CREDIT RATING REPORT

报告名称

晋能控股山西电力股份有限公司
2026年度主动评级报告

目录

评定等级及主要观点

评级对象

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

外部支持

评级结论

联系电话：+86-10-67413300　客服电话：+ 86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555　Email: dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市西城区三里河二区甲 18 号　公司网站：www.dagongcredit.com

评定等级

信用等级： AA+pi
评级展望： 稳定
评级日期： 2026 年 11 月 18 日
报告编号： DGZX-RP【2026】1118091

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2026.6	2025	2024	2023
总资产	548.64	547.17	585.59	605.14
所有者权益	101.87	101.96	107.55	108.08
总有息债务	396.15	392.32	407.41	408.10
营业收入	72.38	154.63	166.70	196.16
净利润	0.86	1.21	-1.55	-6.72
经营性净现金流	10.05	20.82	-9.79	-15.74
毛利率	13.76	12.41	9.79	7.34
总资产报酬率	1.44	2.86	2.54	1.97
资产负债率	81.43	81.37	81.63	82.14
债务资本比率	79.55	79.37	79.12	79.06
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	3.05	2.60	2.20
经营性净现金流/总负债	2.25	4.51	-2.01	-3.09

注：根据公开资料获取 2023～2025 年及 2026 年 1～6 月财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023～2025 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2026 年 1～6 月财务报表未经审计。

评级小组负责人： 崔爱巧
评级小组成员： 左宜卿
电话： 010-67413300
传真： 010-67413555
客服： 4008-84-4008
Email： dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

晋能控股山西电力股份有限公司（以下简称“晋控电力”或“公司”）主要从事电力生产和销售业务。本次评级结果表明，公司电力业务已形成较大规模，竞争优势明显，发电设备利用率较高，作为晋能控股煤业集团有限公司（以下简称“晋控煤业”）下属唯一电力业务上市平台，能够在煤炭供应保障和担保等方面获得支持；但同时，公司主要在建机组规模较大，后续投资压力较大，盈利结构稳定性不足，整体债务负担较重。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 截至 2025 年末，公司电力业务已形成较大规模，竞争优势明显，项目储备丰富；
- 2023～2025 年，公司发电设备利用率较高，成本压力持续减轻；
- 公司作为晋控煤业下属唯一电力业务上市平台，能够在煤炭供应保障和担保等方面获得支持。

主要风险/挑战：

- 公司主要在建机组规模较大，后续投资压力较大；
- 公司盈利对投资收益等非经营性损益存在一定依赖，盈利结构稳定性不足，后续需关注盈利可持续性；
- 2023～2025 年末，公司资产负债率维持在较高水平，整体债务负担较重。

展望

预计未来，公司经营状况将保持稳定。综合考虑，大公国际对未来 1～2 年晋控电力的评级展望为稳定。

评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法与模型为《电力企业信用评级方法与模型》，版本号为 PFM-DL-2024-V.5.1，该方法与模型已在大公国际官网公开披露。本次评级模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
要素一：财富创造能力	**5.93**
（一）市场竞争力	6.23
（二）运营能力	5.14
（三）可持续发展能力	1.00
要素二：偿债来源与负债平衡	**3.92**
（一）偿债来源	4.76
（二）债务与资本结构	3.95
（三）保障能力分析	3.76
（四）现金流量分析	1.85
调整项	**无**
基础信用等级	**aa_{pi}**
外部支持	**1**
模型结果	**$AA+_{pi}$**

外部支持说明：公司作为晋控煤业下属唯一电力业务上市平台，能够在煤炭供应保障和担保等方面获得支持。

注：大公国际对上述每个指标都设置了 1～7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）出具的主动评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本次评级为主动评级。

二、经公开信息核查，评级对象或其发行人与大公国际不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公国际评级人员与评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公国际及评级项目组履行了勤勉尽责义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料均为已经正式对外公布的信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由信息公布方负责。大公国际对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公国际的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公国际对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公国际基于评级对象正式对外公布的信息作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公国际对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、主动评级信用等级和报告的有效期原则上为一年。主动评级有效期届满则自然终止。

八、本报告版权属于大公国际所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

九、未经大公国际书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

在本报告所载信用等级有效期内，大公国际根据实际需要，在对公开资料可获性、及时性、有效性进行评估基础上，可对主动评级项目进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果，出现无法收集到相关资料导致评级作业不能开展的情形，大公国际可终止或撤销评级。

