

甘肃能化股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【472】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

甘肃能化股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
能化转债	AAA	AAA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：甘肃能化股份有限公司（以下简称“甘肃能化”或“公司”，股票代码：000552.SZ）为甘肃省属上市煤炭企业，跟踪期内公司保持了较强的区域竞争力、较好的主业获现能力和行业内相对较低的杠杆水平，同时煤电联营布局持续优化、煤化工业务增量空间可观。同时中证鹏元也关注到，2024 年因市场行情走弱、煤炭价格震荡下行，公司煤炭产销量价齐跌，业务收入和利润规模有所下降，煤炭业务始终面临安全生产风险，公司重大资产重组后对治理体系和业务管理体系进行了重建，运行效果及影响有待继续观察，公司继续推进较多大型项目建设，资金支出压力或将加大，且项目收益有待观察等风险因素。

评级日期

2025 年 06 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	335.44	333.61	308.33	271.80
归母所有者权益	171.65	168.81	160.11	128.94
总债务	--	77.79	59.06	55.73
营业收入	19.16	96.04	112.59	122.61
净利润	0.49	12.15	17.43	31.95
经营活动现金流净额	-1.17	21.11	18.50	50.65
净债务/EBITDA	--	0.66	-0.58	-0.64
EBITDA 利息保障倍数	--	11.58	13.07	16.38
总债务/总资本	--	31.02%	26.42%	29.49%
FFO/净债务	--	65.48%	-79.92%	-83.45%
EBITDA 利润率	--	34.19%	35.15%	43.11%
总资产回报率	--	5.14%	8.02%	19.40%
速动比率	1.11	1.09	1.51	1.30
现金短期债务比	--	4.00	8.68	4.02
销售毛利率	21.08%	32.88%	35.89%	46.94%
资产负债率	47.59%	48.14%	46.67%	50.98%

注：表中净债务/EBITDA、FFO/净债务为负数，系净债务为负数所致。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **跟踪期内，公司保持了较强的区域竞争力，未来煤炭主业仍有上升潜力。** 2024 年公司原煤产量达到 1,907.21 万吨，占甘肃省的 28.72%，仍为省内产量最大的煤炭企业。截至 2024 年末，公司煤炭在建产能为 690 万吨/年，其中景泰白岩子矿焦煤资源蕴藏丰富，煤种稀缺，煤质优良，产能 90 万吨/年且已进入联合试运转阶段。随着煤炭板块在建产能的逐步释放，公司煤炭主业仍有增长潜力。
- **保持了较强的主业获现能力和行业内相对较低的杠杆水平。** 公司煤炭业务保持了较强的获现能力，2024 年公司经营现金净流入 21.11 亿元，流入规模同比扩大，现金流仍较为充沛，对债务利息的保障程度较高；从资产负债率来看，2024 年末公司资产负债率为 48.14%，显著低于行业平均水平，财务安全性仍较好。
- **煤电联营布局持续优化，煤化工业务增量空间可观。** 为优化煤电主业布局，公司大力推进电力板块项目建设，目前在建及拟建的电力装机容量超过 400 万千瓦；化工板块清洁高效气化气项目设计以煤为原料生产合成氨、尿素、三聚氰胺和液体肥料等产品，具有相对成熟的市场销售网络和稳定的客户。目前项目一期已进入联合试运转阶段并开始产出合成氨、尿素等产品，二期已完成设备招采并正在进行装置施工。

关注

- **仍需关注安全生产风险及安全生产管理改进状况。** 2025 年以来，公司已发生两次安全事故，暴露出公司在安全生产管理方面存在一些问题，受事故影响的金河煤矿、王家山矿一号井停产均尚未复产，两次事故导致的直接经济损失及潜在的停产、整改支出暂未对公司生产经营造成重大影响，但仍需持续关注停产矿井的复产进度、事故调查及后续处置结果、公司安全生产管理的改进状况。
- **2024 年公司业绩小幅下降，且同时推进较多大型项目建设，资金支出压力或将上升，项目效益有待观察。** 目前公司收入结构较为依赖煤炭业务，2024 年因市场行情走弱、煤炭价格震荡下行，煤炭业务板块收入及毛利率有所下降，致使公司整体营业收入及净利润均有所下降。公司产业链条不断延伸并新增较多大型电力及煤化工项目，总投资规模合计超过 200 亿元。由于项目投资规模普遍较大，建设工期较长，能否如期建设完工并投入使用不确定因素较多，同时项目建成后的行业竞争环境和景气程度尚未可知，能否产生预期收益有待观察。
- **重组后的治理体系和业务管理模式运行效果有待观察。** 重组后公司资产规模、产业布局、人员结构和管理模式均发生了一定变化，根据上级组织安排以及任期届满，2025 年 5 月，公司进行了换届选举，管理层发生了一定变化。考虑到公司重组以来时间较短，整合资产规模较大，且管理层发生了一定变动，重建的治理体系和业务管理模式运行效果、新任管理层的履职情况及其对公司经营绩效的影响仍有待继续观察。
- **公司存在一定的或有负债风险。** 截至 2024 年末，公司尚存在未决诉讼相关事项，未来若判决结果对公司不利，存在偿付风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司煤炭资源储量丰富，具有完整的煤炭产、供、销业务体系，同时具备瓦斯发电、热电联产业务能力，预计公司煤电业务持续性较好，未来随着在建的煤化工项目投产，有助于发挥其产业协同优势，推动煤-电-化一体化经营体系建设，提升公司整体竞争力和抗风险能力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
煤炭企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	6/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aaa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
能化转债	28.00	19.46	2025-05-28	2026-12-10

