

信用评级公告

联合〔2022〕2066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拟发行的 2022 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定兖矿东华建设有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面；兖矿东华建设有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十一月四日

兖矿东华建设有限公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

偿债主体长期信用等级：AA
偿债主体评级展望：负面
担保方主体长期信用等级：AAA
担保方主体评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AAA
本期中期票据评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10.00 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
担保方式：由山东能源集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
募集资金用途：全部用于偿还有息债务

评级时间：2022 年 11 月 4 日

偿债主体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	V4.0.202208
建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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”）是山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源”）下属建筑施工企业和煤矿建设行业企业。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其控股股东综合实力非常强，并持续给予公司有力支持；公司建筑工程资质齐全，并在专业技术方面具有较强实力。同时，联合资信也关注到，公司盈利水平指标表现持续下降、房地产开发业务持续性需保持关注及债务负担较重等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

按发行规模上限测算，本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较大。从指标上看，本期中期票据发行后，2021 年公司经营现金流入量对长期债务的保障指标表现尚可。本期中期票据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，山东能源的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，其担保显著提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

2019—2021 年，公司工程施工业务新签合同规模持续下降，2022 年 1—9 月，该业务新签合同规模有所增长，但 2021 年以来公司经营业务均持续亏损，且房地产开发项目建设和销售进度以及业务持续性需保持关注。联合资信对公司的评级展望为负面。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面；本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司控股股东综合实力非常强，并持续给予公司有力支持。公司控股股东山东能源为山东省人民政府国有资产监督管理委员会下属唯一的煤炭集团企业，综合实力非常强。山东能源在项目获取、资金往来和债券担保方面持续给予公司有力支持。①项目获取方面，2019—2021 年及 2022 年 1—9 月，公司工程施工业务新签合同项目部分来自山东能源内部项目。②资金支持方面，2020 年末、2021 年末及 2022 年 9 月末，公司获得山东能源内

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

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	2
			企业管理	4
			经营分析	3
财务 风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		5
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			bb'	
外部支持调整因素：股东支持			+3	
政府支持			+5	
评级结果			AA	

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 王 聪

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

部短期借款分别为 10.74 亿元、9.10 亿元和 3.00 亿元；获得山东能源内部长期借款分别为 4.50 亿元、3.74 亿元和 3.74 亿元。③债券担保方面，山东能源为“19 兖东 01”“20 兖东 01”“20 兖东 02”均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升债券偿付的安全性。此外，公司国资背景有利于其获得政府支持，政府通过财政补贴给予公司一定支持。

2. **公司建筑工程资质齐全，并在专业技术方面具有较强实力。**截至 2022 年 9 月底，公司建筑工程资质齐全，拥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等资质。此外，公司曾经获得国家科技进步特等奖、一等奖等多种技术奖项。
3. **增信措施。**山东能源为本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升本期中期票据本息偿付的安全性。

关注

1. **公司盈利水平指标表现持续下降。**2019—2021 年，公司利润总额持续下降，分别为 1.05 亿元、0.87 亿元和-8.23 亿元；同期，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降，且在 2021 年由正转负。2022 年 1—9 月，公司延续亏损，利润总额和上述三项指标均为负。
2. **公司房地产开发业务持续性需保持关注。**2020 年以来，公司房地产项目开发进度受疫情影响有所缓慢且未新摘地，在建项目整体待投资规模较小。
3. **公司资产和权益规模均波动下降，债务负担较重，公司未来一年内面临较大的集中兑付压力。**2019—2021 年末，公司资产规模和所有者权益均波动下降，其中 2021 年底分别较上年下降 10.65%和 21.12%。截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 79.21%和 66.56%，债务负担较重。将公司一年内到期的应付债券调整至一年内到期的非流动负债，公司 1 年内到期的有息债务为 54.41 亿元，公司未来一年内面临较大的集中兑付压力。