评级对象

（一）主体概况

公司前身为山西漳泽电厂筹建处，隶属于山西省电力工业局，1993 年 2 月改制为山西漳泽电力股份有限公司，初始注册资本为 13.55 亿元。1997 年 6 月，公司在深圳证券交易所上市，股票代码为 000767.SZ。2003 年，公司原第一大股东山西省电力公司[1]将所持股份无偿划转给中国电力投资集团公司（后更名为国家电力投资集团有限公司，以下简称“国电投”），国电投成为公司第一大股东。2012 年，晋控煤业[2]通过重大资产重组成为公司控股股东，公司实际控制人由国务院国有资产监督管理委员会变更为山西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。2016 年，公司非公开定向增发 A 股股票后，注册资本变更为 30.77 亿元。2020 年 12 月，公司更名为晋能控股山西电力股份有限公司。截至 2026 年 6 月末，公司注册资本 30.77 亿元。截至 2026 年 9 月末，公司控股股东为晋控煤业，持股比例 29.43%，实际控制人为山西省国资委。

截至 2025 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 60 家。

（二）公司治理结构

公司根据相关法律、行政法规、规章和规范性文件制定公司章程。公司设股东会，由全体股东组成，是公司权力机构；设董事会，由 7 名董事组成，董事由股东会选举或更换，其中独立董事 4 名、职工代表董事 1 名，设董事长、副董事长各 1 人。公司不设监事会，在董事会中设置审计委员会，行使监事会职权，成员共 3 名。公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。

偿债环境

（一）宏观环境

2026 年前三季度，我国经济顶住复杂外部环境与国内结构性压力，延续稳中有进、向新向优的运行态势，三季度经济边际企稳、全年经济增长目标有望顺利实现。

2026 年前三季度，国民经济整体运行在合理区间，“稳、韧、新、优”特征延续，新质生产力持续赋能经济高质量发展。一是经济总量稳步攀升。前三季度 GDP 累计同比增长 4.6%，三季度增速较二季度回升，经济动能亦有所增强。二是消费市场分层复苏、提质升级。社会消费品零售总额温和增长，服务零售额增速显著高于商品零售，通讯器材、烟酒、粮油食品等品类表现较好，餐饮收入受假期消费提振回升，但汽车、家具、建筑装潢等大额耐用品和地产消费仍偏弱。三是投资结构持续优化、累计增速年内首次止跌。固定资产投资累计降幅与 1-8 月持平，9 月环比由负转正，制造业投资单月降幅大幅收窄，电子设备、铁路、船舶、航空航天等中游高技术链和出口链投资保持较快增长，高技术产业投资和设备购置投资增速亮眼，有效对冲整体投资波动压力；基建投资单月降幅延续收窄，新型政策性金融工具、专项债、地方结存限额等资金加速落地，四季度实物工作量有改善基础。四是外贸展现超强韧性。在全球贸易放缓、地缘冲突反复扰动的背景下，三季度出口增速进一步上扬，机电产品出口占比持续提升，集成电路、工业机器人等新质生产力产品主导出口结构升级，高端装备、绿色低碳产品成为拉动出口增长的核心动力。五是物价水平温和回升。名义 GDP 增速高于一二季度，GDP 平减指数连续两个季度为正，PPI 同比升至阶段高位，但涨价主要集中在上

[1] 系原国家电力公司全资省级子公司。2002 年《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发〔2002〕5 号）印发，将国家电力公司拆分为五大发电集团和两大电网企业。山西省电力公司随之撤销，其发电资产（含所持公司股权）于 2003 年无偿划转给国电投，电网资产划归国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）。

[2] 曾用名为大同煤矿集团有限责任公司，于 2020 年 11 月更为现名。

游和出口链，PPI 与 CPI 剪刀差走阔，成本向终端传导不畅，物价回升高度依赖外部输入而非内需全面复苏。

展望四季度，经济运行仍面临内外压力。从外部看，地缘冲突带来的输入性价格扰动持续，油价处于高位、回落节奏不确定，叠加全球贸易增速放缓与海外货币政策收紧，出口拉动效应面临一定压力。从国内看，财政靠前发力后增量空间收窄，房地产调整压力尚未完全消解，开发投资降幅扩大、销售降幅走阔，现房销售制度拉长回款周期，房企拿地和新开工意愿受压制；部分传统行业产能出清压力较大，工业产能利用率偏低，汽车行业尤为突出；居民消费倾向偏弱，收入向消费支出转化仍不充分。从政策应对看，宏观政策将延续积极有为基调，协同施策。财政政策聚焦提质增效，加快新型政策性金融工具、专项债、地方结存限额落地投放，抓实“六张网”、重大工程、设备更新、民生补短板项目建设，持续扩大有效投资、夯实内需底盘；9 月以来 8000 亿元新型政策性金融工具启动投放、9 月新增专项债发行放量、10 月启用 5500 亿元地方债结存限额，PSL 利率下调并将“六张网”纳入支持领域，四季度基建及制造业投资有望延续温和修复。货币政策维持适度宽松基调，保持市场流动性充裕，依托各类结构性工具精准赋能科技创新、小微企业、绿色发展等重点领域，促进新动能成长提速，夯实经济增长核心根基。综合来看，在政策协同、动能升级、外贸韧性加持下，四季度经济有望延续企稳态势，预计全年增长 4.6%左右，呈现“前高中低后稳”走势。