注：表中债券余额为截至 2025 年 6 月 18 日的余额。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2020年12月10日公开发行6年期28亿元可转换公司债券，募集资金计划用于“靖远煤电清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期”。截至2024年12月31日，公司本次可转债发行募集资金已按规定用途使用完毕。为便于账户管理，公司已完成募集资金专户销户工作，销户前结存利息已划转至公司其他银行账户，用于永久性补充流动资金。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未变化，因本期债券转股，公司股本小幅增加，截至2025年3月末，公司股本为53.52亿元，控股股东为甘肃能源化工投资集团有限公司，直接持有公司50.16%的股份，持股比例较高，且无质押情形，甘肃省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

2024年公司合并范围内一级子公司无变化，重要子公司仍为窑街煤电集团有限公司（以下简称“窑煤集团”）、甘肃靖煤能源有限公司（以下简称“靖煤能源”）。

表1 截至2024年末/2024年公司重要子公司财务情况（单位：亿元）

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
窑煤集团	煤炭开采、销售	148.66	55.06	43.27	9.07
靖煤能源	煤炭开采、销售	178.49	102.53	55.02	3.61

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确

定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

（一）煤炭行业

2024年受安监因素扰动，煤炭供给端先抑后扬，产量增速由负转正，下游电煤、化工用煤需求仍具韧性，供需偏宽松下煤价在相对高位水平震荡运行，价格中枢有所下移；2025年开年以来，受供给端宽松、需求疲软影响，国内煤价持续下行，考虑到供需基本盘仍稳固，预计煤价仍有支撑，但价格中枢或继续下移

2024年政策层面力求兼顾安全生产和稳产保供的平衡，主产地安监形势对煤炭产能利用率形成扰动，原煤产量先抑后扬，四季度累计增速由负转正，煤炭进口量仍保持较快增长。随着新核准煤矿项目减少，同时煤炭产能逐步向中西部地区集中导致供需区域错配拉大，中短期内供给弹性仍然不足，预计2025年煤炭行业产能净增量规模有限，进口高增长难以延续。需求方面，虽然受到水电、新能源增长的替代效应影响，但2024年火电产量仍保持增长，钢铁、建材等非电耗煤需求不及预期，但化工用煤保持增长。煤炭仍锚定国内能源基本盘，预计2025年煤炭消费维持小幅增长，清洁能源发展势头迅猛，但对于煤电的替代难以一蹴而就。2024年煤炭行业供需偏宽松，煤价整体继续维持相对高位，但价格中枢小幅下移。受益于信用债市场利率下降，2024年煤企债券融资意愿回升，近5年年度净融资首次转正。2024年以来样本企业盈利及净现金流小幅回落，但整体水平仍较为可观；资产负债率水平缓慢下行，随着融资环境改善，流动性指标表现总体平稳。

2025年开年以来，由于安监等因素影响消退，国内煤炭供给端超预期宽松，同时需求侧持续疲软，市场煤炭库存较高，供需错配下煤炭价格持续下跌。长期来看，国内市场煤炭长期面临一定产能约束，电煤需求的基本盘仍然稳固，整体而言供需关系并未发生实质逆转，预计随着消费旺季来临，煤炭需求仍具韧性，2025年煤价有望获得支撑，但价格中枢或继续下移。2025年长协比例及履约要求边际放松，但整体框架变化不大，预计长协价格“稳定器”作用将凸显。

详见《[煤炭行业：业绩确定性加持，信用稳中求进](#)》、《[煤价下跌：供需错配，静待企稳](#)》。

（二）电力行业

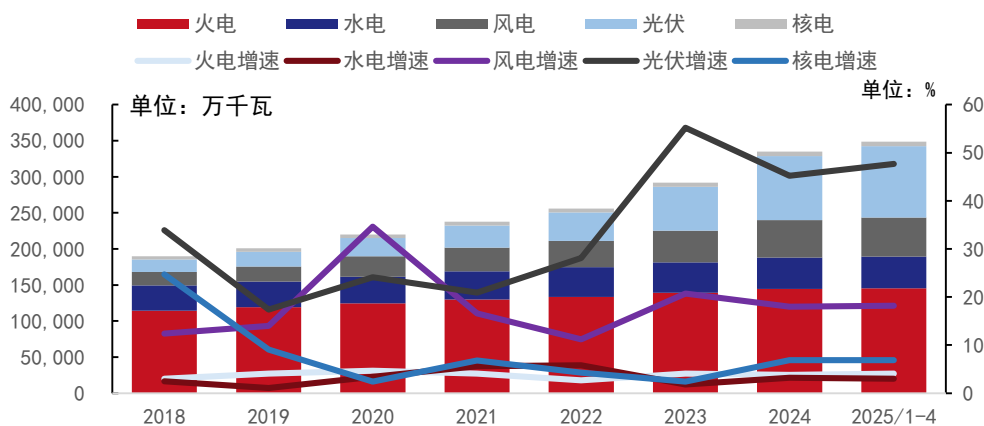
2025 年预计电力供需形势总体紧平衡，在电力市场化改革深入推进以及“双碳”战略目标背景下，

