信用评级公告

联合〔2021〕4692号

联合资信评估股份有限公司通过对兖矿东华建设有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持兖矿东华建设有限公司主体长期信用等级为AA，维持“19兖东01”的债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

兖矿东华建设有限公司
公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
兖矿东华建设有限公司	AA	稳定	AA	稳定
山东能源集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19兖东01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19兖东01	10.00	10.00	2021/12/02

注：上述债券发行期限为2+1年，到期兑付日为首次回售日

评级时间：2021年6月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
建筑与工程企业信用评级方法	V3.0.201907
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

兖矿东华建设有限公司（以下简称“公司”）是国有建筑施工及煤矿建设行业企业。跟踪期内，公司大股东完成战略重组，公司股东实力有所增强，公司在项目获取方面仍保持一定优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，跟踪期内，公司回款质量一般、资产流动性较弱、债务负担较重且面临一定的短期偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司工程施工项目陆续完工和房地产项目的开发，公司经营状况有望保持稳定。

“19兖东01”由山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定山东能源主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。山东能源担保实力极强，其担保显著提升了“19兖东01”偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19兖东01”的债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司股东实力有所增强。**跟踪期内，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）战略重组完成，兖矿集团名称变更为山东能源，公司股东实力有所增强。
2. **跟踪期内，公司在项目获取方面仍保持一定优势。**跟踪期内，公司作为山东能源下属建筑板块的控股子公司，公司在项目获取方面仍保持一定的优势。
3. **增信措施。**山东能源为“19兖东01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了存续债券偿付的安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司项目回款质量一般。**公司在建项目回款情况一般，2020年，公司现金收入比为73.56%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	4
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

闫 蓉 登记编号
（R0150220120071）

高志杰 登记编号
（R0150220120076）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 9 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **跟踪期内，公司债务负担较重且面临一定短期偿债压力。**截至2020年底，公司全部债务81.32亿元，较上年底增长7.17%，现金短期债务比为0.87倍，面临一定短期偿债压力。
3. **跟踪期内，公司资产流动性较弱。**跟踪期内，公司货币资金受限比例高，为24.01%，应收类款项和存货对资金占用明显，资产流动性仍较弱。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	20.07	20.22	27.59
资产总额（亿元）	156.28	163.56	165.73
所有者权益（亿元）	44.73	45.01	45.60
短期债务（亿元）	55.07	43.61	31.75
长期债务（亿元）	16.62	32.27	49.57
全部债务（亿元）	71.69	75.88	81.32
营业收入（亿元）	48.86	47.37	53.13
利润总额（亿元）	0.95	1.05	0.87
EBITDA（亿元）	3.01	4.25	3.83
经营性净现金流（亿元）	4.98	1.56	3.65
营业利润率（%）	8.80	10.14	9.39
净资产收益率（%）	1.59	1.30	1.28
资产负债率（%）	71.38	72.48	72.48
全部债务资本化比率（%）	61.58	62.77	64.07
流动比率（%）	163.16	186.01	234.34
经营现金流动负债比（%）	5.25	1.81	5.30
现金短期债务比（倍）	0.36	0.46	0.87
全部债务/EBITDA（倍）	23.83	17.84	21.22
EBITDA 利息倍数（倍）	1.16	0.92	0.92
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	132.29	138.50	147.35
所有者权益（亿元）	44.78	44.78	45.02
全部债务（亿元）	46.54	45.38	58.40
营业收入（亿元）	42.96	44.34	38.68
利润总额（亿元）	0.94	0.56	0.44
资产负债率（%）	63.32	67.67	69.45
全部债务资本化比率（%）	50.96	50.33	56.47
流动比率（%）	175.41	176.52	225.49
经营现金流动负债比（%）	6.39	1.79	-1.05
现金短期债务比（倍）	0.47	0.59	1.05

注：本报告合并口径中，其他流动负债中的有息债务部分计入短期债务，其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务核算。

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 兖东 01	AAA	AA	稳定	2020/06/17	张婧茜 徐汇丰	建筑与工程企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 兖东 01	AAA	AA	稳定	2019/07/05	尹丹 张婧茜	建筑与工程企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由兖矿东华建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：闫蕾 高士杰

联合资信评估股份有限公司

兖矿东华建设有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于兖矿东华建设有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2020 年 4 月，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）回购兴业国际信托有限公司（以下简称“兴业信托”）设立的用于增资扩股公司的信托计划 15.00 亿元（其中实收资本 14.00 亿元，资本公积 1.00 亿元），2020 年 8 月完成工商变更手续。截至 2020 年底，公司注册资本及实收资本均为 29.00 亿元，其中兖矿集团直接持有公司股权 61.17%，通过全资子公司兖矿东华集团有限公司（以下简称“东华集团”）持有公司股权 38.83%。

2020 年 12 月，东华集团和公司实施重组整合。整合合并后，公司作为承接主体，公司控股股东为兖矿集团，实际控制人为山东省国资委。

根据公司 2021 年 4 月发布的公告，兖矿集团与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）战略重组完成，原山东能源已于 2021 年 3 月 31 日完成注销手续。兖矿集团名称变更为“山东能源集团有限公司”（以下简称“山东能源”），注册资本变更为 247.00 亿元，分别由山东省人民政府国有资产监督管理委员会、山东国惠投资有限公司、山东省财欣资产运营有限公司持有 70%、20%、10%的股权。同时，经营范围有所变更。截至 2021 年 5 月底，山东能源直接持有公司股权 61.17%，通过东华集团持有公司股权 38.83%。

截至 2020 年底，公司本部内设 10 个职能部门和 4 个中心，包括综合办公室、党委组织部、财务管理部、经营管理部等；公司合并范围有 8 家子公司。

截至2020年底，公司合并资产总额165.73亿元，所有者权益45.60亿元（包含少数股东权益0.15亿元）。2020年，公司实现营业收入53.13亿元，利润总额0.87亿元。

公司注册地址：山东省邹城市东滩路1029号；法定代表人变更为宋华。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2021年5月底，“19兖东01”尚需偿还债券本金10.00亿元，募集资金均按照规定用途使用。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。公司既往还本付息情况良好。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 兖东 01	10.00	10.00	2019/12/02	2+1

资料来源：联合资信整理

“19 兖东 01”由山东能源提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了存续债券偿付的安全性。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力

保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

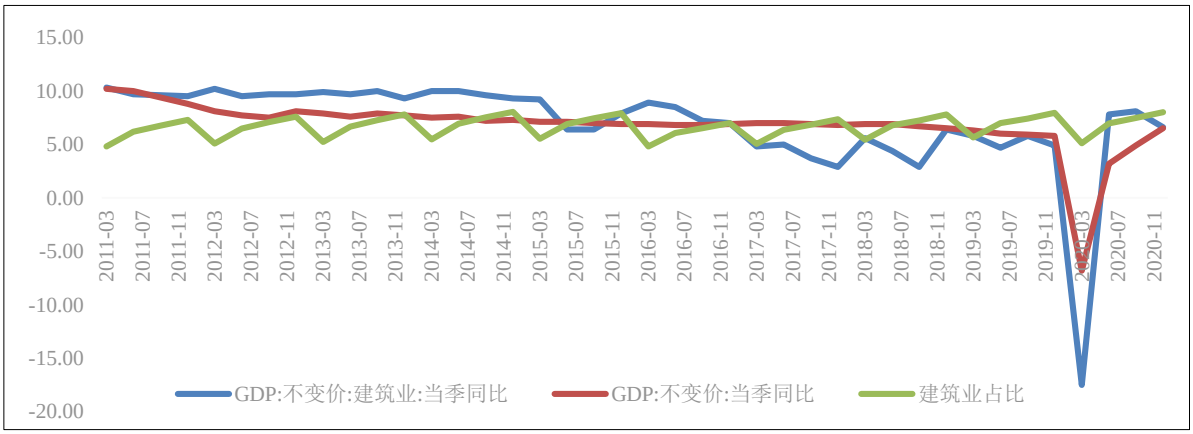
1. 行业概况

（1） 建筑业发展概况

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与固定资产投资密切相关。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 8.01%，比重较 2019 年进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，短期内建筑业对国民经济的提振作用将更加显著。

2021 年一季度，全国建筑业实现总产值 47333 亿元，同比增长 31.80%。同期，全国建筑业新签订单量较 2020 年一季度大幅增长 31.90%，增速同比上升 46.66 个百分点。截至 2021 年 3 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）34.50 万亿元，累计同比增长 12.05%，增速较上年同期上升 7.29 个百分点。总体来看，在 2020 年一季度“新冠”疫情所造成的“低基数效应”影响下，2021 年一季度全国建筑业总产值及新签订单量同比增长强势。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

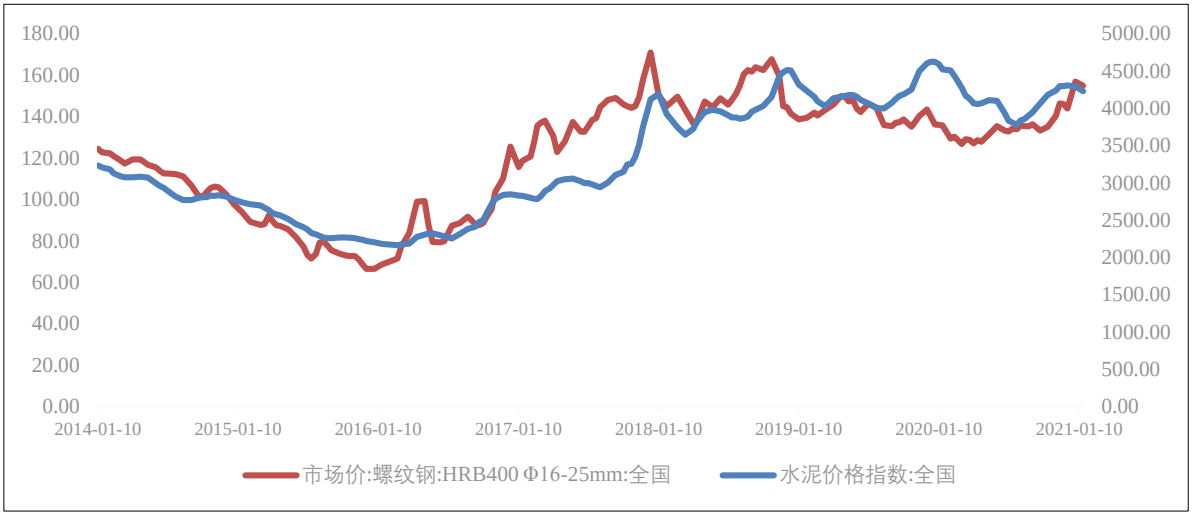
（2） 上游原材料供给及下游需求

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年有所下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，以及赶工需求支撑，水泥价格逐步回暖，螺纹钢价格震荡回升。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

水泥价格方面，随着 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降。2020 年 5－10 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。2020 年 11－12 月，北方降温以及重污染天气导致停工对水泥需求影响较大，市场供应总体减少，但大部分地区在赶工需求支撑下，水泥需求仍维持较高景气度，水泥价格保持平稳。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来维持在高位。2020 年 1－4 月，受“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降。2020 年 5 月以来，随着国内疫情得到有效控制，在新签订单量增加及赶工需求的支撑下，建筑钢材需求增长，螺纹钢价格震荡回升。截至 2020 年 12 月底，螺纹钢价格为 4358.40 元/吨，较上年同期增长 15.27%。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

图2 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房建领域，2020 年初“新冠”疫情的爆发对房地产行业造成较大冲击，但随着疫情逐步稳定，房地产行业整体呈现良好的恢复态势。房地产开发投资成为拉动固定资产投资快速修复的主要力量；基建方面，政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律，预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

2020 年，全国完成房地产开发投资 141443 亿元，同比增长 7.00%，超过固定资产投资整体增速 4.10 个百分点。分季度来看，2020 年一至四季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%、11.83%和 6.73%，二、三季度房地产投资增长态势强劲。2021 年一季度，全国完成房地产开发投资 27575.82 亿元，同比增长 25.6%；全国商品房销售

面积 36007 万平方米，同比增长 63.80%。随着“新冠”疫情逐步得到有效控制，2020 年以来房地产投资、销售及施工情况均呈现良好的恢复态势，维持了较高的行业景气度。

2020 年，全国基础设施建设投资（不含电力）14.00 万亿，累计同比实现正增长，同比增长 0.90%。其中，受疫情影响，一季度基建投资（不含电力）同比下降 19.70%。其后，基建投资在二、三、四季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响，资金面的边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。2021 年一季度，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 29.70%。

从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但国家发展和改革委员会在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

2021 年一季度，全国固定资产投资 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，固定资产投资持续修复。具体来看，2021 年一季度，房地产开发投资两年平均增长 7.67%，与 1-2 月（7.60%）基本持平，对固定投资起到主要支撑作用；一季度基建投资两年平均增长 2.05%，不及 2019 年同期水平，主要是受到专项债推迟发行的影响。

（3） 建筑施工行业竞争态势分析

近年来我国经济结构逐步调整，投资对经济的拉动作用有所下降。在经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，建筑业集中度加速提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

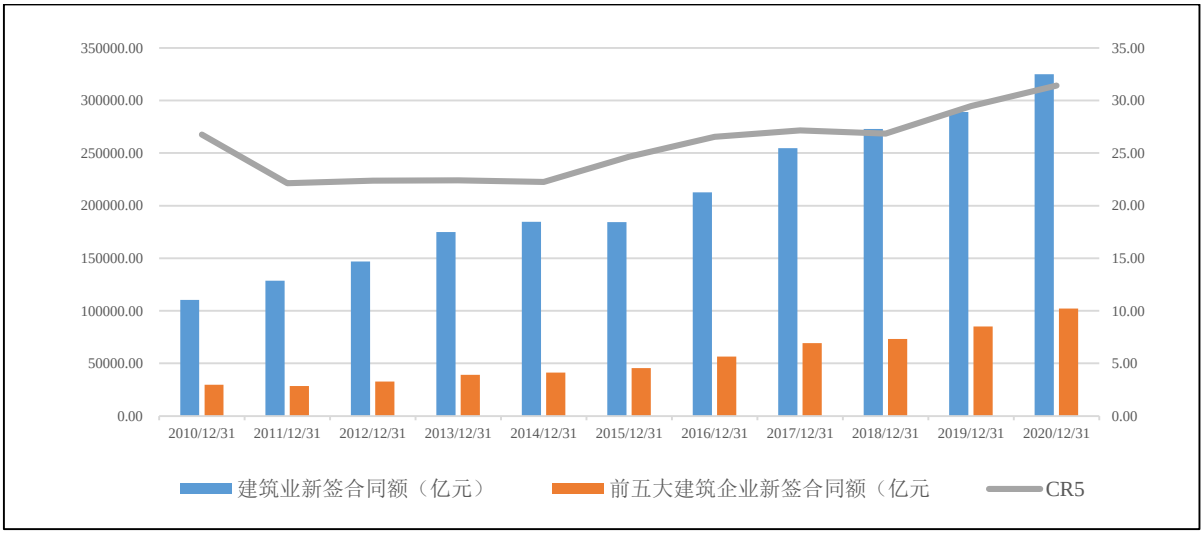
近年来我国经济结构逐步调整，2011 年以来，消费超越投资成为我国经济增长的主要拉动力，过去高度依赖于基建和房地产投资拉动的经济结构不再。2021 年一季度，我国经济修复有所放缓，三大需求中消费拉动作用显著提升，投资拉动垫底，净出口创近几年新高，经济增长动能有所增强，经济结构进一步改善。