（二）行业环境

2023 年以来，我国电力供需总体平衡，电力装机规模延续增长趋势和绿色低碳发展趋势。

2023 年以来，全国电力供需总体平衡。2023～2025 年，全国全社会用电量持续增长，其中 2025 年达 10.37 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，呈继续增长趋势，供需维持总体平衡态势；全口径煤电发电量同比下降 1.9%，增容减量效果逐步显现，煤电发电量占总发电量比重为 51.1%，全口径风、光、生物质新增发电量占全社会新增用电量的 97.1%，已成为新增用电量的主体；全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时 3,119 小时，同比降低。同期，发电装机容量持续增长，总量增速有限，全国发电装机呈现“总量增长，结构优化”特征，截至 2025 年末，全国全口径发电装机容量 38.9 亿千瓦，同比增长 16.1%，其中风电和太阳能发电全年合计新增装机 4.4 亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重超过八成，延续绿色低碳发展趋势[3]。

2025 年，动力煤全年均价同比下跌，助力火电企业盈利改善，但仍需关注清洁能源替代、煤炭价格波动等因素对火电企业带来的经营压力。

燃煤电价市场化改革继续推进，2023 年 11 月，国家发展改革委、国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价，其中电量电价通过市场化方式形成，容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，确保煤电行业持续健康运行，有利于火电调峰作用的凸显，该机制于 2024 年 1 月 1 日起执行。未来随着市场化交易电量规模的扩大及多元化的市场化交易机制的推行，具有成本优势的发电企业更具有相对优势，同时需要关注清洁能源逐步参与市场化交易等对电价带来的影响。价格方面，2023 年煤炭价格整体呈下行趋势，存在阶段性波动；2024 年国内煤炭市场整体震荡下行；2025 年，动力煤市场受供需失衡及高库存影响，全年价格先降后升，均价同比下跌，助力火电企业盈利改善，但受季节性需求等因素影响，煤炭价格存在阶段性波动，煤电企业面临煤炭价格波动带来的经营压力。2026 年上半年，煤炭市场整体呈现“量缩价涨”态势，不同煤种价格走势分化明显。

[3] 本报告中行业环境数据均来源于中国电力企业联合会统计与数据中心。

其中动力煤一季度价格稳步上行，5 月受山西煤矿事故影响，产地安监全面收紧，供给快速收缩，叠加南方高温提前推升日耗，价格快速拉涨，6 月中下旬，随着港口库存回升、火电日耗偏弱，价格出现高位回调；炼焦煤受煤矿事故影响，市场供需格局扭转，炼焦煤指数涨幅较高；无烟煤市场上半年“先稳后升、大幅冲高、分化运行”，整体偏强但上涨弹性不及动力煤和炼焦煤。同时，未来随清洁能源投产，电源结构绿色趋势持续及“双碳”措施及国家能耗双控等进一步推进，火电运营仍面临一定经营转型升级压力，仍需关注清洁能源替代、煤炭价格波动等因素对火电企业带来的经营压力。

