

# 山西美锦能源股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【448】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。

# 山西美锦能源股份有限公司相关债券2026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	A	A+
评级展望	稳定	稳定
美锦转债	A	A+

## 评级观点

本次评级下调主要是基于：2025 年焦炭行业延续承压运行趋势，叠加折旧摊销等刚性固定成本增加，山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”或“公司”，股票代码“000723.SZ”）焦化业务盈利空间持续收窄，同时氢能业务亏损幅度加大，净利润仍为大幅亏损，公司债务压降和现金类资产同步减少，主要偿债指标表现仍较弱，且本期债券到期时间临近，鉴于焦化行业周期未见明显反转，新增产能投产后的市场消化及效益水平仍有待观察，公司未来仍面临较大的业绩压力和偿债压力，公司控股股东持有公司的股权已全部质押，相关逾期债务化解事宜尚未解决，同时因募集资金管理以及信息披露等问题被出具警示函和监管函等风险因素。同时，中证鹏元也考虑到公司是国内最大的独立商品焦生产商之一，焦炭产能居全国前列，并具备一定的炼焦煤供应能力。

## 评级日期

2026 年 6 月 26 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	404.23	421.85	450.43	425.13
归母所有者权益	127.51	130.90	144.51	149.80
总债务	155.42	168.75	176.54	161.33
营业收入	41.15	179.69	190.31	208.11
净利润	-3.16	-11.13	-13.30	1.57
经营活动现金流净额	3.32	15.40	9.41	9.11
净债务/EBITDA	--	8.50	9.36	4.31
EBITDA 利息保障倍数	--	3.21	2.67	6.11
总债务/总资本	51.93%	53.44%	52.13%	48.81%
FFO/净债务	--	0.10%	-4.17%	-0.78%
EBITDA 利润率	--	9.13%	7.66%	11.72%
总资产回报率	--	-2.09%	-2.42%	1.95%
速动比率	0.29	0.35	0.40	0.50
现金短期债务比	--	0.43	0.51	0.74
销售毛利率	1.86%	5.46%	6.03%	11.48%
资产负债率	64.42%	65.15%	64.01%	60.20%

注：2023-2024 年 FFO/净债务为负，系 FFO 为负所致。

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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：郑丽芬  
 zhenglf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司焦炭产能居全国前列，并具备一定的炼焦煤供应能力。**公司是国内最大的独立商品焦生产商之一，随着贵州美锦华宇二期项目投资收尾，公司煤焦化领域 630 万吨/年煤炭产能与 1,095 万吨/年焦炭产能已基本稳定，其中焦炭产能居全国前列，煤炭煤种主要为优质的炼焦煤或炼焦配煤，为原材料供应提供了一定支持，且公司所在的山西地区煤炭资源丰富，能够有效降低生产和运输成本。

## 关注

- **2025 年焦炭行业延续承压运行趋势，公司净利润仍为大幅亏损。**受焦煤市场价格中枢下移影响，2025 年公司焦炭销售均价同比下降 21.12%，虽然销量同比增长 18.97%，但未能有效对冲价格下滑，煤焦化及副产品收入承压下降；2025 年公司吨焦平均成本与吨焦平均价格降幅基本一致，但由于折旧摊销等刚性固定成本较高且有所增加，公司焦化业务盈利空间持续收窄，叠加氢能业务亏损幅度加大，2025 年公司归属于上市公司股东的净利润减亏至-11.23 亿元，其中减亏主要系非经常损失下降所致。2026 年一季度焦化行情迎来阶段性修复，公司净利润延续减亏态势，但整体来看，焦化行业周期未见明显反转，行业整体盈利能力依然承压，预计公司业绩持续面临较大压力。
- **贵州美锦华宇项目尚处于产能爬坡阶段，未来收益有待观察。**贵州美锦华宇一期尚未完全达产，同时二期投产周期较短，目前产能利用率仍处于较低水平，生产能力有待继续爬坡；已投产部分因与原料及终端市场距离较远推高运输成本、炼焦煤主要依靠外购、新增产能折旧摊销成本高，以及上下游渠道尚未稳固等多重因素影响，目前处于亏损状态，对公司整体业绩形成拖累，近年焦化行业利润承压明显，公司新增产能投产后的市场消化及效益水平仍有待观察。
- **公司短期债务规模占比仍较高，主要偿债指标表现仍较弱，且本期债券到期时间临近。**跟踪期内，由于债务兑付、项目投资以及日常经营性资金支出，公司货币资金减少较多，虽然短期债务亦持续压降，但短期债务占比仍较高，现金短期债务比继续下降，流动性压力明显上升；本期债券将于 2028 年 4 月到期，尚未转股规模较大，需关注股价下跌等因素可能导致债券持有人未进行转股带来的偿债压力。
- **公司控股股东持有公司的股权已全部质押，相关逾期债务化解事宜尚未解决。**截至 2026 年 5 月 8 日，控股股东美锦能源集团有限公司（以下简称“美锦集团”）持有的公司 37.38% 股权已全部质押，其中未来一年内到期的质押股权占比 73.31%，到期时间较为集中，需关注质押股权再次平仓风险；此外，美锦集团逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解中，若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。
- **公司关联交易规模较大，煤焦化业务面临一定的安全生产风险和环保压力。**根据公司 2025 年年度报告，公司涉及与日常经营相关的关联交易合计 16.23 亿元。公司煤炭开采面临瓦斯、顶板、矿井水、自燃发火、煤尘等灾害，近年环保政策日趋严格，公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力，2026 年 4 月下属东于煤业井下发生一起顶板事故，事故发生后东于煤业停产约 1 个月，此外子公司存在因环保违规等行为被相关部门处罚的事项。
- **公司因募集资金管理以及信息披露等问题被出具警示函和监管函。**因存在使用部分募集资金进行现金管理时未及时审议并披露、募集资金专户管理不规范、内幕信息知情人登记管理不规范等问题，公司及相关负责人同时收到山西证监局警示函和深圳证券交易所监管函，中证鹏元将持续关注有关事项整改完成情况，以及对公司经营和信用水平产生的负面影响。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司焦化产能位居全国前列，焦炭品质稳定优良，亦拥有储量丰富的煤炭资源，2026 年以来焦化行情呈现阶段性修复，同时公司持续优化配煤方案推动成本改善。

