3.33 亿吨。截至 2025 年底，山能集团合并资产总额 10790.29 亿元，所有者权益 2917.25 亿元（含少数股东权益 2106.14 亿元）；2025 年，山能集团实现营业总收入 8377.89 亿元，利润总额 124.39 亿元。综合评估，山能集团综合竞争实力极强，整体经营风险非常低，融资渠道畅通，偿债能力极强。

2 支持可能性

跟踪期内，公司在项目获取和融资担保等方面继续获得股东有力支持。

考虑到山能集团持有公司 61.17% 股权且公司为其建筑施工板块管理主体，公司在集团战略中具有重要地位，预计股东在公司面临流动性压力时提供支持的可能性较大。跟踪期内，在项目获取和融资担保等方面继续获得控股股东有力支持。2025 年，公司新签合同中来自控股股东山能集团内部项目占比约为 93.00%。山能集团为“25 山能建工 MTN001”和“26 山能建工 MTN001”均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；截至 2026 年 3 月底，山能集团为公司融资提供的担保余额 40.50 亿元。此外，山能集团拟将体系内的建筑施工企业优势主业整合至公司，公司综合实力有望得到提升。公司违约对股东声誉或品牌形象的影响大，山能集团实施支持或救助可能获得的收益明显大于需要付出的成本。

八、债券偿还能力分析

跟踪期内，山能集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升公司待偿债券到期偿还的安全性。

由联合资信评级的公司存续债券“25 山能建工 MTN001”和“26 山能建工 MTN001”由山能集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，截至本报告出具日上述债券余额合计 20.00 亿元（以下简称“待偿债券”）。2025 年，公司经营活动现金流入、经营活动现金净流量和 EBITDA 对待偿债券余额的保障程度弱。2025 年，山能集团经营活动现金流入、经营活动现金净流量和 EBITDA 对待偿债券余额的保障程度很高。经联合资信评定，山能集团个体信用等级为 aa^+ ，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，详见《[山东能源集团有限公司 2026 年跟踪评级报告](#)》。山能集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升公司待偿债券到期偿还的安全性。

图表 20 • 公司债券偿还能力测算

项目	2025 年
债券余额（亿元）	20.00
经营现金流入/债券余额（倍）	0.86
经营活动现金净流量/债券余额（倍）	0.16
债券余额/EBITDA（倍）	18.35

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 21 • 山能集团债券偿还能力测算

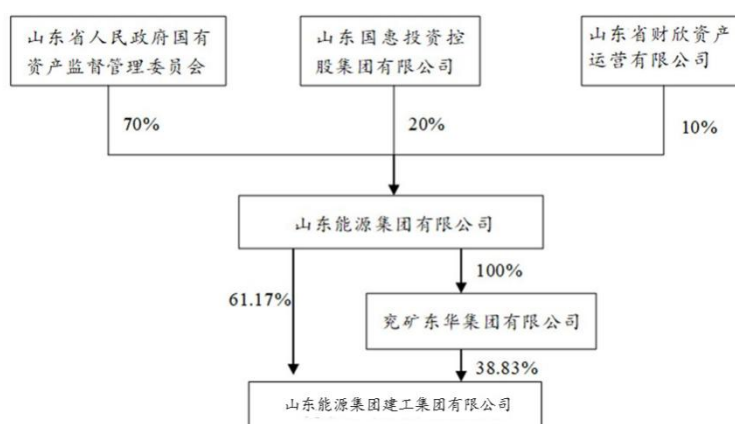
项目	2025 年
债券余额（亿元）	20.00
经营现金流入/债券余额（倍）	466.77
经营活动现金净流量/债券余额（倍）	23.39
债券余额/EBITDA（倍）	0.03