煤电机组维持其“保供兜底”重要电源地位，并稳步向调峰电源转型

随着国民经济回稳向好，预计 2025 年全国电力需求将保持平稳增长，火电在维持支撑性、基础性电源地位的同时稳步向调峰电源转型。需求端看，2025 年以来，我国电力消费延续较快增长势头，1-4 月全国规上工业增加值同比增长 6.4%，全社会用电量 3.16 万亿千瓦时，同比增长 3.1%；其中，第一产业用电量 0.04 万亿千瓦时，同比增长 10.0%；第二产业用电量 2.05 万亿千瓦时，同比增长 2.3%；第三产业用电量 0.59 万亿千瓦时，同比增长 6.0%；城乡居民生活用电量 0.48 万亿千瓦时，同比增长 2.5%。

从电力供应来看，截至 2025 年 4 月末，我国并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量分别为 1,455.00GW、992.05GW、541.19GW、437.72GW、60.83GW，占比分别为 41.7%、28.5%、15.5%、12.6%、1.7%，其中新能源装机容量占比为 44.0%，电力行业绿色低碳转型成效显著。

图 1 近年我国各品类电源装机情况

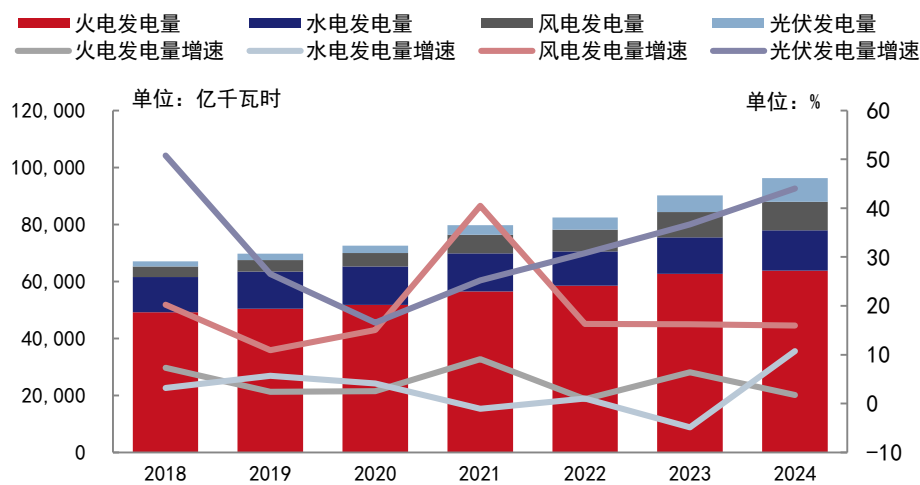


资料来源：Wind，中证鹏元整理

分电源类型看，火电将逐步完成“低碳转型”和“基础性、调节性电源转型”，受益于机组规模提升及全社会用电量的增长，各类机组发电量同比增长，其中风光发电量占比逐渐提高以及来水偏丰，对火电发电形成一定挤压

截至 2024 年末，全国全口径火电装机 14.4 亿千瓦，其中煤电 11.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 35.7%，同比降低 4.2 个百分点。结合国家新核准的火电项目情况，未来我国火电投资仍将主要集中于大型煤电一体化、风光火储一体化、特高压外送及淘汰落后产能后的同规模置换等项目。随着在建项目稳步推进，叠加 2023 年 11 月出台的煤电容量电价机制，未来火电仍作为我国电力安全稳定供应的基础电源及灵活调节及容量支撑型电源，未来一段时间内仍将维持主力电源地位。2024 年我国总发电量突破 10 万亿千瓦时，其中，以燃煤发电为核心的火力发电量为 63,743 亿千瓦时，同比上涨 1.7%；水力发电量为 14,239 亿千瓦时，同比增长 10.7%；风力发电量为 9,916 亿千瓦时，同比增长 16%；太阳能发电量为 8,341 亿千瓦时，同比暴增 44%。

图 2 近年我国各品类电源发电量情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍以煤炭开采和销售为核心业务，2024年公司实现营业收入96.04亿元，一方面煤炭业务量价齐跌，此外电力、化工业务板块的收入也因售价承压而小幅下降；建筑业务、机械产品等收入占比较小。毛利润方面，煤炭业务亦贡献比重较大，因价格小幅下降，2024年煤炭销售业务的毛利率小幅下滑，电力和化工盈利贡献比重较小。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭	74.49	77.56%	39.85%	86.42	76.75%	42.66%
电力	13.48	14.03%	16.60%	14.77	13.12%	17.51%
化工	3.83	3.99%	3.94%	4.57	4.06%	9.34%
建安施工	2.03	2.12%	-4.92%	3.31	2.94%	-0.66%
机械产品及其他	2.21	2.30%	-17.77%	3.52	3.13%	15.76%
合计	96.04	100%	32.88%	112.59	100.00%	35.89%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

（一）煤炭板块：公司产能规模较大、区域市场占有率较高，拥有相对稳定的客户群，区域公路、铁路运输条件便利，但核心业务受行业周期性影响大，2024年因市场行情走弱、煤炭价格震荡下行，公司煤炭产销量价齐跌，业务收入和利润规模有所波动