### 同业比较（单位：亿元、万吨/年、万吨）

指标	美锦能源 (000723.SZ)	山西焦化 (600740.SH)	开滦股份 (600997.SH)	陕西黑猫 (601015.SH)	云煤能源 (600792.SH)
总资产	421.85	260.59	258.27	178.57	83.05
营业收入	179.69	61.78	173.91	101.32	54.83
净利润	-11.13	0.76	-0.26	-15.06	-4.88
销售毛利率	5.46%	-10.35%	9.49%	-4.66%	-2.46%
资产负债率	65.15%	40.73%	43.30%	62.36%	68.71%
焦炭产能	1,095	354.6	660	760	298
焦炭产量	803.69	283.13	598.39	545.76	266.89

注：以上各指标均为 2025 年/2025 年末数据。  
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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_2025V1.0

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	3/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		3/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					<b>A</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>A</b>

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
美锦转债	35.90	27.89	2025-12-23	2028-4-19

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年4月20日发行6年期35.90亿元可转换公司债券，募集资金拟用于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）项目（以下简称“原募投项目”）和补充流动资金。2022年9月，公司董事会审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，拟将原募投项目部分募集资金变更为投资“美锦氢能总部基地一期”和“滦州美锦新能源有限公司14,000Nm<sup>3</sup>/h焦炉煤气制氢项目”。截至2025年末，“美锦转债”募集资金余额为10,117.22万元，其中436.17万元存放于募集资金专户，9,681.05万元存放于七天通知存款账户。

## 二、 发行主体概况

因可转债转股等因素影响，截至2026年3月末，公司总股本变更为440,349.80万股，美锦集团仍为控股股东，持股比例37.38%；因美锦集团股东高反娥去世，其持有美锦集团的股份由其子女合法继承，公司实际控制人变更为姚俊良、姚俊花、姚俊杰、姚三俊、姚四俊、姚俊卿，公司股权结构见附录二。

根据公司公告，截至2026年5月8日，美锦集团持有公司的股权已全部质押，其中未来一年内到期的质押股权占比73.31%，对应融资余额35.84亿元，到期时间较为集中，此前美锦集团曾因股票质押式回购业务触发违约条款导致强制平仓，需关注质押股权再次平仓风险。中证鹏元关注到，美锦集团前期逾期债务仍在由当地政府部门会同各方推进化解，目前仍无确定性进展，若上述逾期债务未能顺利进行化解，公司可能面临控制权变更风险。

**表1 截至 2026 年 5 月 8 日公司控股股东美锦集团质押股份到期情况（单位：万股、亿元）**

到期时间	到期的质押股份 累计数量	占其所持股份 比例	占公司总股本 比例	对应融资余额
未来半年内	95,418.69	57.97%	21.67%	21.88
未来一年内（含未来半年内）	120,675.14	73.31%	27.40%	35.84

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

“美锦转债”自2022年10月26日起进入转股期，初始转股价格为13.21元/股，2026年6月9日公司股票收盘价为4.13元/股，“美锦转债”转股价格为5.26元/股，尚未转股余额27.89亿元。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格

水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

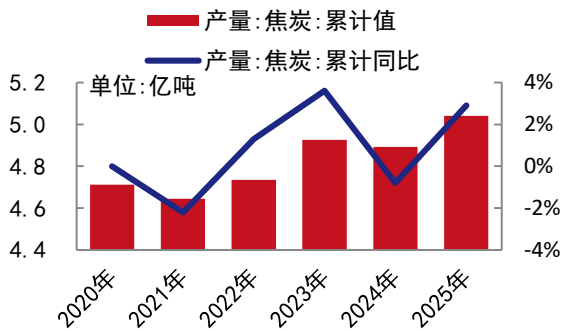
## 行业环境

**2025年焦化行业产能增速明显放缓，产量创历史新高，下游钢铁行业继续减量发展，受原料成本下滑及钢铁需求预期偏弱影响，焦炭价格中枢下移，行业内企业整体亏损运行；展望2026年，预计焦炭价格跟随焦煤区间宽幅震荡，吨焦利润将处于盈亏平衡边缘**

近年焦化行业4.3米焦炉持续出清，焦化产能增速明显放缓，虽然新增产能投放已进入尾声，但行业产能富余格局仍未有根本性改变。产能方面，根据Mysteel统计，全国焦化生产企业约300余家，其中独立焦企210余家，钢厂配套焦化企业90家左右，焦炭总产能约5.70亿吨；2025年全年淘汰焦化产能1,792万吨，新增约2,000万吨，净新增约208万吨，产能进一步向资源富集区集中，山西、内蒙古、河北稳居产量前三。产量方面，2025年全国焦炭产量5.04亿吨，同比增长2.9%，产量创六年新高，占全球总产量的72.73%。

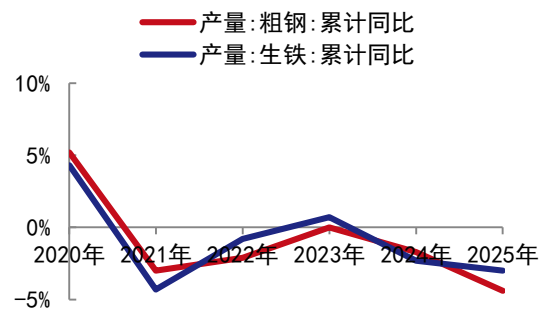
钢铁行业供给收缩预期持续强化，在供给压减幅度有限且需求持续走弱的双重压力下，钢材价格缺乏上涨动力。根据国家统计局数据，2025年生铁产量同比下降3.0%，粗钢产量下降4.4%。随着稳增长方案正式落地并强化供给约束，叠加产能置换新规落地、分级管理实质执行等协同发力，预计2026年钢铁行业供给将进一步收缩。制造业用钢需求虽有望成为主要支撑，但受制于增量有限，难以对冲房地产、基建和出口领域的用钢需求下降，预计2026年钢材需求总量仍将处于偏弱态势。