资料来源：联合资信根据山能集团财务报告整理

九、跟踪评级结论

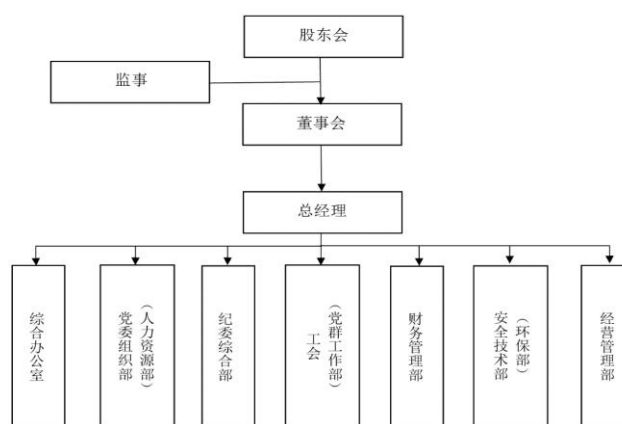
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“25 山能建工 MTN001”及“26 山能建工 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 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 公司合并范围内子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
上海维卓建设发展有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
兖矿东华邹城海天贸易有限公司	贸易	100.00	--	投资设立
日照兖申土地发展有限公司	房地产开发	66.00	--	投资设立
上海维鸿建设发展有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
日照黄海明珠广场置业有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
日照兖申建设发展有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
山能（日照）教育咨询有限公司	教育咨询	100.00	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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）	14.74	17.69	8.98
应收账款（亿元）	28.39	31.72	22.04
其他应收款（合计）（亿元）	12.80	9.60	8.06
存货（亿元）	19.05	15.98	15.90
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）（亿元）	1.78	2.15	2.11
在建工程（合计）（亿元）	3.49	3.83	3.77
资产总额（亿元）	92.30	95.47	80.14
实收资本（亿元）	29.00	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	0.12	0.12	0.12
所有者权益（亿元）	9.54	8.40	8.66
短期债务（亿元）	31.55	33.93	19.02
长期债务（亿元）	16.96	15.45	25.48
全部债务（亿元）	48.51	49.38	44.50
营业总收入（亿元）	27.86	31.80	2.61
营业成本（亿元）	23.64	27.10	2.09
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	-0.82	-0.60	-0.06
EBITDA（亿元）	0.79	1.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.78	14.60	4.50
经营活动现金流入小计（亿元）	17.86	17.10	4.80
经营活动现金流量净额（亿元）	1.48	3.23	0.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.69	0.39	-1.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.87	-0.80	-4.71
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.91	0.90	--
存货周转次数（次）	0.93	1.23	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.34	--
现金收入比（%）	53.04	45.92	172.20
营业利润率（%）	14.46	15.24	18.81
总资本收益率（%）	0.81	0.64	--
调整后营业利润率（%）	2.76	2.79	-3.59
总资产报酬率（%）	0.70	1.00	--
净资产收益率（%）	-10.40	-14.06	--
长期债务资本化比率（%）	64.01	64.76	74.64
全部债务资本化比率（%）	83.57	85.46	83.71
资产负债率（%）	89.67	91.20	89.20
流动比率（%）	129.43	116.80	148.70
速动比率（%）	91.17	89.68	104.30
经营活动现金流入/流动负债（倍）	2.27	0.24	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.52	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	61.37	45.13	--

注：1. 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；2. 公司合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务；3. 2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用或无意义；5. 2026 年一季度，公司其他收益为 10.37 万元，经营活动现金流量净额为 48.01 万元
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.54	16.44	7.83
应收账款（亿元）	28.45	31.10	21.43
其他应收款（合计）（亿元）	21.24	10.37	8.59
存货（亿元）	3.56	3.81	3.72
长期股权投资（亿元）	0.46	0.46	0.46
固定资产（合计）（亿元）	1.63	2.00	1.96
在建工程（合计）（亿元）	3.49	3.83	3.77
资产总额（亿元）	87.55	91.15	76.07
实收资本（亿元）	29.00	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	9.46	7.49	7.77
短期债务（亿元）	26.55	28.90	13.96
长期债务（亿元）	15.39	13.00	23.06
全部债务（亿元）	41.94	41.90	37.01
营业总收入（亿元）	27.09	30.45	2.56
营业成本（亿元）	23.55	26.58	2.06
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.0010
利润总额（亿元）	-1.28	-1.53	-0.03
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	14.67	13.81	4.39
经营活动现金流入小计（亿元）	34.56	16.40	4.67
经营活动现金流量净额（亿元）	3.14	3.69	0.20
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.34	0.41	-1.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.70	-0.33	-4.81
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.85	0.87	--
存货周转次数（次）	2.09	3.23	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.34	--
现金收入比（%）	54.17	45.35	171.53
营业利润率（%）	12.58	12.05	18.69
总资本收益率（%）	0.45	-1.07	--
调整后营业利润率（%）	0.86	-0.13	-2.69
总资产报酬率（%）	0.46	-0.05	--
净资产收益率（%）	-15.34	-26.90	--
长期债务资本化比率（%）	61.92	63.46	74.80
全部债务资本化比率（%）	81.59	84.84	82.66
资产负债率（%）	89.19	91.79	89.79
流动比率（%）	119.63	109.53	137.84
速动比率（%）	104.46	99.43	120.00
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.56	0.23	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.57	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 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；2. 公司本部债务数据未经调整；3. 2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用或无意义，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ¹	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ² ×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 ³	(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)

¹ 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)
² 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%
³ 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 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 4-4 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