煤炭板块为公司核心业务，公司下辖靖煤和窑煤两个矿区，区域市场占有率较高，2024年公司原煤产量占甘肃省原煤产量的28.72%，是甘肃省煤炭供应和能源保障体系中重要的组成部分。公司拥有相对稳定的客户群和较强的主导定价能力，区域公路、铁路运输条件便利。

截至2024年末，公司控制的各类煤矿共计11个，合计煤炭保有储量115,753.14万吨，剩余可采储量71,201.37万吨。公司煤炭产品主要为配焦煤和动力煤两个品种，其中靖煤集团景泰煤业有限公司（以下简称“景泰煤业”）煤炭资源以焦煤为主，煤种稀缺，煤质优良。

表3 截至 2024 年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	保有储量	剩余可采储量	矿井状态
王家山煤矿	白银市平川区王家山镇	100%	不粘煤	21,258.17	13,630.91	在产
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,659.43	2,521.70	
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	23,182.75	13,467.61	
大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	6,772.59	4,161.86	
金河煤矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	6,949.76	4,406.58	
三矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	3,639.94	2,001.14	
海石湾煤矿	兰州市红古区	100%	弱粘煤	10,464.25	6,632.87	在建
天祝煤业	甘肃武威市天祝藏族自治县	100%	气煤	2,395.15	1,282.13	
景泰煤业白岩子	白银市景泰县寺滩乡	60%	气煤、1/3焦煤	9,021.68	5,085.00	
天宝煤业（井工）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	19,566.90	13,029.00	
天宝煤业（露天矿）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	7,842.52	4,982.57	
合计		-	-	115,753.14	71,201.37	-

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目为白岩子矿井及选煤厂、红沙梁矿井及选煤厂项目和红沙梁露天矿项目。

景泰白岩子矿煤炭资源量9,021.68万吨，其中1/3 焦煤资源量为 4,339.5 万吨，矿井产能90万吨/年，该矿所产焦煤煤种稀缺，煤质优良，截至2024年末，白岩子矿联合试运转产量20.20吨，目前该矿区已基本建设完成并等待办理竣工验收手续，预计2025年下半年联合试运转结束后，即进入正常生产。景泰白岩子矿系甘肃省调整能源结构战略布局的重大项目，建成后有助于缓解甘肃省焦煤供应紧张局面。

表4 截至 2024 年末公司主要在建矿井情况（单位：亿元）

项目	预算总投资	累计投入
白岩子矿井及选煤厂	24.80	19.65
红沙梁矿井及选煤厂项目	30.93	20.10
红沙梁露天矿项目	18.81	14.97
合计	74.54	54.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司煤炭年产能2,314万吨（含在建产能）。2024年公司煤炭总产量为1,907.21万吨（含白岩子矿试运转阶段产煤），产能利用率整体处于较高水平，但王家山煤矿和红会一矿系受冲击地压及资源赋存条件变化影响，产能利用率不及其他在产矿井。

表5 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称		2024 年		2023 年	
		产能	产量	产能	产量
靖煤矿区	魏家地煤矿	300	328.81	300	320.00
	王家山煤矿	330	248.37	330	210.00
	大水头煤矿	220	241.02	220	240.00
	红会一矿	204	162.82	204	146.71
	景泰煤业白岩子矿 (试运转)	90	20.20	-	-
窑煤矿区	金河煤矿	120	131.89	120	132.00
	三矿	180	177.62	180	172.20
	海石湾煤矿	180	197.62	180	197.88
	天祝煤业	90	98.87	90	98.79
	天宝煤业	600	300.17	600	450.10
合计		2,314	1,907.21	2,224	1,967.68

资料来源：公司提供

2024年公司原煤销量为1,762.16万吨，同比小幅下滑，主要受窑煤下属天宝煤业销量下降影响，该矿地处酒泉肃北县，所产主要品种为褐煤，煤质较差，受区域市场需求下行影响，2024年销量同比下降54.69%。此外，由于下游钢铁、化工市场不景气，窑煤下属海石湾矿所产配焦煤销量也有一定下滑；2024年公司原煤销售均价468.51元/吨，亦不及上年，当期公司煤炭业务板块收入及毛利率均小幅下降。

表6 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目		金额
2024 年	产量	1,907.21
	销量	1,762.16
	产销率	92.39%
	期末库存	301.08
	平均售价	468.51
2023 年	产量	1,967.68
	销量	1,926.73
	产销率	97.92%
	期末库存	218.53
	平均售价	483.83

注：销量包含内销部分

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原煤销售仍以省内为主，主要的销售对象为下游的火电厂、建材企业、冶金厂、供热公司和贸易公司等，从下游客户集中度来看，2024年公司前五大客户销售占比为31.36%，销售集中度不高。运输方面，公司煤炭仍以铁路运输为主，现公司下辖靖煤矿区及窑煤矿区全部在产矿井均配备有铁路专用线，总体来看运输条件较好。

公司原煤生产的主要成本包括人工工资、材料设备、电力以及计提的安全生产费用和折旧。2024年

公司原煤单位制造成本346.52元/吨，同比小幅增长3.30%，公司日常经营中主要的采购物资为采掘设备、支护设备以及钢板、木料等耗用材料、井巷工程劳务等。2024年公司采购集中度不高。