作为一个由需求驱动的行业，在经济增速长期下行的压力下，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加对建筑业企业整体负债水平严控的政策影响，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业新签合同数据来看，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业订单持续高速增长，民企则有所下滑。从细分行业来看，2020 年新签合同 CR5（前五大企业新签合同在全行业占比）由 2019 年的 29.46%上升至 2020 年的 31.41%，集中度进一步提升。受房地产行情影响，装饰装修行业中抗风险能力偏弱的小规模企业在项目遴选方面受订单盈利空间、订单体量等限制较多，订单向龙头企业靠拢；另外，园林等细分行业同样出现类似分化情况，小规模企业新签合同增速稳定性较弱。

总体来看，在下游行业增速进入下行区间影响下，拥有融资和技术优势的国有企业及细分领域的龙头民企有望维持业绩的稳定增长，从而进一步提高市场占有率。

图3　2010－2020年前五大建筑企业新签合同占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4） 建筑施工行业发展趋势

2020 年以来，建筑业继续在国民经济中扮演重要角色。短期来看，基建和房地产投资增速陆续转正，下游行业需求逐步修复，对建筑行业的下游需求和资金来源提供了有力支撑。长期来看，在国内经济结构逐步调整、经济增速长期下行的压力下，建筑业作为由需求驱动的行业下行压力持续加大，行业集中度加速提升，建筑业未来增速或将长期放缓，进入中低速增长阶段。整体看，建筑业行业风险为中等，行业展望为稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 5 月底，山东能源直接持有公司股权 61.17%，通过东华集团持有公司股权 38.83%，公司注册资本和实收资本均为 29.00 亿元。

2. **企业规模及竞争力**

跟踪期内，公司建筑工程资质齐全，专业技术方面仍具有较强实力。

跟踪期内，公司仍作为国有建筑施工企业和煤矿建设行业企业，在国内20多个省市区继续承接各类工业与民用建筑、矿山等工程的施工。资质方面，截至2021年5月底，公司现有资质包括建筑工程施工总承包一级、矿山工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、铁路工程施工总承包二级、钢结构工程专业承包一级等资质。2020年，公司获得省部级优秀QC成果8项、国家优质工程奖1项、化学工业优质工程奖1项、煤炭行业“太阳杯”优质工程奖2项等。总体来看，公司建筑工程资质齐全，专业技术方面仍具有较强实力。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司其他不良信用记录。

根据公司提供的《中国人民银行企业基本信用信息报告（银行专业版）》（统一社会信用代码：91370883742415192L），公司无未结清或已结清不良信贷记录，过往履约情况良好。

截至 2021 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司大股东完成战略重组，公司股东实力有所增强；公司与东华集团进行整合，公司高管人员发生变动。上述变动未对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

2020年12月，东华集团和公司进行重组整合，此次整合为山东能源内部管理架构调整，是精简管理结构、压缩管理层级、提升管理效率的举措，不涉及公司及东华集团股权变更及业务结构变更。

根据山东能源对公司人事调整的决定，公司高管人员发生变化，尹明德先生担任公司董事长，宋华先生担任公司法定代表人、总经理。原执行董事、总经理王伟先生退休，不再担任公司执行董事、总经理。

尹明德先生，1962年1月出生，中共党员，研究生学历，毕业于中共山东省委党校法律专业、西安交通大学EMBA专业。1980年8月至1984年12月任兖州矿务局北宿煤矿工人；1984年12月至1995年2月任兖州矿务局北宿煤矿设备管理员、副队长、队长；1995年2月至2000年1月任兖矿集团北宿煤矿多种经营公司经理；2000年1月至2006年3月任北宿煤矿副矿长、兖矿集团战略资源开发部市场部副部长；2003年3月至2011年6月任兖州煤业山西能化有限公司总经理；2011年6月至2014年3月任兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司董事长、总经理；2015年9月至2020年7月任兖矿集团副总经理，其中自2019年10月任兖矿集团党委常委、董事、副总经理；2020年12月起兼任公司董事长。

宋华先生，1966年7月出生，中共党员，研究生学历，毕业于中共山东省委党校经济管理专业。自1988年7月就职于兖州矿务局铁运处，1997年9月至2002年12月任兖矿集团济东新村行政科科长、物业管理中心主任，2002年12月至2005年8月任兖矿集团铁东社区副主任，2005年8月至2011年11月任兖矿集团社区管理中心副主任，2011年11月至2014年4月任兖矿集团济东物业服务中心党委副书记、主任，2014年4月至2018年9月在兖矿事业发展分公司任职，历任兖矿事业发展分公司社区管理中心党委书记、主任，兖矿事业发展分公司党委副书记、纪委书记，兖矿事业发展分公司党委副书记、总经理，2018年9月任兖矿东华集团党委副书记、执行董事、总经理，2020年12月起任公司党委委员、党委书记、总经理。

2021年4月，公司大股东完成战略重组，兖矿集团与原山东能源重组为新的山东能源，经营范围有所扩展，公司股东实力有所增强。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受房地产开发收入大幅增长和毛利率下降影响，公司营业收入有所增长，但综合毛利率有所下降。

跟踪期内，公司收入结构变化不大，仍主要来自工程施工和房地产开发板块。2020年，公司实现营业收入53.13亿元，同比增长12.18%。其中，公司工程施工板块收入同比下降4.03%至35.70亿元，在营业收入中占比由78.53%下降至67.19%，主要受项目建设进度影响所致。公司房地产开发收入同比大幅增长69.24%至15.11亿元；材料销售收入同比增至1.78亿元。公司其他收入规模不大，对营业收入贡献一般。

毛利率方面，公司综合毛利率较上年小幅下降，为9.67%。其中，工程施工毛利率基本保持稳定，房地产开发毛利率有所下降为1.69%，主要系当年所结转成本包含以前年度已完工项目的财务费用和开发间接费所致。

表 3　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	371975.83	78.53	12.08	356996.02	67.19	12.62
房地产开发	89257.34	18.84	5.48	151055.63	28.43	1.69
材料销售	6387.39	1.35	4.69	17800.43	3.35	12.36
工程及劳务	726.70	0.15	53.87	--	--	--
宾馆招待所	1067.19	0.23	-3.40	908.51	0.17	-6.36
其他业务	4256.70	0.90	-14.64	4588.03	0.86	35.70
合计	**473671.16**	**100.00**	**10.53**	**531348.62**	**100.00**	**9.67**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程施工

2020 年，公司作为山东能源下属建筑板块的控股子公司，在项目获取方面仍具有一定优势，但公司工程施工新签订单规模有所下滑。公司在建项目区域分布较为集中，项目回款情况一般。

公司承建的建筑施工工程业务类型主要为民用建筑和矿山工程等。2020年，公司工程施工业务模式未发生变化。公司矿建业务仍主要采取施工总承包的模式，项目周期因合同而定。

从项目获取来看，公司仍通过公开招投标以及议标的方式承揽项目。2020年，公司前五大客户收入在建筑工程总收入中的占比为29.74%，集中度一般。

表 4　公司 2020 年建筑工程业务前五大客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	客户性质	项目类型	营业收入	占比
鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司	国有企业	建筑工程	37567.43	10.52
中垠地产有限公司	国有企业	建筑工程	19368.12	5.43
中国石油大学	国有企业	建筑工程	17981.65	5.04
兖矿鲁南化工有限公司	国有企业	建筑工程	16516.32	4.63
兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司	国有企业	建筑工程	14690.72	4.12
合计	--	--	**106124.24**	**29.74**

资料来源：公司提供

项目承揽规模方面，2020 年，公司工程施工合同签约额较上年下降 14.73%至 23.73 亿元。其中，房屋建设合同金额下降 28.78%至 8.61 亿元，工业工程合同金额较上年保持稳定为 15.12 亿元。公司房屋建设客户主要为中垠地产有限公司、中国石油大学（华东）等；工业工程客户主要为兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）、兖矿化工有限公司等，公司作为山东能源下属建筑板块的控股子公司，在项目获取方面仍保持一定优势。山东能源战略重组之后经营范围扩大，公司未来在内部项目获取方面可能获得进一步支持。

表5 2019－2020年公司新签合同情况

（单位：个、亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年		
	合同数	承接金额	金额占比	合同数	承接金额	金额占比
房屋建筑	22	12.09	43.45	24	8.61	36.28
工业工程	335	15.74	56.55	307	15.12	63.72
合计	**357**	**27.83**	**100.00**	**331**	**23.73**	**100.00**

资料来源：公司提供

从在建项目区域分布看，公司项目新签合同仍主要分布于山东区域，且区域集中度进一步提升。除山东外，公司项目主要分布在陕蒙区域、长三角等。

表 6　2019—2020 年公司新签项目区域分布情况

（单位：亿元、%）

所在区域	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
大长三角区域（上海、江苏、浙江）	2.29	8.23	1.20	5.06
陕蒙区域（陕西、内蒙）	7.82	28.10	5.74	24.17
广东区域	1.44	5.17	--	--
山东区域	16.23	58.32	14.66	61.76
其他区域	0.05	0.18	2.14	9.02
合计	**27.83**	**100.00**	**23.73**	**100.00**

资料来源：公司提供

结算方式方面，2020 年，公司与业主方结算模式未发生变化。截至 2020 年底，公司工程施工业务前十大在建项目如下表所示，合同总金额为 28.18 亿元，已投资金额为 17.78 亿元，已确认收入金额为 21.35 亿元，已回款金额为 14.74 亿元，回款情况一般，对公司资金造成占用。

表 7　截至 2020 年底公司前十大工程施工项目在建工程（单位：亿元）

项目名称	业务模式	工期（日历天）	合同金额	已投资金额	已确认收入	已回款
兖矿集团有限公司‘三供一业’物业维修改造工程	总承包	132	3.70	2.27	2.81	2.49
兖矿鲁南化工有限公司煤场封闭改造项目储运系统工程总承包(PC)、30 万吨/年己内酰胺项目公用工程及辅助设施（一标段）施工	总承包	510	3.66	1.32	1.65	0.83
兖矿东华重工有限公司液压支架优化升级改造项目	总承包	536	2.72	2.60	2.61	1.63
兖矿集团有限公司‘三供一业’供暖、供水维修改造工程	总承包	76	2.70	1.42	1.98	1.80
中垠雅苑广场项目总承包工程	总承包	780	2.69	1.04	1.46	0.37
山东潍坊中南熙悦项目 1.1 期总包工程	总承包	480	2.66	2.19	2.28	1.90
山东潍坊中南樾府一期总包工程	总承包	490	2.61	2.19	2.20	1.86
营盘壕煤矿铁路专用线工程营盘壕集运站	总承包	455	2.59	1.48	1.80	0.95
中国石油大学（华东）古镇口科教园区学生公寓及文体中心、餐厅及附属用房	总承包	388	2.44	1.57	2.06	1.13
保障房 3#	总承包	870	2.41	1.70	2.50	1.78
合计	--	--	**28.18**	**17.78**	**21.35**	**14.74**

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

跟踪期内，公司房地产业务分为保障房和商住项目。受交房面积快速增长影响，2020 年公司房地产开发收入规模较上年大幅增长，公司未来房地产开发收入有一定保证。

2020年，公司房地产开发业务仍以上海保障房业务和山东省的房地产开发业务为主。公司房地产业务主要由子公司上海维卓建设发展有限公司（以下简称“维卓建设”）、上海维鸿建设发展有限公司、兖矿集团日照圣园置业有限公司和日照黄海明珠广场置业有限公司负责。

上海保障房项目分为动迁安置房项目和经济适用房两种，动迁房项目是与政府签订供应协议，政府负责支付房款和分配房源。经适房是政府进行购房人员资格审查，组织批量选房，房地产公司负责销售收款。2020年，公司未新摘地。

2020年，公司新开工面积和竣工面积同比均有所增长，分别为21.85万平方米和21.24万平方米；截至2020年底，公司在建面积为63.87万平方米。

表 8 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年
新开工面积	17.67	21.85
竣工面积	12.20	21.24
期末在建面积	64.97	63.87

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至2020年底，公司在建项目预计总投资64.23亿元，已完成投资37.70亿元，尚需投资26.53亿元，存在一定资金支出压力。

表 9　截至 2020 年底公司在建开发项目投资金额情况（单位：亿元）

项目名称	区域	项目性质（保障房、住宅、商业等）	开工时间	竣工时间（预计）	预计总投资	已投资	尚需投资
金海壹品苑	上海市奉贤区	商业	2019.08	2021.10	24.49	17.92	6.57
贤浦名苑-12-27A-01A	上海奉贤区	保障房	2018.11	2021.06	5.50	4.55	0.95
贤德名苑-12-20A-01A	上海奉贤区	保障房	2018.11	2021.06	4.15	3.76	0.39
聚贤雅苑-14-10A-04A	上海奉贤区	保障房	2018.07	2021.05	5.08	4.84	0.24
黄海明珠	山东	住宅、商业	2020.04	2023.04	19.00	4.39	14.61
兖矿新城二期	贵州	住宅	2016.03	2019.11	2.31	1.64	0.66
兖矿新城三期	贵州	住宅	2019.05	2022.06	3.70	0.60	3.10
合计	--	--	--	--	**64.23**	**37.70**	**26.53**

