

甘肃能化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【352】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。

甘肃能化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	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，跟踪期内公司煤炭业务保持了规模优势和较强的区域竞争力，电力板块在运装机规模扩容，在建装机容量超 300 万千瓦，煤化工项目一期已顺利产出合格尿素产品，二期工程有序推进，煤-电-化一体化经营体系逐步完善，随着上述板块产能逐步释放，未来业务增量空间可观。但中证鹏元也关注到，煤炭开采业务安全生产风险长期存在，公司业绩与煤炭行业周期高度相关，跟踪期内业绩显著承压，2025 年度净利润由盈转亏，且同时推进较多大型项目建设，债务压力上升且项目收益有待观察。

评级日期

2026 年 06 月 29 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	372.89	370.89	333.61	308.33
归母所有者权益	166.62	164.10	168.81	160.11
总债务	--	124.80	77.79	59.06
营业收入	24.95	78.39	96.04	112.59
净利润	0.64	-2.17	12.15	17.43
经营活动现金流净额	1.11	6.95	21.11	18.50
净债务/EBITDA	--	4.32	0.26	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	3.75	11.62	13.13
总债务/总资本	--	42.59%	31.02%	26.42%
FFO/净债务	--	-1.68%	166.16%	-57.52%
EBITDA 利润率	--	18.65%	34.30%	35.31%
总资产回报率	--	-0.01%	5.14%	8.02%
速动比率	0.77	0.75	1.09	1.51
现金短期债务比	--	1.57	4.89	9.64
销售毛利率	17.88%	15.80%	32.88%	35.89%
资产负债率	54.23%	54.65%	48.14%	46.67%

注：2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致；2025 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：马琳丽
 mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **煤炭业务保持了规模优势和较强的区域竞争力，在建产能有待释放。**2025 年末，公司煤炭保有储量 11.58 亿吨，剩余可采储量 7.15 亿吨，在产矿井总产能达到 2,314 万吨；2025 年原煤产量占甘肃省原煤产量的四分之一，是甘肃省煤炭供应和能源保障体系中重要的组成部分，其中红沙梁露天矿井田资源量丰富、煤层赋存深度适中；随着煤炭板块产能的逐步释放，公司煤炭主业仍有增长潜力。
- **煤电板块在运装机规模扩容，煤电联营布局持续深化。**2025 年末兰州新区热电联产项目（装机规模 2×350MW）建成并开始试运行，公司煤电装机扩容，该项目有利于增强区域电力保供、新能源调峰能力；同期末，在建装机总规模超 300 万千瓦，项目建成后有助于实现自有煤炭就地消纳，延伸完善煤电协同产业链，提升经营抗风险能力。
- **煤化工板块已产出合格尿素产品，后续业务增量空间可观。**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。项目一期 2025 年投入试生产，当期完成尿素销量 40.72 万吨，2025 年公司化工业务收入增加至 8.52 亿元，同比增长一倍以上，二期项目尚在建设中，待产能充分释放后，化工板块业务增量可观。

关注

- **仍需关注安全生产风险。**公司煤炭开采业务始终面临安全生产风险，2025 年以来，公司发生两次安全事故，涉事的王家山矿一号井、金河煤矿于事故后相继停产，并分别于 2025 年 7 月、8 月复产。2025 年 12 月，国家矿山安全监察局公布事故调查结果，认定两起事故均存在安全措施执行不到位、上级公司监督管理缺位等问题，上述事故暴露出公司在安全生产管理方面存在短板，仍需持续关注公司安全生产管理的改进状况。
- **受煤炭行业周期波动影响，跟踪期内公司业绩显著承压，净利润由盈转亏。**公司收入较为依赖煤炭业务，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，2025 年公司净利润同比由盈转亏，各项盈利指标同步持续走弱。虽然 2026 年一季度以来煤炭市场价格开始企稳回升，但未来若煤炭价格继续震荡，公司盈利仍将面临较大挑战。
- **同时推进较多大型项目建设，债务压力上升，产能消纳状况及项目效益有待观察。**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，总投资规模接近 200 亿元，项目持续投入一定程度推升了杠杆水平，2025 年末，公司总债务规模增至 120 亿元以上。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，另考虑到甘肃省内光伏、风电装机持续扩容挤压火电发电空间，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。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2025 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，提升公司整体竞争力和抗风险能力。

同业比较（单位：亿元）

指标	苏能股份 (600925.SH)	昊华能源 (601101.SH)	开滦（集团）有 限责任公司	公司
总资产	408.77	286.27	932.63	370.89
营业收入	126.67	80.27	605.02	78.39
净利润	4.65	6.40	-2.73	-2.17

销售毛利率	26.61%	35.05%	10.60%	15.80%
资产负债率	56.91%	47.58%	67.47%	54.65%

注：以上各指标均为 2025 年数据。

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
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_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	6/9
	行业&经营风险状况	6/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	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		7/9
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					aa+
外部特殊支持					1
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	2025-6-27	2026-12-10

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”。公司本次可转债发行募集资金已于2024年末按规定用途使用完毕，募集资金专户已完成销户。

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年末，公司股本为53.52亿元，控股股东仍为甘肃能源化工投资集团有限公司（以下简称“能化集团”），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。

跟踪期内，公司仍以煤炭、电力、化工三大板块为主业，并持续推动煤-电-化一体化经营体系构建，合并范围内新增3家一级子公司，重要子公司仍为窑街煤电集团有限公司（以下简称“窑街煤电”）、甘肃靖煤能源有限公司（以下简称“靖煤能源”）。

表1 截至 2025 年末/2025 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
窑街煤电	煤炭开采、销售	162.18	51.31	31.15	-1.14
靖煤能源	煤炭开采、销售	194.81	102.34	48.51	-0.10