图1 2025年我国焦炭产量创近六年新高



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 2025年粗钢产量延续减量趋势

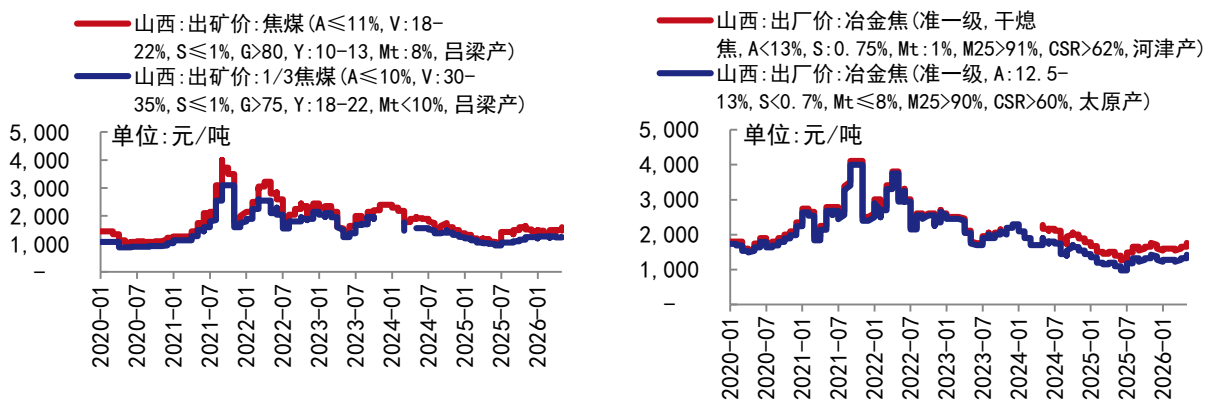


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受原料成本下滑及钢铁需求预期偏弱影响, 2025年焦炭价格中枢下移。当前国内焦化行业集中度低, 竞争较为激烈, 行业整体议价能力较弱。焦炭作为煤焦钢产业链中间品, 价格独立性较差, 钢厂在焦炭价格议价中占有绝对优势。2025年以来, 焦炭价格先抑后扬, 呈“V”型走势, 价格中枢下移, 上半年受焦煤价格持续下跌导致成本支撑走弱, 叠加下游钢铁需求偏弱影响, 钢厂盈利持续不佳, 终端亏损压力逐渐向原料端传导, 导致焦炭价格持续下滑; 下半年在煤矿生产核查及阶段性环保限产等扰动下, 煤焦供应逐渐收紧, 焦煤价格反弹, 带动焦炭价格水涨船高, 同时下游钢铁行业出口需求支撑偏强, 整体开工维持高位, 焦炭刚需尚可, 推动价格进入上涨通道。

2025年焦化行业整体仍处于底部周期, 盈利持续承压, 行业内主要上市公司美锦能源、开滦股份、陕西黑猫、云煤能源等净利润为亏损, 山西焦化亦处于盈亏边缘。展望2026年, 预计焦煤供应更为平稳有序, 原料端极端波动风险有所缓解; 但下游钢铁行业持续推进节能降碳与产能减量管控, 终端钢材需求缺乏增量空间, 难以带动焦炭刚需大幅回暖, 焦化环节的利润修复空间有限。焦炭价格与焦煤走势高度联动, 受成本支撑与需求减弱的双重影响, 预计2026年焦炭价格随焦煤呈宽幅震荡, 吨焦利润将处于盈亏平衡边缘。

图3 2025年焦煤及焦炭价格先跌后涨



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售。公司拥有储量丰富的煤炭资源，具备“煤-焦-气-化-氢”一体化的完整产业链，是国内最大的独立商品焦生产商之一。从收入构成来看，煤焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，近年收入占比均在95%以上。2025年受焦炭价格下降影响，公司营业收入有所下降。毛利率方面，煤焦化产品及副产品作为公司利润的主要来源，2025年业务毛利率延续下降趋势，同时氢能业务亏损幅度加大，导致公司销售毛利率水平继续下降。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤焦化业务	175.61	97.73%	6.32%	182.39	95.84%	7.16%
氢能业务	4.09	2.27%	-31.44%	7.92	4.16%	-20.07%
<b>合计</b>	<b>179.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.46%</b>	<b>190.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.03%</b>

注：上述数据存在尾差系计算时四舍五入所致。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着贵州美锦华宇二期项目投资收尾，公司煤焦化领域630万吨/年煤炭产能与1,095万吨/年焦炭产能已基本稳定，但新增产能投产后的市场消化及效益水平仍有待观察；公司焦炭产销量继续提升，但贵州美锦华宇项目尚处于产能爬坡阶段，产能利用率偏低且持续亏损，焦化行业延续承压运行趋势，公司焦炭销售均价下降，叠加较高的折旧摊销等刚性成本加重了公司业绩负担；氢能产业化发展仍面临多重制约，2025年业务营收缩减且亏损呈扩大趋势，相关募投项目进展未达预期

### （一）煤焦化板块

公司焦炭业务仍主要由子公司山西美锦华盛化工新材料有限公司（以下简称“华盛化工”）、山西美锦煤化工有限公司（以下简称“美锦煤化工”）、唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）以及贵州美锦华宇新能源有限公司（以下简称“贵州美锦华宇”）负责运营。随着子公司贵州美锦华宇二期产能建成，截至2026年3月末，公司焦炭在产产能达到1,095万吨/年，其他3个在产项目产能保持稳定。