资料来源：公司提供

2020年，公司签约结转面积为15.41万平方米，同比增长71.09%，当年确认收入同比快速增长69.24%，主要系当年交房量较上年增长所致。

表 10　2019－2020 年公司房产销售业务情况

项目	2019 年	2020 年
结转面积（平方米）	90096.51	154142.81
结转收入（万元）	89257.34	150238.08

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在售房地产项目总可售面积 33.93 万平方米，已出售 14.41 万平方米，未来收入有一定支撑。

表 11　截至 2020 年底公司在售房地产项目　（单位：平方米、元/平方米）

项目	区域	项目性质	总面积	已售面积	销售均价
金海壹品苑	奉贤区	商业	110720.22	10638.77	38499.15
贤浦名苑-12-27A-01A	上海奉贤区	保障房	57444.00	27138.87	10800.00
贤德名苑-12-20A-01A	上海奉贤区	保障房	42434.00	11236.24	10800.00
聚贤雅苑-14-10A-04A	上海奉贤区	保障房	69396.80	46728.33	10400.00
华商国际	日照	商住综合体	59279.00	48364.00	5710.00
合计	--	--	**339274.02**	**144106.21**	--

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来，公司有以下几方面的规划：第一，房地产方面，公司将促进上海分公司转型，加快培养上海保障房开发公司，扩大现有保障房项目的规模；第二，陕蒙基地作为山东能源未来的煤炭、煤化工重要产业基地，发挥鄂尔多斯办事处战略平台优势，利用扎根陕蒙基地多年施工建设的资源和山东能源内部产业协同优势，围绕煤炭产业可持续协调发展。第三，公司将深化厄瓜多尔全面合作，布局拉美新基地。第四，抓住本部市场需求，做优做精本部市场，打造技术型环保型优势板块。第五，深耕“两广”区域，推动广东分公司快速发展。第六，开拓“两广”区域，推动广东分公司快速发展。第七，深化战略合作模式，精心打造山东沿海区域。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2020年，公司合并范围子公司无变化，公司数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额小幅增长，货币资金受限比例高，应收类款项和存货对资金占用明显，资产流动性仍较弱，资产质量一般。

截至2020年底，公司资产总额165.73亿元，较上年底增长1.32%，较上年底变化不大。其中，流动资产占97.56%，非流动资产占2.44%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.19	11.73	24.99	15.08
应收账款	32.24	19.71	31.78	19.18
其他应收款	24.48	14.97	24.47	14.77
存货	81.03	49.54	75.48	45.54
流动资产	**160.50**	**98.13**	**161.68**	**97.56**
非流动资产	**3.06**	**1.87**	**4.05**	**2.44**
资产总额	**163.56**	**100.00**	**165.73**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季报整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产161.68亿元，较上年底增长0.74%，较上年底变化不大。其中，公司货币资金24.99亿元，较上年底增长30.26%。其中有6.02亿元受限资金，受限比例为24.09%，主要为贷款保证金、资金监管户等。截至2020年底，公司应收账款31.78亿元，较上年底下降1.42%，较上年底变化不大。应收账款累计计提坏账0.30亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为9.58亿元，占比为29.86%，集中度一般。

表13 截至2020年底公司应账款前五名
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司	3.43	10.68
内蒙古昊盛煤业有限公司	2.45	7.63
嘉兴中润丽丰置业有限公司	1.89	5.90
贵州开阳化工有限公司	0.93	2.89
鄂尔多斯市转龙湾煤炭有限公司	0.89	2.76
合计	**9.58**	**29.86**

资料来源：根据公司审计报告

截至2020年底，公司其他应收款（合计）24.47亿元，较上年底下降0.03%，较上年底变化不大，计提坏账准备0.40亿元。其他应收款主要为公司对山东能源内部关联方的往来款。

表 14　截至 2020 年底公司其他应收款前五名
（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	性质
兖矿东华集团有限公司	16.95	68.12	往来款
兖矿集团有限公司（现山东能源）	2.84	11.42	往来款
中垠地产有限公司	2.52	10.14	往来款
兖州煤业股份有限公司	0.99	3.99	往来款
淮安园兴投资有限公司	0.16	0.66	往来款
合计	**23.47**	**94.33**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2020年底，公司存货75.48亿元，较上年底下降6.86%。存货主要由已完工未结算工程（占41.75%）、在建房地产开发产品（占48.08%）和已完工房地产开发产品（占8.40%）构成，累计计提跌价准备114.72万元。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产4.05亿元，较上年底增长32.14%，公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，规模较小。

截至 2020 年底，公司受限资产 31.29 亿元，其中受限货币资金 6.02 亿元，受限存货 25.27 亿元，为用于抵押的上海保障房项目。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构变化不大，权益稳定性好，权益质量较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 45.60 亿元，较上年底增长 1.32%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.67%，少数股东权益占比为 0.33%。实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 63.59%、27.88%、0.00%和 7.00%。所有者权益结构稳定性好，权益质量较好。

表 15　公司主要所有者权益构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	29.00	64.43	29.00	63.60
资本公积	12.71	28.25	12.71	27.88
未分配利润	2.64	5.87	3.19	7.00
少数股东权益	0.14	0.31	0.15	0.33
所有者权益合计	**45.01**	**100.00**	**45.60**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模保持增长，债务负担较重，公司面临一定的短期偿债压力。

截至2020年底，公司负债总额120.12亿元，较上年底增长1.33%，较上年底变化不大。其中，流动负债占57.44%，非流动负债占42.56%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

表 16　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.76	18.36	20.50	17.07
应付票据	5.03	4.24	0.51	0.42
应付账款	18.56	15.66	20.69	17.22
预收款项	12.07	10.18	7.96	6.63
其他应付款	8.72	7.36	7.40	6.16
其他流动负债	19.62	16.55	11.35	9.45
流动负债	**86.28**	**72.78**	**68.99**	**57.43**
长期借款	19.79	16.69	15.12	12.59
应付债券	9.98	8.42	29.95	24.93
其他非流动负债	2.50	2.11	4.50	3.75
非流动负债	**32.27**	**27.22**	**51.13**	**42.57**
负债总额	**118.55**	**100.00**	**120.12**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季报整理

截至 2020 年底，公司流动负债 68.99 亿元，较上年底下降 20.04%，主要系预收款项和其他流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他流动负债构成。截至 2020 年底，公司短期借款 20.50 亿元，较上年底下降 5.81%，全部为保证借款。公司应付账款 20.69 亿元，较上年底增长 11.50%，公司应付账款主要为应付材料、设备款和应付工程款等。公司预收款项 7.96 亿元，较上年底下降 34.08%，主要系预收房款结转收入所致。公司其他应付款 7.40 亿元，较上年底下降 15.16%，主要为资金

往来。公司其他流动负债 11.35 亿元，较上年底下降 42.17%，其中集团内部借款 10.74 亿元，已计入短期债务核算。

截至 2020 年底，公司非流动负债 51.13 亿元，较上年底增长 58.47%，主要系应付债券快速增长所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2020 年底，公司长期借款 15.12 亿元，较上年底下降 23.58%；长期借款主要由抵押借款（12.18 亿元）和保证借款（2.94 亿元）构成。截至 2020 年底，公司应付债券 29.95 亿元，较上年底增长 200.16%，主要系公司新发行“20 兖东 01”和“20 兖东 02”所致。公司其他非流动负债 4.50 亿元，全部为集团内部借款，已计入长期债务核算。

截至 2020 年底，公司全部债务 81.32 亿元，较上年底增长 7.17%。其中，短期债务占 39.04%，长期债务占 60.96%，以长期债务为主。短期债务 31.75 亿元，较上年底下降 27.20%，主要系应付票据下降所致。长期债务 49.57 亿元，较上年底增长 53.63%，主要系当年新发行债券所致。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.48%、64.07%和 52.08%，其中资产负债率保持稳定，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底分别 1.30 个百分点和 10.33 个百分点。公司债务负担较重。

从到期情况来看，2021—2023 年公司分别需要偿还债务 21.94 亿元、17.29 亿元和 26.38 亿元（未考虑到集团内部借款）。公司面临一定的短期偿债压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但利润受非经常性损益影响较大，公司整体盈利能力仍较弱。

2020 年，公司实现营业收入 53.13 亿元，同比增长 12.18%，主要系房地产开发收入增长所致。2020 年，公司营业成本 48.00 亿元，同比增长 13.26%。当年，公司营业利润 0.94 亿元，同比增长 20.93%，营业利润率为 9.39%，同比下降 0.75 个百分点，同比变化不大。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 4.05 亿元，同比下降 1.80%，同比变化不大。从构成看，期间费用以财务费用和管理费用为主。2020 年，公司期间费用率为 7.63%，同比下降 1.09 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2020 年，公司获得政府补助 243.97 万元，实现利润总额 0.87 亿元，同比下降 17.37%，主要系当年公司发生营业外支出 0.15 亿元，主要为公司支付的赔偿金、违约金及各种罚款支出和非流动资产损毁报废损失。公司利润受非经常性损益影响较大。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.65%和 1.28%，同比分别下降 0.36 个百分点和 0.02 个百分点。公司盈利能力仍较弱。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司收现质量有所提升，但仍处于较低水平。公司对外部融资依赖仍大，筹资活动现金净流出转为净流入。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入55.01亿元，同比下降5.08%，主要系集团内部单位之间往来款增加所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金为39.09亿元；经营活动现金流出51.36亿元，同比下降8.94%。2020年，公司经营活动现金净流入3.65亿元，同比增长134.53%。2020年，公司现金收入比为73.56%，同比提高9.90个百分点，但收入实现质量仍处于较低水平。

从投资活动来看，2020 年，公司仍无投资活动现金流入；投资活动现金流出 0.66 亿元，同比下降 61.89%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2020 年，公司投资活动现金净流出 0.66 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 73.34 亿元，同比下降 6.38%，公司仍

保持较大规模的外部融资；筹资活动现金流出66.70 亿元，同比下降 15.20%，其中偿还债务支付的现金 63.34 亿元。2020 年，公司筹资活动现金净流入 6.64 亿元，同比净流出转为净流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力弱。考虑到公司资质实力以及股东背景等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的186.01%和92.10%分别提高至234.34%和124.94%。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为5.30%，同比提高3.49个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.46倍提高至0.87倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较低。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为3.83亿元，EBITDA利息倍数为0.92倍，公司EBITDA对利息的覆盖程度偏弱；公司全部债务/EBITDA由上年的17.84倍提高至21.22倍，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力弱。

截至2020年底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司共获得银行授信额度合计56.28亿元，已使用29.89亿元，未使用额度为26.39亿元，公司间接融资渠道尚可。

7. 母公司财务概况

母公司资产、负债以及经营收入占合并口径比例较高；母公司债务负担一般，盈利能力较弱。

截至2020年底，母公司资产总额147.35亿元，较上年底增长6.39%。其中，流动资产142.95亿元（占比97.01%），非流动资产4.40亿元（占比2.99%）。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货；非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程构成。截至2020年底，母公司货币资金为19.43亿元。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为45.02 亿元，较上年底增长 0.52%。其中，实收资本为 29.00 亿元（占 64.42%）、资本公积合计 12.71 亿元（占 28.24%）、未分配利润合计 2.89 亿元（占 6.43%）、盈余公积合计 0.37 亿元（占 0.83%）。

截至 2020 年底，母公司负债总额 102.33 亿元，较上年底增长 9.19%。其中，流动负债 63.40 亿元（占比 61.95%），非流动负债 38.94 亿元（占比 38.05%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、其他流动负债构成，非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。母公司 2020 年资产负债率为69.45%，较 2019 年提高 1.78 个百分点。

截至 2020 年底，母公司资产负债率69.45%，全部债务资本化比率 56.47%。2020 年，母公司营业收入为 38.68 亿元，利润总额为 0.44 亿元。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，为流出 0.67 亿元。母公司投资活动现金净流出 0.65 亿元。母公司筹资活动现金净流入 10.08 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 88.91%；母公司负债占合并口径的 85.19%；母公司所有者权益占合并口径的 98.71%；母公司营业收入占合并口径的 72.80%；母公司利润总额占合并口径的 50.77%；母公司全部债务占合并口径的 71.81%。

十、存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券的保障程度较强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。

截至2020年底，公司存续债券余额为30.00亿元。其中，一年内到期的债券余额为 10.00 亿

元。2020 年底，公司现金类资产对其覆盖倍数为 2.76 倍，保障能力较好。

公司存续债券集中兑付峰值出现在 2022 年，公司需于当年兑付 20.00 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 的对债券集中兑付峰值的保障倍数分别为 2.75 倍、0.18 倍和 0.19 倍。公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
截至 2020 年底一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	20.00
截至 2020 年底现金类资产/截至 2020 年底一年内到期债券余额	2.76
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.75
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.18
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

注：现金类资产未扣除受限资金

资料来源：联合资信整理

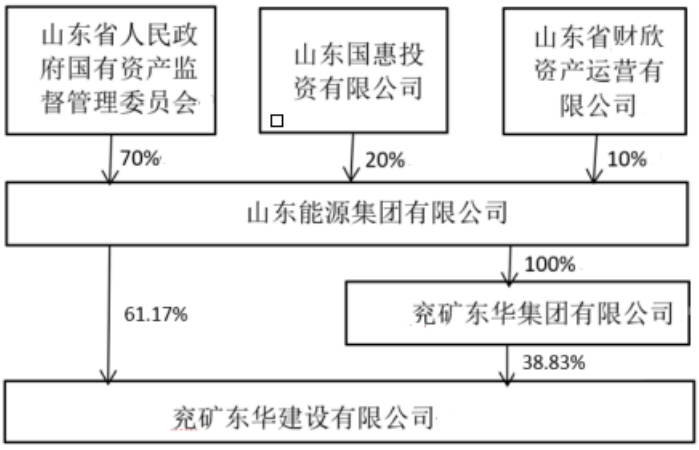
“19兖东01”由山东能源提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评定，山东能源主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。山东能源担保实力极强，其担保显著增强了“19兖东01”本息偿还的安全性。

