

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0024号

兖矿能源集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“20兖煤03”、“21兖煤02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持上述债券的信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任签字

程青峰

二〇二六年五月二十二日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评级有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。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一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚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，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，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。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，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。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评级有限公司

2026年5月22日



兖矿能源集团股份有限公司

主体及相关债项2026年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2026/5/22	AAA/稳定	侯艳华	刘星住

侯艳华

刘星住

债项信用			评级模型				
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
20兖煤03	AAA	AAA	企业规模	营业总收入	10.00	7.72	
21兖煤02	AAA	AAA		原煤产量	10.00	9.67	
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”			市场地位	资源储备	10.00	8.62	
				煤种煤质与赋存条件	5.00	4.00	
				产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00	
			盈利能力	智慧矿山建设与研发投入	5.00	5.00	
				毛利率	10.00	7.66	
债务负担和保障程度	净资产收益率	10.00	8.22				
	资产负债率	8.75	7.40				
	经营现金流流动负债比	8.75	7.08				
					EBITDA 利息保障倍数	8.75	8.18
					全部债务/EBITDA	8.75	5.81
					调整因素	财务弹性+1	
					个体信用状况	aaa	
					外部支持	-	
					评级模型结果	AAA	

主体概况

兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“兖矿能源”或“公司”）仍主要从事煤炭、煤化工及电力等业务，兼营煤炭铁路运输、热力及大宗商品贸易等业务，控股股东仍为山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”），实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

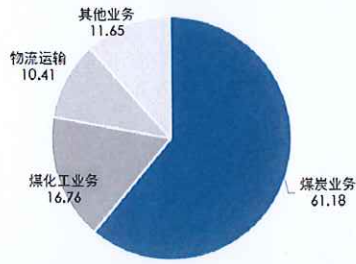
跟踪期内，公司在国内外煤炭可采储量增加至 95.16 亿吨，煤炭产量超 1.8 亿吨，竞争实力仍极强，拥有国家企业技术中心、院士工作站，生产效率和水平仍处于行业前列，跟踪期内公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，煤化工工业业务毛利率有所提升；公司下属兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所及香港联交所上市，公司持有其未质押股权市值 190.24 亿元，变现能力较强，同时公司未使用授信充足，财务弹性较好；但另一方面，受煤炭价格下跌影响，公司营业收入和毛利润同比下降，全部债务规模仍较大。

外部支持方面，作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，公司在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持。

综合分析，东方金诚维持兖矿能源主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持上述债项的信用等级为 AAA。

主要指标及依据

2025年营业收入构成（单位：%）



近年公司债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额 (亿元)	3544.64	4119.03	4529.44	4689.97
所有者权益 (亿元)	1184.83	1496.21	1710.97	1777.44
全部债务 (亿元)	1198.69	1460.41	1621.02	1722.70
营业总收入 (亿元)	1500.68	1566.72	1449.33	345.89
利润总额 (亿元)	370.13	288.27	184.25	57.26
经营性净现金流 (亿元)	161.59	258.52	194.85	61.82
营业利润率 (%)	36.36	31.17	24.44	20.95
资产负债率 (%)	66.57	63.68	62.23	62.10
流动比率 (%)	78.21	75.92	84.27	92.99
全部债务/EBITDA (倍)	2.12	2.88	4.07	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.75	10.73	9.53	-

注：数据来源于公司2024年和2025年的审计报告及2026年1~3月未经审计的合并财务报表，其中2023年财务数据按照2024年审计报告年初数据进行追溯调整，2024年财务数据按照2025年审计报告年初数据进行追溯调整。

优势

- 公司是国内重要的煤炭生产企业，跟踪期合并西北矿业，煤炭可采储量增加至95.16亿吨，煤炭产量超1.8亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争力极强；
- 公司拥有国家企业技术中心、院士工作站、国家CNAS认可实验室等高层次研发平台，掌握先进的深部矿井开采、智能化综采等核心技术，跟踪期内，盘古矿山大模型落地应用超200个场景，生产效率和水平处于行业前列；
- 公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，掌握低温费托合成和高温费托合成技术，跟踪期内陕蒙基地化工项目全面达产达效，生产煤制油100万吨，煤化工业务毛利率有所提升；
- 公司下属兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所及香港联交所上市，2025年末公司持有的未质押股权市值190.24亿元，变现能力较强，同时公司未使用授信充足，财务弹性较好；
- 控股股东山东能源集团是山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及各方支持。

关注

- 跟踪期内，受煤炭价格下跌影响，公司营业收入和毛利润同比下降；
- 公司资产构成以非流动资产为主，资产受限比例高，全部债务规模仍较大，存在一定偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。作为国内重要的煤炭生产企业，公司煤炭资源储量不断提升，随着公司在建煤矿的投产，预计未来公司仍将保持极强的市场竞争力。

评级方法及模型

《煤炭企业信用评级方法及模型 (RTFC002202504) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	相关债项 2025 年跟踪评级	AAA	2025/5/27	侯艳华、刘星住	《煤炭企业信用评级方法及模型 (RTFC002202504) 》	阅读原文
AAA/稳定	相关债项 2022 年跟踪评级	AAA	2022/5/24	何阳、苑小雨	《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型》 (RTFC002202103)	阅读原文

注：自 2019 年 10 月 25 日（首次评级）以来，兖矿能源主体信用等级未发生变化，均为 AAA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 兖煤 03	2025/5/27	20.00	2020/3/12~2030/3/12	无	无
21 兖煤 02	2025/5/27	10.00	2021/5/31~2026/5/31	无	无

跟踪评级原因

根据相关监管要求及兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“兖矿能源”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评级有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司仍主要从事煤炭、煤化工业务，控股股东为山东能源集团，实际控制人为山东省国资委

兖矿能源主要从事煤炭业务，兼营煤化工及其他业务，控股股东为山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”），实际控制人仍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”）。

公司成立于1997年9月，于1998年分别在上海、香港、纽约三地成功上市，近年公司通过并购实现了在境内的山东、山西、陕西、内蒙古等省（区）以及境外的澳大利亚等地拥有多家煤田，2023年公司收购山东能源集团鲁西矿业有限公司（“鲁西矿业”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”），获取内蒙古霍林河矿区一号井田探矿权，合计新增煤炭资源量266亿吨，煤炭资源分布于山东、陕蒙、新疆、澳洲。公司煤化工业务主要产品为甲醇、醋酸、己内酰胺等。2020年末，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）直接和间接持有公司56.01%股权，为公司控股股东，山东省国资委直接和间接持有兖矿集团90%股权，为公司实际控制人。2021年10月，经公司董事会及临时股东大会审议批准，公司中文名称由“兖州煤业股份有限公司”变更为“兖矿能源集团股份有限公司”，公司证券简称由“兖州煤业”变更为“兖矿能源”，证券代码保持不变。2020年，公司原控股股东兖矿集团与原山东能源集团有限公司合并，2021年3月31日，原山东能源集团完成注销手续，兖矿集团在2021年3月31日完成公司信息登记变更手续，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”。截至2025年末，公司控股股东为山东能源集团，持股比例为52.84%，实际控制人仍为山东省国资委。同期末，公司煤炭原地资源量达到503.89亿吨（JORC标准），可采储量合计为95.16亿吨（JORC标准）。