**表3 截至 2026 年 3 月末公司拥有焦炉产能情况（单位：万吨/年）**

运营主体	装置及数量	产能
华盛化工	7.65 米干熄焦	385
美锦煤化工	6.78 米的干熄焦装置	180
唐钢美锦	7 米的干熄焦装置	150
贵州美锦华宇	7.65 米干熄焦	380
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1,095</b>

注：贵州美锦华宇项目分两期，一期180万吨/年产能于2024年6月投产，二期200万吨/年产能已经具备基本生产条件，目

前部分投产。

资料来源：公司提供

随着贵州美锦华宇项目陆续投产带来显著增量，同时其他3个在产项目焦炭产量同步小幅上行，2025年公司焦炭总产量达803.69万吨，同比增长19.97%。但贵州美锦华宇一期尚未完全达产，同时二期投产周期较短，目前产能利用率仍处于较低水平，生产能力有待继续爬坡。行业层面，近年焦化行业利润承压明显，公司新增产能投产后的市场消化及效益水平仍有待观察。

表4 公司焦炭生产情况（单位：万吨）

运营主体	2026年 1-3月			2025年			2024年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
美锦煤化工	180	35.72	79.38%	180	194.99	108.33%	180	184.73	102.63%
唐钢美锦	150	30.20	80.53%	150	99.29	66.19%	150	71.46	47.64%
华盛化工	385	88.18	91.61%	385	384.41	99.85%	385	364.50	94.68%
贵州美锦华宇	380	27.74	29.20%	380	125.00	32.89%	180	49.20	46.86%
合计	1,095	181.84	66.43%	1,095	803.69	73.40%	895	669.89	81.69%

资料来源：公司提供

公司与大型钢厂签署的合同大部分为年度合同，只有较少部分短期客户签署月度合同，化工产品主要销往周边企业。定价方面，公司主要是根据市场变化，由供、需双方共同协商确定，但受限于焦化行业集中度较低，且下游客户多为大型钢厂，产业链利润多向上游资源端和下游终端集中，公司作为中游焦化企业，整体议价能力偏弱。2025年公司焦炭销量810.77万吨，同比增长18.97%，销量增长主要系贵州美锦华宇项目投产带来的产能释放，产销率小幅回落，但整体仍维持高位。2025年公司焦炭销售均价同比下降21.12%，煤焦化及副产品收入承压下降。2026年一季度炼焦煤价格回升，成本端支撑增强，带动公司焦炭销售均价同步回升。

表5 公司焦炭业务产销情况

指标	2026年 1-3月	2025年	2024年
销售量（万吨）	180.61	810.77	681.49
销售均价（元/吨）	1,491.82	1,394.99	1,768.43
产销率	99%	101%	102%

资料来源：公司提供

销售区域方面，公司焦炭及相关化工产品主要销往华北、华东、西南等地。跟踪期内，华北地区仍是公司销售最主要的区域，随着贵州美锦华宇产能陆续新增投产，西南地区的销售收入持续增长，但因与原料及终端市场距离较远推高运输成本、炼焦煤主要依靠外购、新增产能折旧摊销成本高，以及投产周期较短、上下游渠道尚未稳固等多重因素影响，西南地区的毛利率持续为负，对公司整体业绩形成拖累。

表6 公司营业收入分区域销售情况（单位：亿元）

区域	2025年		2024年		2025年毛利率
	金额	占比	金额	占比	

华北地区	120.52	67.07%	136.21	71.57%	9.24%
华东地区	23.60	13.13%	24.32	12.78%	9.02%
华南地区	7.20	4.01%	9.84	5.17%	-12.09%
华中地区	8.79	4.89%	8.06	4.23%	3.02%
西北地区	2.30	1.28%	5.28	2.77%	11.15%
东北地区	5.21	2.90%	2.35	1.24%	7.71%
西南地区	12.08	6.72%	4.23	2.22%	-28.96%
国外	0.00	0.00%	0.02	0.01%	-

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中证鹏元整理

销售方面，公司焦炭主要实行以销定产策略，客户覆盖纵横钢铁、本钢、河北鑫达、山西建龙、燕钢、河北敬业、河钢等大型钢企，客户基础良好，2025年公司前五大客户集中度为28.13%，同比略有上升，其中对河钢集团有限公司和冀中能源集团有限责任公司及其关联方销售金额明显增加，对山西美锦钢铁有限公司及其关联方的销售为关联交易。根据公司2025年年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计16.23亿元，关联交易规模较大。

**表7 2025年公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

序号	客户名称	销售金额	占比
1	河钢集团有限公司及其关联方	195,573.17	10.88%
2	冀中能源集团有限责任公司及其关联方	127,077.61	7.07%
3	山西美锦钢铁有限公司及其关联方	94,333.70	5.25%
4	四川佳业投资发展有限公司	46,336.26	2.58%
5	厦门夏商民昇贸易有限公司	42,160.17	2.35%
-	<b>合计</b>	<b>505,480.92</b>	<b>28.13%</b>

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务成本结构中，原材料（主要包括主焦精煤、低硫瘦煤、中硫瘦煤等）占据主导地位，2025年占比保持稳定。2025年公司焦炭平均单位成本为1,360.34元/吨，同比下降21.38%，与焦炭平均销售价格降幅基本一致，由于折旧摊销等刚性固定成本增加，公司焦化业务盈利空间持续收窄，煤焦化行业毛利率同比下降0.84个百分点至6.32%。