十一、 结论

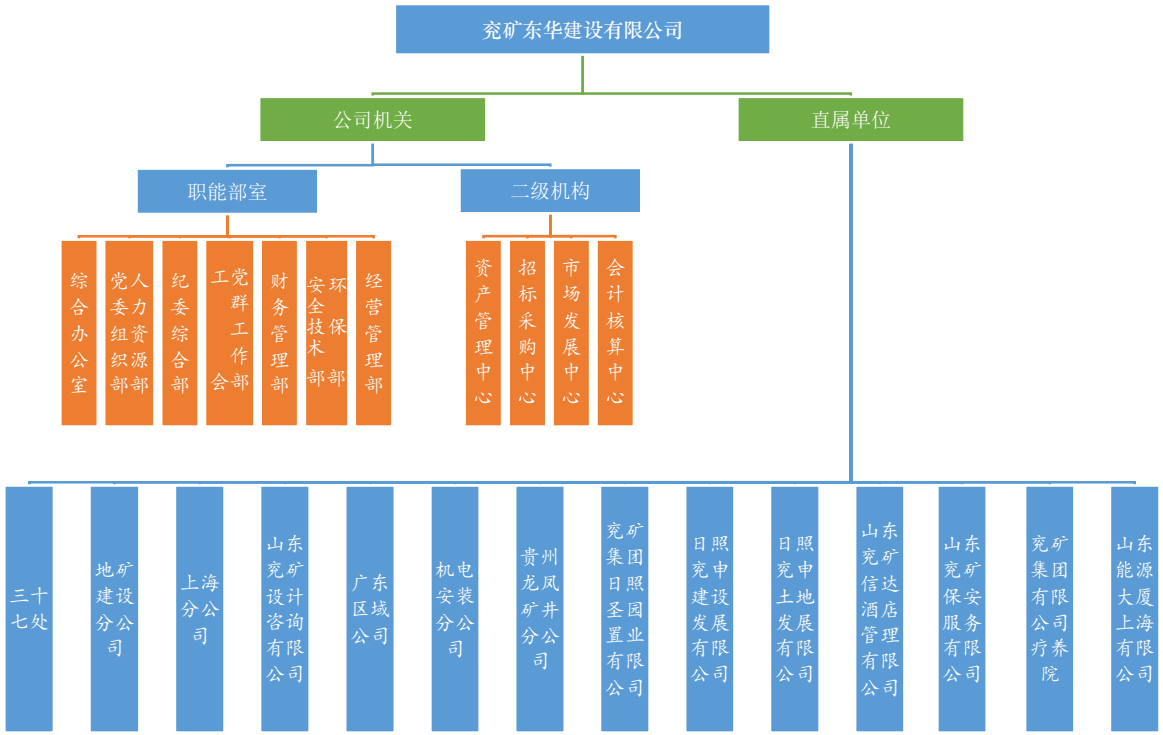
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19兖东01”的债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 5 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.07	20.22	27.59
资产总额（亿元）	156.28	163.56	165.73
所有者权益（亿元）	44.73	45.01	45.60
短期债务（亿元）	55.07	43.61	31.75
长期债务（亿元）	16.62	32.27	49.57
全部债务（亿元）	71.69	75.88	81.32
营业收入（亿元）	48.86	47.37	53.13
利润总额（亿元）	0.95	1.05	0.87
EBITDA（亿元）	3.01	4.25	3.83
经营性净现金流（亿元）	4.98	1.56	3.65
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.21	1.58	1.57
存货周转次数（次）	0.66	0.53	0.61
总资产周转次数（次）	0.36	0.30	0.32
现金收入比率（%）	60.26	63.66	73.56
营业利润率（%）	8.80	10.14	9.39
总资本收益率（%）	2.27	3.01	2.65
净资产收益率（%）	1.59	1.30	1.28
长期债务资本化比率（%）	27.09	41.75	52.08
全部债务资本化比率（%）	61.58	62.77	64.07
资产负债率（%）	71.38	72.48	72.48
流动比率（%）	163.16	186.01	234.34
速动比率（%）	78.52	92.10	124.94
经营现金流动负债比（%）	5.25	1.81	5.30
现金短期债务比（倍）	0.36	0.46	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	1.16	0.92	0.92
全部债务/EBITDA（倍）	23.83	17.84	21.22

注：本报告将合并口径其他流动负债中的有息债务部分计入短期债务，其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.59	18.17	22.00
资产总额（亿元）	132.29	138.50	147.35
所有者权益（亿元）	44.78	44.78	45.02
短期债务（亿元）	41.68	30.59	21.01
长期债务（亿元）	4.86	14.79	37.39
全部债务（亿元）	46.54	45.38	58.40
营业收入（亿元）	42.96	44.34	38.68
利润总额（亿元）	0.94	0.56	0.44
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	4.77	1.37	-0.67
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.88	1.41	1.10
存货周转次数（次）	0.96	0.99	0.87
总资产周转次数（次）	0.37	0.33	0.27
现金收入比率（%）	43.58	53.21	69.84
营业利润率（%）	9.36	9.48	11.57
总资本收益率（%）	0.81	0.26	0.22
净资产收益率（%）	1.65	0.52	0.50
长期债务资本化比率（%）	9.79	24.83	45.37
全部债务资本化比率（%）	50.96	50.33	56.47
资产负债率（%）	63.32	67.67	69.45
流动比率（%）	175.41	176.52	225.49
速动比率（%）	119.19	125.81	163.26
经营现金流动负债比（%）	6.39	1.79	-1.05
现金短期债务比（倍）	0.47	0.59	1.05
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：公司未提供母公司固定资产折旧、摊销、费用化利息支出及资本化利息支出数据，故 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”标示

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2021〕4675号

联合资信评估股份有限公司通过对山东能源集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东能源集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“21兖矿MTN003”“21兖矿MTN002”“21兖矿MTN001A”“21兖矿MTN001B”“20兖矿MTN005”“20兖矿MTN003”“19兖矿MTN008”“19兖矿MTN007”“19兖矿MTN005”“19兖矿MTN004”“19兖矿MTN002”“18兖矿MTN015”“18兖矿MTN014”“18兖矿MTN011”和“18兖矿MTN009”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东能源集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东能源集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN015	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN014	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN009*	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 兖矿 MTN003	5 亿元	5 亿元	2024/03/18
21 兖矿 MTN002	20 亿元	20 亿元	2024/03/12
21 兖矿 MTN001B	5 亿元	5 亿元	2024/01/22
21 兖矿 MTN001A	15 亿元	15 亿元	2023/01/22
20 兖矿 MTN005	20 亿元	20 亿元	2023/11/25
20 兖矿 MTN003	15 亿元	15 亿元	2023/09/24
19 兖矿 MTN008*	10 亿元	10 亿元	2022/12/27
19 兖矿 MTN007*	10 亿元	10 亿元	2022/12/06
19 兖矿 MTN005*	20 亿元	20 亿元	2022/10/16
19 兖矿 MTN004*	20 亿元	20 亿元	2022/08/26
19 兖矿 MTN002	20 亿元	20 亿元	2022/04/11
18 兖矿 MTN015*	10 亿元	10 亿元	2021/12/18
18 兖矿 MTN014*	10 亿元	10 亿元	2021/11/14
18 兖矿 MTN011*	15 亿元	15 亿元	2021/10/12
18 兖矿 MTN009*	10 亿元	10 亿元	2021/07/16

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；*为永续期中期票据

评级观点

跟踪期内，原兖矿集团有限公司完成与原山东能源集团有限公司的重组，并作为存续单位，更名为山东能源集团有限公司（以下简称“公司”）。重组完成后，公司成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”）辖下唯一开展煤炭业务的集团企业，煤炭资源和生产规模优势大幅提升。跟踪期内，公司整体经营模式无明显变化，2020 年，受疫情因素影响，公司煤炭和主要煤化工产品价格下降，该板块盈利能力有所下降，但贸易业务规模的扩大，带动营业总收入同比增长，并保持了很大的经营活动现金净流入规模。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主要产品价格波动较大、低毛利率的贸易业务占比提升、债务负担重、非经常性损益对公司利润影响较大，以及部分矿井存在安全生产风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。

未来，随着公司在建项目逐步投产以及主要产品价格的回升，公司业务规模有望进一步扩张，带动收入及盈利水平逐步提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 兖矿 MTN003”“21 兖矿 MTN002”“21 兖矿 MTN001A”“21 兖矿 MTN001B”“20 兖矿 MTN005”“20 兖矿 MTN003”“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”“19 兖矿 MTN004”“19 兖矿 MTN002”“18 兖矿 MTN015”“18 兖矿 MTN014”“18 兖矿 MTN011”和“18 兖矿 MTN009”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司获得股东支持力度大，行业地位高。**跟踪期内，公司完成与原山东能源集团有限公司重组，作为存续公司，成为山东省国资委辖下唯一大型煤炭集团企业，公司行业地位进一步提高，区域竞争力强。

评级时间：2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	2
			现金流量	1
			资产质量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：黄　露　　石梦遥

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **公司主营业务资源和规模优势明显。**截至 2020 年底，公司拥有煤炭地质储量 924 亿吨，可采储量 208 亿吨；具备年产煤炭 3.50 亿吨的生产能力。同期，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 万吨的生产能力。
3. **公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。**截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为本年度剩余到期债券余额的 4.48 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为待偿债券本金峰值（230.78 亿元）的 32.67 倍和 2.29 倍。

关注

1. **2020 年，公司主营业务盈利水平有所下降。**一方面由于主要煤炭和煤化工产品价格下降，另一方面由于低毛利率的贸易业务收入占比提高，公司主营业务盈利水平有所下降。2020 年，公司营业利润率同比下降 3.22 个百分点。
2. **公司非经常性损益对公司利润影响大。**2020 年，公司实现投资收益 95.60 亿元，其中因长期股权投资公允价值重新计量增加收益 44.74 亿元；同期，公司将沃特岗矿业有限公司重新纳入合并范围，一次性确认非现金损失 68.44 亿元。公司非经营性损益规模较大，但连续性较弱。
3. **跟踪期内，公司债务规模增加，债务负担加重。公司所有者权益中含有较大规模的可续期债券，若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。**截至 2020 年底，公司全部债务 3407.75 亿元，较年初增长 11.07%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.98%和 60.10%。截至 2020 年底，公司存量可续期债券合计 280.86 亿元，若将其调整为债务后，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别上升至 71.08%和 65.05%。
4. **公司安全生产执行力度有待加强。**跟踪期内，原山东能源集团有限公司旗下矿井先后发生冲击地压、煤尘爆炸和冒顶事故等 3 起安全生产事故，共造成 14 人死亡，公司整体安全生产管理工作水平有待加强。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	549.00	814.13	794.41	826.82
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	6932.46
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2292.45
短期债务（亿元）	675.53	1482.23	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3068.05	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	1688.63
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	36.58
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	58.54
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.44
净资产收益率（%）	5.71	8.07	4.94	--
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.93
全部债务资本化比率（%）	63.93	59.51	60.10	/
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	97.76
经营现金流动负债比（%）	15.28	13.11	12.56	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.55	0.53	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.88	3.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.84	5.06	6.44	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1708.01
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	697.60
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	907.00
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.01
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	-9.37
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	59.16
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	56.52
流动比率（%）	82.79	69.69	106.15	110.37
经营现金流动负债比（%）	0.18	-3.06	-9.78	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务调整至长短期债务核算，母公司口径下，已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2021 年一季度债务调整数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2021/03/11	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	2021/03/05	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2020/11/10	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2020/09/16	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN008/ 19 兖矿 MTN007/ 19 兖矿 MTN005/ 19 兖矿 MTN004/ 19 兖矿 MTN002/ 18 兖矿 MTN015/ 18 兖矿 MTN014/ 18 兖矿 MTN011/ 18 兖矿 MTN009	AAA	稳定	2020/07/09	黄露 柳丝丝 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	2019/12/13	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	2019/11/11	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2019/09/20	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	2019/07/24	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
19 兖矿 MTN002	AAA	稳定	2019/03/11	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN015	AAA	稳定	2018/11/30	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN014	AAA	稳定	2018/11/01	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN011	AAA	稳定	2018/08/27	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN009	AAA	稳定	2018/05/29	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东能源集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信，评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东能源集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

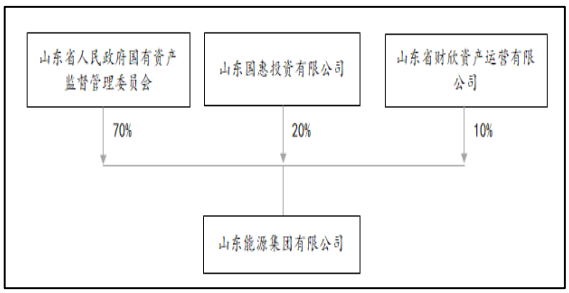
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东能源集团有限公司（原兖矿集团有限公司，以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

公司前身系成立于1976年的兖州矿务局。1996 年 3 月，兖州矿务局改制为国有独资公司，并于 1999 年正式更名为兖矿集团有限公司。历经多次增资及股权变更，截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 77.69 亿元，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”）持有公司 70%股权，山东国惠投资有限公司持有公司 20%股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 10%股权。

2020 年 8 月，经上述三股东批准同意，公司与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）实施合并重组，公司将更名为山东能源集团有限公司作为存续公司，自 2020 年 11 月 30 日予以合并交割。2021 年 1 月 27 日，公司股东山东省社会保障基金理事会变更为山东省财欣资产运营有限公司，持有公司 10%股权。2021 年 3 月 31 日，原山东能源完成注销手续，公司正式更为现用名，注册资本变更为 247 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 247 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70%股权，为公司控股股东及实际控制人。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司完成合并重组，成为山东省国资委旗下唯一煤炭集团企业。公司主营业务范围及经营模式无明显变化，资源与规模优势大幅提升。

截至 2021 年 3 月底，公司本部设有 11 个职能部门和 11 个业务中心；公司合并范围内二级子公司 61 家，主要包括兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）、枣庄矿业（集团）有限责任公司（以下简称“枣庄矿业”）、临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临沂矿业”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）等。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 6851.03 亿元，所有者权益 2262.51 亿元（含少数股东权益 1138.82 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 6752.40 亿元，利润总额 170.07 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 6932.46 亿元，所有者权益 2292.45 亿元（含少数股东权益 1171.44 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1688.63 亿元，利润总额 36.58 亿元。