（二）电力板块：在建、拟建装机规模超过400万千瓦，随着在建火电机组逐步投运，公司煤电业务规模将大幅增长，煤电联营模式可增强公司业务的抗风险能力

公司电力板块仍主要由子公司靖煤集团白银热电有限公司（以下简称“白银热电”）、甘肃窑街固废利用热电有限公司（以下简称“固废热电”）等公司负责运营。公司目前已建成投运2台350MW机组，是集发电、供热、工业供汽为一体热电联产项目。2024年白银热电装机容量未发生变化。

2024年白银热电全年发电量为32.00亿度，其中外销电量为29.77亿度。含税上网电价为0.3616元/度，小幅下降。公司发电业务2024年实现收入13.48亿元，因上网电价下降而同比略有下降，同时电力业务毛利率也因上网电价承压而小幅下行。

表7 白银热电电力业务运行情况（万度、小时、元/度）

项目	2024 年	2023 年
装机容量	2×350MW	2×350MW
具体机组运行情况	正常运行	正常运行
发电量	319,973.20	341,524
全年发电小时数	4,571.00	4,878.90
其中：自用	20,693.80	24,106
外销	297,744.50	317,418
含税上网电价	0.3616	0.3905

资料来源：公司提供

为优化煤电主业布局，公司在建及拟建多个热电项目，具体包括：（1）兰州新区热电联产项目：项目动态投资（含热网）41.86亿元，由窑煤集团作为项目的投资主体和实施主体，截至2024年末已投资22.77亿元；（2）甘肃能化庆阳2x660MW煤电项目，该项目由靖煤能源出资新设全资子公司甘肃能化庆阳煤电公司作为项目实施主体，计划总投资62.02亿元，截至2024年末已投资5.19亿元。该项目两台机组预计2027年投运。（3）兰州新区 2×1000MW 火电项目，该项目位于甘肃省兰州新区秦川园区，项目静态投资 79.61亿元，动态投资 82.84亿元，建设资金拟通过银行、其他金融机构贷款及招商引资、引入战略投资者等方式解决。

表8 截至 2024 年末公司电力板块在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计建成日期	后续资金安排
兰州新区热电联产项目	41.86	22.77	2025 年	银行长期借款
庆阳 2×660MW 煤电项目	62.02	5.19	2027 年	企业自有资金及银行借款
兰州新区 2×1000MW 火电项目	82.84	--	-	银行、其他金融机构贷款及招商引资、引入战略投资者等方式解决

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

需关注的是，煤电联营模式使公司在煤炭销售和电力供应上相互协同，降低了成本，提高了整体效益，增强了抵御市场风险的能力。但项目投资规模较大，存在较大的资金支出压力，项目建设周期较长，且热电项目盈利水平对煤炭市场价格波动较为敏感，需关注未来项目的收益情况。

（三）化工板块：清洁高效气化气综合利用项目一期开始联合试运转，主要产成品合成氨、尿素、甲醇、尿素硝铵溶液等具有成熟的市场销售网络和稳定的客户，未来业务增量空间可观，但后续仍存在一定的产品价格波动风险

公司化工业务由靖远煤业集团刘化化工有限公司（以下简称“刘化化工”）运营。2024年刘化化工完成复合肥产量 11.32 万吨，销量 10.56 万吨；浓硝酸产量 5.39 万吨，销量 4.57 万吨，实现化工业务收入3.83亿元，因主要产品价格下行，收入、毛利率均同比有所下降。

公司化工板块主要在建项目为清洁高效气化气综合利用项目，分一、二期建设，一期系“能化转债”募投项目，总投资35.37亿元，截至2024年末已投资33.57亿元，一期工程目前进入联合试运转阶段并开始产出合成氨、尿素等相关产品；二期工程已投资10.04亿元，已完成设备招采，正在进行装置施工。该项目在原料煤方面优先使用靖煤王家山矿精洗煤，项目建成后，一期、二期合计将消纳公司自产煤炭约172万吨，有利于发挥产业链协同优势。

表9 截至 2024 年末公司化工板块主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	形成装置规模	计划总投资	已投资	资金来源
清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）项目一期	年产 30 万吨合成氨、35 万吨尿素、10 万吨甲醇、6 万吨三聚氰胺、5 万吨尿素硝铵溶液等	35.37	33.57	可转债募集资金
清洁高效气化气综合利用项目二期	合成氨 30 万吨/年、尿素 35 万吨/年	18.87	10.04	银行长期借款、一期项目投产后的收益

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

但需关注的是，虽然上述项目的主要产成品合成氨、尿素、甲醇、尿素硝铵溶液等具有成熟的市场销售网络和稳定的客户，考虑到甘肃省内尿素供需存在一定缺口，且当地尿素生产企业较少，项目产品符合当地消纳容量，市场前景良好，但尿素等化工产品的市场价格波动较大，后续仍存在产品价格波动风险。

其他业务：公司建筑业务主要由甘肃煤炭第一工程有限责任公司（以下简称“煤一公司”）、甘肃华能工程建设有限公司（以下简称“华能公司”）负责。煤一公司主营业务为建筑智能化工程施工、建设工程施工等；华能公司主营业务为建筑智能化工程施工、特种设备安装改造修理等。2024年合计实现收入2.03亿元。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

煤炭为重资产行业，公司资产构成仍主要以生产经营性的矿井、采矿权和在建工程为主，且货币资金充裕，资产质量整体尚可，公司经营获利虽有所下降，但利润规模仍维持在较大规模，对债务利息的保障程度较高，资产负债率在行业内处于相对较低水平