截至2025年末，公司（合并）资产总额4529.44亿元，所有者权益1710.97亿元，资产负债率62.23%。2025年及2026年1~3月，公司分别实现营业总收入1449.33亿元和345.89亿元，分别实现利润总额184.25亿元和57.26亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“20兖煤03”募集资金已按规定使用，8亿元用于偿还有息负债、剩余部分用于补充营运资金；“21兖煤02”募集资金已按规定使用，4亿元用于偿还有息负债，剩余部分用于补充流动资金。

截至本报告出具日，“20兖煤03”和“21兖煤02”均已正常付息。

宏观经济和政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善

2026年一季度GDP同比增长5.0%，增速较上季度回升0.5个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增带动下，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长14.7%，显著高于去年四季度的3.8%。这是一季度工业生产同比增长6.1%，增速比上季度加快1.1个百分点的主要原因。另外，一季度在基建投资快速增长带动下，固定资产投资同比增长1.7%，扭转了去年四季度较大幅度负增长的态势，也对一季度GDP增速加快起到了一定推动作用。最后，在反内卷及外部输入性通胀综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的GDP平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长12.5%，比去年全年增速加快3.1个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

值得注意的是，一季度在出口大幅提速的同时，宏观经济呈现一定程度的“外强内弱”特征，国内投资、消费增速仍然偏低。背后是房地产市场继续处于调整状态，有效需求不足的局面有待进一步破解。展望二季度，GDP增速有望达到4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能下行。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立8000亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。总体上看，在房地产市场处于调整状态下，宏观政策会延续支持性取向。

行业分析

煤炭行业

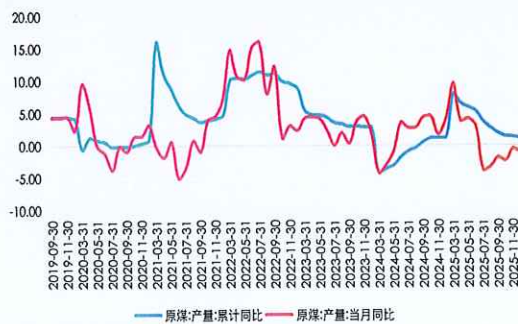
2025年，受益于山西原煤产量恢复增长，以及部分煤企以量补价策略等影响，上半年国内煤炭产量较快增长，下半年受超产核查（反内卷）、环保限产等影响，煤炭产量同比下降，预计2026年超产核查常态化，合规达产稳供应，煤炭进口小幅下降，供给总量维持高位

“十三五”时期，在煤炭行业供给侧改革推动下，我国累计关闭退出煤矿5500处，退出煤炭落后产能10亿吨以上，同时释放优质产能3亿吨左右。“十四五”以来，我国新增煤炭产能6亿吨/年。2025年，山西煤炭产量恢复增长，部分煤企通过以量补价策略增产和低基数效应，

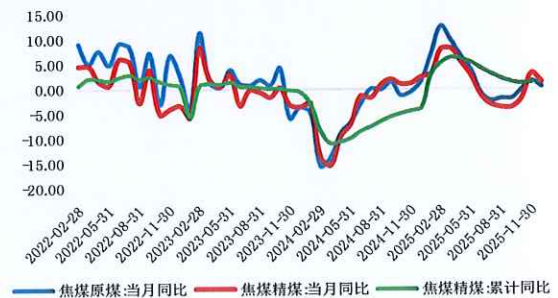
全国煤炭产量上半年增长 5.4%。2025 年 7 月，国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，对山西、内蒙古、陕西、新疆等 8 省煤矿进行超产核查。受超产核查（反内卷）、环保限产等政策影响，下半年煤炭产量同比下降，全年原煤产量 48.32 亿吨，同比增长 1.2%，全国煤炭行业产能利用率 69.76%，同比下降 3.04 个百分点。

2025 年，焦煤主产区山西恢复增产，配煤技术优化推动气煤增产，全国炼焦原煤产量 13.11 亿吨，同比增长 2.72%，炼焦精煤产量 4.80 亿吨，同比增长 1.37%。2026 年 2 月，新版《煤矿安全规程》正式施行，约束冲击地压矿井产能释放，提高瓦斯突出矿井建设要求，行业安监形势仍将趋严，制约产能释放。预计 2026 年，保供阶段预核增尚未转正产能面临清退风险，全国煤炭产能将有所下降，超产核查常态化、安监环保将持续制约煤炭产量，全国煤炭产量低速增长，焦煤产量同比持平或微增。根据中煤协数据，2025 年末，全国已建成智能化煤矿 900 余处，智能工作面 1800 余个，智能开采产能占比超过 50%；国家矿山安监局等部门预计到 2026 年全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，智能化工作面数量占比不低于 30%，我国煤炭开采进入智能高效发展新阶段。

图表 1：近年我国原煤产量增速（单位：%）



图表 2：我国炼焦原煤及精煤产量增速（单位：%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

近年我国煤炭供给结构持续向主产区集中，2025 年煤炭主产区晋蒙陕新四省（区）原煤产量合计 39.48 亿吨，占全国原煤产量的 81.72%，区域集中度稳中略升。从主产区各省（区）煤炭产量来看，2025 年山西、陕西和新疆煤炭产量分别为 13.05 亿吨、8.05 亿吨和 5.53 亿吨，同比分别增长 2.82%、3.15%和 2.24%。但受超产核查（反内卷）、环保限产等影响，内蒙古原煤产量同比下降 0.81%。2025 年，我国煤炭进口量 4.90 亿吨，同比下降 9.60%，主要是因为国内煤炭市场宽松，煤价下跌，进口煤由于开采成本、海运费等支持，价格相对刚性，进口煤价差优势减弱，同时长协履约压力下，国内大型电力企业优先采购长协煤。2025 年，我国从蒙古国和加拿大的煤炭进口量同比分别增长 5.9%和 20.53%，俄罗斯、澳大利亚和印度尼西亚的进口量同比分别下降 8.73%、6.94%和 29.63%。2026 年，澳大利亚产能收缩、矿权税压力致其产量下降，且澳煤运输时间长，运费较高，削弱其竞争力；印尼强化煤炭国内市场义务（DMO）政策，收紧煤炭 RKAB，将 2026 年煤炭生产配额减少至 6 亿吨（低于 2025 年 7.9 亿吨），且计划对煤炭出口征收 1%-5%关税，预计印尼煤进口量将继续下降。蒙古国完善口岸基础设施，提升通关效率，计划 2026 年对华煤炭出口提升至 1 亿吨。

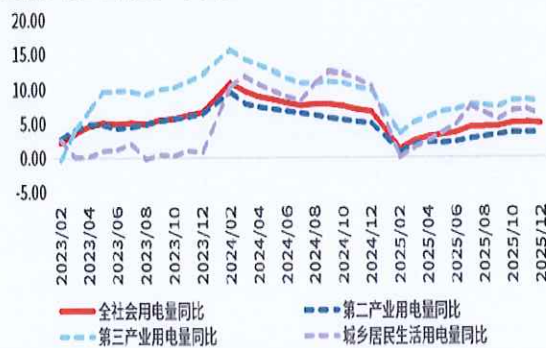
预计 2026 年，保供阶段预核增尚未转正产能面临清退风险，全国煤炭产能将有所下降，超产核查常态化、安监环保将持续制约煤炭产量，全国煤炭产量低速增长，焦煤产量同比持平或

微增。随着国内煤价反弹，进口煤价格优势再现，进口量降幅收窄，煤炭进口总量维持在4.5亿吨以上。

2025年，高端制造业成为用电新引擎，新能源对火电替代持续推进，2026年，工业用电向新向优，数字经济快速发展，现代服务业升级，新场景、新业态用电增速突出，调峰保供需求支撑电煤消费韧性，煤炭仍是国家能源安全的“压舱石”