公司地址：山东省济南市高新区工业南路 57-1号高新万达J3写字楼19层；法定代表人：李希勇[1]。

[1] 2021 年 4 月 10 日，公司董事长李希勇先生因病逝世，截至报

三、存续债券情况

截至目前，由联合资信评定的存续债券共15只，余额共计205亿元。跟踪期内，各债券募集资金均按照规定用途使用，除尚未到首个付息日的债券外，其余存续债券均正常付息。

表1 联合资信评定的公司存续期内债券明细

（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日	到期兑付日
21 兖矿 MTN003	5	2021/03/18	2024/03/18
21 兖矿 MTN002	20	2021/03/12	2024/03/12
21 兖矿 MTN001B	5	2021/01/22	2024/01/22
21 兖矿 MTN001A	15	2021/01/22	2023/01/22
20 兖矿 MTN005	20	2020/11/25	2023/11/25
20 兖矿 MTN003	15	2020/09/24	2023/09/24
19 兖矿 MTN008*	10	2019/12/27	2022/12/27
19 兖矿 MTN007*	10	2019/12/06	2022/12/06
19 兖矿 MTN005*	20	2019/10/16	2022/10/16
19 兖矿 MTN004*	20	2019/08/26	2022/08/26
19 兖矿 MTN002	20	2019/04/11	2022/04/11
18 兖矿 MTN015*	10	2018/12/18	2021/12/18
18 兖矿 MTN014*	10	2018/11/14	2021/11/14
18 兖矿 MTN011*	15	2018/10/12	2021/10/12
18 兖矿 MTN009*	10	2018/07/16	2021/07/16
合计	**205**	--	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；*为永续中期票据，其到期兑付日为首个行权赎回日
资料来源:Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2017－2020 年中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降

告出具日，公司尚未新任董事长，且未完成法定代表人工商变更

2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万

亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

（一） 煤炭行业

1. 行业运行

2020 年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于 2019 年，行业经济效益有所下降。2021 年初，煤炭价格延续 2020 年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。

煤炭产量方面，2020 年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020 年全国原煤产量 38.44 亿吨，同比增长 2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比

重为 78.29%，同比上升 1.45 个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表 3　2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

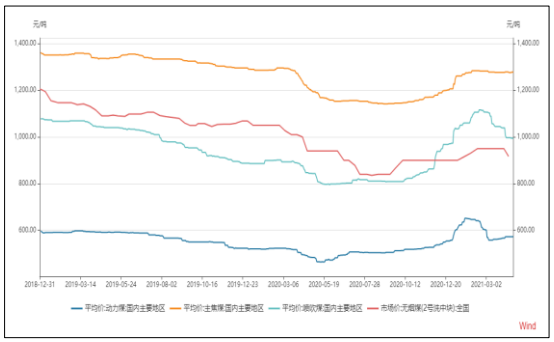
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	**246922.40**	**263299.70**	**287818.80**	**300928.10**
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	**71.67**	**74.25**	**76.84**	**78.29**

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长 0.6%，增速较上年下降 0.4 个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的 56.8%，比上年下降 0.9 个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。

图 2　国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

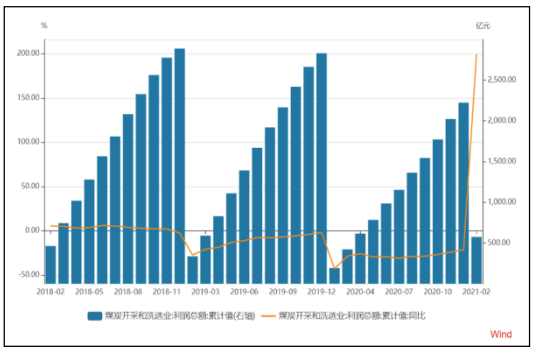
2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5－8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分

别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图3　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

行业经济效益方面，2020 年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 222.70 亿元，同比下降 21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021 年 1－2 月，煤炭行业实现利润总额 574.70 亿元，同比大幅增长 199.32%，创近三年新高。

2.　行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业经营时间普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成电持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

3.　行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进

的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

（二） 煤化工行业（甲醇）

近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游甲醇制烯烃产能的增长对甲醇需求形成支撑，但行业开工率较低，存在一定产能过剩。2020年，受疫情影响，甲醇价格波动较大。2021年一季度，甲醇平均价格已恢复并超过了疫情前期水平。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸、二甲醚和甲醇燃料等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场增长的引擎。2020年，甲醇制烯烃占中国甲醇下游消费的比例约为52%。

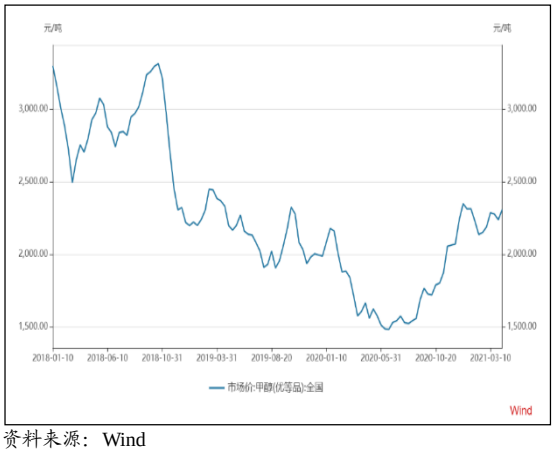
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料，煤制甲醇产能占比达到75%。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，甲醇产能扩张最为迅速；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度有所放缓。

近年来国内甲醇产能产量持续增长。2020年，中国甲醇产能新增 517 万吨，均为煤制甲醇。截至 2020 年底，我国甲醇总产能达到 9100 万吨，同比增长 3%。2020 年，中国甲醇产量 6385 万吨，同比增长 9%，甲醇装置全年平均开工率约为 70%。

从进口量来看，2020 年，我国甲醇进口量为 1300.91 万吨，同比增长 19.40%。我国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次为阿联酋和阿曼。

图 4 甲醇价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，由于进口量较大、产能增长较多等因素影响，甲醇呈现供过于求的格局，整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移，2019年甲醇（优等品）全年均价为2145.69元/吨，同比下降25.49%。2020年初，由于疫情影响导致下游需求不振和国际油价下跌，甲醇价格快速下跌。2020年5月至2021年2月，甲醇价格触底反弹，随后开始高位震荡。2021年一季度，国内甲醇优等品的平均价格为2237元/吨，同比增长16%。2021年，国内甲醇新增产能预计约1055万吨，同时国外预计新增产能600万吨，甲醇供给端将持续趋于宽松。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 247.00 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70%股权，为公司控股股东和实际控制人。

2．企业规模

重组完成后，公司成为山东省国资委旗下唯一煤炭集团企业，主营业务资源和规模优势大幅提升，产品区域竞争力强。

公司为华东地区最大煤炭生产商和出口企业之一，是煤炭行业第一个建立现代企业制度的国有大型集团公司，是山东省国资委下辖唯一煤炭集团企业，也是山东省国有资产规模最大的国有企业之一。公司煤炭储量丰富，除在山东基地拥有多个矿井外，还在国内贵州、山西、陕西、新疆、内蒙，国外澳大利亚等地获取了较为丰富的煤炭资源。公司煤炭品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等，可以生产各级别的精煤、块煤、经筛选原煤、混煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤等品种，资源保障优势强。同时，公司提出“以煤为本，煤与非煤并重”的发展战略，逐步形成以煤炭为主，兼营煤化工、电力、非煤贸易、新能源和装备制造等业务的经营格局。

截至 2020 年底，公司已占有和控制的煤炭地质储量 924 亿吨，可采储量 208 亿吨；产能达到 32941 万吨/年。同时，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 万吨的生产能力，在煤化工业务方面也具备一定的规模优势。

公司产品区域竞争力强。公司为山东省唯一大型煤炭生产企业，境内煤炭销售以山东省内为主。山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大，省内产业结构可对公司未来经营业绩的巩固和提升形成有力支持。

3．过往债务履约情况

根据公司提供的法人客户信用报告（统一社会信用代码：91370000166120002R），截至 2021 年 5 月 11 日，公司未结清债务均正常，已结清债务中，关注类账户 8 项，不良类账户 2 项。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司实施合并重组，法人治理结构和管理体制无明显变化，但主要高级管理人员变动较大。

截至目前，公司董事和高级管理人员共 10 人。其中，董事兼高级管理人员 3 人、外部董事 4 人、高级管理人员 3 人。根据《公司章程》，公司董事会应由 9 名董事组成，2021 年 4 月 10 日，公司原董事长因病去世，目前尚未确定新任董事长；同时，公司尚余 1 名职工董事未能就任。

公司党委副书记、董事兼总经理满慎刚先生，1969 年 3 月出生，中共党员，中央党校研究生学历；曾任肥城矿业集团有限责任公司（以下简称“肥城矿业”）董事、党委常委，枣庄矿业党委书记、总经理、董事长，原山东能源党委常委。

公司外部董事兼财务总监茹刚先生，1972 年 3 月出生，大学学历，硕士学位，民建会员；曾任中国新技术创业投资公司山东证券管理总部财务部副经理、研究发展部经理，山东中创软件工程股份公司资本市场研究中心主任，山东视网联媒介发展股份公司董事、董事会秘书，淄博矿业集团有限责任公司外部董事、财务总监，兖矿集团有限公司外部董事、财务总监。

八、重大事项

1．集团内子公司股权转让

本次交易为公司合并范围内子公司股权转让，对公司生产经营、财务状况及偿债能力不构成重大不利影响，且进一步提高了子公司的业务规模优势。联合资信将持续关注本次交

易进展及兖州煤业与标的公司整合后协同效用情况。

2020 年 10 月 30 日，原兖矿集团发布《关于兖矿集团有限公司签订重大合同的公告》称，公司已于 2020 年 9 月 30 日与兖州煤业签署《股权及资产转让协议》，拟以约 183.55 亿元现金向兖州煤业出售陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能源”）49.315%股权、兖矿榆林精细化工有限公司 100%股权、兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“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%股权以及信息化中心相关资产。根据约定，兖州煤业将于协议生效后五个工作日内一次性向公司支付交易价款的 40%；于 2021 年 6 月底前向公司支付转让价款的 30%及对应利息；于协议生效后的十二个月内向公司支付转让价款的 30%及对应利息。2020 年 12 月 15 日，公司与兖州煤业签署了《交割确认书》，本次股权转让于当日予以交割（交割审计基准日为 2020 年 11 月 30 日）。

2. 通过增资进行煤炭资源整合

兖州煤业积极进行国内煤炭资源整合，收购内蒙古矿业集团增加了公司可控煤炭资源，但该公司目前仍处于亏损状态，其未来盈利能力亦取决于兖州煤业整合情况、后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。

2020 年 9 月 4 日，兖州煤业发布《兖州煤业股份有限公司关于拟通过公开摘牌方式参与内蒙古矿业（集团）有限责任公司增资项目的公告》，兖州煤业拟通过在内蒙古产权交易中心公开摘牌方式参与内蒙古矿业（集团）有限责任公司（“内蒙古矿业集团”）增资项目，获得内蒙古矿业集团 51%股权，拟增资价格不高于人民币 396228.95 万元。内蒙古矿业集团持有营盘壕井田资源量 9.8411 亿吨，资源占比 43.47%，通过内蒙古矿业集团增资项目，可以确保兖州煤业对营盘壕公司的绝对控股。根据兖州煤业显示：内蒙古矿业集团目前仍处于亏损状态，其未来盈利能力亦取决于兖州煤业整合情况、后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。根据公告信息，截至 2018 年底，内蒙古矿业集团净资产为-44.71 亿元，2018 年净利润为-9.64 亿元；截至 2019 年 10 月底，内蒙古矿业集团净资产为-25.56 亿元，2019 年 1－10 月，净利润为-9.71 亿元。

3. 境外控股子公司合并范围发生变化

公司于 2020 年底将亏损子公司沃特岗重新纳入合并范围，造成当期一次性非现金损失 68.44 亿元。由于沃特岗下属澳思达和唐纳森煤矿的养护结束时间尚不明确，沃特岗存在继续亏损的可能性，且公司对沃特岗所属煤矿的养护是否仍需大规模资金支出，亦存在不确定性。

沃特岗矿业有限公司（以下简称“沃特岗”）为兖煤澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）于 2015 年在境外实施资产证券化业务而设立的子公司。2016 年，沃特岗发行为期约 9 年的 7.75 亿美元有抵押债券给三名外部债券持有人，债券持有人通过委任大多数董事，获得对沃特岗董事会的控制权，取得对沃特岗的主要运营及战略决策权，因此自交易完成日（2016 年 3 月 31 日）起兖煤澳洲终止合并沃特岗。

2019 年 1 月 4 日，中银国际证券有限责任公司（债券持有人之一）通知沃特岗及公司行使对 2 亿美元债券的认沽期权。公司于 2019 年 4 月 1 日购买了该债券，成为该债券的持有人。

2020 年 12 月 16 日，兖州煤业发布《兖州煤业股份有限公司关于境外控股子公司合并报表范围发生变化的公告》，公司、兖煤澳洲、沃特岗、债券持有人等主体签署《债券认购协议补充协议》《认沽期权协议补充协议》等协议，约定剩余两名债券持有人在上述协议签署

后行使认沽期权，由公司回购其持有的 5.75 亿美元沃特岗债券，进而成为沃特岗债券唯一持有人。根据相关协议约定，原债券持有人提名的沃特岗董事将自债券持有人行使认沽期权之日起辞职，公司作为沃特岗债券唯一持有人无法委任董事，兖煤澳洲获得对沃特岗董事会的控制权，取得对沃特岗主要运营及战略决策权。因此，沃特岗自 2020 年 12 月 16 日起重新被纳入兖煤澳洲合并报表范围，并由兖煤澳洲将其纳入交叉担保。

因沃特岗下属澳思达和唐纳森煤矿处于养护状态，仅艾诗顿煤矿在产，2019 年和 2020 年上半年，沃特岗分别实现营业收入 2.77 亿澳元和 1.50 亿澳元，亏损 1.12 亿澳元和 1.54 亿澳元。因负债价值预计高于资产估值，重新合并沃特岗财务报表致公司 2020 年度确认一次性非现金损失 68.44 亿元。

4. 下属矿业公司发生多起安全事故

原山东能源旗下矿区发生多起安全事故，公司生产安全管理能力亟待加强。

2020 年 2 月 22 日，原山东能源旗下山东新巨龙能源有限责任公司 2305S 工作面上平巷发生冲击地压事故，造成 4 人死亡。事故直接原因为事故区域煤层及其顶底板具有冲击倾向性，煤岩体埋藏深，FD8 断层与工作面形成三角区，FD8 与 FD6 断层形成楔形地堑结构，工作面见方及上覆岩层大范围悬顶造成局部高应力聚集；大区域构造应力调整及工作面开采扰动，诱发冲击地压事故发生。事故发生后原山能集团已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2020年8月20日，原山能集团旗下肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司35003工作面发生煤尘爆炸事故，造成7人死亡，9人受伤。山东煤矿安全监察局2021年2月批复了《肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司“8.20”较大煤尘爆炸事故调查报告》。事故直接原因为该矿35003综放工作面采煤机截割过程中滚筒截齿与中间巷金属支护材料（锚杆、锚索、钢带）机械摩擦产生的火花，引燃截割中间巷松软煤体扬起的煤尘（悬浮尘），导致煤尘爆炸。事故发生后原山能集团已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2021 年 5 月 27 日，原山东能源旗下枣庄矿业集团新安煤业有限公司掘进工作面突发冒顶事故，造成 6 人被困。事故发生后，济宁市和山东省相关部门单位迅速启动应急预案，第一时间调集专业救援力量组织抢险救援，已有 3 人被救。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受贸易业务规模扩大因素带动，公司营业总收入持续增长；2020 年，由于煤炭销售均价下降且低毛利贸易业务占比提高，公司综合毛利率水平有所下降。