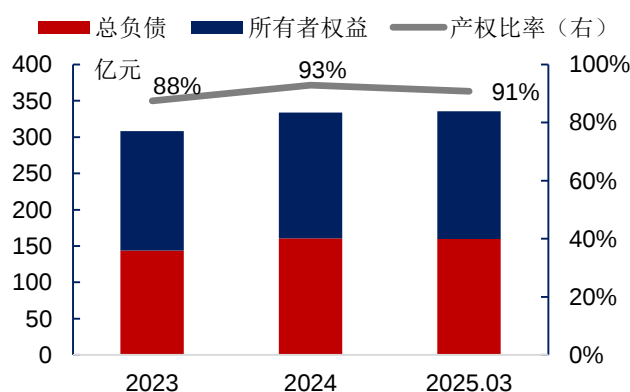
资本实力与资产质量

跟踪期内公司产权比率较为稳定，所有者权益对负债的保障程度尚可。资产总额小幅增加，煤炭行业属于重资产行业，固定资产和在建工程系公司资产的主要组成部分，公司主要在建项目包括“能化转债”募投项目清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）一期项目、部分洗煤厂建设及煤矿技改项目、电力和化工板块重大在建项目，因上述项目的推进，2024年在建工程规模大幅增加。

公司货币资金较充裕，2024年因在建工程投入、购买理财产品等，货币资金显著减少、交易性金融资产显著增加。应收账款主要为应收货款，整体规模不大，账龄整体较短。存货主要是煤炭等库存商品和部分原材料，因市场行情波动影响，2024年存货小幅增加。

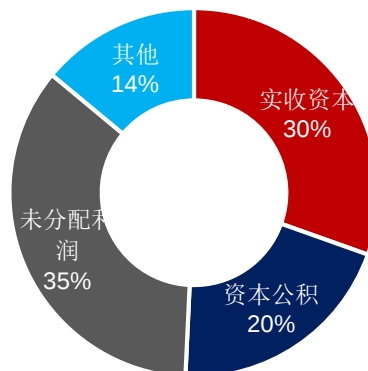
公司资产受限比例不高，2024年末公司受限资产账面价值合计21.61亿元，主要包括无形资产20.95亿元系子公司窑煤集团和景泰煤业以采矿权抵押取得银行借款，以及少量应收票据质押及保证金等。

图3 公司资本结构



资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	56.53	16.85%	48.05	14.40%	82.08	26.62%
交易性金融资产	0.00	0.00%	7.67	2.30%	0.20	0.07%
应收账款	7.86	2.34%	8.85	2.65%	9.92	3.22%

存货	13.59	4.05%	10.02	3.00%	7.81	2.53%
流动资产合计	93.72	27.94%	96.59	28.95%	115.01	37.30%
固定资产	92.89	27.69%	94.78	28.41%	84.16	27.30%
在建工程	77.12	22.99%	72.81	21.83%	43.97	14.26%
无形资产	52.04	15.51%	52.01	15.59%	51.21	16.61%
非流动资产合计	241.72	72.06%	237.02	71.05%	193.32	62.70%
资产总计	335.44	100.00%	333.61	100.00%	308.33	100.00%

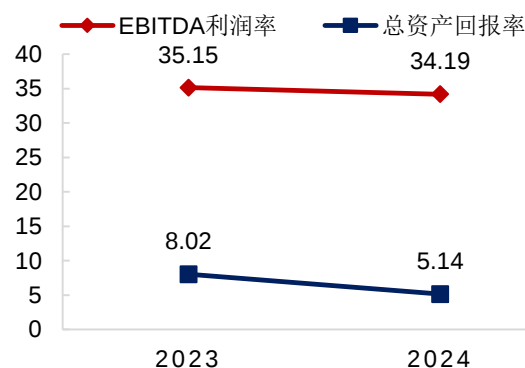
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司以煤炭开采和销售为核心业务，因煤炭行业周期属性影响，公司盈利能力对煤价波动敏感程度较高，2024 年因市场行情走弱、煤炭价格震荡下行，公司营业收入及毛利率均小幅下降，随着利润水平下降，叠加资产规模上升，EBITDA 利润率及总资产回报率也出现下降，但是整体利润规模仍可观，EBITDA 利润率仍维持较高水平。

2025 年开年以来，由于需求侧持续疲软，市场煤炭库存较高，供需错配下煤炭价格持续下跌，截至 2025 年 6 月 13 日，秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价已下探至 615 元/吨，较年初下降 20.13%，2025 年一季度公司净利润同比下降 90.88%，若后续煤价持续低迷，则公司盈利将持续承压。但与此同时，公司在建煤矿煤质较优，景泰白岩子矿即将投产，主业仍有较大上升潜力，兰州新区热电联产项目及庆阳热电项目持续投入，煤电联营布局持续优化，煤化工板块高效清洁气化气项目一期已进入联合试运转阶段，该项目能够充分利用公司煤炭资源，有利于进一步延伸公司产业链。未来随着上述项目的产能释放，公司业务规模增长空间仍较为可观，且煤-电-化一体化经营有助于增强公司抵御价格波动及盈利波动风险的能力。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