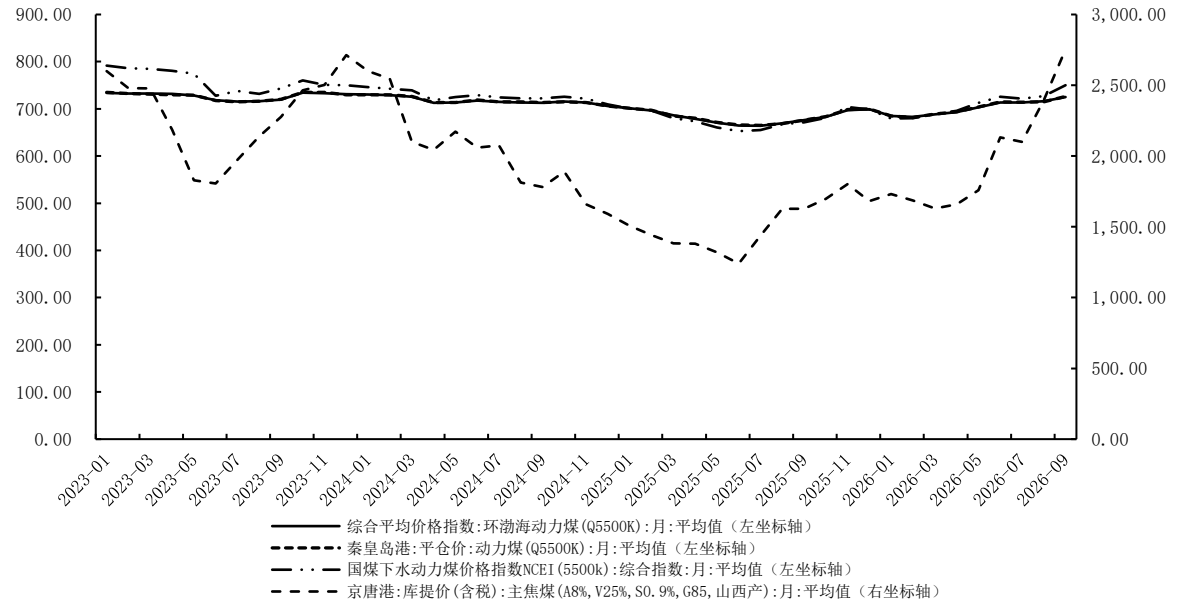


图 1　2023 年以来我国煤炭价格情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind，大公国际整理

风电及光伏发电等新能源在“碳达峰”、“碳中和”的背景下，面临良好的政策环境，但需继续关注消纳、平价上网及市场化交易推进等带来的影响。

随着“碳达峰”、“碳中和”推进，我国电力系统将朝着清洁能源方向快速发展，可再生能源为能源建设重点，相关政策的陆续出台，为其发展提供良好外部环境。2025 年 2 月，国家发展改革委和国家能源局联合发布了《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》，要求新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成；为确保改革的平稳过渡和市场化推进，对存量和增量项目采取了分类施策的措施，对于存量项目沿用原有保障性收购政策，电价按脱硫煤基准价执行，保障收益平稳过渡，对于增量项目，需通过竞价获取机制电量，未入围部分按市场均价结算。同年，国家发展改革委和国家能源局联合发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，提出新增负荷可配套建设新能源项目，省级能源主管部门应加强对绿电直连项目的统筹规划，确保绿电直连模式有序发展。2025 年 11 月，国家发展改革委和国家能源局联合发布《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》，提出完善新能源消纳举措，优化系统调控，促进新能源在大规模开发的同时实现高质量消纳，要求到 2030 年，协同高效的多层次新能源消纳调控体系基本建立，持续保障新能源顺利接网、多元利用、高效运行，新增用电量需求主要由新增新能源发电满足。截至 2025 年末风电装机容量 6.40 亿千瓦，同比增长 22.9%，太阳能发电装机容量 12.02

亿千瓦，同比增长 35.4%，装机规模继续高速增长。综合来看，随着“碳达峰”、“碳中和”推进，我国电力系统将朝着清洁能源方向快速发展，相关政策的陆续出台，为风电及光伏发电等新能源发展提供良好外部环境，但需关注风光等新能源装机的快速增长带来的消纳压力和平价上网及市场化交易进一步推进带来的盈利压力。

财富创造能力

公司主要从事电力生产和销售业务，2023～2025 年，营业收入持续下降；截至 2025 年末，公司电力业务已形成较大规模，竞争优势明显，项目储备丰富；2023～2025 年，公司发电设备利用率较高，成本压力持续减轻；公司主要在建机组规模较大，后续投资压力较大；较大规模的关联交易对公司经营独立性可能产生一定影响。

公司是晋控煤业下属唯一电力业务上市平台，主要从事电力生产和销售业务，以火力发电为主，同时涵盖风电、光伏等新能源及水电。公司主营业务板块包括电力、燃煤、热力、检修服务和其他等。2023～2025 年，公司扣除内部抵销后的营业收入分别为 196.16 亿元、166.70 亿元和 154.63 亿元，持续下降，主要系发售电量同比下降导致电力业务收入持续下滑，煤炭价格及煤炭采销量下降导致燃煤业务收入持续下滑；毛利率分别为 7.34%、9.79%和 12.41%，持续提升，主要系燃煤价格下行，电力业务毛利率持续提升所致。内部抵销包括公司燃煤板块内部销售收入抵销等。2026 年 1～6 月，公司营业收入为 72.38 亿元，同比小幅下降；毛利率 13.76%，同比小幅上升。