偿债主体主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	20.22	27.59	16.97	21.87
资产总额（亿元）	163.56	165.73	148.08	143.40
所有者权益（亿元）	45.01	45.60	35.97	29.81
短期债务（亿元）	43.61	31.75	24.77	20.42
长期债务（亿元）	32.27	49.57	38.23	38.91
全部债务（亿元）	75.88	81.32	63.01	59.33
营业总收入（亿元）	47.37	53.13	28.70	22.51
利润总额（亿元）	1.05	0.87	-8.23	-6.26
EBITDA（亿元）	4.25	3.83	-5.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.56	3.65	16.95	8.74
营业利润率（%）	10.14	9.39	-13.77	-14.39
净资产收益率（%）	1.30	1.28	-22.45	--
资产负债率（%）	72.48	72.48	75.71	79.21
全部债务资本化比率（%）	62.77	64.07	63.66	66.56
流动比率（%）	186.01	234.34	196.62	188.03
经营现金流动负债比（%）	1.81	5.30	23.29	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.87	0.68	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.92	0.92	-2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.84	21.22	-10.85	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	138.50	147.35	123.59	119.54
所有者权益（亿元）	44.78	45.02	36.32	31.03
全部债务（亿元）	45.38	53.90	47.60	53.03
营业总收入（亿元）	44.34	38.68	24.45	12.99
利润总额（亿元）	0.56	0.44	-7.33	-5.77
资产负债率（%）	67.67	69.45	70.61	74.04
全部债务资本化比率（%）	50.33	54.49	56.72	63.09
流动比率（%）	176.52	225.49	234.40	229.26
经营现金流动负债比（%）	1.79	-1.05	17.07	--

注：1. 2019 - 2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2022 年三季度财务报表未经审计；4. 本报告合并口径将其他流动负债和其他应付款中的有息部分纳入短期债务核算，将其他非流动负债和长期应付款中有息部分计入长期债务核算；5. “--”代表数据不适用

数据来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表及公司提供资料整理

偿债主体评级历史：

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
AA	负面	2022/06/27	闫 蓉 高志杰	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	阅读全文
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均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，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。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析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。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信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。

五、本报告系联合资信接受兖矿东华建设有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司股东山东能源集团有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）中期票据，有效期为本次（期）中期票据的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

兖矿东华建设有限公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖矿东华建设有限公司(以下简称“公司”)成立于 2001 年,初始注册资本 1.50 亿元,分别由兖矿集团有限公司(以下简称“兖矿集团”)、兖矿集团山东百业设备租赁有限公司、中煤第六十八工程处(现更名为“中煤第六十八工程有限公司”)和中煤第五建设公司(现更名为“中煤第五建设有限公司”)持有 84.28%、13.33%、1.39%和 1.00%股权。历经数次股权转让及增资,2012 年,兖矿集团全资子公司兖矿集团东华有限公司(现更名为“兖矿东华集团有限公司”,以下简称“东华集团”)为公司唯一股东,同时,公司注册资本增至 5.00 亿元。2015 年,东华集团对公司出资 6.26 亿元,兖矿集团对公司出资 3.74 亿元,公司注册资本增至 15.00 亿元。2017 年,公司通过设立信托计划的方式引入股东兴业国际信托有限公司(以下简称“兴业信托”),共筹集资金 15.00 亿元。其中,14.00 亿元计入公司注册资本,1.00 亿元计入公司资本公积,公司注册资本增至 29.00 亿元。2020 年,兖矿集团对上述兴业信托设立的 15.00 亿元信托计划进行回购。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,公司控股股东变更为兖矿集团。

2021 年 4 月,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(以下简称“山东省国资委”)、山东国惠投资有限公司和山东省财欣资产运营有限公司持有 70.00%、20.00%和 10.00%股权。截至 2022 年 9 月底,公司注册资本和实收

资本均为 29.00 亿元,山东能源直接持有公司 61.17%股权,通过东华集团间接持有公司 38.83%股权,公司实际控制人为山东省国资委。

公司经营范围:许可项目:建设工程施工;输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验;住宅室内装饰装修;建设工程设计;建设工程监理;建设工程勘察;地质灾害治理工程施工;地质灾害治理工程勘察;地质灾害治理工程设计;金属与非金属矿产资源地质勘探;矿产资源勘查;矿产资源(非煤矿山)开采;测绘服务;特种设备安装改造修理;施工专业作业;建筑劳务分包;房地产开发经营;餐饮服务;住宿服务;烟草制品零售;食品销售;检验检测服务;建筑物拆除作业(爆破作业除外)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)。一般项目:对外承包工程;承接总公司工程建设业务;专业设计服务;再生资源销售;再生资源回收(除生产性废旧金属);再生资源加工;地质勘查技术服务;基础地质勘查;地质灾害治理服务;金属结构制造;普通机械设备安装服务;特种设备出租;机械设备租赁;建筑工程机械与设备租赁;房地产经纪;房地产咨询;房地产评估;土地使用权租赁;非居住房地产租赁;柜台、摊位出租;住房租赁;会议及展览服务;酒店管理;新材料技术研发;新材料技术推广服务;企业管理咨询;普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目);润滑油销售;机械设备销售;矿山机械销售;五金产品批发;五金产品零售;建筑用钢筋产品销售;园林绿化工程施工;建筑材料销售;塑料制品销售;塑料制品制造;配电开关控制设备销售;仪器仪表销售;阀门和旋塞销售;机械电气设备销售;市政设施管理;劳务服务(不含劳务派遣);工程管理服务;生态恢复及生态保护服务;润滑油加工、制造(不