从债务构成来看，公司债务主要由银行借款和应付债券（能化转债）构成。因对电力及化工板块重大项目的持续投入，2024年公司杠杆水平略有上升，整体债务规模有所扩大。从期限结构来看，公司债务以长期为主，与重资产的行业特质相匹配。

经营性债务方面，2024年末公司应付账款为应付设备采购款等。同时因土地复垦费用和对外提供担保，公司计提形成的预计负债规模也较大。此外，“能化转债”转股进度较慢，截至2025年3月末，应付债券余额仍有18.80亿元，“能化转债”目前转股价格为3元/股，公司股票价格表现一般，2025年以来均在2-3元/股区间波动，整体低于转股价格，需关注后续转股进度。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.26	0.79%	0.76	0.47%	4.07	2.83%
应付账款	37.98	23.79%	44.94	27.98%	38.12	26.49%
应付职工薪酬	10.25	6.42%	11.36	7.07%	11.70	8.13%
一年内到期的非流动负债	15.50	9.71%	14.71	9.16%	5.66	3.93%
流动负债合计	72.21	45.24%	79.23	49.33%	71.17	49.46%
长期借款	51.12	32.03%	44.59	27.76%	31.18	21.67%
应付债券	18.80	11.78%	18.59	11.57%	18.05	12.54%
预计负债	5.12	3.21%	5.11	3.18%	9.81	6.81%
非流动负债合计	87.41	54.76%	81.38	50.67%	72.73	50.54%
负债合计	159.62	100.00%	160.61	100.00%	143.89	100.00%
总债务	--	--	77.79	48.43%	59.06	41.04%
其中：短期债务	--	--	14.59	18.76%	9.75	16.51%
长期债务	--	--	63.19	81.24%	49.31	83.49%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

虽然煤炭价格中枢下移，2024年公司经营获利小幅下降，但对债务利息的保障程度较高。从现金流角度来看，考虑到折旧、摊销等对公司影响较大，选用FFO/净债务作为考察指标，2024年公司净债务由负转正，营运现金流（FFO）对债务覆盖程度削弱。从资产负债率来看，2024年末公司资产负债率为48.14%，国家统计局公布的工业企业主要经济效益指标（月度）数据显示，2024年末煤炭开采和洗选业平均资产负债率为60.31%，公司资产负债率水平显著低于行业平均水平。

但需关注的是，公司新增投资多项大型电力项目，预计总投资规模很大，虽然部分资金预计通过招商引资及引入战略投资者等方式筹措，但需关注后续可能因金融机构接洽进度或招商引资效果不及预期，而导致公司债务继续增加、财务杠杆水平抬升。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.17	21.11	18.50

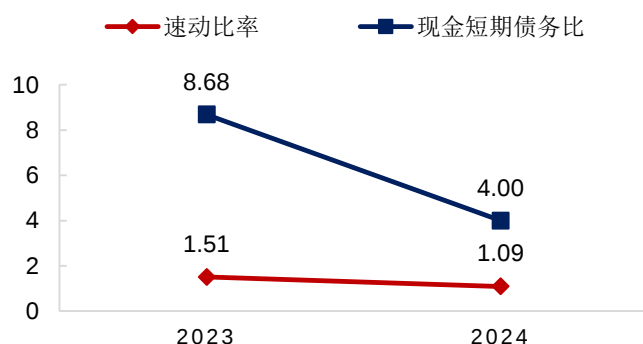
FFO（亿元）	--	14.12	18.47
资产负债率	47.59%	48.14%	46.67%
净债务/EBITDA	--	0.66	-0.58
EBITDA 利息保障倍数	--	11.58	13.07
总债务/总资本	--	31.02%	26.42%
FFO/净债务	--	65.48%	-79.92%
经营活动现金流净额/净债务	--	97.88%	-80.02%
自由现金流/净债务	--	-147.37%	50.62%

注：表中 2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负数，系净债务为负数所致。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性比率来看，2024 年因长期资产的投入规模较大，公司现金类资产下降，流动性指标表现弱化，但仍处于较好水平。备用流动性方面，公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至 2024 年末，公司仍有较多尚可使用的银行授信额度，此外公司非受限资产规模较大，必要时也可为公司提供一定的流动性补充。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司煤炭业务面临一定的安全生产风险，2025 年以来，公司已发生两次安全事故，需关注上述事项对公司的影响

社会因素

安全生产方面，公司每年均保持较大规模的安全费用投入，但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属于煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性。虽然 2024 年公司未发生安全事故，百万吨死亡率为 0。但 2025 年以来，公司已发生两次安全事故，2025 年 4 月，公司下属窑煤集团金河煤矿发生二氧化碳突出事故，造成 5 人死亡；2025 年 5 月，公司下属靖煤能源王家山煤矿分公司

一号井二204工作面突发透水事故，事故造成3名工作人员失联，经救援后抢救无效死亡。近期安全事故频发暴露出公司在安全生产管理方面存在一些问题，受事故影响的金河煤矿、王家山矿一号井尚未复产，其中金河煤矿产能为120万吨/年，王家山矿一号井未单独核定产能，2024年产量为73.38万吨，两次事故导致的直接经济损失及潜在的停产、整改支出暂未对公司生产经营造成重大影响，但仍需对停产矿井的复产进度、事故调查及后续处置结果、公司安全生产管理的改进状况保持关注。