根据内部抵销前营业收入分析，主营业务板块中，2023～2025 年，电力板块是公司第一大收入来源，营业收入分别为 154.69 亿元、140.15 亿元和 130.70 亿元，持续下降，毛利率分别为 11.94%、14.46%和 18.41%，持续上升；燃煤板块营业收入分别为 93.06 亿元、70.03 亿元和 57.02 亿元，持续下降，毛利率分别为 0.58%、1.05%和 1.16%，持续提升但仍较小，对利润贡献有限；热力板块营业收入分别为 10.14 亿元、10.26 亿元和 10.53 亿元，持续上升，毛利率分别为-80.47%、-66.10%和-67.02%，持续为负，主要系居民采暖终端热价受政府管制，成本倒挂所致。同期，公司检修服务板块营业收入分别为 4.92 亿元、3.92 亿元和 2.61 亿元，持续下降，毛利率分别为 8.54%、10.49%和 1.41%，有所波动；主营业务中其他收入分别为 3.81 亿元、1.58 亿元和 1.50 亿元，持续下降，毛利率分别为 6.49%、9.09%和-12.94%，有所波动。2023～2025 年，公司其他业务板块营业收入分别为 14.65 亿元、3.65 亿元和 3.05 亿元，持续下降，毛利率分别为 11.68%、27.33%和 42.46%，持续上升。

电力业务主要由公司本部经营，截至 2025 年末已形成较大规模，竞争优势明显，项目储备丰富。装机方面，2023～2025 年末，公司总装机规模分别为 1,092.79 万千瓦、1,094.38 万千瓦和 1,106.38 万千瓦，其中火电装机均为 880.00 万千瓦，占比较高，为公司最主要的发电资产；新能源装机分别为 199.99 万千瓦、201.58 万千瓦和 213.58 万千瓦，规模逐年增长，其中 2025 年同比提升，主要系潞城 10 万千瓦光伏项目并网所致；水电装机均为 12.80 万千瓦。公司控股燃煤电厂全部位于山西境内，靠近山西省内及陕西、河南等煤矿产区，燃料供应保障程度较好，风电场主要集中在新疆地区，光伏电站分布较广。

2023～2025 年，公司上网电量分别为 413.96 亿千瓦时、398.97 亿千瓦时和 350.61 亿千瓦时，持续下降，其中 2025 年同比有所下降，主要系山西省新能源装机容量增加，新能源发电量提升，挤压火电发电空间，火电利用小时数下降所致。公司电力销售主要通过电网上网售电和大客户直供两

种方式，分别依据山西省发展和改革委员会（以下简称“山西省发改委”）相关文件[4]定价。2023～2025 年，公司平均上网电价（不含税）分别为 0.37 元/千瓦时、0.35 元/千瓦时和 0.37 元/千瓦时，有所波动。结算方面，公司售电客户主要为国网山西省电力有限公司，结算周期一般为一个月，当月电量次月结算。

经营效率方面，2023～2025 年，公司发电设备利用小时数分别为 4,116.36 小时、3,969.70 小时和 3,469.11 小时，均高于同期全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时数[5]，发电设备利用率较高；综合供电煤耗分别为 313.58 克/千瓦时、314.04 克/千瓦时和 310.17 克/千瓦时，有所波动。

采购方面，公司燃煤主要由晋控煤业保障供应，2023～2025 年，入厂标煤单价（不含税）分别为 770.00 元/吨、642.53 元/吨和 614.09 元/吨，成本压力持续减轻。补贴方面，公司风电、光伏项目均纳入可再生能源发电补贴范围，随补贴退坡及新能源平价上网推进，后续项目收益可能受一定影响。

公司燃煤业务的主要经营模式为统一从晋控煤业进行燃煤采购后，配售给下属电力公司，在有结余或是煤炭价格大幅波动的情况下进行少量对外煤炭贸易。2023～2025 年，公司燃煤总采购量分别为 2,776.00 万吨、2,581.00 万吨和 2,218.73 万吨，其中向晋控煤业采购量分别为 2,225.00 万吨、2,077.22 万吨和 1,889.15 万吨，整体占比较高。

公司热力为煤电机组发电的联产品，收入来源于“热电联产”。该板块主要向所在地区居民及重点工业企业集中供热，属于民生公用事业，居民采暖终端热价由地方政府定价，调价门槛高、周期极长，综合供热单位成本普遍大幅高于居民采暖收费标准。