资料来源：公司 2025 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

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。

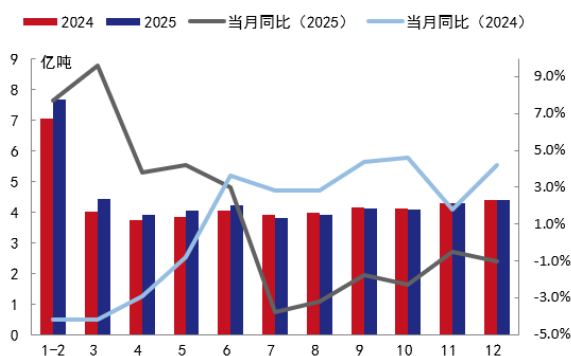
行业环境

（一）煤炭行业

2025年煤炭供给先松后紧，煤炭价格呈V型走势，价格中枢有所下移；预计2026年煤炭供需关系趋向平衡，煤价将总体位于合理区间运行，价格中枢较2025年上移；煤炭长协定价机制更加市场化，但预计价格压舱石效应不减

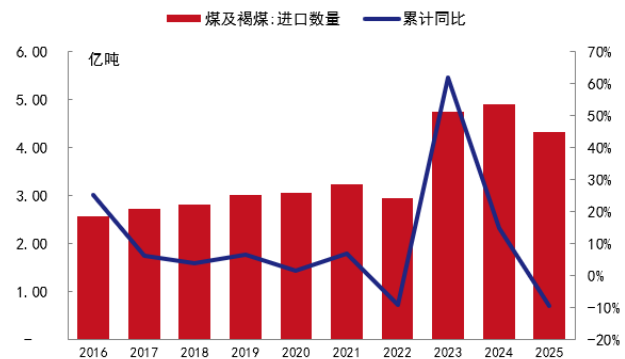
2025年供给端先松后紧，下半年原煤产量增速持续回落。根据国家统计局数据，2025年全国原煤产量48.5亿吨，同比增长1.4%。具体来看，2025年上半年供给端基本延续了去年下半年以来的增产节奏，行业竞争加剧驱动煤企“以量补价”。进入下半年，煤炭行业启动超产整治、安监等常态化政策手段回归，供给节奏趋于合理，山西、内蒙古、新疆等主产地煤矿生产受限，原煤产量增速快速回落。进口方面，根据海关总署公布数据，2025年中国煤及褐煤累计进口4.9亿吨，同比下降9.6%。随着2025年以来国内煤价下行，主要进口国印尼受HBA定价政策影响，价格优势减弱，进口煤价阶段性倒挂，导致进口量明显同比下滑。下半年国内煤价回升，叠加8月印煤价格政策放松，降幅有所收窄。

图1 2025年原煤产量逐步收紧



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2025年我国煤炭进口水平回落

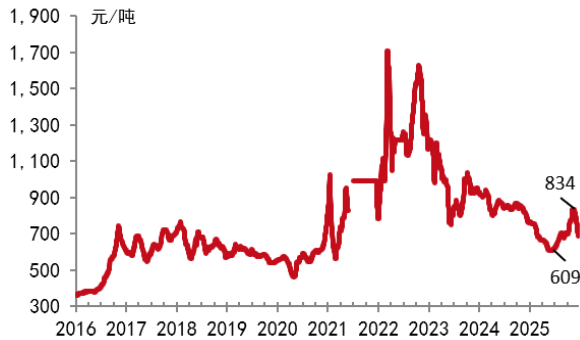


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2025年煤炭价格呈V型走势，但价格中枢继续下移。动力煤方面，分阶段来看：上半年港口与终端库存均处于较高水平，终端电厂采购节奏放缓，新能源发电快速增长对火电形成一定挤占，国内动力煤供需格局超预期宽松，叠加市场悲观情绪，煤价持续承压下跌。进入下半年后，基本面、政策面共振扭转煤价走势，一方面“反超产”下，供给约束重新收紧；另一方面，下半年逐步进入迎峰度夏、度冬用电高峰期，终端用户补库需求释放，煤价一路反弹，创年内新高。与动力煤相似，炼焦煤上半年供需格局较宽松，国内煤矿产量充分释放，同时钢厂利润收缩压力持续向上游传导，进口端蒙煤通关量仍处于

高位，焦煤价格持续下行。进入下半年，受国内炼焦煤供应收紧，蒙煤进口量波动影响，同时下游钢厂高炉开工率维持高位，炼焦煤及焦炭价格持续震荡上行。

图3 秦皇岛动力末煤（Q5500K，山西产）价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 京唐港山西产主焦煤价格先跌后涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计 2026 年煤炭价格有望位于合理区间运行，但中枢有望较 2025 年上移。在国内能源安全和低碳转型融合发展的背景下，供给端将更注重弹性储备能力，安监等政策抓手仍将侧重强化增量约束，叠加印尼煤炭大幅减产，性价比优势削弱下进口煤收缩，预计 2026 年供给端总量增长有限，但具备更强的弹性调节能力。需求方面，新能源装机持续扩张下，预计电煤消费增量持续被挤占，化工用煤托底增量，供需动能均偏弱。整体来看，煤炭供需格局有望从 2025 年的整体偏宽松转向相对平衡，叠加中东地缘冲突或将带来能源替代效应支撑国际煤价，预计 2026 年煤价底部支撑增强，另一方面产能弹性储备加强，亦可平抑国际能源价格大幅波动，国内煤价锚定合理区间，煤价中枢有望较 2025 年上移。此外，2026 年产地煤长协定价更加市场化，履约率要求略有放松，但长期来看有利于反映市场供需、调节供需失衡，预计长协价格仍将发挥保供稳价的压舱石作用。