2025年，我国产业结构持续向高端、绿色、智能化升级，全社会用电量同比增长5.0%。尽管用电量整体增长，但新旧动能用电显著分化，新兴产业用电高增长，传统产业用电放缓，第二产业用电量同比增长3.7%。第三产业用电量受益于数字经济与新兴技术快速发展，充电桩、5G基站等新型基础设施建设提速，用电增速下半年持续高于7%。2025年，我国电力供给加快转型，新能源发电加速替代，挤压火电同比下降1.0%；风电光伏装机容量首次超过火电。

图表3：全社会用电量增速以及二三产业和居民用电量增速（单位：%）



图表4：基建投资和房地产开发投资同比增速（单位：%）



资料来源：iFinD，东方金诚整理

受暖冬用电需求偏弱、新能源挤压、四大高耗能行业用电需求疲软，2025年六大发电集团日耗煤不及预期。国内用电增速与煤耗逐步脱钩，用电需求来自高端制造与现代服务业等低能耗领域；钢铁、建材等高耗能行业节能减排，单位产值能耗减少。预计2026年，工业用电向新向优，汽车制造、电气设备、仪器仪表用电呈现高增速，数字经济快速发展，数据中心、算力基础设施用电持续扩张，现代服务业升级，新场景、新业态用电增速突出。136号文抢装潮后，新能源装机增速放缓，煤电机组“三改联动”深入推进，新核准煤电新机组迎来投产高峰期，峰值负荷与瞬时调节引导火电装机容量稳步增加，而新能源优先消纳，火电发电利用小时数与燃料消耗增速低于装机，火电增容减量导致电煤消费承压，但调峰保供需求支撑电煤消费韧性，煤炭仍是国家能源安全的“压舱石”。

从焦煤终端需求来看，2025年，受益于一系列房地产支持组合拳政策等实施影响，房地产销售面积同比增速从2024年末的-12.9%收窄到-8.7%，新开工面积同比增速从-23.00%收窄到-20.40%；但房地产开发投资同比降幅仍从-10.60%持续扩大至-17.20%。2025年，基建投资前高后低，地方政府土地出让收入减少，化债压力大，传统大基建投资下降，基建投资自7月以来增速持续放缓，新基建投资保持较高增速。预计2026年，地产去库磨底，控增量、优供给，新开工与投资降幅收窄，对焦煤需求的拖累减弱；“十五五”开局之年，中央继续实施积极财政政策，保持必要财政赤字，优化“两新”和“两重”政策实施，推动投资止跌回稳，支撑焦煤需求；制造业用钢需求增长，弥补建筑用钢缺口，粗钢与生铁产量小幅下降，双焦需求整体

维持高位；焦炭行业供给优化，淘汰落后产能，释放先进产能，焦炉煤气制氢、焦炉煤气制甲醇等煤化工焦炭需求增加，高端制造业升级，造船、航空航天、能源电力等领域大型铸件需求扩大带动铸造焦消费增加，非钢用焦贡献增量，带动焦炭、焦煤需求增长。

中长期来看，在“2030年碳排放达峰”“2060年碳中和”远景目标下，国家将强化节能减排、大气环境治理，新能源和可再生能源对煤炭消费的替代作用增强，预计中长期煤炭消费量将“稳中有降”，但在电力安全保供、系统调峰需求下，煤电仍将承担国内电力供应的“稳定器”和“压舱石”的基础保障作用。

2025年，煤炭价格先抑后扬，受新能源挤压火电需求等影响，上半年煤炭价格波动下降，下半年，煤价受煤矿超产核查等影响触底反弹，预计2026年供给强约束，电煤止跌企稳，化工煤维持高增，非钢用焦需求增加，煤价中枢上移

自2017年以来，国家发改委推动煤炭企业与用煤企业实行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的价格机制，实行煤炭市场化价格与长协价格双轨并行，长协价格成为煤炭市场稳健发展的基石。2025年11月，国家发改委发布《关于做好2026年电煤保供中长期合同签订和履约监管工作的通知》（以下简称“2026年电煤中长期合同履约通知”）提出，2025年以产地价格计算的电煤中长期合同应符合国家以及地方人民政府和有关部门明确的本地区价格合理区间要求，建立价格月度调整机制。以港口价格计算的电煤中长期合同应按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，交易价格不超过明确的合理区间。浮动价采用中国电力企业联合会电煤价格指数CECI沿海指数、国煤下水动力煤价格指数、环渤海动力煤价格指数（BSPI）、（CCTD）秦皇岛动力煤综合交易价格指数综合确定。“基准价+浮动价”由全国煤炭交易中心根据价格机制按月测算和发布。

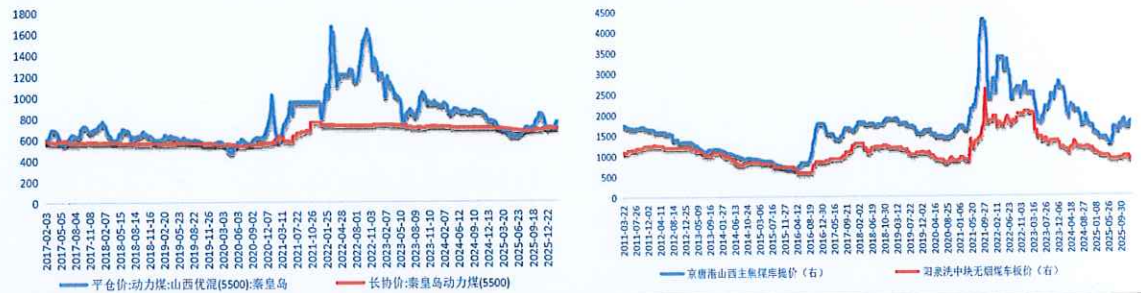
按照2026年电煤中长期合同履约通知，各省（区、市）和有关中央发电企业应结合新能源替代等因素合理确定合同签订量，原则上不应低于签约需求的80%，与2025年保持一致，签约上限由“鼓励100%签约”改为“鼓励多签、签实”，但最低要求量纳入国家签约监管范围，相比2024年政策，2025年电煤中长期合同履约通知放宽了签约上限，但将最低要求纳入监管。对于煤炭企业，2026年电煤中长期合同履约通知要求长协煤合同月度履约率不低于80%，季度和全年原则上不低于90%。

2025年，煤炭价格先抑后扬，受新能源挤压火电需求，四大高耗能行业用电需求疲软等影响，港口与电厂煤炭库存较高，部分煤矿顶仓停产，上半年秦皇岛港山西产5500大卡优混动力煤市场价下降至615元/吨，降幅19.61%。2025年7月以来，受煤矿超产核查、产量下降、进口煤减少等影响，煤价触底反弹。2025年末，秦皇岛山西产5500大卡优混动力煤现货价较上年末下降11.40%，降幅较6月末收窄。2025年，焦煤价格先降后升，上半年受地产投资增速为负，生铁产量下降，焦煤产量增加等影响，京唐港山西产主焦煤库提价降至1250元/吨，降幅18.3%。下半年，超产核查限制国内产量，供需改善，焦煤价格触底回升，京唐港山西产主焦煤库提价回升至1700元/吨，同比增长11%。