**表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）**

项目	2025年		2024年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
直接材料	1,299,769.09	76.59%	1,366,971.73	76.49%
直接人工	97,292.40	5.73%	74,395.89	4.16%
制造费用	256,260.35	15.10%	323,380.99	18.09%
运费	43,763.13	2.58%	22,488.73	1.26%
<b>合计</b>	<b>1,697,084.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,787,237.34</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司拥有四大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业、锦辉煤业），煤种主要为优质的炼

焦煤或炼焦配煤，为原材料供应提供了一定支持。截至2025年末，公司原煤产能为630.00万吨/年，保持不变，各原煤生产基地保有资源储量61,848.48万吨，储量较为丰富。2025年公司原煤产量479.23万吨，同比下降较多，主要系下属煤矿受地质条件影响开采量下降所致。2026年5月22日，山西长治市沁源县留神峪煤矿发生特别重大瓦斯爆炸事故，事故发生后，长治市开展了全面的生产大排查和整顿，汾西太岳受此牵连停产了一段时间，后续需持续关注下属矿井因停产、地质条件变化等因素导致的减产风险以及对公司经营成本的影响。

**表9 截至 2025 年末公司拥有煤矿情况（单位：万吨、万吨/年）**

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	保有资源储量	设计产能
汾西太岳	沁源县灵空山镇畅村	76.96%	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	9,380.86	210
东于煤业	太原市清徐县西北	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	19,769.10	150
锦富煤业	清徐县东于镇六段地村	100%	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	19,916.12	180
锦辉煤业	吕梁市交城县岭底乡圪垛村村北	100%	无烟煤	12,782.40	90
<b>合计</b>	-	-	-	<b>61,848.48</b>	<b>630</b>

资料来源：公司提供

**表10 公司原煤生产情况（单位：万吨）**

年份	产能	产量	产能利用率
2025 年	630.00	479.23	76.07%
2024 年	630.00	532.73	84.56%

资料来源：公司提供

由于近期投产的贵州美锦华宇项目炼焦煤主要依赖外购，公司原材料外采比例提升。公司所在的山西地区煤炭资源丰富，能够有效降低生产和运输成本，采购模式为集中采购，公司在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。结算支付方面，公司焦炭业务上游采购主要为先款后货，下游销售以预收为主，上下游资金占用风险较小，近年公司经营性现金流持续净流入。2025年公司对前五名供应商的合计采购额占原材料采购总额的42.50%，同比明显提升，主要系对四川五粮液物产有限公司及其关联方、唐山正业达商贸有限公司等贸易公司采购金额增加所致。

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系，但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性，公司业务始终面临一定安全生产风险。

## （二）氢能板块

公司氢能业务上游依托焦炉煤气低成本制氢，下游布局整车制造、运营及加氢站网络，形成“制-储-运-加-用”氢能全产业链，但氢能产业尚处发展初期，氢气成本高、加氢站网络不完善、市场需求不

足，叠加佛山市飞驰汽车科技有限公司（以下简称“飞驰科技”）<sup>1</sup>由于董事席位变更导致不再纳入合并范围，2025年公司氢能业务营收缩减且亏损呈扩大趋势。公司氢能业务收入主要为加氢站运营板块收入，车辆制造以及车辆运营未形成规模化收入，截至2025年末，公司累计建成23座加氢站（含撬装站），覆盖京津冀、山西、山东、浙江、广东等多地，已投运加氢站合计加氢能力达13,060千克/12小时，在建加氢能力14,500千克/12小时。

### （三）在建项目

截至2026年3月末，公司主要在建项目贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目投资处于收尾阶段；根据公告，美锦氢能总部基地一期受项目设计调整、使用功能调整及正式电供应滞后等多个因素影响，项目达到预定可使用状态的日期继续延期至2026年6月；滦州美锦14000Nm<sup>3</sup>/h焦炉煤气制氢项目前期因建设用地范围内涉及天然气管线影响审批手续导致开工时间滞后，目前已顺利完成项目地基与基础分部工程，项目达到预定可使用状态的日期延期至2026年12月。随着贵州美锦华宇投资收尾，公司焦化业务无其他重大在建项目，氢能业务主要在建项目均为本期债券募投项目，预计将于2026年陆续达产，氢能源行业属于我国新兴行业，若未来市场发展仍不及预期，需关注氢能板块整体投资风险，以及氢能板块相关募投项目亦可能存在收益不达预期风险。

**表11 截至 2026 年 3 月末公司重大在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	预计完工时间
贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目	75.34	71.45	3.89	2026年12月
北京大兴氢能总部基地项目（美锦氢能总部基地一期）*	4.10	2.48	1.62	2026年6月
滦州美锦 14000Nm <sup>3</sup> /h 焦炉煤气制氢项目*	5.08	0.22	4.86	2026年12月
美锦华盛人才公寓项目	8.93	6.94	1.99	2027年6月
<b>合计</b>	<b>93.45</b>	<b>81.09</b>	<b>12.36</b>	-

注：（1）标“\*”为本期债券募投项目；（2）氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）已终止建设。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

<sup>1</sup> 公司持有飞驰科技 42.67% 股权，2025 年 10 月由于董事席位变更，公司无法主导飞驰科技的财务和经营政策，丧失对其控制权，飞驰科技由公司控股子公司转为联营单位，飞驰科技拥有商用车整车生产资质，主要产品为氢燃料电池商用车，产能 5,000 台/年。

跟踪期内，公司主要经营性资产变化不大，作为重资产企业，固定资产等非流动资产占比高，折旧、摊销等刚性固定成本略有增长，同时受焦炭价格下降以及氢能业务亏损幅度加大影响，2025年公司净利润仍为大幅亏损，但亏损幅度有所收窄；公司债务压降和现金类资产同步减少，主要偿债指标表现仍较弱，且本期债券到期时间临近，鉴于焦化行业周期未见明显反转，公司未来仍面临较大的业绩压力和偿债压力