含危险化学品)；水泥制品销售；水泥制品制造；专用化学产品制造(不含危险化学品)。(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)

截至 2022 年 9 月底，公司本部内设 7 个职能部门，包括综合办公室、党委组织部(人力资源部)、财务管理部和经营管理部等；同期末，公司纳入合并范围的一级子公司共 8 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 148.08 亿元，所有者权益 35.97 亿元(包含少数股东权益 0.15 亿元)。2021 年，公司实现营业总收入 28.70 亿元，利润总额 -8.23 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 143.40 亿元，所有者权益 29.81 亿元(含少数股东权益 0.16 亿元)；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 22.51 亿元，利润总额 -6.26 亿元。

公司注册地址：山东省济宁市邹城市东滩路 519 号；法定代表人：宋华。

二、本期中期票据概况

公司拟发行兖矿东华建设有限公司 2022 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)，发行规模不超过 10.00 亿元，期限 3 年。本期中期票据采用固定利率形式，单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付；募集资金拟全部用于偿还有息债务。

山东能源为本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。

经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。

2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速(分别为 6.07%、4.83%)回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额(万亿元)	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速(%)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速(%)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速(%)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资(%)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资(%)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资(%)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速(%)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速(%)	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速(%)	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70

CPI 涨幅 (%)	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅 (%)	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速 (%)	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速 (%)	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速 (%)	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率 (%)	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速 (%)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。

消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。

2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。

2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。

2022 年上半年，全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。

2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳就业压力较大。2022 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果。

2022年7月28日,中共中央政治局召开会议,部署下半年的经济工作。会议强调,要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求,巩固经济回升向好趋势,着力稳就业、稳物价,保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足,用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力,畅通交通物流,优化国内产业链布局,支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复,但实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

2022年上半年,工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以4月为底部的“V”型反转态势,未来还存在一定的向上恢复空间,基建投资也大概率能够持续发力,三季度经济有望继续修复。同时,仍需关注出口对经济的支撑作用下降,以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看,当前世界经济滞胀风险上升,外部不稳定、不确定因素增加,

国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在,且二季度经济受疫情冲击较大,实现全年5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