详见《[煤炭行业：筑牢能源安全底座，信用行稳致远](#)》。

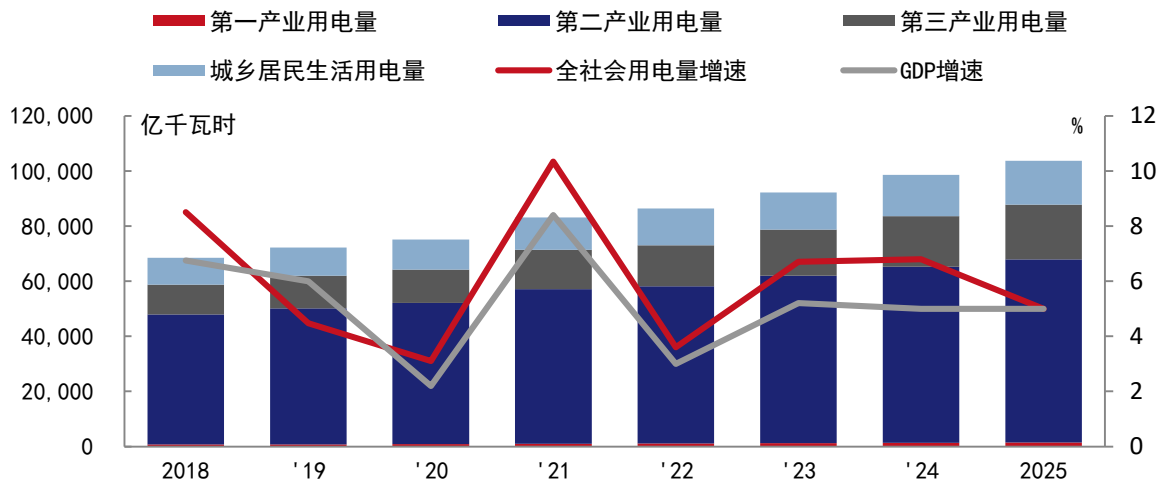
（二）电力行业

2025年我国全社会用电量保持增长，新能源装机维持高速增长；基于国内稳增长政策持续发力、制造业转型升级提速、算力等数字经济和新兴产业加速扩张带来的用电需求激增、极端天气频发等因素，预计2026年我国电力供需基本平衡，电源清洁化趋势延续，风电和太阳能发电仍是新增装机的主力，火电承担保障系统安全、支撑新能源发展的“压舱石”和“调节器”

2025年我国电力消费延续增长势头，全社会用电量首次突破10万亿千瓦时，达到10.37万亿千瓦时，同比增长5.0%；2026年一季度我国全社会用电量2.51万亿千瓦时，同比增长5.2%。从未来用电形势来看，2026年及未来一段时期，我国用电形势预计呈现“需求平稳增长、结构加速转型、供需总体平衡但局部偏紧”的鲜明特征。随着宏观经济的平稳运行、新质生产力（尤其是高端制造业）加速培育、算力等数字经济加速发展、算电协同与电力出海持续，以及以6G、数据中心、充换电服务为代表的新型基础设

施建设的持续拉动，叠加近年极端天气频发，预计2026年及中长期，我国全社会用电需求将保持稳定增长。据中国电力企业联合会发布报告，预计2026年全社会用电量将达到10.9万亿至11万亿千瓦时，同比增长5%至6%。

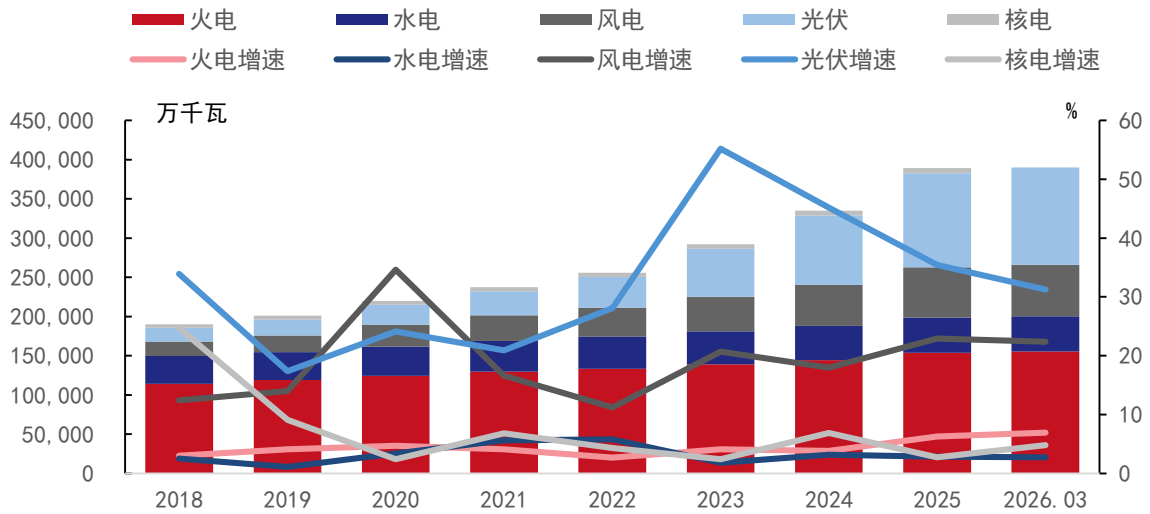
图5 我国全社会用电量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

截至2026年3月末，我国全口径发电装机容量39.6亿千瓦，同比增长15.5%，其中并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量占比分别为39.18%、31.34%、16.53%、11.34%、1.61%。新能源装机容量占比提升至47.87%，电力行业绿色低碳转型成效显著。在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，已成为装机增量的主力军，装机占比将持续提升。但受新能源全面入市导致的电价市场化竞争、消纳压力增大等因素影响，增速或将有所放缓。2025年我国风电和太阳能发电合计新增装机容量4.3亿千瓦，同比增长22.0%，占新增发电装机总容量的比重达80%以上。其中，新增太阳能装机3.18亿千瓦，新增风电装机1.2亿千瓦。截至2025年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到18.4亿千瓦，已超过火电装机规模，并超额完成国内《2030年前碳达峰行动方案》提出的“2030年12亿千瓦”目标。此外，我国风电和光伏产业链的快速发展、技术持续进步以及度电成本的不断降低等，为整个风电和光伏市场进一步扩容奠定了坚实基础。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，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。