预计2026年，国内超产整治常态化，动力煤产量维持低增速，产量中枢月均2.6亿吨，进口煤总量降幅收窄，维持月均2700万吨以上；全社会用电量保持增长，136号文后新能源装机增速放缓，调峰保供需求支撑电煤需求止跌企稳，煤化工耗煤维持高增速，冶金建材行业耗煤维持低位；在供给强约束与需求弱复苏影响下，动力煤库存逐步去化，沿海六大电厂库存整体

仍位于历年中位水平。动力煤调峰保供托底需求，能源“压舱石”地位不变，需求韧性较强；国内超产核查，供给强约束，进口煤降幅收窄，总量维持高位；供需格局改善，库存适中，预计动力煤价中枢上移。地产去库磨底，投资与新开工降幅收窄，对焦煤需求仍有拖累；“十五五”开局之年，两重（重大工程、重点领域）提前批投资力度高于上年，基建投资止跌回稳支撑焦煤需求；钢铁减产政策博弈持续，钢铁用焦需求缺乏弹性；煤化工与高端装备铸造焦需求增加，焦煤需求改善。

图表 5：国内主要煤炭品种现货价格走势情况（单位：元/吨）



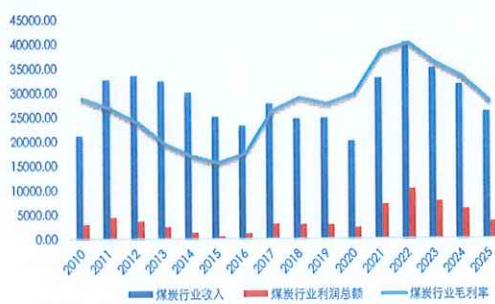
资料来源：iFinD，东方金诚整理

近年我国煤炭供给体系持续优化，大型煤矿成为煤炭生产主体，晋蒙陕新等主产区优质产能将继续释放，煤炭行业重组整合不断推进，区域集中度和行业集中度进一步提升

受益于煤炭价格回落影响，2025年，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 26088.60 亿元，同比下降 17.45%；全国规模以上煤炭企业实现利润总额 3520.00 亿元，同比下降 41.78%。

近年我国煤炭供给体系持续优化，供给弹性较强，大型现代化煤矿成为煤炭供应主体，同时煤炭生产进一步向资源禀赋好、市场竞争力强的晋蒙陕疆地区集中，中东部煤矿赋存条件差、煤质差、资源濒临枯竭的煤矿基本退出，全国煤炭生产主要集中在 14 个大型煤炭生产基地。2025 年，全国 120 万吨/年以上大型煤矿产能占全国的 85%，生产煤矿平均单井规模提升至 170 万吨/年，煤炭开发规模化集约化程度显著提升。行业原煤超 5000 万吨的企业产量占全国原煤产量的比例达到 56%，大型企业行业引领作用进一步增强。山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、河南、宁夏、安徽 8 省（区）的原煤产量均超亿吨，产量合计约占全国产量的 91.31%。近年，煤炭企业整合持续推进。

图表 6：规模以上煤企和行业前十大上市公司盈利情况（单位：亿元、%、亿吨、万吨）



企业名称	股票代码	2024年		2025年1-9月					
		可采储量	产量	营业收入	利润总额	净利润	毛利率	收入同比	净利润同比
中国神华	601088.SH	150.90	32710.00	2131.51	590.63	469.22	36.04	-16.05	-12.76
陕西煤业	601225.SH	102.46	17048.46	1180.83	245.12	199.32	28.19	-5.84	-24.42
兖矿能源	600188.SH	60.05	14249.30	1049.57	137.82	111.42	29.74	-1.57	-32.84
中煤能源	601898.SH	138.21	13757.00	1105.84	189.08	152.03	25.95	-21.24	-20.06
潞安环能	601699.SH	9.90	5757.00	211.00	19.03	12.17	34.10	-20.82	-64.65
山西焦煤	000983.SZ	65.57	4722.00	271.75	27.41	19.30	30.58	-17.88	-45.93
淮北矿业	600985.SH	20.29	2055.30	319.25	11.20	7.96	17.20	-43.78	-79.91
苏能股份	600925.SH	8.92	1655.77	87.60	6.42	3.60	24.40	-15.95	-75.00
华阳股份	600348.SH	29.53	3837.00	169.56	19.64	14.29	33.35	-8.85	-31.46
晋煤股份	601666.SH	16.53	2753.00	148.16	4.42	2.95	19.01	-36.46	-86.62
合计		602.36	98544.83	6,675.07	1,250.76	992.26	27.86	-16.06	-25.10

数据来源：iFinD，东方金诚整理

2025 年 12 月，中国神华拟发行 A 股股份及支付现金购买控股股东国家能源集团及其全资子公司西部能源持有的煤炭、坑口煤电、煤化工等领域的相关资产，以优化全产业链布局，推

进清洁生产、优化产能匹配、提升盈利能力，并购完成后，中国神华煤炭保有资源量将提升至684.9亿吨，增长64.72%；煤炭可采储量将提升至345亿吨，增长97.71%，煤炭产量将提升至5.12亿吨，增长56.57%。2025年9月，河南省委、省政府决定对中国平煤神马控股集团有限公司和河南能源集团有限公司实施战略重组，2026年1月，河南省国资委以其持有的河南能源集团100%股权按照经评估的公允价值对平煤神马集团增资，增资完成后，河南能源集团将成为平煤神马集团的全资子公司。2025年8月，贵州省国资委批复同意《关于贵州能源集团吸收合并乌江能源集团有关事宜的批复》，吸收合并完成后，贵州省能源集团吸收合并乌江能源集团的全部资产，并承继乌江能源集团的全部债权债务和持有其他公司的股权，贵州能源集团继续存续，乌江能源集团解散并注销。预计未来，煤炭行业重组整合不断推进，区域集中度和行业集中度进一步提升。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来源于煤炭业务，受煤炭价格下跌影响，公司营业收入、毛利润和毛利率均同比下降

公司主要从事煤炭和煤化工业务，2025年受煤炭价格影响，公司煤炭业务收入同比下降17.23%，毛利率同比降低8.60个百分点；公司煤化工产品生产灵活，可根据市场情况调整部分产品结构，2025年煤化工业务收入同比下降5.84%，毛利润增加5.15个百分点；受益于收购物泊科技，2025年物流运输收入同比大幅增加。公司其他业务收入主要来自非煤贸易，2025年公司营业收入经同比追溯调整后收入下降7.49%，毛利润同比下降24.48%。

图表 7：公司营业收入、毛利润及 2025 年收入构成情况（单位：亿元、%）¹



数据来源：公司提供，东方金诚整理

¹ 图表中 2024 年为追溯调整前数据，因此相关数据和附件三数据不一致。

² 2023 年和 2024 年物流运输收入计入其他业务收入，2025 年单独列示。

煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭业务境内经营主体仍主要为公司本部、山西和顺天池能源有限责任公司（以下简称“天池能源”）³、兖煤菏泽能化有限公司（以下简称“菏泽能化”）、陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能源”）、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂尔多斯公司”）、内蒙古昊盛煤业有限公司（以下简称“昊盛煤业”）、内蒙古矿业（集团）有限公司（以下简称“内蒙古矿业”）、鲁西矿业和新疆能化负责运营，同时新增山东能源集团西北矿业（以下简称“西北矿业”）；境外仍主要由兖煤澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。