四、行业及区域经济环境

1. 建筑行业分析

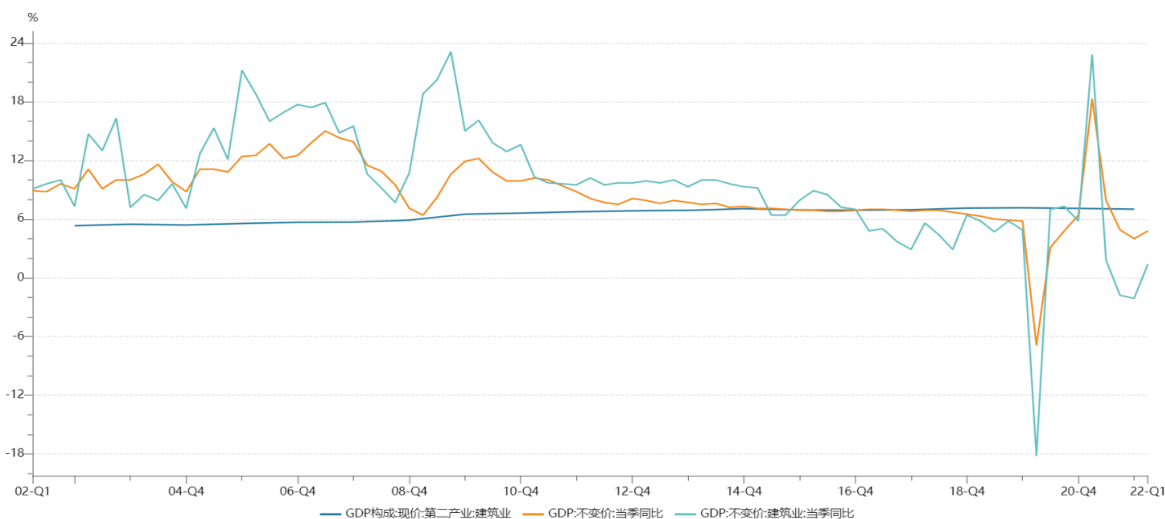
(1) 建筑业发展概况

建筑业周期性明显,在经济下行期间,建筑业受到的冲击较大。未来,在经济增速下行的背景下,建筑业增速或将持续放缓。

建筑业在国民经济中发挥着重要作用,其变动趋势与宏观经济走势大致相同。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。受2020年“新冠”疫情冲击,经济下行压力显著加大。2021年以来,建筑业增加值单季增速持续下降,一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为22.80%、1.80%、-1.80%和-2.10%,三季度和四季度增速同比均呈现负增长。2022年一季度增速由负转正,为1.40%,但仍未回到疫情前增长态势,建筑业增速或将持续放缓。

从建筑业对GDP增长的贡献情况来看,自2011年以来,建筑业增加值占GDP的比例始终保持在6.75%以上,2020年创历史新高,为7.18%,2021年为7.01%。2022年一季度,建筑业实现增加值13029.00亿元,占GDP比例下降至4.82%。

图1 建筑业增速及在国民经济中的占比情况



资料来源: Wind数据

(2) 上游原材料供给及下游需求

2021 年，随着复产复工带动下需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

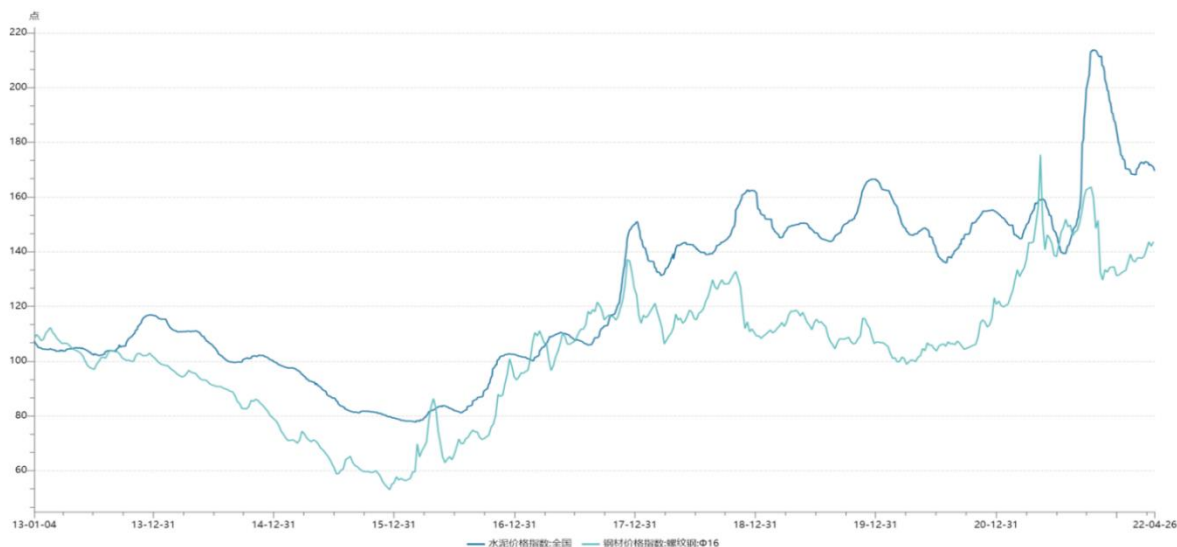
建筑施工企业的上游原材料主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。

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。2021 年初水泥价格整体季节性下降，3 月下旬开始随需求上涨价格有所回升，5 月后进入淡季，价格进入了较长的下行区间；8 月后需求上涨，但供给受能耗双控等政策性因素影响而下降，同时叠加煤炭价格大幅上涨，水泥价格上涨至历史新高；10 月底以来，受需求下降及煤炭价格大幅下调影响，水泥价格持续下降。

钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”和“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。2021 年，钢铁供需两端均呈现先增后降态势，钢材价格呈现先升后降、大幅波动态势。具体来看，一季度钢材价格开启上涨态势；二季度环保限产，同时叠加下游用钢需求和投机需求旺盛，供需紧张推动钢材价格持续上涨；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但由于原材料焦炭价格快速攀升至历史高位，对钢材价格形成一定支撑；10 月底以来，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加用钢需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于上年同期水平。

总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021 年以来随着经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但 10 月底以来价格均出现回落。未来，水泥及钢材价格或将高位波动。

图2 水泥价格指数和钢材价格指数波动情况



资料来源：wind数据

2021 年，房地产开发投资和基建投资增速均有所回落。房地产开发投资和拿地支出继续下降，回落趋势受政策调控影响或将延续；基建投资作为“稳增长”的重要抓手，投资增速或将保持较高水平。

2021 年，全国完成房地产开发投资 147602.08

亿元，同比增长 4.40%，增速较上年下降 2.6 个百分点，增速低于固定资产投资整体增速 0.5 个百分点，增速下降明显，创 2016 年以来增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速进一步下降至 0.70%，增速低于固定资产投资整体增速 8.6 个百分点，房地产开发投资对固定资产投资的拉动作用明

显弱化。同时,房地产新开工面积增速出现负增长,2021 年和 2022 年一季度增速分别为-11.40%和-17.50%,增速进一步下降。从拿地情况来看,2021 年购置土地面积同比下降 15.50%,2022 年一季度同比下降 41.80%,房企拿地热情继续低迷。从销售情况来看,2021 年商品房销售面积和销售额分别同比增长 1.90%和 4.80%,增速较上年分别下降 0.7 个百分点和 3.9 个百分点,2022 年一季度商品房销售面积和销售额增速均由正转负,增速分别为-13.80%和-22.70%。

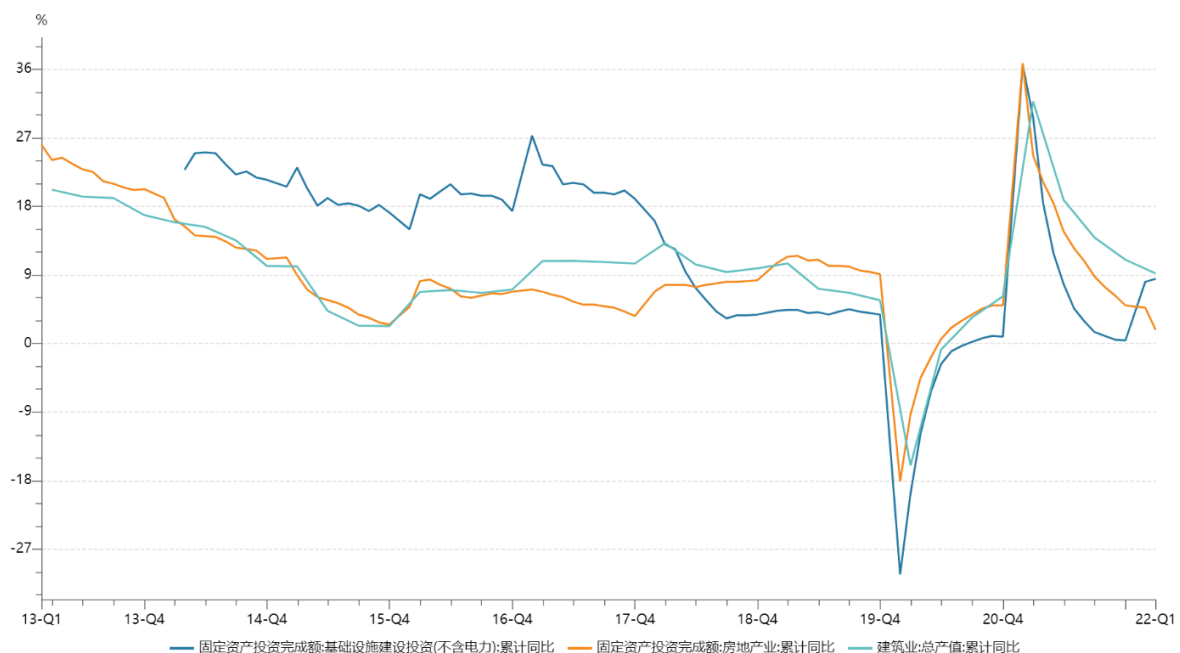
2021 年以来,房地产开发行业出现基本面明显弱化的情况,虽然 2021 年底调控政策有所松动,但高债务压力使得房地产行业流动性仍然承压,行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题,并且拿地和销售数据继续走弱对未来新开工面积形