图6 近年我国各品类电源装机情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2025年全国发电设备平均利用小时数继续走低，风光利用小时数整体承压，预计2026年新能源消纳压力仍较大；随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进，新能源消纳问题有望逐步缓解

2025年全国发电设备利用效率总体呈下滑趋势，新能源消纳压力依然突出。2025年全国发电设备累计平均利用小时数为3,119小时，比上年同期减少323小时。分电源类型看，风电与太阳能发电装机保持高速增长，但由于用电需求增量有限，电网及调节设施建设滞后，以及新能源发电和用电区域错配等因素，两者利用率均显著下降（风电利用小时数同比减少148小时，太阳能发电减少113小时），且“三北”等新能源富集区域弃风弃光现象加剧。为缓解消纳矛盾，近年风光大基地建设推动特高压直流输电通道工程投资快速增长，跨区、跨省输送电量较快增长。2025年全国完成跨区输送电量9,984亿千瓦时，同比增长7.9%；跨省输送电量21,237亿千瓦时，同比增长6.3%。展望未来，随着特高压电网、储能设施建设推进，以及源网荷储一体化、产业布局调整和政策强化，新能源消纳问题有望逐步缓解。“十五五”期间，为实现新型电力系统建设目标，国家电网预计完成固定资产投资4万亿元，较“十四五”期间增长40%左右；南方电网计划于2026年完成固定资产投资1,800亿元。电网建设的不断推进，为“十五五”期间电力供应和消纳提供有力支撑。

为构建全国统一电力市场体系，2025年以来我国发布一系列深化电力市场化改革的核心政策，随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度持续加深，短期电价竞争压力或将进一步加大

近年来我国电力体制改革持续深化，逐步建立了适应新型电力系统的统一电力市场体系，有效促进了资源的优化配置和能源清洁低碳转型。电力136号文推动新能源上网电价全面市场化，以“全面入市+差价结算”为核心，结束“保量保价”政策，促进行业从规模驱动转向价值驱动的高质量发展。随着国家电力体制改革的深入推进，以及稳妥推进新能源参与电力市场的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比持续增长。2025年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量66,394亿千瓦时，同比增长

7.4%，占全社会用电量比重为64.0%，同比增长1.3个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为63,522亿千瓦时，同比增长36.50%。随着国家发展改革委、国家能源局出台的《中共中央办公厅、国务院办公厅关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的意见》全面落地实施，我国电力市场化进程将显著加快。新能源参与市场交易规模的不断扩大，将成为拉动全国市场化交易电量总量和占比持续上升的核心动力，但随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，各电源上网电价面临下行压力。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍围绕煤炭、电力、化工三大领域开展。煤炭业务量价齐跌，对整体经营形成明显拖累，致使营业收入及综合毛利率同步回落。非煤板块发展态势向好，化工业务实现规模突破，电力业务表现平稳，助力收入结构进一步优化，一定程度分散了单一业务经营风险。从毛利来看，煤炭业务依旧占据主导地位，电力、化工板块毛利占比虽呈上升趋势，但整体贡献度尚不足。

表2 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	金额	毛利率
煤炭	50.23	64.08%	17.94%	74.49	77.56%	39.85%
电力	13.78	17.58%	16.16%	13.48	14.03%	16.60%
化工	8.52	10.87%	2.55%	3.83	3.99%	3.94%
建安施工	2.82	3.59%	26.68%	2.03	2.12%	-4.92%
机械产品及其他	3.04	3.88%	5.76%	2.21	2.30%	-17.77%
合计	78.39	100%	15.80%	96.04	100.00%	32.88%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

（一）煤炭板块：跟踪期内公司维持了较大的产销规模、较高的区域市场占有率，但核心业务受行业周期性影响大，因市场行情走弱、煤炭价格震荡下行，跟踪期内公司煤炭产销量价齐跌，业务收入和利润规模显著下降

公司煤炭资源储量丰富，截至2025年末，公司控制的各类煤矿共计11个，合计煤炭保有储量11.58亿吨，剩余可采储量7.15亿吨。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。公司下辖靖煤和窑煤两个矿区，2025年公司原煤产量占甘肃省原煤产量的四分之一，是甘肃省煤炭供应和能源保障体系中重要的组成部分，具备较高的区域市场占有率。

表3 截至 2025 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	13,418.51	
红会第一煤矿	白银市平川区共和镇	100%	不粘煤	4,659.43	3,028.52	在产
魏家地煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	23,182.75	13,346.54	

大水头煤矿	白银市平川区宝积镇	100%	不粘煤	6,772.59	3,995.81	
金河煤矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	6,949.76	4,343.14	
三矿	兰州市红古区	100%	不粘煤	3,639.94	1,780.86	
海石湾煤矿	兰州市红古区	100%	弱粘煤	10,464.25	6,807.94	
天祝煤业	甘肃武威市天祝藏族自治县	100%	气煤	2,395.15	1,140.61	
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	5,743.71	
天宝煤业（露天矿）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	7,842.52	4,860.02	
天宝煤业（井工）	酒泉市肃北县	100%	褐煤	19,566.90	13,029.00	在建
合计		-	-	115,753.14	71,494.66	-

注：2025年公司考虑矿井地质状况、煤层赋存及开采条件的变化，对下属部分矿井的剩余可采储量进行了重新核定。
 资料来源：公司提供

公司仍维持较大的产能规模，截至2025年末，公司煤炭年产能2,314万吨（含在建产能），当年天宝煤业红沙梁露天矿（产能300万吨）、景泰白岩子矿（产能90万吨/年）均完成竣工验收并正式投产。