因公司重组事项所涉资产规模大，且重组时间较短，以致截至目前公司尚未对 2018－2019 年所有经营数据进行合并追溯调整。本报告经营分析部分中，除特殊说明外，2018－2019 年数据均为重组前两集团数据直接加总合计。

公司主要业务包含煤炭采销、非煤贸易及煤化工等，其中煤炭和贸易收入占比高。2020 年，受贸易业务规模扩大因素带动，公司实现营业总收入 6752.40 亿元，同比增长 11.23%。收入构成看，2020 年，公司煤炭板块收入同比下降 7.64%至 1467.79 亿元，主要由于疫情影响国内煤炭销售价格下降所致；贸易板块收入同比提升 18.12%至 4439.90 亿元，主要系贸易业务规模扩大以及占比最高的有色金属价格提升所致。公司其他业务包括煤化工、房地产、煤机制造、工程施工等。2020 年，煤化工业务实现收入 247.82 亿元，同比下降 7.79%，主要由于煤化工产品价格的下降。但相比于煤炭和贸易板块，煤化工业务收入占比小，对公司收

入和利润的影响有限。

盈利能力方面，受煤炭销售价格下降影响，公司煤炭板块毛利率同比下降 6.76 个百分点；公司贸易业务规模较大，但盈利水平低，2020 年该板块毛利率为 0.31%。综上，受煤炭毛利率下降以及低毛利率的贸易业务占比提高影响，公司综合毛利率同比下降 3.28 个百分点至 9.55%。

表 4　公司营业总收入情况　（单位：亿元、%）

项　目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	1573.50	27.37	39.95	1589.29	26.18	36.74	1467.79	21.74	29.98
贸易	3389.34	58.96	0.43	3758.90	61.92	0.35	4439.90	65.75	0.31
其他	785.51	13.66	25.79	722.45	11.90	25.17	844.71	12.51	22.65
合计	**5748.35**	**100.00**	**14.71**	**6070.64**	**100.00**	**12.83**	**6752.40**	**100.00**	**9.55**

注：已根据合并口径对 2018－2019 年收入构成做追溯调整
资料来源：公司提供

2021 年一季度，公司实现营业总收入 1688.63 亿元，同比提高 33.08%，主要系上年同期受疫情影响，公司贸易业务规模较小，而本期公司贸易业务规模扩大所致。在主要产品价格回升以及低毛利率的贸易业务规模扩大的双重影响下，公司当期毛利率较 2020 年小幅提高 0.04 个百分点。

2.　煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭业务经营模式无明显变化。2020 年，公司煤炭产销量均同比小幅下降；同期，由于煤炭销售价格下降影响，该板块盈利能力有所下降。

煤炭业务是公司的核心业务，是公司最主要的利润来源。公司已建立起完整的“资源储备→技术研发→煤炭采选→产品加工→运输→销售体系”业务链。

公司煤炭业务主要由子公司兖州煤业、新疆能化、临沂矿业、枣庄矿业等负责运营。公司按照“稳本部、增新区、拓海外”的战略，借助国内外煤炭产业扩张平台，在稳定本部煤炭产量的同时，不断开发西部煤炭资源和海外煤炭资源，增强煤炭资源储备。公司煤炭品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等。截至 2020 年底，公司已占有和控制的煤炭地质储量为 924 亿吨，可采储量为 208 亿吨，为公司的持续发展奠定了资源基础。其中，境内剩余可采储量为 173.10 亿吨，主要分布在山东、鄂尔多斯、新疆、贵州、陕西地区；境外煤炭可采储量 18.89 亿吨，全部集中于澳大利亚。

受代管矿井退出以及冲击地压风险导致的部分矿井产能核减影响，截至 2020 年底，公司煤炭产能合计 3.50 亿吨/年，较上年底下降 11.39%。

表 5　公司主要煤产品产销情况
（单位：亿吨/年、亿吨、%、元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	3.73	3.95	3.50
产量	2.73	2.78	2.70
产能利用率	73.30	70.35	77.25
销量	2.21	2.21	2.20
产销率	80.97	79.65	81.65
销售均价	533.38	513.20	429.50
本部吨煤生产成本	329.95	335.92	309.22
兖煤澳洲吨煤生产成本	270.53	270.51	285.25

注：2019 年产能中含部分托管矿井产能；公司产销量为自产原煤统计量（不含外购煤）；销售均价为商品煤销售均价
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司煤炭开采销售模式无明显变化。2020 年，公司生产煤炭 2.70 亿吨，同比下降 2.77%，但产能利用率同比提高 6.90 个百分点至 77.25%。

生产成本方面，2020 年，公司本部吨煤生产成本同比下降 7.95%至 309.22 元/吨，主要

由于公司相应国家政策，降低社保缴纳数额；同期，劳务费用支出增加导致兖煤澳洲吨煤生产成本同比增长 5.45%。

煤炭销售方面，2020年，公司自产煤销售2.20亿吨，产销率同比小幅提高2.00个百分点。销售价格方面，2020年，受行业波动影响，煤炭价格整体下行，公司煤炭销售均价同比下降16.31%，导致该板块盈利水平的下降。

公司构建了国际化营销体系，贴近市场进行销售，与境内外周边企业建立战略联盟，形成了稳固的合作关系，推进营销一体化策略的实施。区域客户方面，公司境内煤炭销售以山东省内为主，山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大。作为山东省唯一大型煤炭生产企业，公司产品区域竞争力强，华东地区销售收入占比较高。公司商品煤主要为炼焦用气精煤和动力煤，其中气精煤主要销往宝山钢铁股份有限公司和山东钢铁集团有限公司等，动力煤主要销往华电国际电力股份有限公司等。公司主要客户多为特大型国有企业，信用水平高。公司与境内合作客户的主要结算方式为现汇和票据。公司境外煤炭目标市场为日本、韩国和澳大利亚等地，并与多个境外电厂和钢铁公司形成良好的合作伙伴关系。公司与上述境外合作客户的主要结算方式为现汇。2020年，公司煤炭板块前五大客户销售金额合计占该板块总销售金额的7.37%，公司煤炭业务对单一客户依赖程度很低。

3. 贸易业务

跟踪期内，贸易规模快速增长带动公司收入持续增长，但该板块毛利率维持较低水平，对利润贡献度低。

非煤贸易业务占公司营业总收入的比重约 60%~70%。公司贸易业务主要从事有色金属、油品、矿产品等物资的批发销售，既包括集团产品的销售，也包括集团外商品的贸易。公司贸易业务主要运营主体包括山东能源国际贸易有限公司、山东能源集团煤炭营销有限公司、山东中垠国际贸易有限公司、青岛中兖贸易有限公司等。跟踪期内，公司整体贸易业务的运营模式无明显变化。传统贸易业务方面，客户向公司下达采购订单，选定生产厂家；公司结合挂牌价及市场实际成交价格与上游供应商锁定供货价格及公司利润后确认订单；订单确认后，公司发采购订单至上游供应商，同时锁定资源，申请付款；上游供应商根据公司发货通知单发货至指定地点，公司跟进现场验收，验收合格后，客户开具到货回执给送货方，开具收货单交公司为结算依据；每月 20 号为结算日，对账后公司开具发票，由客户按约定方式回款，业务结算周期为 1 个月。代理采购业务方面，公司业务包括国内代理采购和进口、转口代理采购，由客户提供需求，在签订代理采购合同并交纳相应保证金后，由公司负责进行采购，并按合同约定与客户进行货权的交接和结算，贸易业务运作主体形成销售，获得采购价差形式的代理费用，业务周期为 3 个月。公司贸易业务供应商和客户较为分散，2020 年前五名供应商和客户采销金额占比分别为 6.76%和 10.00%。

公司贸易产品主要为铜、镍、钢材等有色金属，2020 年，有色金属贸易收入占 76.09%。

表 6　公司贸易业务情况（单位：亿元）

产品种类	2018 年	2019 年	2020 年
有色金属	2171.66	2593.17	3378.53
油品	249.81	367.98	490.17
矿产品	201.96	269.56	296.08
化工产品	88.03	4.89	5.21
林业产品	0.00	0.00	41.36
其他	677.88	523.30	228.55
合计	**3389.34**	**3758.90**	**4439.90**

注：有色金属主要包括铜、镍、钢材、锌、铝等，矿产品主要包括铁矿石、锰矿、铬矿等
资料来源：公司提供

4. 煤化工业务

跟踪期内，公司煤化工产品产能利用率和产销率保持较高水平，但产销量均同比下降。

同时，由于主要产品价格的下降，该板块收入和盈利水平有所下降。

跟踪期内，公司煤化工业务经营模式无明显变化。2020 年，公司煤化工板块实现营业收入 247.82 亿元，同比下降 7.79%。

公司煤化工板块主要产品包括甲醇、醋酸、尿素和焦炭等，产能分布山东鲁南、陕西榆林、贵州开阳、新疆乌鲁木齐及内蒙古鄂尔多斯五大煤化工产业基地。截至 2020 年底，公司已具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 万吨的生产能力。其中，尿素和焦炭产能分别较上年底下降 25.71%和 23.20%，主要由于鲁南化工根据市场销售情况调整产线，退出部分尿素产能；山东同泰能化有限公司根据省政府安排退出部分焦炭产能。2020 年，公司煤化工产品总产量同比下降 5.10%。但甲醇产品受上年新投产线产能释放带动产量同比提高 20.10%。

销量方面，公司部分甲醇和醋酸产品用于内部其他化工产品的生产，产品外销占比较低。2020 年，公司完成焦炭销售 370.99 万吨，同比下降 36.79%，焦炭产销率同比下降 17.62 个百分点，主要系 2020 年疫情期间，下游需求明显减弱，以及部分产线于 2020 年投入试生产，试生产产品未纳入销售量统计所致。销售价格方面，煤化工产品整体销售均价同比有所下降。其中，2020 年，甲醇销售价格同比下降 19.93%至 1346.27 元/吨；尿素销售价格同比下降 13.16%至 2233.66 元/吨，均大幅下降；公司焦炭销售价格同比提高 19.25%，主要系焦化企业产能出清以及下半年钢铁高炉开工率提升，导致焦炭产品供不应求所致。

表 7　煤化工主要产品产销情况

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

产品	项目名称	2018 年	2019 年	2020 年
甲醇	产能	373.00	544.00	535.00
	产量	401.47	422.23	507.09
	产能利用率	107.63	77.62	94.78
	销量	355.49	365.16	359.34
	产销率	88.55	86.48	70.86
	含税销售价	2204.78	1681.46	1346.27
醋酸	产能	70.00	100.00	100.00
	产量	79.61	103.29	107.23
	产能利用率	113.73	103.29	107.23
	销量	50.88	74.72	75.92
	产销率	63.91	72.34	70.80
	含税销售价	3764.00	2501.41	2233.66
尿素	产能	90.00	70.00	52.00
	产量	56.05	66.88	54.50
	产能利用率	62.28	95.54	104.81
	销量	53.39	61.72	54.50
	产销率	95.25	92.28	100.00
	含税销售价	1561.00	1475.41	1281.22
焦炭	产能	585.00	585.00	495.00
	产量	576.63	589.10	452.42
	产能利用率	98.57	100.70	91.40
	销量	568.34	586.88	370.99
	产销率	98.56	99.62	82.00
	含税销售价	1712.78	1615.77	1926.82

资料来源：公司提供

公司煤化工板块客户较为分散。2020 年，煤化工板块前五大客户销售金额合计占该板块总销售金额的 5.81%，公司煤化工业务对单一客户依赖程度很低。

5.　经营效率

公司经营效率较高。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比有所下降，分别为 21.43 次、9.80 次和 1.03 次。与中国中煤能源集团有限公司及陕西煤业化工集团有限责任公司相比，公司经营效率较高。

表 8　2020 年经营效率指标同业对比情况（单位：次）

项目	山东能源集团有限公司	中国中煤能源集团有限公司	陕西煤业化工集团有限责任公司
销售债权周转次数	21.43	8.18	12.18
存货周转次数	9.80	7.78	14.27
总资产周转次数	1.03	0.46	0.59

资料来源：联合资信整理

6. 在建工程

公司在建项目主要为煤炭和煤化工项目，整体投资压力尚可。

截至 2020 年底，公司在建项目集中于煤炭和煤化工项目建设，在建项目预计总投资 454.97 亿元，已完成投资 297.80 亿元；预计 2021 年投资 94.44 亿元，2022 年投资 41.00 亿元。公司整体投资压力尚可。

表 9 截至 2020 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	设计产能	总投资	截至2020年底已投资额	2021 年拟投资额	2022 年拟投资额
荣信二期建设	甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn 30 万吨/年	73.36	66.87	2.99	0.00
万福煤矿及选煤厂	180 万吨	50.35	40.55	8.87	2.00
榆林甲醇厂二期项目	甲醇装置 80 万吨/年，DMMn 装置 50 万吨/年	45.96	38.46	2.66	0.00
4 万吨聚甲醛项目	4 万吨聚甲醛	7.50	6.90	0.60	0.00
30 万吨己内酰胺项目	年产能 30 万吨己内酰胺	40.45	16.97	20.35	0.00
长城二矿二期项目	400 万吨	26.41	15.74	2.82	3.00
鲁新煤矿	500 万吨	30.25	47.63	2.03	0.00
油房壕煤矿	500 万吨	42.72	12.35	4.48	4.00
邵寨煤矿	120 万吨	32.67	31.09	6.49	0.00
锦源煤矿	600 万吨	38.80	9.51	11.55	9.00
聊城祥光热电联产工程	2×660MW	66.50	11.73	31.60	23.00
合计	--	**454.97**	**297.80**	**94.44**	**41.00**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2020年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

公司完成重组，合并范围变化大，已对2019年底数据做追溯调整。2020年，公司新纳入合并范围的子公司63家，不再纳入合并范围的子公司39家。截至2020年底，公司纳入合并范围的二级子公司61家。2021年一季度，公司合并范围无变化。