图表 8：2025 年公司煤炭业务产量情况（单位：千吨、%）

公司简称	2024 年	2025 年	同比变化
公司本部	22796	20434	-10.36
菏泽能化	1913	4172	118.05
鲁西矿业	12251	12922	5.48
西北矿业	1199	1281	6.83
天池能源	29129	33813	16.08
未来能源	17812	18002	1.07
鄂尔多斯公司	11230	11309	0.70
昊盛煤业	6227	8002	28.51
内蒙古矿业	6653	8067	21.24
新疆能化	20117	20379	1.30
兖煤澳洲	36937	38565	4.41
兖煤国际	5357	5452	1.77
合计	171622	182398	6.28

数据来源：公司提供，东方金城整理

公司是国内大型煤炭生产企业，跟踪期内合并西北矿业带来煤炭业务规模将进一步扩大；子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，公司煤炭产量超 1.8 亿吨，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争实力极强

公司为山东能源集团煤炭业务的重要上市经营主体，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，截至 2025 年末煤炭原地资源量达到 503.89 亿吨（JORC 标准），可采储量合计为 95.16 亿吨（JORC 标准），原地资源量和可采储量均较上年有所增长，主要系收购兖矿能源（霍林郭勒）有限公司和山东能源集团西北矿业有限公司（以下简称“西北矿业”）所致，储量规模位居行业前列，2025 年煤炭产量超 1.8 亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商。

截至 2025 年末，公司拥有国家企业技术中心、院士工作站、国家 CNAS 认可实验室、博士后科研工作站、博士后创新基地等高层次研发平台，掌握先进的深部矿井开采、智能化综采等核心技术，生产效率和水平处于行业前列，“深部煤炭数智化高效开采成套技术与工程应用”项目荣获国家科技进步二等奖；研制应用世界首套 8.2 米超大采高综采装备；承担的科技部重大攻关项目“4000 吨级煤气化示范装置”达到国际领先，建成国内首套百万吨级煤间接

³ 兖州煤业山西能化有限公司将所持天池能源股权无偿划转至兖矿能源，天池能源继续管理运营天池煤矿。

液化示范装置，科技研发实力强劲。跟踪期内，公司创新推广“密实充填新型前进式综合机械化开采方法”列入新版《煤矿安全规程》；盘古矿山大模型落地应用超200个场景。

公司在建煤矿项目较多，投产后将有助于煤炭产能进一步提升，但面临的资本支出压力仍较大

图表 9：截至 2025 年末公司主要煤矿建设情况（单位：万吨/年、亿元）

项目	设计产能	已投资额	建设进度
万福煤矿	180	72.58	已竣工验收，取得安全生产许可证
五彩湾四号煤矿	1000	39.42	已开始联合试运转
刘三圪旦煤矿	1000	25.40	已取得采矿许可证
嘎鲁图煤矿	700	37.52	已取得采矿许可证
霍林河一号煤矿	800	9.86	已获取地质报告批复
油房壕煤矿	500	26.19	已开工建设
杨家坪煤矿	500	25.87	已开工建设
毛家川煤矿	700	2.11	已取得采矿许可证
马福川煤矿	800	11.18	已取得采矿许可证
合计	6180	250.13	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，五彩湾四号露天矿正式出煤试运转，万福煤矿已达产，刘三圪旦煤矿、霍林河一号煤矿均已取得采矿许可证，嘎鲁图煤矿已获取地质报告批复，公司计划 2026 年煤炭矿井基建投资超 30 亿元，随着在建项目推进公司煤矿资源将进一步提升，但仍然存在一定资本支出压力。此外，兴和铝业曹四天钼矿获发年产规模 1650 万吨的采矿许可证电子证书。甘肃区域杨家坪煤矿顺利开工；马福川煤矿和毛家川煤矿均取得年产 500 万吨采矿许可证，并取得初步设计批复。

图表 10：截至 2025 年末公司煤炭资源储量情况⁴（单位：百万吨）

序号	单位名称	煤种	原地资源储量	可采储量
1	公司本部	动力煤	747	243
2	菏泽能化	1/3 焦煤	321	97
3	鲁西矿业	1/3 焦煤、动力煤	1771	184
4	天池能源	动力煤	43	18
5	西北矿业	配焦煤、动力煤	4499	1339
6	未来能源	动力煤	904	441
7	鄂尔多斯能化	动力煤	282	186
8	昊盛煤业	动力煤	719	557
9	瓷矿能源（霍林郭勒）有限公司 所属煤矿	动力煤	1028	-
10	内蒙古矿业	动力煤	6093	1399
11	新疆能化	动力煤	25899	3674
	境内合计	-	42309	8136

⁴ 原地资源储量与可采储量均由公司按照国际标准（JORC 规范）进行了资源储量评估。

图表 10：截至 2025 年末公司煤炭资源储量情况⁴（单位：百万吨）

序号	单位名称	煤种	原地资源储量	可采储量
12	兖煤澳洲	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	6490	1290
13	兖煤国际	喷吹煤、动力煤	1590	90
	境外合计	-	8080	1380
	合计	-	50389	9516

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受益于新增产能释放及并表范围扩大等因素影响公司煤炭产量同比增加，受煤炭市场低迷影响，公司煤炭销售均价继续下降，煤炭业务收入和毛利率有所下降

公司煤炭业务分为自产煤炭及贸易煤炭，其中自产煤炭是收入及利润主要来源。公司煤炭业务主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区和澳大利亚；产品主要包括动力煤、喷吹煤和焦煤，适用于电力、冶金及化工等行业；产品主要销往中国的华东、华南、华中、华北、西北等地区及日本、韩国、澳大利亚、泰国等国家。

自产煤方面，受益于万福煤矿、五彩湾四号露天矿一期等新增产能释放、并购西北矿业以及异常天气对澳洲基地煤矿生产的影响逐步缓解，2025 年公司自产煤产量进一步上升至 1.82 亿吨。成本方面，公司在澳洲及陕蒙疆地区矿井开采条件较好，吨煤成本较低，但公司在山东省内的矿井地质构造较为复杂，且部分煤炭矿井属超千米冲击地压矿井，吨煤生产成本较高，安全生产压力较大。2025 年，随着公司旗下矿井持续推进降本增效，自产煤吨煤销售成本同比有所下降。

2025 年受并表范围扩大的影响，公司商品煤销量提升至 1.65 亿吨，同期煤炭市场延续低迷走势，公司煤炭销售均价同比下降。

图表 11：公司煤产销情况（单位：万吨、%、元/吨）

项目	2023 年	2024 年 ⁵	2025 年
自产煤产量	13210.70	17162.20	18239.80
自产煤销量	12097.30	15850.20	16537.00
贸易煤销量	605.10	654.70	585.60
销量合计	12702.40	16505.00	17122.60
自产煤产销率	0.92	0.92	0.91
销售价格	803.15	649.04	517.83
吨煤生产成本	319.99	335.52	321.09

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司贸易煤炭主要由公司本部负责运营，公司依托多年经营积累和资金优势开展贸易煤炭业务，以山西、内蒙和陕北地区作为主要采购地区，经洗选加工后再销售，公司贸易煤炭以销定采，主要销售对象为山东、华东及华南地区的电力、冶金、化工及商贸行业的企业。跟踪期内受市场景气度下降的影响，贸易煤销售规模呈波动下降趋势。