成较大抑制,房地产开发投资或将延续下行趋势。

2021 年,全国基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长 0.40%,增速较上年小幅下降 0.5 个百分点;2022 年一季度增速回升明显,为 8.50%,主要由于“稳增长”政策发力,财政支持资金到位。2022 年宏观政策定调为稳健有效,国民经济稳字当头,实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2022 年一季度人民贷款增加值为 8.34 万亿元,同比增加 6636.00 亿元;一季度社会融资规模量累计为 12.06 万亿元,累计增速为 18.00%,其中政府债券累计增速为 140.00%。

受益于资金面回暖及政策支持,2022 年基建投资将成为“稳增长”的重要抓手,投资增速或将保持较高水平。

图3 基础设施建设、房地产投资和建筑业总产值增速情况



资料来源: wind数据

(3) 建筑施工行业竞争态势分析

在经济增速持续下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业,将持续面临整体下行的压力。“稳增长”行情将围绕建筑央企展开,未来行业集中度将进一步提升,市场份额将继续向央企集中。

在国内面临三重压力,国际环境更趋复杂严峻和不确定性增加的背景下,2021 年下半年以来,

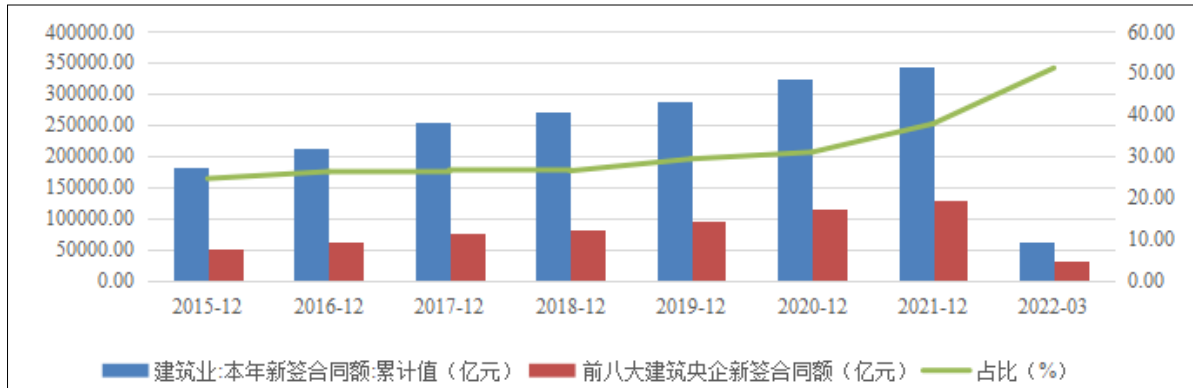
我国经济显著下行,三大需求均呈现收缩态势。政府工作报告提出 2022 年 GDP 增长 5.5%左右的目标,为近 30 年来最低的预期目标。

在经济增速持续下行的压力下,建筑业作为由需求驱动的行业,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。从全国建筑企业新签合同数据来看,行业集中持续提升。近年来,前八大建筑施工央企新签合同额占全国建

筑业新签合同额比重持续提升，2021 年比重为 37.88%，2022 年一季度进一步上升至 51.30%。未来，“稳增长”行情将依旧围绕建筑央企展开，建筑央企经营呈现较强韧性。2022 年一季度，央企新

签订单在基建投资回暖的带动下有所改善，也侧面反应了基建需求的改善，预计未来建筑业市场份额将继续向央企集中。

图4 前八大建筑央企新签合同额占比情况



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

2021 年以来，全国经济在受到疫情冲击之后持续修复但整体下行压力不减，建筑业增速继续走低，行业增加值占国内生产总值的比重有所下降。短期来看，房地产投资回落趋势或将延续，基建投资作为“稳增长”重要抓手增速或将保持较高水平，基建领域将为建筑行业的下游需求和资金来源提供有力支撑。长期来看，在经济增速持续下行的压力下，建筑行业集中度将进一步提升，但建筑业未来增速或将持续放缓。