产量方面，2025年公司原煤产量同比下降幅度较大，主要是受事故、下游需求走弱等因素影响，产量下降。

表4 公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2025年		2024年		
	产能	产量	产能	产量	
靖煤矿区	魏家地煤矿	300	311.79	300	328.81
	王家山煤矿	330	248.08	330	248.37
	大水头煤矿	220	220.09	220	241.02
	红会一矿	204	143.27	204	162.82
	景泰煤业白岩子矿	90	48.42	90	20.20
窑煤矿区	金河煤矿	120	79.95	120	131.89
	三矿	180	163.99	180	177.62
	海石湾煤矿	180	193.68	180	197.62
	天祝煤业	90	98.38	90	98.87
	天宝煤业（井工矿、露天矿产能各300万吨）	600	155.26	600	300.17
合计	2,314	1,662.92	2,314	1,907.21	

注：表中2024年景泰煤业白岩子矿、天宝煤业露天矿产量为试生产的产量。
 资料来源：公司提供

截至2025年末，公司煤炭板块主要在建项目为红沙梁矿井及选煤厂项目（天宝煤业井工矿，产能300万吨），已投入25.32亿元。该矿井产出的煤炭热值预计将高于已投产的天宝煤业露天矿，建成后可有效弥补露天矿热值不足的问题，从而提升整体产品竞争力。

表5 截至2025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
红沙梁矿井及选煤厂项目	30.93	25.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销量方面，2025年公司原煤销量为1,589.84万吨，同比下降幅度较大，主要是受事故、下游需求走弱等因素影响，产量下降。2025年公司原煤平均售价继续走低，其中窑煤矿区及靖煤矿区的煤炭售价同比分别下降22.85%、17.09%，导致煤炭业务板块收入及毛利率显著下降。

表6 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2025年	2024年
产量	1,662.92	1,907.21
销量	1,589.84	1,762.16
产销率	95.61%	92.39%
期末库存	358.04	301.08
平均售价-窑煤矿区	397.15	514.76
平均售价-靖煤矿区	356.93	430.48

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，2025年公司前五大客户销售占比为35.17%，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。近年公司原煤制造成本整体较为稳定，其中2025年公司原煤单位制造成本377.43元/吨，同比增长8.92%，系当期停产等因素导致产量下降，单吨分摊的固定折旧及摊销增加所致；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，整体来看采购集中度不高。

（二）电力板块：跟踪期内兰州新区热电联产项目投运，公司煤电装机扩容，在建装机总规模超300万千瓦，煤电联营模式可提升经营抗风险能力，但火电项目建设周期长、资金投入压力大，需关注项目资金缺口与长期盈利表现

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”）负责运营，2025年末兰州新区热电联产项目（装机规模2×350MW）建成并开始试运行，电力板块投运装机规模有所增加。

表7 截至2025年末公司电力板块主要企业及装机情况（单位：万千瓦）

子公司名称	电厂名称	机组类型	装机容量	状态	电厂所在地
窑街煤电	固废热电	火电	10	在产	兰州市红古连海经济开发区
窑街煤电	新区电厂	火电	70	在产	甘肃省兰州新区西岔园区
靖煤能源	白银热电	火电	70	在产	甘肃省白银市银东工业园区

合计	-	-	150
----	---	---	-----

注：固废热电发电量均为自用，未对外销售；表中不含靖远煤业集团白银洁能热电有限责任公司的瓦斯发电装机容量9MW。

资料来源：公司2025年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

跟踪期内子公司白银热电装机容量未发生变化，发电量小幅波动，2025年为32.57亿度，其中外销售电量为30.37亿度。含税上网电价方面，近年亦有所波动，其中2025年为0.3788元/度。公司发电业务收入、毛利率因发电量及上网电价的波动，均存在小幅波动。

表8 白银热电电力业务运行情况（单位：万度、小时、元/度）

项目	2025年	2024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	325,717.02	319,973.20
全年发电小时数	4,653.10	4,571.00
含税上网电价	0.3788	0.3616

资料来源：公司提供

兰州新区热电联产项目（装机规模2×350MW）1号机组于2025年12月5日完成168小时满负荷试运行、正式转入商业运营，2号机组2026年1月7日顺利通过满负荷试运，项目实现双机全部投运。项目发电量全部销售给国网甘肃省电力公司，为市场化定价。该项目的投产有利于增强区域电力保供、新能源调峰能力；同时实现自有煤炭就地消纳，延伸完善煤电协同产业链。

公司在建及拟建多个热电项目，具体包括：（1）甘肃能化庆阳2×660MW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2025年末已投资12.12亿元。该项目两台机组预计2027年投运。（2）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，截至2025年末已投资8.90亿元。

表9 截至2025年末公司电力板块在建项目情况（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
庆阳2×660MW煤电项目	62.02	12.12	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	8.90	-	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
合计	144.86	21.02	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

白银热电和新区电厂采购燃煤大部分来自靖煤能源所属各煤矿，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。但需关注的是，项目投资规模较大、建设周期较长，存在较大的资金支持压力。此外，甘肃省内光伏、风电装机持续扩容挤压火电发电空间，区域火电机组夏季发电小时数承压，机组利用效率存在下行压力。

（三）化工板块：跟踪期内，本期债券募投项目已顺利产出合格尿素产品，待二期产能充分释放后，化工板块业务增量可观，但尿素等化工品价格周期性波动显著，板块仍面临较大产品价格波动风险。此外，收购控股股东旗下煤化工企业相关工作尚在推进，后续收购整合进度与协同成效待持续跟踪

公司化工业务仍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。传统产品方面，2025年刘化化工完成复合肥产量 22.34 万吨，销量 21.51 万吨；浓硝酸产量 8.95 万吨，销量 8.77 万吨；此外，清洁高效气化气综合利用项目一期（能化转债募投项目）投入试生产，当期完成尿素综合产量 50.72 万吨，销量 40.72 万吨，2025年公司化工业务收入增加至8.52亿元，同比增长一倍以上。但当期试生产的一期装置仍处产能爬坡过程中，尚未满产，产能利用率尚待提升。