其余业务板块中，公司检修服务板块主要由晋控电力山西工程有限公司负责经营，主要业务包括电力设备调试、检修及维护等；其他业务主要为技术研究服务业务和其他项目的委托运行费、材料销售收入等。

在建项目方面，截至 2025 年末，公司主要在建项目预算合计 406.82 亿元，集中于大容量高参数火电机组及新能源项目，部分项目尚处于工程早期阶段。整体来看，公司主要在建机组规模较大，投产后将提升公司发电能力及业务竞争力，但后续投资压力较大。

关联交易方面，2023～2025 年公司关联采购金额分别为 103.42 亿元、88.60 亿元和 67.84 亿元，关联销售金额分别为 28.64 亿元、25.18 亿元和 10.75 亿元，规模均持续下降。公司关联交易多属于日常生产经营范畴且持续发生，对公司的主营业务发展和经营成果具有一定保障作用，但较大规模的关联交易对公司经营独立性可能产生一定影响。

[4] 电网上网模式定价依据为山西省发改委文件《山西省发展和改革委员会关于合理调整电价结构有关事项的通知》（晋发改商品发〔2017〕641 号），根据各电厂所含脱硫、脱硝、除尘和超低排放机组设备的不同，上网电价有所区别；大客户直供电定价主要依据为山西省发改委文件《山西省发展和改革委员会关于降低我省一般工商业用电价格及有关事项的通知》（晋发改商品发〔2018〕612 号）。

[5] 2023～2025 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时数分别为 3,592 小时、3,442 小时和 3,119 小时。

偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利能力

2023～2024 年，公司营业利润、利润总额和净利润均连续亏损，2025 年均扭亏为盈；公司盈利对投资收益等非经营性损益存在一定依赖，盈利结构稳定性不足，后续需关注盈利可持续性。

2023～2025 年，公司期间费用分别为 18.54 亿元、18.59 亿元和 16.93 亿元，规模有所波动，其中财务费用分别为 16.32 亿元、14.89 亿元和 12.93 亿元，规模持续下降；期间费用率分别为 9.45%、11.15%和 10.95%，有所波动。

2023～2025 年，公司投资收益分别为 1.04 亿元、2.18 亿元和 2.71 亿元，持续增长，以权益法核算的长期股权投资收益为主，主要来自华润电力（唐山曹妃甸）有限公司和中铝新材料等联营企业，是公司利润的重要组成部分；其他收益分别为 0.65 亿元、0.45 亿元和 0.44 亿元，持续下降，主要由政府补助等构成。同期，公司信用减值损失[6]分别为-0.45 亿元、-0.24 亿元和 0.18 亿元，其中 2025 年同比转为净收益，主要系前期已计提坏账的应收账款当期收回所致；资产减值损失[7]分别为-0.01 亿元、-0.10 亿元和-0.14 亿元，损失规模持续增长，其中 2024 年同比大幅增长，主要系当期计提长期股权投资减值损失及商誉减值损失规模较大所致，2025 年资产减值损失全部为在建工程减值损失。

2023～2024 年，公司营业利润、利润总额和净利润均亏损，但 2024 年亏损规模均同比有所收窄，2025 年主要利润指标均扭亏为盈。2023～2025 年，公司净利润分别为-6.72 亿元、-1.55 亿元和 1.21 亿元，其中 2025 年同比转正，主要系电价提升叠加燃料成本下降所致。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率均持续上升，其中总资产报酬率分别为 1.97%、2.54%和 2.86%；净资产收益率分别为-6.22%、-1.44%和 1.18%，2025 年同比转正。由于火电主业盈利波动明显，公司盈利对投资收益等非经营性损益具有一定依赖，盈利结构稳定性不足，后续需关注盈利可持续性。

2026 年 1～6 月，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 2.15 亿元、2.03 亿元和 0.86 亿元；投资收益为 1.62 亿元，公司利润仍依赖投资收益。