对 2024 年数据追溯调整后，受煤炭价格影响，2025 年公司煤炭业务收入同比下降 17.23%，

⁵ 2025 年公司合并西北矿业财务报表，构成同一控制下企业合并，公司对 2024 年相关运营数据进行了追溯调整。

毛利率同比降低 8.60 个百分点。

图表 12：2025 年公司煤炭业务收入和盈利情况（单位：亿元、%）

产品	收入	同比变化	毛利率	同比变化（百分点）
自产煤炭	847.55	-15.79	37.35	-9.81
贸易煤炭	39.11	-39.65	10.59	2.98
合计	886.66	-17.23	36.17	-8.60

数据来源：公司提供，东方金诚整理

煤化工业务

公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，醋酸产能位居行业前列，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，跟踪期内煤化工业务毛利率有所提升

公司煤化工业务主要由子公司鄂尔多斯能化、兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）、内蒙古荣信化工有限公司（以下简称“荣信能化”）、兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“鲁南化工”）、未来能源、新疆能化负责运营。榆林能化、荣信能化和鄂尔多斯能化主要产品为甲醇，鲁南化工主要产品为醋酸和醋酸乙酯，未来能源主要产品为粗液体蜡，新疆能化主要产品为尿素和甲醇。

公司煤化工业务主要分布在中国的山东省、陕西省、内蒙古自治区和新疆维吾尔自治区，产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、尿素、乙二醇、石脑油、粗液体蜡等，2025 年公司煤化工收入主要来自甲醇、己内酰胺、醋酸等，主要销往中国的华北、华东、西北等地区。公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，醋酸产能位居全国前列，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术。

跟踪期内陕蒙基地化工项目全面实现达产达效，生产甲醇 412 万吨，煤制油 100 万吨。但 2025 年公司煤化工总产量规模有所下降，主要系公司煤化工产品生产灵活，可根据市场情况调整部分产品结构；除部分内部自用产品，煤化工产品整体产销量保持在较高水平，2025 年公司年产 100 万吨甲醇项目开工建设，年产 40 万吨辛醇项目取得环评批复，荣信化工 80 万吨/年烯烃项目于 12 月投料试车，新疆能化 80 万吨/年煤制烯烃项目开工建设，未来能源 50 万吨高温费托项目有序推进。受公司灵活调节生产产品影响，2025 年公司煤化工收入同比下降，毛利率有所提升。此外，2026 年公司计划化工项目建设投资约 53 亿元。

图表 13：公司主要煤化工产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2023 年			2024 年			2025 年		
	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价
醋酸	113.90	73.80	2787.26	104.0	74.3	2594.89	39.50	39.00	2138.38
己内酰胺	29.7	29.7	10855.22	33.7	33.6	10791.67	7.10	7.10	8039.44
醋酸乙酯	42.30	42.60	5683.10	28.5	28.4	5130.28	108.20	76.60	4535.56
甲醇	401.60	395.50	1829.33	441.60	425.00	1821.41	454.00	432.70	1779.99

数据来源：公司提供，东方金诚整理

物流运输

受益于2024年公司收购物泊科技，跟踪期内公司物流运输收入大幅增加

公司利用自有铁路资源拓展铁路运输业务，按货物运量收取运费，与煤炭主业协同，同时拥有现代化煤炭水运码头。2024年公司成功收购物泊科技有限公司（以下简称“物泊科技”），2024年10月24日，物泊科技完成工商变更，公司获得物泊科技45.00%的股权及6.32%的受托表决权，收购完成后有利于延伸公司“实体物流+平台”发展模式，完善“产销储配送”物流体系，加速智慧物流产业数字化转型，提升公司智慧物流产业竞争实力和发展速度。受收购物泊科技的影响，2025年公司物流运输板块收入较上年大幅增长361.09%。

其他业务

跟踪期内，公司非煤贸易对公司收入形成良好补充，其他业务多元化程度高，但获利能力仍较弱

公司其他业务仍主要为非煤贸易、铁路运输、电力、机电装备制造和热力业务，其他业务收入以非煤贸易为主，非煤贸易品种以钢材、铁矿石等大宗商品的贸易为主。2025年，公司其他业务收入为168.91亿元，同比有所增加。

公司电力销售收入在电力供应至各电厂所在地的电网公司，电网公司取得电力的控制权时确认收入，并根据供电量及每年与各有关电力公司确定的适用电价计算。2025年公司电力业务实现收入23.10亿元，同比小幅下降，公司其他业务分布较广，具体业务规模较小，盈利较弱。

重大事项

公司完成收购股东山东能源间接控股子公司西北矿业51%股权，公司煤炭可采储量进一步增加，未来随着公司收购红隼集团，煤炭资源储量将进一步提升

2025年5月30日公司召开的2024年度股东周年大会审议批准公司以现金47.48亿元收购西北矿业26%股权，以现金93.18亿元向西北矿业增资，增资完成后，公司合计持有西北矿业51%的股权。2025年7月11日，该笔交易已完成交割。根据公司发布的《山东能源集团西北矿业有限公司评估报告》显示，西北矿业拥有14宗矿业权，其中：采矿权12宗，对应9座生产矿井，2座在建矿井，1座尚未复工的矿井；探矿权2宗，对应2座拟建矿井。

西北矿业是山东能源在西部的区域总部，承担陕西、甘肃、山西、内蒙古部分区域的煤炭业务运营等职能。西北矿业股权、矿权资产权属清晰，运营规范。通过本次交易进行煤炭资产注入，有利于减少公司与山东能源之间的同业竞争。

2026年4月14日，公司发布《购买资产公告》，称公司控股子公司兖煤澳洲于2026年4月14日与EMR Capital Advisors Pty Ltd、Kestrel Coal (EM) Limited、EMR Capital Management Limited，以及Adaro Capital Limited（“ACL”）（合称“卖方”），签署具有约束力的交易文件，拟收购红隼煤炭集团有限公司（“红隼集团”）100%权益，间接取得红隼煤矿80%权益，交易对价上限为24亿美元，包括18.5亿美元首付现金对价及最高不超过5.5亿美元的或有现金对价（“本次交易”）。如本次交易成功，将有助于公司扩大业务规模，强化多元化布局。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构、组织架构均未发生重大变化，未来规划发展矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流“五大主导产业”，加快向新型能源集团转变

跟踪期内，跟踪期内，公司部分高级管理人员因正常人事变动发生变更，公司治理结构、组织架构和管理制度等均未发生重大变化。

未来5~10年，在矿业产业方面，公司计划建成8座以上千万吨级绿色智能矿山，煤炭产量达到3亿吨/年。在现有多种非煤矿产资产的基础上，拓展铝、金、铜、铁、钾等矿产领域，实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。在高端化工新材料产业方面，公司将按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地，其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。在新能源产业方面，公司将推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设，新能源发电装机规模达到1000万千瓦以上。在高端装备制造产业方面，公司将在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端系列产品。在智慧物流产业方面，公司将统筹产品、用户、第三方服务商，构建智慧物流体系。

公司未来煤炭、煤化工业务规划产能规模较大，符合主营业务发展路径，战略规划较为清晰，但公司未来资本性支出计划规模仍较大，存在一定资金支付压力和并购后的运营风险。

财务分析

财务质量

公司披露了2025年审计报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2025年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计报告。2024年财务数据按照2025年审计报告年初数据进行追溯调整。

2025年公司合并了西北矿业、兖矿能源（霍林郭勒）有限公司财务报表，构成同一控制下企业合并，公司对以前期间相关财务数据进行了追溯调整。

资产构成与质量

跟踪期内，公司并购西北矿业等公司及对在建项目持续投入，资产规模继续增加，构成仍以固定资产、无形资产等非流动资产为主，受限资产规模仍较大

2025年末，公司资产总额同比增加9.96%，非流动资产占比72.29%，资产结构仍以非流动资产为主。同期末，公司流动资产同比增加22.70%，流动资产主要由货币资金、其他流动资产和其他应收款构成。