截至2025年末，清洁高效气化气综合利用项目二期工程尚在建设，已投资10.82亿元。该项目在原料煤方面优先使用靖煤王家山矿精洗煤，项目建成后将消纳公司自产煤炭，有利于发挥产业链协同优势。

表10 截至 2025 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项目二期	合成氨 30 万吨/年、尿素 35 万吨/年	18.87	10.82	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

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 and 稳定的客户，甘肃省内尿素供需存在一定缺口，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。

此外，公司拟收购控股股东下属甘肃能化金昌能源化工开发有限公司（以下简称“金昌化工”）100%股权，扩大煤化工产能规模。公司于2026年4月1日发布公告，拟以发行股份及支付现金的方式，购买控股股东能化集团持有的金昌化工100%股权，金昌化工主要建设并运营低阶煤高效利用制氢及50万吨/年高浓度尿基复合肥项目，项目设计年产能为液氨30万吨、尿素30万吨、高浓度尿基复合肥50万吨、氢气2亿标准立方米，项目已于2025年年中投产。截至报告日，该项收购尚在进行中，后续整合进度与协同成效待持续跟踪。

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、2025年审计报告及未经审计2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司持续举债支撑在建及固定资产投资，产权比率走高，受煤价回落、资产规模扩张影响，相关盈利指标持续走弱，债务负担随重资产项目投入进一步加重；但依托产业链一体化布局深

化，现金流及偿债基本面仍具修复预期

资本实力与资产质量

跟踪期内公司总负债增速高于所有者权益，产权比率持续走高、财务杠杆有所加重；所有者权益中未分配利润占比较高，盈利留存充足，能够一定程度对冲债务规模抬升带来的偿债压力。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，跟踪期内，因清洁高效气化气综合利用（搬迁改造）一期项目、兰州新区热电联产项目完工转固，固定资产大幅增加的同时在建工程规模显著下降。

公司货币资金较充裕，2025年末公司现金类资产达63.90亿元¹。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。

公司资产受限比例不高，2025年末公司受限资产账面价值合计23.37亿元，主要包括无形资产21.48亿元，系子公司窑街煤电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，受限资产规模可控，未对生产、融资形成明显约束。

图7 公司资本结构

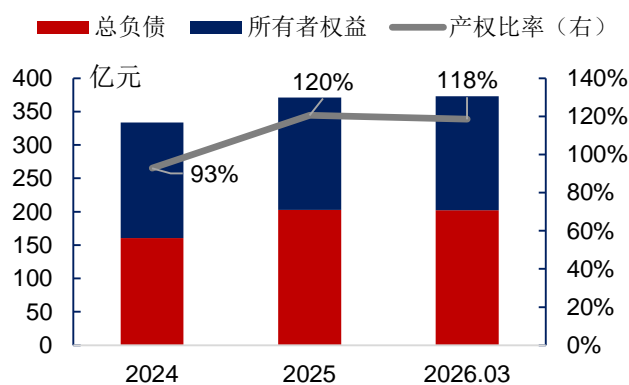
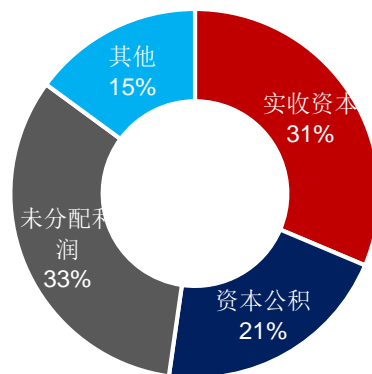


图8 2026年3月末公司所有者权益构成



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

表11 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	49.24	13.20%	52.82	14.24%	48.05	14.40%
应收账款	10.55	2.83%	9.24	2.49%	8.85	2.65%
流动资产合计	88.71	23.79%	90.09	24.29%	96.59	28.95%
固定资产	165.55	44.40%	161.77	43.62%	94.78	28.41%
在建工程	50.05	13.42%	52.04	14.03%	72.81	21.83%
无形资产	51.36	13.77%	51.46	13.87%	52.01	15.59%

¹ 包括货币资金、交易性金融资产、应收票据及应收款项融资、其他流动资产中的定期存款及债权投资中的大额存单。

非流动资产合计	284.17	76.21%	280.80	75.71%	237.02	71.05%
资产总计	372.89	100.00%	370.89	100.00%	333.61	100.00%

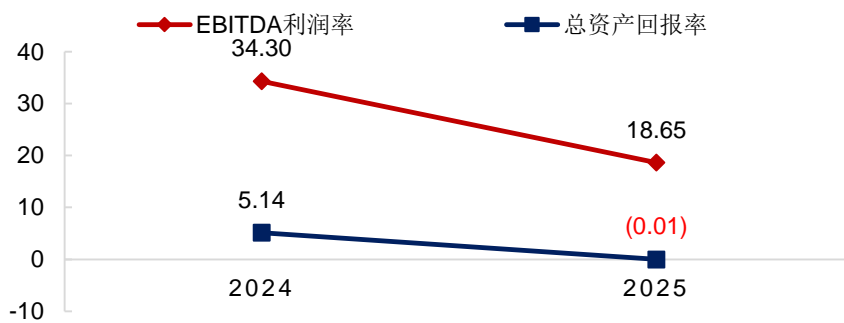
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入主要来自煤炭开采和销售业务，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，跟踪期内煤炭价格持续回落，叠加持续推进煤矿、电力、化工项目投资带来总资产规模逐年扩张，EBITDA 利润率、总资产回报率两项盈利指标同步持续走弱。2026年第一季度，煤炭及化工产品市场价格企稳回升，公司实现营业收入24.95亿元，同比增长27.93%；实现净利润6,355万元，同比增长44.04%。