表13 公司安全投入情况（单位：万元）

项目	2024 年	2023 年
安全费用投入	80,957.30	76,808.09
百万吨死亡率	0.00	0.25

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司治理

2023 年公司结合重组后资产规模、产业布局、人员结构和原有管理模式等实际情况，组建了新的董事会、监事会、经理和其他高管层，完成了内设组织架构的调整设置和人员选聘。2024 年末，公司重大资产重组收购窑煤集团的重组业绩承诺均已完成¹。

2025 年以来，根据上级组织安排以及公司换届需要，经第十届董事会第四十六次会议、2025 年第二次临时股东会审议通过，选举谢晓锋、王立勇、苏统亨、陈勇、赵澄环担任董事，与职工董事刘桂林，独立董事陈建忠、刘新德、王东亮共同组成第十一届董事会，原离任、任期届满董事不再担任公司职务，并撤销监事会。

考虑到公司重组以来时间较短，整合资产规模较大，且 2025 年以来管理层发生了一定变动，重建的治理体系和业务管理模式运行效果、新任管理层的履职情况及其对公司经营绩效的影响仍有待继续观察。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月7日），公司本部已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

公司存在以下未决诉讼事项：2024年11月20日，白银市铜城热力有限责任公司（以下简称“铜城热力”）向白银市白银区人民法院提起诉讼，要求公司全资孙公司白银热电退还2020-2023年度供热违约

¹ 甘肃能源化工投资集团有限公司作为交易对方，对窑煤集团下属 5 座煤矿资产及 33 项与主营业务相关的专利权在业绩承诺期的净利润/收益额累计数进行承诺，经专项审计，截至 2024 年末上述业绩承诺均已实现。

涉及的热费117,255,946.00元并承担诉讼费用。案件核心争议系双方基于2015年起逐年签订的《供用热合同》履约问题，铜城热力主张白银热电存在供热不足、用户投诉及退费争议等违约行为，要求退还部分热费并保留其他索赔权利。截至2024年末，该案已完成庭审程序，尚未作出判决。

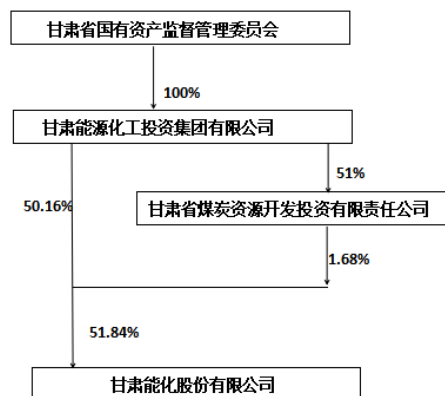
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	56.53	48.05	82.08	75.68
交易性金融资产	0.00	7.67	0.20	12.91
应收账款	7.86	8.85	9.92	7.43
存货	13.59	10.02	7.81	5.39
其他流动资产	10.42	16.39	10.24	3.00
流动资产合计	93.72	96.59	115.01	110.94
固定资产	92.89	94.78	84.16	80.77
在建工程	77.12	72.81	43.97	17.59
无形资产	52.04	52.01	51.21	52.42
其他非流动资产	14.28	11.79	5.96	3.98
非流动资产合计	241.72	237.02	193.32	160.86
资产总计	335.44	333.61	308.33	271.80
短期借款	1.26	0.76	4.07	21.47
应付账款	37.98	44.94	38.12	30.92
合同负债	1.93	1.60	2.98	5.68
应付职工薪酬	10.25	11.36	11.70	11.86
一年内到期的非流动负债	15.50	14.71	5.66	1.78
流动负债合计	72.21	79.23	71.17	81.41
长期借款	51.12	44.59	31.18	15.26
应付债券	18.80	18.59	18.05	17.43
长期应付款	5.93	6.15	6.62	8.06
预计负债	5.12	5.11	9.81	9.64
非流动负债合计	87.41	81.38	72.73	57.15
负债合计	159.62	160.61	143.89	138.56
总债务	--	77.79	59.06	55.73
其中：短期债务	--	14.59	9.75	22.88
长期债务	--	63.19	49.31	32.85
所有者权益	175.82	173.00	164.44	133.24
营业收入	19.16	96.04	112.59	122.61
营业利润	0.63	14.29	21.51	37.32
净利润	0.49	12.15	17.43	31.95
经营活动产生的现金流量净额	-1.17	21.11	18.50	50.65
投资活动产生的现金流量净额	2.82	-65.23	-26.29	-25.36
筹资活动产生的现金流量净额	6.89	10.19	14.54	-12.77
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	32.83	39.57	52.86
FFO（亿元）	--	14.12	18.47	28.34

净债务（亿元）	--	21.57	-23.12	-33.96
销售毛利率	21.08%	32.88%	35.89%	46.94%
EBITDA 利润率	--	34.19%	35.15%	43.11%
总资产回报率	--	5.14%	8.02%	19.40%
资产负债率	47.59%	48.14%	46.67%	50.98%
净债务/EBITDA	--	0.66	-0.58	-0.64
EBITDA 利息保障倍数	--	11.58	13.07	16.38
总债务/总资本	--	31.02%	26.42%	29.49%
FFO/净债务	--	65.48%	-79.92%	-83.45%
经营活动现金流净额/净债务	--	97.88%	-80.02%	-149.16%
速动比率	1.11	1.09	1.51	1.30
现金短期债务比	--	4.00	8.68	4.02

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 12 月）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

注：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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号