2025年末，公司货币资金规模有所下降，主要系支付西北矿业的收购款所致；同期末，公司其他流动资产保持较大规模，主要系土地塌陷、复原、重整及环保费。2025年末公司其他应收款规模较上年末大幅增长，主要系新增183.61亿元复兴一期承诺期业绩补偿⁶所致。

⁶ 2023年，公司完成对控股股东山东能源集团旗下两家公司鲁西矿业和新疆能化51%股权的收购，交易对手方对鲁西矿业和新疆能化2023~2025年累计归母净利润有业绩承诺，因鲁西矿业和新疆能化在2023~2025年业绩不及预期，原出售鲁西矿业和新疆能化的各股东方，需向公司支付业绩补偿款分别为120.10亿元和63.51亿元，原股东方需于2026年4月27日向公司全额支付业绩补偿款。

非流动资产方面 2025 年末，公司非流动资产同比增加 5.76%，仍主要由固定资产、无形资产、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成。跟踪期内，受并购以及在在建工程转固的影响，公司固定资产规模增加，仍主要由机器设备、矿井建筑物、地面建筑物和房屋建筑物构成。公司无形资产仍主要为采矿权、土地使用权、未探明矿区权益和产能置换等，跟踪期内受益于探（采）矿权转入无形资产有所增加，同期末公司长期股权投资持续增长。公司在建工程以基建、维简和勘探工程为主，随着公司持续投入在建工程规模有所增加。公司其他非流动资产主要为探（采）矿权、发放贷款及垫款，跟踪期内有所下降。

截至 2025 年末，公司受限资产账面价值合计约 857 亿元，主要是货币资金、应收款项融资及取得借款而抵押的相关资产，占同期末总资产的比重为 18.92%、净资产的 50.09%。

2026 年 3 月末，公司流动资产规模为 1442.23 亿元，非流动资产规模为 3247.73 亿元。

图表 14：截至 2025 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	107.51	其他
应收票据	2.27	质押
固定资产	4.24	抵押
无形资产	10.93	抵押
应收款项融资	9.02	质押
长期应收款	23.58	抵押
长期股权投资	69.22	抵押
对陕西未来能源的股权质押	47.14	质押
普力马煤矿总资产	13.39	抵押
兖煤澳大利亚资源有限公司与联合煤炭工业有限公司总资产	569.70	授信额度的抵押
合计	857.01	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受益于发行永续债、收取对赌补偿款及收购西北矿业，公司所有者权益同比增加

跟踪期内，公司所有者权益主要由未分配利润、其他权益工具、资本公积、少数股东权益和实收资本构成。2025 年末，公司所有者权益同比增加 14.35%；公司股本同比下降 0.02%，主要系公司派送红股所致；其他权益工具同比增加主要系公司发行永续债所致，受鲁西矿业、新疆能化项目业绩对赌补偿款确认入账，及收购西北矿业相关事项综合影响，公司资本公积规模同比大幅增加。同期末，少数股东权益较上年末有所上升，主要系收购西北矿业所致。2026 年 3 月末，受益于经营积累，公司所有者权益规模进一步增加。

跟踪期内，公司债务规模持续增加，主要用于煤矿等项目建设，以长期债务为主

2025 年末，公司负债总额同比增加 7.46%，负债结构较为稳定，流动负债占比为 52.84%。

2025 年末，公司流动负债规模同比增加 10.55%，主要由其他应付款、一年到期的非流动负债、应付账款和短期借款构成。公司其他应付款主要为子公司山能财司吸收的存款，此外还

有往来款、矿业权出让收益等，2025年末其他应付款同比下降系往来款较少所致，同期末，短期借款、应付账款同比均有所增加，一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，2025年末同比下降4.52%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。跟踪期内，公司非流动负债规模持续增加，2025年末公司应付债券和长期应付款规模大幅增加，长期借款规模有所下降，公司长期应付款主要为采矿权购置款、政府专项债券和售后回租款。

2026年3月末，公司负债规模较2025年末进一步增加。

跟踪期内，公司全部债务规模同比增加11%，短期和长期债务同比均有所增加，债务结构仍以长期债务为主。截至2025年末，公司长期债务占比58.69%。2026年3月末，公司全部债务规模较2025年末进一步增加。

截至2025年末，公司合并口径对外担保余额合计3.51亿元，为对烟台金正环保科技有限公司和陕西靖神铁路有限责任公司的担保，对外担保余额占净资产的比重为0.21%。

盈利能力

跟踪期内，受煤炭销售价格下跌影响，公司盈利表现整体有所弱化

2025年主要受煤炭价格下跌影响，公司营业收入同比下降7.49%，营业利润率小幅下降。跟踪期内，受益于销售费用下降，期间费用率同比小幅下降%。2025年公司投资收益仍保持在较大规模，主要系采用权益法对联营企业确认的投资收益。同期，公司利润总额同比下降22.12%，盈利表现有所弱化。

2026年1~3月，公司营业收入为345.89亿元，利润总额为57.26亿元。

图表 15：公司收入和盈利能力（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流净流入规模有所下降，投资活动现金流净流出规模仍较大

受煤炭市场下行影响，2025年公司经营活动现金流量净流入规模同比下降24.63%。跟踪期内，公司持续对在在建项目投入、以及并购带来公司投资性现金流净流出规模同比增加9.66%；同期，公司持续偿付到期债务及股利、利息导致筹资性现金流持续净流出。

2026年1~3月，公司经营性净现金流为61.82亿元，投资性净现金流为-3.61亿元，筹资

性净现金流为 59.93 亿元。

图表 16：公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

受益于流动资产大幅增加，2025 年末公司流动比率及速动比率同比有所提升，经营现金流对流动负债覆盖程度较弱。账面货币资金不能完全覆盖短期债务。

图表 17：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2023 年 (末)	2024 年 (末)	2025 年 (末)
流动比率	78.21	75.92	84.27
速动比率	71.92	70.08	79.19
经营现金流流动负债比	13.12	19.19	13.08
EBITDA 利息倍数	11.75	10.73	9.53
全部债务/EBITDA	2.12	2.88	4.07

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，跟踪期内，公司 EBITDA 利息倍数保持在较高水平，随着全部债务的持续提升，EBITDA 对全部债务的覆盖能力有所降低。

截至 2025 年末，公司短期债务为 653.42 亿元；2025 年公司分配股利、利润和偿付利息支付的现金为 182.49 亿元。2025 年公司经营性净现金流为 194.85 亿元，投资性净现金流为 -169.51 亿元，筹资活动前净现金流为 -76.62 亿元，筹资前净现金流对短期债务的保障能力较弱。预计 2026 年公司经营性净现金流规模仍保持较大规模的净流入，同时在建项目未来仍存在较大资金需求，利息及股利支出规模仍较大，但公司债务规模较大，预计公司筹资活动前净现金流对短期有息债务保障能力仍较弱。

截至 2025 年末，公司持有兖煤澳洲 62.26% 的股权，其股份分别在澳大利亚证券交易所及香港联交所上市，兖煤澳洲总市值约 306 亿元，公司持有的未质押股权市值 190.24 亿元，变现能力较强。

公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2025 年末，公司未使用授信额度为 649.55 亿元。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 4 月 20 日，公司在银行未结清贷款履约