2、资产可变现性

2023～2025 年末，公司总资产规模持续下降，资产结构以非流动资产为主。

2023～2025 年末，公司总资产分别为 605.14 亿元、585.59 亿元和 547.17 亿元，规模持续下降，资产结构以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。2023～2025 年末，公司货币资金分别为 69.48 亿元、36.97 亿元和 42.60 亿元，有所波动，其中 2024 年末同比大幅下降，主要系银行存款减少所致，2025 年末同比有所增长，主要系公司采购付现减少叠加筹资获得现金积累所致。同期末，公司应收账款分别为 84.55 亿元、90.25 亿元和 82.93 亿元，有所波动，主要为对客户的应收销售款，账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，前五大欠款方主要为国家电网下属区域子公司及晋控煤业下属电力公司，合计占比 67.30%，集中度较高；预付款项分别为 8.77 亿元、9.14 亿元和 8.37 亿元，有所波动；存货分别为 14.16 亿元、17.67 亿元和 17.24 亿元，有所波动。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产和在建工程等。2023～2025 年末，公司长期

[6] 以“-”表示损失。
[7] 以“-”表示损失。

股权投资分别为 26.53 亿元、29.73 亿元和 36.53 亿元，持续增长，其中 2025 年末同比有所增长，主要系公司转让晋北能源同赢热电（山西）有限公司（以下简称“晋能热电”）[8]51%股权，剩余 49%股权按权益法核算重分类计入长期股权投资所致；固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备等构成，分别为 338.23 亿元、320.32 亿元和 306.64 亿元，规模持续下降，截至 2025 年末，公司固定资产累计折旧金额为 298.58 亿元；在建工程分别为 21.49 亿元、40.97 亿元和 20.15 亿元，波动较大，其中 2024 年末同比大幅增长，主要系当期公司对在建项目投入规模较大所致，2025 年末同比大幅下降，主要系晋能热电出表所致。

截至 2026 年 6 月末，公司总资产规模为 548.64 亿元，较 2025 年末小幅上升，其中货币资金和在建工程均较 2025 年末有所上升，其他主要资产科目均较 2025 年末变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年末，公司受限资产账面价值合计 71.55 亿元，主要为受限货币资金和受限固定资产，占总资产和净资产的比重分别为 13.08%和 70.18%。截至 2026 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 59.56 亿元。

（二）债务及资本结构

2023～2025 年末，公司资产负债率维持在较高水平，整体债务负担较重；截至 2026 年 6 月末，公司期末现金及现金等价物余额无法有效覆盖短期有息债务；公司累计亏损规模较大，未来利润分配能力受限。

2023～2025 年末，公司总负债规模分别为 497.06 亿元、478.05 亿元和 445.22 亿元，负债结构以非流动负债为主；资产负债率分别为 82.14%、81.63%和 81.37%，维持在较高水平，公司整体债务负担较重。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债等。2023～2025 年末，公司短期借款分别为 41.63 亿元、30.29 亿元和 35.24 亿元，有所波动，其中 2024 年末同比有所下降，主要系公司优化债务结构所致，2025 年末同比有所增长，主要是因为公司通过增加短期借款压降利息成本；应付票据分别为 16.93 亿元、14.15 亿元和 6.00 亿元，持续下降，全部为银行承兑汇票；应付账款分别为 75.67 亿元、58.02 亿元和 43.16 亿元，主要为材料款及服务费和工程款等，规模持续下降；一年内到期的非流动负债分别为 93.64 亿元、73.80 亿元和 88.21 亿元，有所波动，主要系一年内到期的长期借款规模波动所致。

公司非流动负债主要包括长期借款和长期应付款等。2023～2025 年末，公司长期借款分别为 218.92 亿元、255.61 亿元和 232.02 亿元，规模有所波动；长期应付款主要为融资租赁款，分别为 35.45 亿元、32.40 亿元和 29.83 亿元，持续下降。

截至 2026 年 6 月末，公司总负债规模为 446.78 亿元，较 2025 年末小幅上升，其中短期借款较 2025 年末有所下降，长期应付款较 2025 年末有所增加，其他主要负债科目均较 2025 年末变化不大。

2023～2025 年末，公司总有息债务分别为 408.10 亿元、407.41 亿元和 392.32 亿元，规模持续下降。截至 2026 年 6 月末，公司总有息债务为 396.15 亿元，其中短期有息债务 113.83 亿元，期末现金及现金等价物余额为 49.74 亿元，无法有效覆盖短期有息债务。

公司所有者权益以股本、其他权益工具和资本公积等为主。2023～2025 年末，公司所有者权益分别为 108.08 亿元、107.55 亿元和 101.96 亿元，持续下降，其中股本始终为 30.77 亿元；其他权益工具分别为 48.37 亿元、53.75 亿元和 49.74 亿元，有所波动，主要为可续期中期票据和可续期