从盈利趋势来看，一方面2025年公司净利润转亏，因业绩与煤炭周期深度绑定，若后续煤炭价格持续宽幅震荡，煤炭主业盈利修复存在不确定性，短期利润、资产运营效率仍存在承压可能；前期大规模资本开支形成大额固定资产与在建工程，折旧、摊销持续增加，将进一步挤压利润空间。但与此同时，景泰白岩子矿、红沙梁露天矿、兰州新区热电联产项目已完工投产，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试生产阶段，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，公司盈利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9 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

从债务构成来看，公司债务主要由银行借款和应付债券（能化转债及公司债“25甘能01”）构成。跟踪期内因对电力及化工板块重大项目的持续投入，公司整体债务规模进一步扩大。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。需关注的是，能化转债将于2026年12月到期，当前未转股余额为19.46亿元，因公司股价持续低迷，转股进度较慢，面临一定的到期偿付压力。

经营性债务方面，2026年3月末，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较大。

表12 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	3.55	1.76%	2.31	1.14%	0.76	0.47%
应付账款	38.02	18.80%	44.62	22.01%	44.94	27.98%
应付职工薪酬	8.44	4.17%	9.49	4.68%	11.36	7.07%
一年内到期的非流动负债	35.74	17.67%	35.45	17.49%	14.71	9.16%
流动负债合计	97.68	48.31%	104.43	51.52%	79.23	49.33%
长期借款	85.58	42.32%	79.16	39.06%	44.59	27.76%
应付债券	5.06	2.50%	5.04	2.48%	18.59	11.57%
预计负债	3.28	1.62%	3.25	1.60%	5.11	3.18%
非流动负债合计	104.52	51.69%	98.25	48.48%	81.38	50.67%
负债合计	202.21	100.00%	202.68	100.00%	160.61	100.00%
总债务	--	--	124.80	61.57%	77.79	48.43%
其中：短期债务	--	--	40.61	32.54%	14.59	18.76%
长期债务	--	--	84.19	67.46%	63.19	81.24%

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

考虑到公司持续推进大型电力、化工项目建设，未来新增资本开支规模较大，选用自由现金流/净债务作为考察指标，自2024年起公司自由现金流转为负数，对债务的保障持续弱化。从资产负债率来看，公司持续举债投入热电联产、煤化工等重资产在建项目，资本开支需求带动债务扩张，债务负担逐年加重，2026年3月末公司资产负债率攀升至54.23%；根据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，2026年3月末，煤炭开采和洗选业平均资产负债率为61.44%，公司资产负债率水平仍低于行业平均水平，综合来看，公司资产负债率虽持续攀升，但仍处于可控区间。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

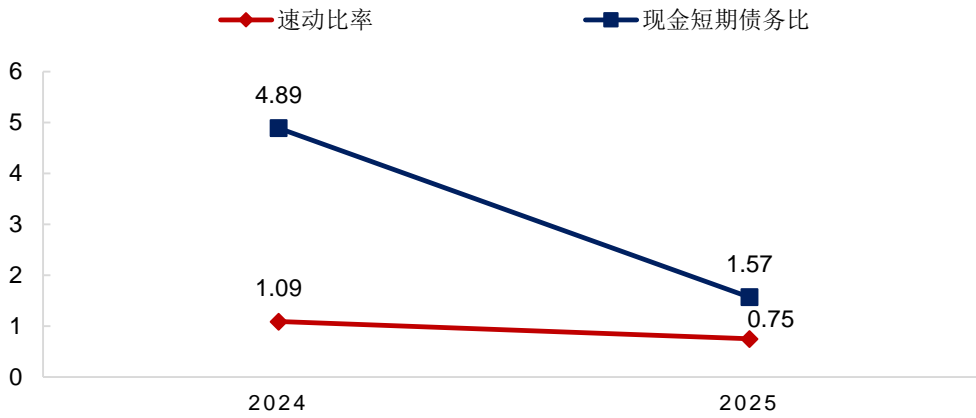
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	1.11	6.95	21.11
FFO（亿元）	--	-1.06	14.23
资产负债率	54.23%	54.65%	48.14%
净债务/EBITDA	--	4.32	0.26
EBITDA 利息保障倍数	--	3.75	11.62
总债务/总资本	--	42.59%	31.02%
FFO/净债务	--	-1.68%	166.16%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.01%	246.51%
自由现金流/净债务	--	-74.21%	-371.15%

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

从流动性比率来看，因能化转债临近到期，短期债务大幅增加，公司速动比率、现金短期债务比两项流动性指标同步持续下行，短期流动性缓冲空间逐步收窄；备用流动性方面，公司作为上市公司融资

渠道较为畅通，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10 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

公司煤炭板块存在固有安全生产管控压力，2025年累计发生两起安全事故，安全管理体系仍存在短板，后续需持续跟踪其安全治理改善成效

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。2025年，公司发生两次安全事故，百万吨死亡率上升至0.48：2025年4月，公司下属窑街煤电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。事故发生后，上述矿井均停产整顿，此后王家山矿一号井于2025年7月复产，金河煤矿于2025年8月复产。2025年12月，国家矿山安全监察局公布事故调查结果，认定两起事故均存在安全措施执行不到位、上级公司监督管理缺位等问题，事故责任人被给予党纪政务处分、行政罚款等处罚。上述事故暴露出公司在安全生产管理方面存在短板，仍需持续跟踪其安全治理整改落地成效。

表14 公司安全投入情况（单位：万元）

项目	2025 年	2024 年
安全费用投入	75,199.57	80,957.30
百万吨死亡率	0.48	0.00

注：表中安全费用投入采用审计报告中“专项储备-当期计提安全生产费”数据。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

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（2026年4月10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，从2022年1月1日至查询日（2026年6月21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：

（1）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。2025年8月27日，甘肃省白银市白银区人民法院作出一审判决，驳回原告铜城热力的诉讼请求，案件受理费62.8万元由铜城热力承担。铜城热力不服判决，于2025年9月10日向白银市中级人民法院提起上诉，目前二审尚未开庭。