方面无不良信用记录。

截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券，均按照约定按时兑付本金及利息，未发生违约情况。

外部支持

跟踪期内，控股股东山东能源集团仍是山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持

公司控股股东山东能源集团主要从事煤炭开采、煤化工、物流贸易、机械制造等业务，是山东省最大的煤炭生产企业，2025年煤炭产量为2.79亿吨，具有很强的规模与市场竞争力，2025年山东能源集团营业收入8377.89亿元，利润总额124.39亿元，资产总额10790.29亿元。

公司作为山东能源集团下属的煤炭与化工业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、项目审批、信贷支持等方面有望持续获得股东及相关各方的大力支持。

资源获取方面，2025年5月30日公司召开的2024年度股东周年大会审议批准公司以现金47.48亿元收购西北矿业26%股权，以现金93.18亿元向西北矿业增资，增资完成后，公司合计持有西北矿业51%的股权。

产业整合方面，2020年9月，公司以现金约183.55亿元收购原控股股东兖矿集团控制的未来能源49.315%股权、兖矿榆林精细化工有限公司100%股权、鲁南化工100%股权、兖矿济宁化工装备有限公司100%股权、兖矿煤化供销有限公司100%股权、山东兖矿济三电力有限公司99%股权和兖矿集团信息化中心相关资产。

信贷支持方面，2020年12月16日，公司原控股股东兖矿集团与公司子公司兖煤澳洲签署《再融资协议》，约定兖矿集团向兖煤澳洲提供7.75亿美元财务资助，期限为六年，融资利率前36个月为4.65%。根据《再融资协议》及相关协议约定，兖煤澳洲在取得上述财务资助后，将把该项资金提供给沃特岗，专项用于沃特岗赎回兖矿集团或其指定主体持有的7.75亿美元沃特岗债，公司在信贷支持方面可获得山东能源集团一定的支持。

公司是山东省重要的能源企业，2025年公司获得政府补助3.42亿元，预计未来公司在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持。

抗风险能力及结论

公司是国内重要的煤炭生产企业，跟踪期内合并西北矿业，国内外煤炭可采储量增加至95.16亿吨，煤炭产量超1.8亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争力极强；公司拥有国家企业技术中心、院士工作站、国家CNAS认可实验室等高层次研发平台，掌握先进的深部矿井开采、智能化综采等核心技术，跟踪期内，盘古矿山大模型落地应用超200个场景，生产效率和水平处于行业前列；公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，拥有全国首套百万吨级煤间接液化示范装置，掌握低温费托合成和高温费托合成技术，跟踪期内陕蒙基地化工项目全面达产达效，生产煤制油100万吨，

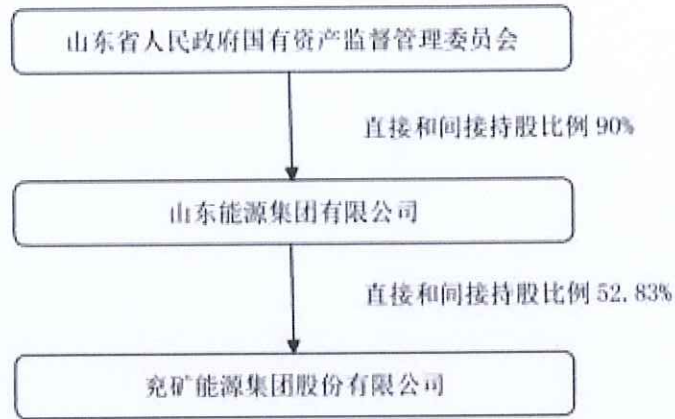
煤化工业务毛利率有所提升；公司下属兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所及香港联交所上市，2025年末公司持有的未质押股权市值 190.24 亿元，变现能力较强，同时公司未使用授信充足，财务弹性较好。

同时，东方金诚关注到，跟踪期内，受煤炭价格下跌影响，公司营业收入和毛利润同比下降；公司资产构成以非流动资产为主，资产受限比例高，全部债务规模仍较大，存在一定偿付压力。

控股股东山东能源集团是山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持。

综上所述，东方金诚维持兖矿能源主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“20 兖煤 03”和“21 兖煤 02”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2025 年末公司股权结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2023年	2024年	2025年	2026年1~3月(未经审计)
资产总额(亿元)	3544.64	4119.03	4529.44	4689.97
所有者权益(亿元)	1184.83	1496.21	1710.97	1777.44
负债总额(亿元)	2359.82	2622.82	2818.47	2912.52
短期债务(亿元)	367.18	552.43	653.42	726.44
长期债务(亿元)	831.51	907.98	967.60	996.26
全部债务(亿元)	1198.69	1460.41	1621.02	1722.70
营业总收入(亿元)	1500.68	1566.72	1449.33	345.89
利润总额(亿元)	370.13	288.27	184.25	57.26
净利润(亿元)	271.56	220.66	142.26	52.44
EBITDA(亿元)	566.31	507.23	397.90	-
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	161.59	258.52	194.85	61.82
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-122.03	-154.58	-169.51	-3.61
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-325.15	-97.70	-76.62	59.93
毛利率(%)	40.64	35.94	29.34	25.92
营业利润率(%)	36.36	31.17	24.44	20.95
销售净利率(%)	18.10	14.08	9.82	15.16
总资本收益率(%)	13.28	8.95	5.50	-
净资产收益率(%)	22.92	14.75	8.31	-
总资产收益率(%)	7.66	5.36	3.14	-
资产负债率(%)	66.57	63.68	62.23	62.10
长期债务资本化比率(%)	41.24	37.77	36.12	35.92
全部债务资本化比率(%)	50.29	49.39	48.65	49.22
货币资金/短期债务(倍)	102.65	74.36	57.28	68.75
非筹资性现金净流量债务比率(%)	3.30	7.12	1.56	3.38
流动比率(%)	78.21	75.92	84.27	92.99
速动比率(%)	71.92	70.08	79.19	87.37
经营现金流动负债比(%)	13.12	19.19	13.08	-
EBITDA利息倍数(倍)	11.75	10.73	9.53	-
全部债务/EBITDA(倍)	2.12	2.88	4.07	-
应收账款周转次数(次)	-	18.93	15.94	-
存货周转次数(次)	-	16.85	13.59	-
总资产周转次数(次)	-	12.86	13.27	-
现金收入比(%)	-	0.41	0.34	-

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 短期债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：信用等级符号及定义

主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	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，有较高违约风险
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级和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。

科技创新主体信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	受评主体具有科技创新属性，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 _{stf}	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 _{stf}	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 _{stf}	不能偿还债务

注：除AAA_{stf}级和CCC_{stf}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。

中长期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA _{stf}	科技创新债券安全性很强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{stf}	科技创新债券安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{stf}	科技创新债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{stf}	科技创新债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{stf}	科技创新债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{stf}	科技创新债券较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{stf}	科技创新债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{stf}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还科技创新债券
C _{stf}	不能偿还科技创新债券

注：除AAA_{stf}级和CCC_{stf}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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

短期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1 _{stf}	短期科技创新债券还本付息能力最强，安全性最高
A-2 _{stf}	短期科技创新债券还本付息能力较强，安全性较高
A-3 _{stf}	短期科技创新债券还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B _{stf}	短期科技创新债券还本付息能力较低，有一定的违约风险
C _{stf}	短期科技创新债券还本付息能力很低，违约风险较高
D _{stf}	短期科技创新债券不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。