### 资本实力与资产质量

公司负债规模随着债务偿付有所下降，所有者权益下降主要系利润持续亏损所致，产权比率呈现波动，权益对负债的保障程度较弱。所有者权益主要由股本和未分配利润构成。

图4 公司资本结构

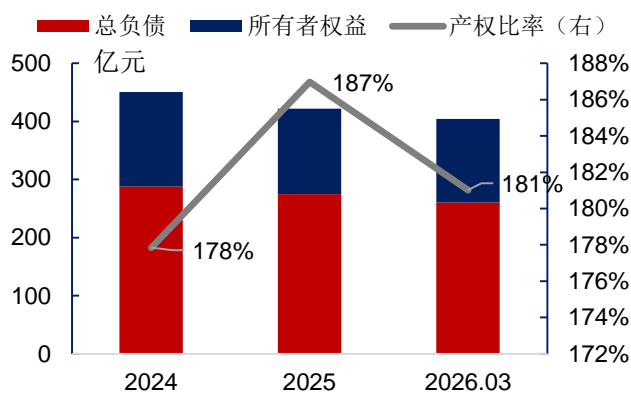
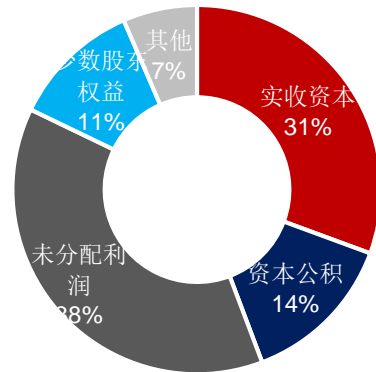


图5 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司属于重资产企业，截至2025年末生产经营性的固定资产、在建工程和无形资产等非流动资产占比约75%，主要以房屋建筑物、机器设备和管道沟槽等为主，跟踪期内上述资产规模整体变动不大。但近年在建项目持续转固，导致折旧摊销成本处于较高水平且有所增长，对公司盈利水平影响较大。2025年公司计提固定资产折旧20.76亿元，同比略有增长。公司无形资产主要为土地使用权、煤炭业务采矿权和特许使用权等；在建项目主要为贵州美锦华宇焦化项目以及华盛人才公寓等项目。

跟踪期内，由于债务偿付、项目投资以及日常经营性资金支出，公司货币资金减少较多，且货币资金中银行承兑汇票保证金占比较高，2025年末为23.94亿元。公司应收账款主要为货款，账龄主要为3年以内。公司存货主要为原料煤，2025年末有所下降系上年末原料煤临时存储基数较高以及2025年焦炭产品销量增加带动库存减少所致。公司资产中受限部分规模较大，主要包括货币资金、固定资产、无形资产和其他应收款，2025年末账面价值合计64.58亿元，占总资产的比重为15.31%，占净资产的比重为43.93%，主要经营性资产受限比例较高。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金						
应收账款						
存货						
固定资产						
无形资产						
其他应收款						

货币资金	23.13	5.72%	35.31	8.37%	47.36	10.51%
应收账款	11.19	2.77%	10.06	2.39%	14.31	3.18%
存货	6.76	1.67%	6.90	1.64%	15.69	3.48%
<b>流动资产合计</b>	<b>56.64</b>	<b>14.01%</b>	<b>71.18</b>	<b>16.87%</b>	<b>95.25</b>	<b>21.15%</b>
固定资产	230.89	57.12%	229.03	54.29%	229.06	50.85%
在建工程	33.62	8.32%	39.39	9.34%	42.96	9.54%
无形资产	46.99	11.62%	47.36	11.23%	50.61	11.24%
递延所得税资产	16.84	4.17%	15.20	3.60%	11.98	2.66%
<b>非流动资产合计</b>	<b>347.59</b>	<b>85.99%</b>	<b>350.68</b>	<b>83.13%</b>	<b>355.18</b>	<b>78.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>404.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>421.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>450.43</b>	<b>100.00%</b>

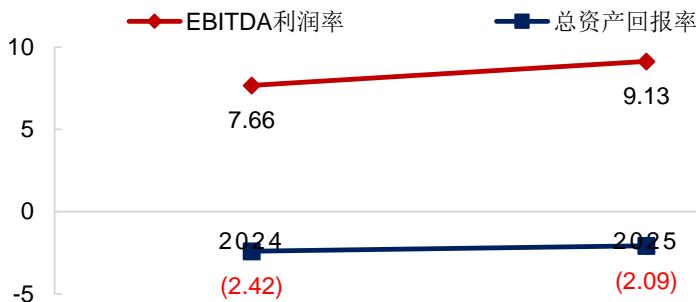
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

2025年公司焦炭产销量提升，但受焦炭价格下降影响，公司营业收入同比下降5.58%。从利润空间来看，虽然吨焦平均成本与吨焦平均价格降幅基本一致，但由于折旧摊销等刚性固定成本较高且有所增加，焦炭业务利润空间持续压缩，叠加氢能业务亏损幅度加大，公司销售毛利率水平继续下降。非经营损益方面，2025年公司信用减值损失增加至1.14亿元，主要系部分款项账龄较长产生的坏账计提；去库存带动存货跌价计提有所回落，但仍产生资产减值损失1.82亿元，对公司利润形成一定侵蚀。综合影响下，2025年公司归属于上市公司股东的净利润减亏至-11.23亿元。2025年公司EBITDA同比增长主要系受折旧摊销计提增加影响，非业务盈利改善所致，而同期营业收入下降，EBITDA利润率随之上升。