（2）2023年10月21日，子公司刘化化工通过公开招标程序与中国化学工程第四建设有限公司（以下简称“中化四建”）签订《靖远煤电清洁高效气气综合利用（搬迁改造）项目一期工程净化合成单元安装工程施工合同》，合同总金额为8,018万元，合同价格形式为固定总价+部分固定单价。此后，由于双方未能就合同外工程款项进行核对确认，以及对大型机械进出场及使用费存在分歧，刘化化工未支付合同外工程款项。中化四建向法院提起诉讼，要求刘化化工及靖煤能源支付其剩余工程款及利息合计52,077,057.08元，并申请诉讼财产保全，2025年11月24日，甘肃省白银市白银区人民法院根据规定查封、冻结刘化化工名下银行账户存款及靖煤能源名下银行账户存款。由于案件尚未开庭审理，刘化化工为了保持正常生产经营，向人民法院提供反担保并申请解除保全。人民法院据此登记手续查封刘化化工名下部分房产，并解除对刘化化工账户的冻结。2026年3月19日，刘化化工收到甘肃省白银市白银区人民法院《民事判决书》，判定中化四建的诉讼请求依据不足，理由不成立，法院依法不予支持。依照《中华人民共和国民法典》相关规定，判决驳回中国化学工程第四建设有限公司的全部诉讼请求。案件受理费、保全费，由中化四建负担。

七、外部特殊支持分析

公司是控股股东能化集团下属核心子公司，能化集团直接持有公司 50.16% 股权。中证鹏元认为公司对控股股东的重要性为极其重要，在公司面临债务困难时，控股股东提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

(1) 公司所从事的煤炭开采、热电联产及煤化工等能源类业务，是控股股东战略规划的核心业务之一。公司作为集团旗下核心上市平台，承载着集团煤炭资源整合、煤电一体化布局与能源产业转型升级的重要职能，是集团落实区域能源保障、拓展化工产业链的主要实施主体，在集团整体产业架构中处于核心枢纽地位。

(2) 公司在资产、收入、利润和现金流方面对控股股东的贡献较大。依托完备的煤炭产供销体系与稳定的经营规模，公司资产体量、经营收入长期在集团合并报表中占据较高比重，持续为集团贡献稳定利润与经营现金流，是集团整体经营业绩的重要支撑。

(3) 公司违约会对控股股东的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。公司与集团信用联动性强，公司已在公开市场发行债券，若公司发生违约，将直接损害集团市场声誉与信用形象，引发金融机构及资本市场信心下滑，进而收紧集团融资渠道、推高整体融资成本。

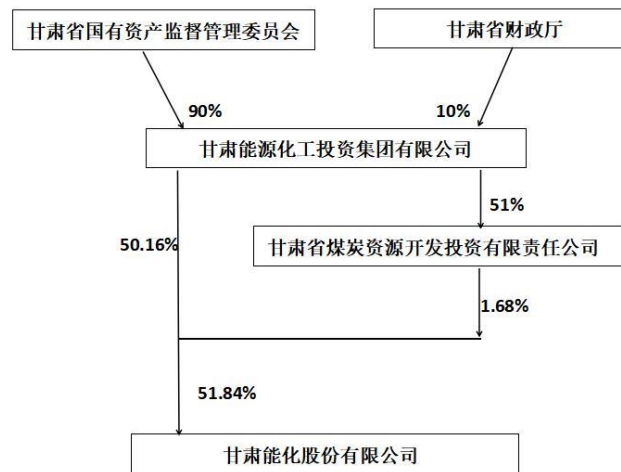
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	49.24	52.82	48.05	82.08
流动资产合计	88.71	90.09	96.59	115.01
固定资产	165.55	161.77	94.78	84.16
在建工程	50.05	52.04	72.81	43.97
无形资产	51.36	51.46	52.01	51.21
非流动资产合计	284.17	280.80	237.02	193.32
资产总计	372.89	370.89	333.61	308.33
短期借款	3.55	2.31	0.76	4.07
应付账款	38.02	44.62	44.94	38.12
一年内到期的非流动负债	35.74	35.45	14.71	5.66
流动负债合计	97.68	104.43	79.23	71.17
长期借款	85.58	79.16	44.59	31.18
应付债券	5.06	5.04	18.59	18.05
长期应付款	4.59	4.59	6.15	6.62
非流动负债合计	104.52	98.25	81.38	72.73
负债合计	202.21	202.68	160.61	143.89
总债务	--	124.80	77.79	59.06
其中：短期债务	--	40.61	14.59	9.75
长期债务	--	84.19	63.19	49.31
所有者权益	170.68	168.21	173.00	164.44
营业收入	24.95	78.39	96.04	112.59
营业利润	0.85	-2.44	14.29	21.51
净利润	0.64	-2.17	12.15	17.43
经营活动产生的现金流量净额	1.11	6.95	21.11	18.50
投资活动产生的现金流量净额	-10.91	-36.14	-65.23	-26.29
筹资活动产生的现金流量净额	6.58	32.73	10.19	14.54
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	14.62	32.94	39.76
FFO（亿元）	--	-1.06	14.23	18.66
净债务（亿元）	--	63.12	8.56	-32.44
销售毛利率	17.88%	15.80%	32.88%	35.89%
EBITDA 利润率	--	18.65%	34.30%	35.31%
总资产回报率	--	-0.01%	5.14%	8.02%
资产负债率	54.23%	54.65%	48.14%	46.67%
净债务/EBITDA	--	4.32	0.26	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	3.75	11.62	13.13
总债务/总资本	--	42.59%	31.02%	26.42%

FFO/净债务	--	-1.68%	166.16%	-57.52%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.01%	246.51%	-57.01%
速动比率	0.77	0.75	1.09	1.51
现金短期债务比	--	1.57	4.89	9.64

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 2025 年末）



资料来源：公司 2025 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+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