截至2020年底，公司合并资产总额6851.03亿元，所有者权益2262.51亿元（含少数股东权益1138.82亿元）；2020年，公司实现营业总收入6752.40亿元，利润总额170.07亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额6932.46亿元，所有者权益2292.45亿元（含少数股东权益1171.44亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入1688.63亿元，利润总额36.58亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，结构以非流动资产为主；货币资金较为充裕，整体资产受限比例较低，公司资产质量好。

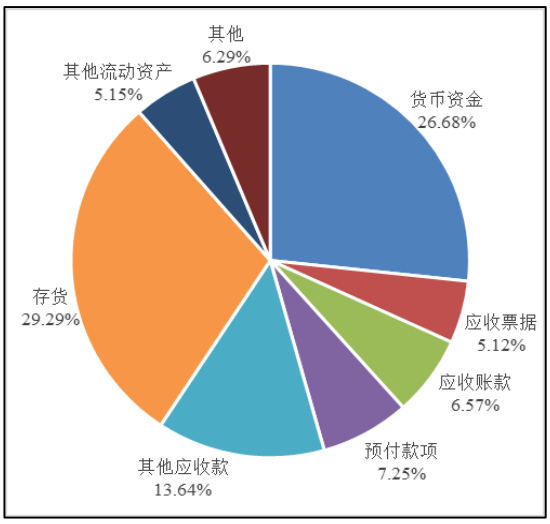
截至 2020 年底，公司合并资产总额 6851.03 亿元，较年初增长 9.07%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 33.82%，非流动资产占 66.18%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至2020年底，流动资产2317.12亿元，较年初增长9.30%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占26.68%）、其他应收款（占13.58%）和存货（占29.29%）

构成。

图5　截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金618.24亿元，较年初变化不大。其中，受限货币资金216.51亿元，占比35.02%，主要为票据及信用保证金。

截至2020年底，公司应收票据118.72亿元，较年初下降23.75%，主要系2020年煤款回款中的现金回款比例增加所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值152.33亿元，较年初增长12.80%，主要系公司贸易业务产生的应收账款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账24.83亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为12.45亿元，占比为6.39%，集中度低。

截至2020年底，公司预付款项168.08亿元，较年初增长38.35%，主要系贸易业务预付款项增加所致。

截至2020年底，公司存货678.63亿元，较年初增长19.53%，主要系2020年合并山东国欣颐养健康产业发展集团有限公司，导致存货增加所致。存货主要由自制半成品及在产品构成（占58.24%）和库存商品（占27.98%），累计计提跌价准备3.53亿元，计提比例为0.52%。

截至2020年底，公司其他流动资产119.29亿元，较年初增长11.00%，主要系土地塌陷、复原、重整及环保费以及待抵扣进项税及预交税金增加所致。

非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产4533.91亿元，较年初增长8.95%，主要由长期股权投资（占6.76%）、固定资产（占37.12%）、在建工程（占14.83%）和无形资产（占26.34%）构成。

截至2020年底，公司长期应收款43.50亿元，较年初下降46.36%，主要系2020年12月将沃特岗重新纳入合并范围，减少其长期应收款43.99亿元所致。

截至2020年底，公司长期股权投资306.37亿元，较年初增长35.91%，一方面由于对中泰证券转为权益法核算增加长期股权投资；另一方面，兖州煤业并购内蒙古矿业导致对联营企业投资增加40.49亿元。

表10　截至2020年底长期股权投资情况

被投资单位	期末余额（亿元）
浙商银行股份有限公司	51.16
内蒙古锦联铝材有限公司	39.11
临商银行股份有限公司	23.37
中泰证券股份有限公司	33.55
内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司	21.16
合计	**168.35**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司固定资产账面原值2984.18亿元，较年初变化不大，主要由房屋及建筑物（占48.13%）和机器设备（占45.93%）构成，累计计提折旧1284.48亿元；固定资产成新率78.16%，成新率较好。截至2020年底，公司固定资产1682.82亿元，较年初变化不大。

截至2020年底，公司在建工程672.28亿元，较年初增长6.94%，主要系对30万吨/年己内酰胺项目投资增加所致。

截至2020年底，公司无形资产1194.23亿元，较年初增长6.78%，主要由于当期收购莫拉本煤炭合营企业和内蒙古矿业带动的采矿

权的增长。公司无形资产累计摊销228.05亿元，计提减值准备38.44亿元。

截至2020年底，公司其他非流动资产231.15亿元，较年初增长271.01%，主要系兖州煤业2020年非同一控制下合并内蒙古矿业，取得煤炭资源探矿权146.38亿元，钼矿探矿权14.73亿元所致。

截至2020年底，公司受限资产合计1042.59亿元，占总资产的15.22%，受限比例较低。

表11 截至2020年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
存货	89.13	借款抵押
固定资产	64.64	借款抵押
货币资金	216.51	保证金等
其他流动资产	0.83	借款质押
投资性房地产	6.89	借款抵押
无形资产	55.26	借款抵押
应收款项融资	13.40	借款质押、开具银行承兑汇票及保函、信用证押汇
应收票据	16.53	借款质押、开具应付票据抵押
长期股权投资	100.20	融资租赁质押、长期借款抵押和诉讼冻结
长期应收款	5.88	长期借款质押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	56.36	长期借款质押
普力马煤矿总资产	75.63	长期借款抵押
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	285.05	银行授信额度质押
在建工程	1.21	诉讼查封
一年内到期的非流动资产	2.25	长期借款质押
使用权资产	9.06	融资租赁抵押
其他非流动资产	43.77	长期借款质押
合计	**1042.59**	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额6932.46亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占34.81%，非流动资产占65.19%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，但其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益2262.51亿元，较年初增长8.38%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为49.67%，少数股东权益占比为50.33%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占26.90%、其他权益工具占24.99%、资本公积占18.18%、未分配利润占27.32%，其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益2292.45亿元，较上年底增长1.32%，所有者权益构成较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，受新增长期借款及发行债券因素带动，公司负债规模明显上升，债务结构和公司资产结构较为匹配，但债务负担重。

截至2020年底，公司负债总额4588.52亿元，较年初增长9.41%，主要系长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占54.29%，非流动负债占45.71%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比有所提高。

截至2020年底，公司流动负债2491.05亿元，较年初变化不大，主要由短期借款（占30.00%）、应付票据（占12.54%）、应付账款（占14.60%）和一年内到期的非流动负债（占15.60%）构成。

截至2020年底，公司短期借款747.19亿元，较年初增长31.00%，主要系公司根据业务发展需要新增信用类借款所致；公司其他应付款236.86亿元，较年初下降17.57%，主要系往来款和应付工程及设备款减少所致；公司一年内到期的非流动负债388.53亿元，较年初下降24.12%，主要系公司一年内到期的长期借款减少所致；同期，公司其他流动

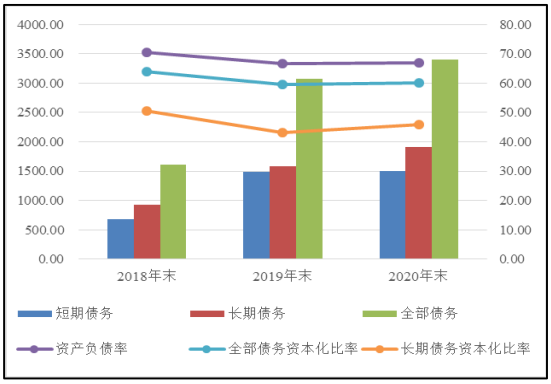
负债较年初下降 50.71%，主要系部分短期融资券和超短期融资券到期兑付所致。

公司非流动负债 2097.47 亿元，较年初增长 22.02%，主要系长期借款及应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 50.12%）和应付债券（占 38.05%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 1051.32 亿元，较年初增长 16.22%；公司应付债券 798.16 亿元，较年初增长 32.41%；主要系公司根据经营需要增加融资所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 3407.75 亿元，较年初增长 11.07%，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 43.87%，长期债务占 56.13%，债务结构较为合理。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初提高 0.21 个百分点、0.59 个百分点和 2.64 个百分点至 66.98%、60.10%和 45.81%。公司债务负担小幅增长。公司永续期债券规模较大，若考虑将永续期债券调整至长期债务，公司调整后全部债务将上升至 3688.61 亿元，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 71.08%、65.05%和 52.54%，公司债务负担重。

图6　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 4640.01 亿元，较上年底变化不大，但长短期借款及债券均较上年底有所增长。其中，流动负债占 53.20%，非流动负债占 46.80%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大，资产负债率为 66.93%，较上年底基本保持稳定。

4．盈利能力

2020年，公司营业收入明显增长，但受低毛利的贸易业务规模扩大以及重新将沃特岗纳入合并范围产生的营业外支出导致公司盈利规模明显下降。2021年一季度，公司收入和利润均同比提高，盈利能力有所回升。公司整体费用控制能力强。

2020年，公司实现营业收入6752.40亿元，同比增长11.23%，主要系贸易业务规模扩大所致；同期，公司营业成本6107.42亿元，同比增长15.42%，增幅高于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比下降3.22个百分点。

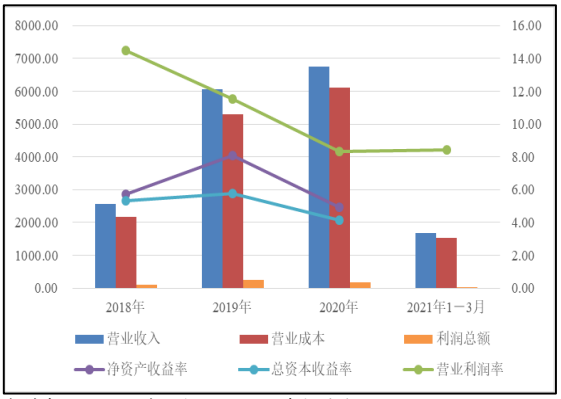
期间费用方面，2020 年，公司费用总额为 427.83 亿元，规模及结构同比变化不大，主要由管理费用（占 45.08%）和财务费用（占 24.63%）构成。2020 年，公司期间费用率为 6.34%，同比下降 0.85 个百分点，费用控制能力保持较高水平。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 95.60 亿元，同比增长 186.36%，主要系长期股权投资公允价值重新计量增量较大（44.74 亿元）所致，占公司利润总额的 56.21%；其他收益 20.04 亿元，同比增长 68.35%，主要系政府补助增长所致，占公司利润总额的 11.78%；营业外收入 32.23 亿元，同比增长 52.15%，主要为获得收购利得 12.95 亿元，占公司利润总额的 18.95%；营业外支出 89.92 亿元，同比增长 320.09%，主要为沃特岗重新并表确认一次性损失 68.44 亿元，占公司利润总额的 52.87%。总体看，公司非经常性损益对公司利润影响大。

受上述因素综合影响，2020 年，公司实现利润总额 170.07 亿元，同比下降 34.03%。盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率

和净资产收益率分别同比下降 1.63 个百分点和 3.13 个百分点至 4.16%和 4.94%，公司盈利能力有所下降。

图 7　公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年一季度，公司实现营业收入 1688.63亿元，同比增长33.08%，主要由于2020年一季度疫情影响下贸易业务收入较低；同期，受益于煤炭和煤化工产品价格上涨，公司实现利润总额36.58%，同比增长27.07%；营业利润率较2020年小幅增长至8.44%。2021年一季度，公司盈利能力有所回升。

5．现金流

2020 年，受业务规模增长影响，公司经营活动现金收支均同比增长，经营活动现金净流入规模同比小幅下降，但收入实现质量仍进一步提高；公司投资活动现金支出同比下降，筹资活动前现金流量净额同比增加 43.38 亿元，表明公司经营活动现金净流入规模对投资活动的支持程度进一步提升，但考虑到公司短期债务规模较大的情况，公司仍存在一定规模的筹资需求，以满足短期债务的滚动所需。

表 12　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入量	5974.39	7540.73	1766.91
经营活动现金流出量	5649.82	7227.85	1708.37
经营活动现金流净额	**324.57**	**312.88**	**58.54**
投资活动现金流入量	121.26	201.42	31.83
投资活动现金流出量	426.43	451.51	75.77
投资活动现金流净额	**-305.16**	**-250.09**	**-43.95**
筹资活动前现金流净额	**19.41**	**62.79**	**14.59**
筹资活动现金流入量	1847.29	2164.58	541.03
筹资活动现金流出量	2020.70	2241.68	527.96
筹资活动现金流净额	**-173.40**	**-77.10**	**13.08**
现金收入比	95.44	109.29	102.10

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，2020 年，伴随贸易业务规模的扩大，公司经营活动现金收支同比增幅较大。公司经营活动现金流保持较大规模净流入，2020 年为 312.88 亿元。同期，公司现金收入比同比提高 13.85 个百分点至 109.29%，公司收入实现质量好。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流入量同比大幅增长 66.10%，主要由于收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金同比增长所致。其中，其他与投资活动有关的现金收支均同比大幅增长，主要为子公司购买结构性理财规模较大。同期，公司投资活动现金流出量同比变化不大，导致投资活动现金净流出规模同比缩减至 250.09 亿元。2020 年，公司筹资活动前现金流净额同比增加至 62.79 亿元，经营活动现金流入对投资活动现金支持力进一步提升。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流仍主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金净流出 77.10 亿元，同比下降 55.54%，主要系公司在基本满足营运资金需求的基础上采取了适度控制融资规模，降低负债水平的经营策略所致，但考虑到公司短期债务规模较大的情况，公司仍存在一定规模的筹资需求，以满足短期债务的滚动所需

2021 年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 58.54 亿元、-43.95 亿元和 13.08 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力指标保持较高水平，同时考虑经与原山东能源整合后，公司作为山东省内唯一国有大型煤炭企业，行业地位高、产能规模大，以及融资渠道畅通等有利因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别较年初提高5.44个百分点和1.14个百分点至93.02%和65.77%；截至2021年3月底，上述指标进一步提高至97.76%和69.99%。2020年和2021年3月底，公司现金短期债务比分别为0.53倍和0.57倍。2020年，公司经营现金流动负债比同比小幅下降至12.56%。整体看，公司短期偿债能力指标有所提高。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 529.56 亿元，同比下降 12.65%，主要由于重新将沃特岗纳入合并范围产生的营业外支出较大导致公司利润总额同比下降 34.03%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 33.64%）、摊销（占 10.78%）、计入财务费用的利息支出（占 23.47%）和利润总额（占 32.12%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 3.36 倍；全部债务/EBITDA 提高至 6.44 倍。整体看，公司长期偿债能力指标有所下降。