受上游焦煤供给收缩带来成本支撑以及下游钢厂刚需持续托底等因素影响，2026年一季度焦炭价格整体上行，同时焦化副产品受油价上涨及供给收缩影响，利润有所增厚，行业整体盈利边际改善。在此基础上，公司优化配煤方案以及主要煤矿生产恢复正常，2026年1-3月公司实现营业收入41.15亿元，同比增长3.32%；归属于上市公司股东的净利润为-3.36亿元，亏损收窄6.24%。但整体来看，焦化行业周期未见明显反转，行业整体盈利能力依然承压，预计公司业绩持续面临较大压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司债务主要为银行借款、应付票据、本期债券和长期应付款中的售后回租款等，跟踪期内公司长期债务保持稳定，短期债务持续压降，截至2026年3月末，公司总债务降至155.42亿元，短期债务占比降至44.59%，但短期债务占比仍较高，存在集中到期偿付压力，债务结构仍有待继续优化。截至2025年末，公司银行借款多设有保证、保证及抵质押组合等增信措施；应付票据为尚未结算的银行承兑汇票、商业承兑汇票以及银行信用证，出于降低成本考虑，跟踪期内应付票据规模大幅压降。应付债券为本期债券，将于2028年4月到期，本期债券尚未转股规模较大，需关注股价下跌等因素可能导致债券持有人未进行转股造成的偿债压力；长期应付款主要为经营性设备售后回租款和贵州美锦华宇的股权回购款<sup>2</sup>。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付的工程款、货款和装卸费等；其他应付款主要为往来款，2026年3月末子公司唐钢美锦向参股股东唐山钢铁集团有限责任公司借款6.04亿元。

**表13公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.45	6.70%	15.37	5.59%	10.60	3.68%
应付票据	38.01	14.60%	49.79	18.11%	64.91	22.51%
应付账款	80.73	31.00%	80.45	29.27%	84.80	29.41%
其他应付款	11.48	4.41%	10.83	3.94%	11.10	3.85%
一年内到期的非流动负债	13.85	5.32%	15.20	5.53%	14.74	5.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>174.51</b>	<b>67.02%</b>	<b>185.68</b>	<b>67.56%</b>	<b>197.50</b>	<b>68.50%</b>
长期借款	34.18	13.13%	36.49	13.28%	33.58	11.65%
应付债券	27.19	10.44%	27.01	9.83%	26.94	9.34%
长期应付款	14.68	5.64%	15.42	5.61%	19.26	6.68%
<b>非流动负债合计</b>	<b>85.87</b>	<b>32.98%</b>	<b>89.17</b>	<b>32.44%</b>	<b>90.81</b>	<b>31.50%</b>
<b>负债合计</b>	<b>260.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>274.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>288.32</b>	<b>100.00%</b>
总债务	155.42	59.69%	168.75	61.40%	176.54	61.23%
其中：短期债务	69.31	44.59%	80.36	47.62%	90.05	51.01%
长期债务	86.11	55.41%	88.39	52.38%	86.49	48.99%

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，近年公司经营性现金流持续净流入，2025年公司经营活动现金流净额达15.40亿元，同比增长63.63%，主要系2025年原材料市场价格下跌以及前期库存消化，致支付的材料款减少所致；公司EBITDA实现增长，支付税费下降，现金生成能力回正，但表现仍一般。投资活动方面，随着贵州美锦华宇二期投资步入收尾阶段，2025年公司资本性支出明显回落，带动投资活动现金净流出减少，但净流出规模仍较大。筹资活动方面，公司债务规模下降以及票据融资保证金减少，筹资活动现金流净额大幅

<sup>2</sup> 由于项目建设资金需要，2023年子公司贵州美锦华宇通过增资扩股，引进投资者贵州省新动能产业发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“贵州新动能”），投资规模9.38亿元，协议约定在触发回购条件时，贵州新动能有权要求公司回购其所持有的股份。

减少。

从杠杆比率指标来看，随着公司债务规模压降，以及公司现金生成能力改善，2025年公司FFO/净债务、经营活动现金流净额/净债务和自由现金流/净债务指标表现好转，但仍处于较弱水平，现金流对于债务的保障程度较弱。

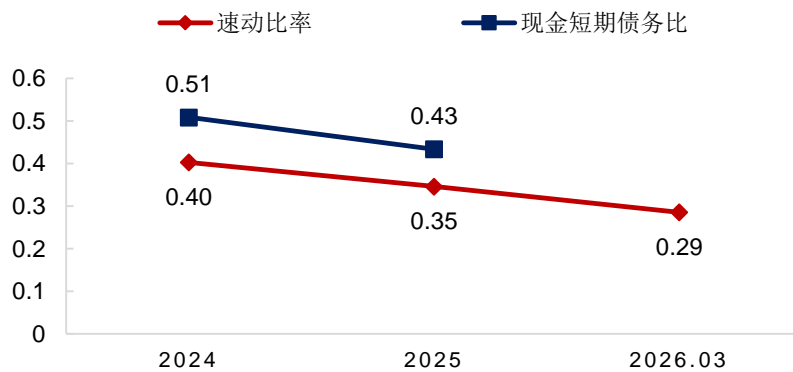
表14公司偿债能力指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	3.32	15.40	9.41
FFO（亿元）	--	0.14	-5.69
资产负债率	64.42%	65.15%	64.01%
净债务/EBITDA	--	8.50	9.36
EBITDA 利息保障倍数	--	3.21	2.67
总债务/总资本	51.93%	53.44%	52.13%
FFO/净债务	--	0.10%	-4.17%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.05%	6.90%
自由现金流/净债务	--	-3.31%	-16.77%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，公司速动比率和现金短期债务比均继续下降，流动性压力明显上升。备用流动性方面，公司作为上市公司，融资渠道相对较为畅通，且尚有较大规模未抵质押资产；截至2026年3月末，公司尚可使用的银行授信额度为5.99亿元，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为公司因募集资金管理以及信息披露等问题被出具警示函和监管函，一定程度上反映了公司存在治理不规范、内部控制不完善等问题，中证鹏元将持续关注有关事项整改完成情况，以及对公司经营和信用水平产生的负面影响