[8] 曾用名：晋控电力山西同赢热电有限责任公司。

公司债；资本公积分别为 40.65 亿元、40.63 亿元和 40.82 亿元，小幅波动。同期末，公司未分配利润分别为-13.02 亿元、-15.76 亿元和-16.25 亿元，始终为负且亏损规模持续扩大。截至 2026 年 6 月末，公司所有者权益为 101.87 亿元，较 2025 年末小幅下降，其中未分配利润为-16.15 亿元。公司累计亏损规模较大，未来利润分配能力受限。

截至 2026 年 6 月末，公司对外担保余额为 27.20 亿元，担保比率为 26.70%，均为关联方项下的反担保安排。截至 2025 年末，公司存在未决诉讼、仲裁案件共 4 起，涉案金额合计 5.62 亿元，均未形成预计负债。其中，金额较大的为中车山东风电有限公司与晋控电力山西新能源有限公司建设工程合同纠纷案，涉案金额 4.11 亿元，目前已在太原仲裁委员会开庭审理，尚未判决；其余 3 起涉案金额分别为 0.23 亿元、0.94 亿元和 0.34 亿元，均未审结。整体来看，公司存在一定或有风险。

（三）现金流

2023～2025 年，公司经营性净现金流持续改善，投资性净现金流净流出规模逐年扩大，筹资性净现金流始终为净流入且波动幅度较大。

2023～2025 年，公司经营性净现金流分别为-15.74 亿元、-9.79 亿元和 20.82 亿元，持续改善，其中 2023～2024 年为净流出，主要系受煤价高位、市场电价波动影响所致，2025 年由净流出转为净流入，主要系煤炭采购成本持续下降叠加电价上升所致；投资性净现金流分别为-16.23 亿元、-23.03 亿元和-26.39 亿元，受在建项目持续投入影响，净流出规模逐年扩大；筹资性现金流分别为 26.17 亿元、4.69 亿元和 12.34 亿元，始终为净流入且波动幅度较大，主要系融资规模变动所致。

2026 年 1～6 月，公司经营性现金流净流入规模同比有所提高；投资性现金流净流出规模同比大幅下降，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅减少所致；筹资性现金流净流入规模同比大幅下降，主要系取得借款收到的现金同比减少所致。

外部支持

公司作为晋控煤业下属唯一电力业务上市平台，能够在煤炭供应保障和担保等方面获得支持。

公司作为晋控煤业下属唯一电力业务上市平台，也是晋能控股集团有限公司（以下简称“晋控集团”）旗下电力业务开展主体。在晋控集团协调下，公司能够在煤炭供应保障和担保等方面获得晋控煤业支持。

煤炭供应保障方面，2023～2025 年，公司采购自晋控煤业的煤炭量占比分别为 80.15%、80.48%和 85.15%，持续上升。

担保方面，2023～2025 年末，晋控煤业为公司提供的担保合计金额分别为 35.38 亿元、27.38 亿元和 15.00 亿元。

政府补助方面，2023～2025 年，公司获得计入其他收益的与日常活动相关的政府补助金额分别为 0.65 亿元、0.44 亿元[9]和 0.44 亿元[10]。

评级结论

综合分析，大公国际评定晋控电力信用等级为 $AA+_{pi}$，评级展望为稳定。

[9] 44,251,649.81 元。
[10] 43,644,562.71 元。

附件 1 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率（%）	（1－营业成本/营业收入）×100%
EBIT	利润总额＋计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT＋折旧＋摊销
EBITDA 利润率（%）	EBITDA/营业收入×100%
总资产报酬率（%）	EBIT/年末资产总额×100%
净资产收益率（%）	净利润/年末净资产×100%
现金回笼率（%）	销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率（%）	负债总额/资产总额×100%
债务资本比率（%）	总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
总有息债务	短期有息债务＋长期有息债务
短期有息债务	短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）+其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）+其他长期有息债务
担保比率（%）	担保余额/所有者权益×100%
经营性净现金流/流动负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
经营性净现金流/总负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%
存货周转天数[11]	360/（营业成本/年初末平均存货）
应收账款周转天数[12]	360/(营业收入/年初末平均应收账款）
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金比率（%）	（货币资金＋交易性金融资产）/流动负债×100%
扣非净利润	净利润-公允价值变动收益-投资收益-汇兑收益-资产处置收益-其他收益-（营业外收入-营业外支出）
可变现资产	总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数（倍）	EBIT/（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
EBITDA 利息保障倍数（倍）	EBITDA/（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	经营性现金流量净额/（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[11] 半年度取 180 天。

[12] 半年度取 180 天。

附件 2 信用等级符号和定义

一般主体主动评级信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		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_{pi}		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

注：除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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。