截至 2020 年底，公司对外担保合计 44.66 亿元，对外担保比例为 1.97%。担保比例很低，主要被担保方均为公司参股企业，目前均正常经营，公司代偿风险小。

截至 2020 年底，是存在多起未决诉讼，但合计涉案金额很小，对公司影响很小。

截至 2020 年底，公司在各家银行授信总额度为 4844.79 亿元，其中已使用授信额度 2808.44 亿元，未使用授信额度 2036.35 亿元，间接融资渠道畅通。

7．母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长；所有者权益中未分配利润持续为负，且其他权益工具占比较高，权益稳定性弱。母公司主要履行管理职能，收入规模小，盈利水平主要依赖于子公司投资收益；目前母公司债务负担一般，考虑其对子公司控制力强，整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1656.49 亿元，较年初增长 9.02%，主要由于向兖州煤业出售未来能源等子公司股权款尚未回收导致其他应收款增长。其中，流动资产 536.58 亿元，主要由货币资金（占 19.92%）和其他应收款（占 76.28%）构成；非流动资产 1119.92 亿元，主要由持有至到期投资（占 10.59%）和长期股权投资（占 70.64%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 719.74 亿元，较年初增长 26.52%，主要系当期发行永续期债券及未分配利润大幅增长所致。母公司所有者权益中，实收资本占 41.99%、其他权益工具占 39.02%、资本公积占 20.22%，未分配利润虽大幅增长，但仍处亏损状态。整体看，母公司其他权益工具占比高，未分配利润波动大，权益结构稳定性弱。

截至 2020 年底，母公司负债总额 936.75 亿元，较年初变化不大，但受债券期限结构调整影响，公司非流动负债占比有所提高。其中，流动负债 505.48 亿元，主要由短期借款（占 45.60%）、一年内到期的非流动负债（占 37.48%）和其他流动负债（占 9.60%）构成；非流动负债 431.27 亿元，主要由长期借款（占 30.33%）和应付债券（占 68.97%）构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 888.22 亿元，债务结构较为均衡。受益于权益规模的增长，截至 2020 年底，母公司资产负债率较年初下降 6.01 个百分点至 56.55%；全部债务资本化比率较年初下降 4.45 个百分点至 55.24%，母公司债务负担有所下降。

母公司主要履行管理职能，2020 年，母公司实现营业总收入 3.61 亿元；同期，实现

投资收益 182.72 亿元，同比增长 202.24%，但主要投资收益增量来自于长期股权投资的公允价值重新计量，增量收益不具有连续性。此外，受益于资产减值损失的减少，母公司利润总额扭亏并大幅增长至 139.24 亿元。

现金流方面，2020 年，受原山东能源母公司记账方式转变影响，业务履行不再做现金抵消，导致母公司销售商品、接受劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均同比大幅增长；同期，受往来款缩减影响，母公司其他与经营活动有关的现金收支规模均同比下降。2020 年，母公司出售部分子公司股权，带动当期收回投资收到的现金同比大幅增长；同期由于母公司对子公司放贷规模较大，其他与投资活动有关的现金流收支均同比大幅增长；2020 年，母公司投资活动现金净流入 89.26 亿元。受 2020 年中长期债券集中到期，母公司偿还本息规模较大导致当期支付其他与筹资活动有关的现金同比增幅明显，母公司筹资活动现金净流出-32.34 亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。

根据原山东能源 2021 年 1 月 4 日出具的《山东能源集团有限公司关于完成债务继承事项的公告》，2020 年 12 月 30 日，银行间市场清算所股份有限公司出具了《债务承继确认书》，确认重组完成后，公司承接了原山东能源全部债券债务。截至 2021 年 6 月 5 日，公司存续债券合计 683.94 亿元。其中，本年度剩余到期债券合计 184.69 亿元；存续债券待偿本金峰值合计 230.78 亿元（2022 年为偿债高峰期）。截至 2021 年 3 底，公司现金类资产 826.82 亿元，为本年度剩余到期债券余额的 4.48 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为 7540.73 亿元、312.88 亿元和 529.56 亿元，分别为待偿债券本金峰值（230.78 亿元）的 32.67 倍、1.36 倍和 2.29 倍。

表 13 截至 2021 年 6 月 5 日公司存续期内债券情况

到期年限	债券余额（亿元）
2021 年	184.69
2022 年	230.78
2023 年	178.05
2024 年	50.42
2025 年	32.00
2030 年	8.00
合计	**683.94**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

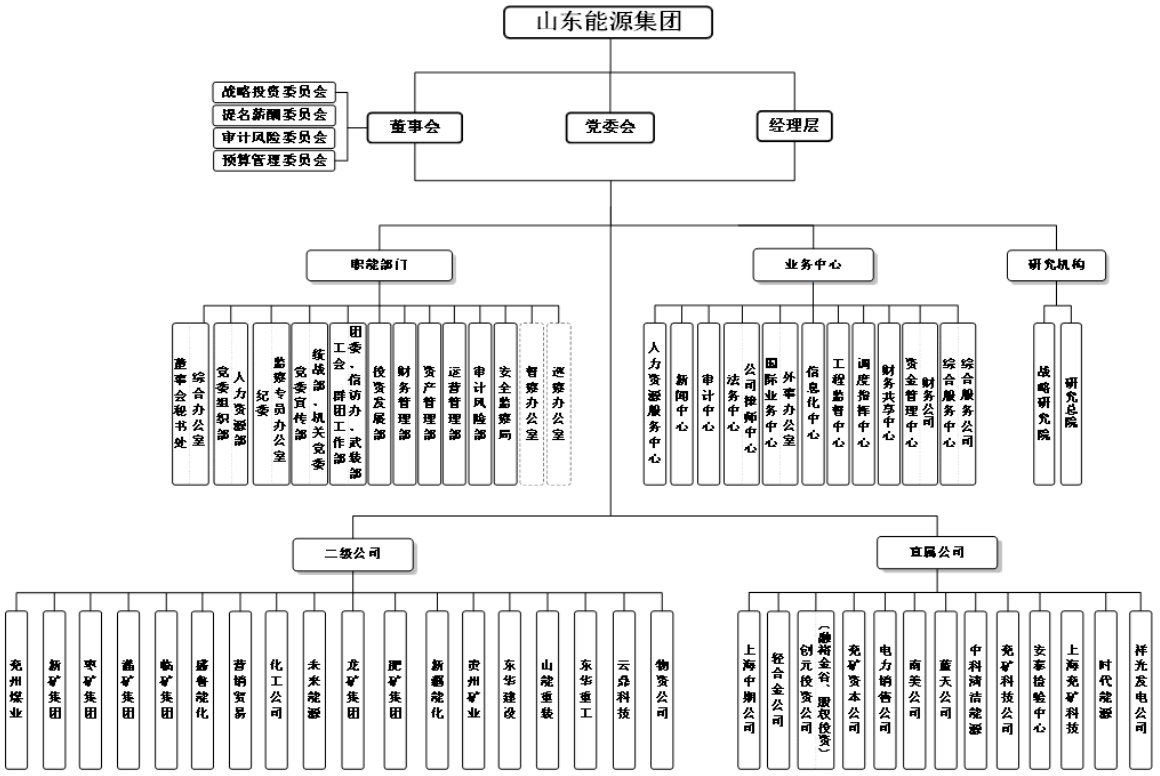
项 目	指标值
本年度剩余到期债券余额	184.69
未来待偿债券本金峰值	230.78
现金类资产/本年度剩余到期债券余额	4.48
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	32.67
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.29

注：1.本年度剩余到期债权金额-本年度已兑付债券金额；2.现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），未剔除受限资金；3.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持山东能源集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“21兖矿MTN003”“21兖矿MTN002”“21兖矿MTN001A”“21兖矿MTN001B”“20兖矿MTN005”“20兖矿MTN003”“19兖矿MTN008”“19兖矿MTN007”“19兖矿MTN005”“19兖矿MTN004”“19兖矿MTN002”“18兖矿MTN015”“18兖矿MTN014”“18兖矿MTN011”和“18兖矿MTN009”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至报告出具日公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司二级子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（%）	持股比例（%）
兖州煤业股份有限公司	煤炭开采	486000.00	56.01
新汶矿业集团有限责任公司	煤炭开采	435600.97	82.17
枣庄矿业（集团）有限责任公司	煤炭开采	695297.65	95.39
淄博矿业集团有限责任公司	煤炭开采	161655.67	100.00
肥城矿业集团有限责任公司	煤炭开采	109000.00	100.00
临沂矿业集团有限责任公司	煤炭开采	464723.91	81.09
龙口矿业集团有限公司	煤炭开采	270378.10	100.00
山东能源国际贸易有限公司	批发零售	30000.00	100.00
山东能源国际物流有限公司	物流业务	30000.00	100.00
山东能源集团贵州矿业有限公司	煤炭开采	200000.00	100.00
山东能源集团内蒙古盛鲁能化有限公司	能源化工行业的投资与管理	196000.00	100.00
山东能源集团财务有限公司	金融服务	300000.00	98.00
山东能源电力销售有限公司	电力、热力的生产	51201.41	100.00
山东能源集团创元投资有限公司	投资服务	100000.00	100.00
肥城肥矿煤业有限公司	煤炭开采	50000.00	100.00
山东能源重型装备制造集团有限责任公司	装备制造	290880.85	100.00
山东颐养健康产业发展集团有限公司	健康咨询	1028083.60	59.82
山东能源集团煤炭营销有限公司	煤炭销售	50000.00	100.00
山东能源海装风电有限公司	电力、热力供应	10000.00	55.00
山东能源集团科技发展有限公司	科技推广和应用服务	20000.00	100.00
山东能源集团信息技术有限公司	软件和信息技术服务	6000.00	100.00
山东能源煤业有限责任公司	煤炭开采、加工	1000.00	100.00
山东能源大厦上海有限公司	服务业	10000.00	100.00
邹城双叶工贸有限责任公司	制造	500.00	100.00
邹城市矿区典当有限责任公司	典当	1000.00	100.00
中垠物产有限公司	商业	10000.00	100.00
中垠融通（上海）国际贸易有限公司	国际贸易	20000.00	100.00
兖矿新疆能化有限公司	煤炭开采	300000.00	100.00
兖矿水煤浆气化及煤化工国家工程研究中心有限公司	技术开发、转让	10000.00	100.00
兖矿售电有限公司	电力供应	12000.00	100.00
兖矿煤化工程有限公司	建筑安装	13028.62	100.00
兖矿科技有限公司	科技推广和应用服务业	10000.00	100.00
兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	贸易代理	3000.00	100.00
兖矿集团（香港）有限公司	投资管理	597.82	100.00
兖矿海外能源发展有限公司	金属矿批发	5000.00	100.00

兖矿国宏化工有限责任公司	化工	277319.26	99.58
兖矿东华建设有限公司	建筑安装业	290000.00	100.00
兖矿东华集团有限公司	生产、安装	290000.00	100.00
上海中期期货股份有限公司	期货市场服务	120000.00	100.00
上海兖矿能源科技研发有限公司	科技研发	100.00	80.00
山东兖矿轻合金有限公司	铝压延加工	368700.00	100.00
山东兖矿国际焦化有限公司	化工	393000.00	50.00
山东省安泰化工压力容器检验中心	压力容器检验	100.68	100.00
山东融裕金谷创业投资有限公司	资本市场服务	20000.00	60.00
山东金瓯工矿机械贸易有限公司	机械贸易	1000.00	100.00
山东惠济工贸有限公司	设备维修	682.60	100.00
北京银信光华房地产开发有限公司	房地产开发经营	6666.00	51.00
陕西时代能源化工有限公司	制造业	6000.00	100.00
兖矿集团南美有限公司	制造业	50000.00	100.00
兖矿中科清洁能源科技有限公司	能源清洁	10000.00	56.00
兖矿化工有限公司	化工	5000.00	100.00
兖矿（山东）股权投资管理有限责任公司	商业服务	1000.00	50.00
山东融信通信息服务有限公司	互联网和相关服务行业	1000.00	80.00
山东地矿股份有限公司	综合	51093.11	16.71
山东鲁地矿业投资有限公司	投资与资产管理	18800.00	100.00
兖矿电铝（香港）有限公司	贸易	10129.46	100.00
兖矿国际贸易（山东）有限公司	贸易	5000.00	100.00
兖矿（海南）智慧物流科技有限公司	贸易	32400.00	84.88
兖矿资本管理有限公司	投资	86975.00	100.00
济宁福兴机械制造有限责任公司	装订印刷	369.00	100.00
山东鲁西发电有限公司	电力	2000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	549.00	814.13	794.41	826.82
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	6932.46
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2292.45
短期债务（亿元）	675.53	1482.23	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3068.05	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	1688.63
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	36.58
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	58.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.58	26.35	21.43	--
存货周转次数（次）	8.17	12.46	9.80	--
总资产周转次数（次）	0.86	1.30	1.03	--
现金收入比（%）	110.32	95.44	109.29	102.10
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.44
总资本收益率（%）	5.34	5.79	4.16	--
净资产收益率（%）	5.71	8.07	4.94	--
长期债务资本化比率（%）	50.65	43.17	45.81	/
全部债务资本化比率（%）	63.93	59.51	60.10	/
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.93
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	97.76
速动比率（%）	79.99	64.63	65.77	69.99
经营现金流动负债比（%）	15.28	13.11	12.56	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.55	0.53	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.88	3.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.84	5.06	6.44	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已调整至长短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2021 年一季度债务调整数据
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	74.15	105.93	107.06	164.29
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1708.01
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	697.60
短期债务（亿元）	384.79	472.64	459.97	466.21
长期债务（亿元）	213.46	369.84	428.26	480.79
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	947.00
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.01
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	-9.37
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.82	-17.60	-49.41	-3.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.27	4.61	4.70	--
存货周转次数（次）	15.46	16.93	11.61	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	82.44	158.53	1748.78	900.46
营业利润率（%）	24.74	2.13	7.19	-2866.54
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-6.20	-1.11	19.35	--
长期债务资本化比率（%）	70.15	39.40	37.30	40.80
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	57.58
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	59.16
流动比率（%）	82.79	69.69	106.15	110.37
速动比率（%）	82.74	69.65	106.09	110.31
经营现金流动负债比（%）	0.18	-3.06	-9.78	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.22	0.23	0.35
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 母公司权益中包含永续债券；3. 已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+卖出回购金融资产款

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。