因存在使用部分募集资金进行现金管理时未及时审议并披露、募集资金专户管理不规范、内幕信息知情人登记管理不规范等问题，2026年6月12日公司收到山西证监局《关于对山西美锦能源股份有限公司及相关责任人采取出具警示函措施的决定》，认定公司董事长姚锦龙、总裁姚俊卿、财务总监郑彩霞、时任董事会秘书朱庆华对本期债券募集资金违规行为负有责任，公司董事长姚锦龙及现任董事会秘书赵嘉对上述内幕信息知情人登记管理违规行为负有责任，并将上述违规行为记入上市公司证券期货市场诚信档案，同时要求公司30个工作日内提交书面整改报告。因上述事项，深圳证券交易所同步对公司及相关当事人出具了监管函。

2026年4月11日，东于煤业井下发生一起顶板事故，造成一名人员伤亡，事故发生后东于煤业停产约1个月，目前已经恢复生产，预计将对公司煤炭产量造成一定影响。虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，但随着环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保压力，2025年公司下属企业因安全、环保问题受到了一定处罚。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年6月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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（2026年6月11日），中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单；子公司珠海美锦嘉创投资有限公司为被执行人，执行金额1,957.59万元，系被投资企业因经营不善被执行导致的连带被执行；子公司青岛美锦新能源汽车制造有限公司为被执行人，执行金额1,274.52万元。

### 或有事项分析

截至2026年3月末，公司对外担保金额为8,755.47万元，被担保对象为参股企业飞驰科技和清徐泓博污水处理有限公司，飞驰科技因经营不善存在多项被执行记录，公司存在一定或有负债风险。

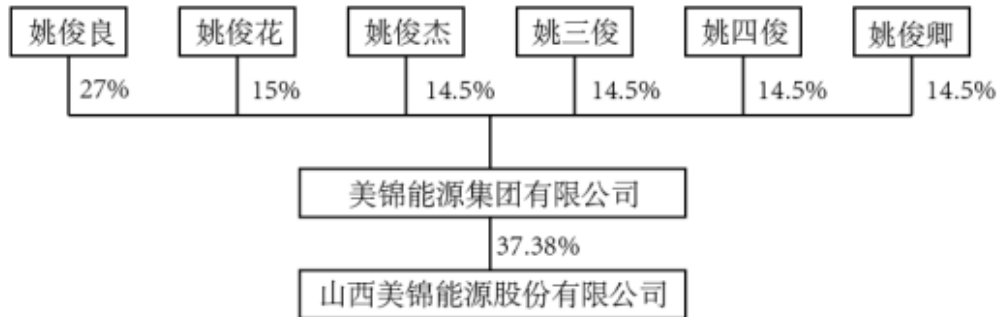
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	23.13	35.31	47.36	61.49
流动资产合计	56.64	71.18	95.25	102.53
固定资产	230.89	229.03	229.06	189.90
在建工程	33.62	39.39	42.96	56.29
无形资产	46.99	47.36	50.61	49.33
非流动资产合计	347.59	350.68	355.18	322.59
资产总计	404.23	421.85	450.43	425.13
短期借款	17.45	15.37	10.60	7.79
应付票据	38.01	49.79	64.91	65.45
应付账款	80.73	80.45	84.80	68.60
一年内到期的非流动负债	13.85	15.20	14.74	11.27
流动负债合计	174.51	185.68	197.50	177.01
长期借款	34.18	36.49	33.58	15.30
应付债券	27.19	27.01	26.94	32.27
长期应付款	14.68	15.42	19.26	22.96
非流动负债合计	85.87	89.17	90.81	78.94
负债合计	260.39	274.85	288.32	255.95
总债务	155.42	168.75	176.54	161.33
其中：短期债务	69.31	80.36	90.05	84.30
长期债务	86.11	88.39	86.49	77.03
所有者权益	143.84	147.01	162.11	169.18
营业收入	41.15	179.69	190.31	208.11
营业利润	-4.23	-13.79	-14.44	4.30
净利润	-3.16	-11.13	-13.30	1.57
经营活动产生的现金流量净额	3.32	15.40	9.41	9.11
投资活动产生的现金流量净额	-3.58	-20.08	-32.05	-35.65
筹资活动产生的现金流量净额	-2.23	1.83	22.26	21.92
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	16.40	14.58	24.38
FFO（亿元）	--	0.14	-5.69	-0.82
净债务（亿元）	--	139.36	136.45	105.19
销售毛利率	1.86%	5.46%	6.03%	11.48%
EBITDA 利润率	--	9.13%	7.66%	11.72%
总资产回报率	--	-2.09%	-2.42%	1.95%
资产负债率	64.42%	65.15%	64.01%	60.20%
净债务/EBITDA	--	8.50	9.36	4.31
EBITDA 利息保障倍数	--	3.21	2.67	6.11

总债务/总资本	51.93%	53.44%	52.13%	48.81%
FFO/净债务	--	0.10%	-4.17%	-0.78%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.05%	6.90%	8.66%
速动比率	0.29	0.35	0.40	0.50
现金短期债务比	--	0.43	0.51	0.74

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 5 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2025 年公司合并报表范围的主要子公司财务情况（单位：亿元）

子公司名称	业务性质	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
山西美锦华盛化工新材料有限公司	焦炭及化工产品生产和销售	100.00%	110.09	46.29	88.56	-2.38
山西美锦煤化工有限公司	焦炭及化工产品生产和销售	100.00%	45.85	4.88	30.49	-2.56
唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司	焦炭及化工产品生产和销售	55.00%	20.69	-1.28	19.89	-1.39
贵州美锦华宇新能源有限公司	焦炭及化工产品生产和销售	58.35%	94.99	20.86	26.70	-4.56
山西汾西太岳煤业股份有限公司	煤炭开采	76.96%	83.12	67.04	37.96	5.97
山西美锦集团锦富煤业有限公司	煤炭开采	100.00%	28.18	13.56	9.79	1.70

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录四 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+经调整所有者权益
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

## 附录五 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