2. 区域经济概况

公司业务主要集中在山东省。2019—2021 年，山东省经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

公司业务主要集中在山东省，2019—2021 年及2022年1—9月，公司工程施工业务50%以上的新签合同金额集中在山东省。山东省是中国经济最发达和经济实力最强的省份之一，也是发展较快的省份之一，2019—2021年，经济总量均位列全国第3位。

2019—2021年，山东省分别完成地区生产总值71067.5亿元、73129.00亿元和83095.90亿元；按可比价格计算，增速分别为5.50%、3.60%

和8.30%。产业结构方面，2021年，山东省第一产业增加值6029.00亿元，同比增长7.50%；第二产业增加值33187.20亿元，同比增长7.20%；第三产业增加值43879.70亿元，同比增长9.20%。三次产业结构由2020年的7.4:39.1:53.5调整为7.3:39.9:52.8。

固定资产投资方面，2019—2021年，山东省固定资产投资增速分别为-8.40%、3.60%和6.00%。2021年，山东省固定资产三次产业投资构成为1.9：32.4：65.7。重点投资领域中，民间投资增长8.20%，占固定资产投资的比重为65.20%，同比提高1.30个百分点；制造业投资增长13.10%，占固定资产投资的比重为27.50%，同比提高1.70个百分点；高新技术产业投资增长11.60%，高于工业投资增速1.80个百分点。

2021年，山东省建筑业总产值16412.0亿元，同比增长9.80%。具有总承包或专业承包资质的有工作量建筑业企业9297家，同比增加1216家。其中，国有及国有控股企业652家，增加70家。

2021 年，山东省房地产开发投资 9819.70 亿元，同比增长 3.90%。其中，住宅投资 7694.50 亿元，同比增长 5.50%。商品房施工面积 82771.70 万平方米，同比增长 3.70%。其中，住宅施工面积 60712.60 万平方米，同比增长

3.10%。商品房销售面积 14272.80 万平方米，同比增长 7.50%。其中，住宅销售面积 12632.00 万平方米，同比增长 6.10%。商品房销售额 12155.60 亿元，同比增长 9.90%。其中，住宅销售额 11044.10 亿元，同比增长 9.20%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 29.00 亿元，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%，公司实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司作为山东能源下属的建筑施工企业和煤矿建设行业企业，建筑工程资质齐全，专业技术方面具有较强实力。

公司作为山东能源下属的建筑施工企业和煤矿建设行业企业，在国内 20 多个省市承接各类工业与民用建筑、矿山等工程的施工。公司承建的重要项目包括兖矿集团兴隆庄矿选煤厂主厂房、济宁三号矿井、兖矿国泰化工有限公司年产 20 万吨醋酸和日处理 1000 吨煤新型气化炉及配套工程及兖煤菏泽能化有限公司赵楼矿井等。

资质方面，截至 2022 年 9 月底，公司建筑工程资质齐全，保证了公司在民用建筑、矿山以及电力等建筑工程领域全方位的业务开展。公司拥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。

技术方面，公司曾获得国家科技进步特等奖，获得“新中国成立六十周年全国百项经典暨精品工程”称号，中国质量效益型先进企业特别奖，全国“五一”劳动奖状，全国优秀施工企业，全国用户满意施工企业，全国思想政治工作优秀企业；荣获国家优质工程金质奖、

银质奖，三次获得中国建筑最高荣誉奖“鲁班奖”，多次获得中国煤炭和山东省建筑工程质量奖“太阳杯”“泰山杯”等，四十多项国家、省、部级以上样板及示范工程。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的工作经验，员工素质能够满足公司日常经营管理需要。

截至 2022 年 9 月底，公司高级管理人员共 4 名，包括总经理 1 名，副总经理 2 名和财务总监 1 名。

李海冬先生，1978 年生，本科学历；历任公司总工程师兼三十七处党委副书记、处长，副总经理；自 2022 年 2 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

翟海先生，1976 年生，硕士研究生学历；历任兖矿集团人事管理部综合科科长，兖矿集团经营管理部业绩考评科科长，公司党委组织部（人力资源部）部长；自 2020 年 12 月起任公司党委委员、副总经理。

宋保连，男，1967 年生，本科学历；历任兖矿能源集团股份有限公司（原名“兖州煤业股份有限公司”，以下简称“兖矿能源”）计划发展部主任工程师，兖矿能源计划发展部副部长，兖矿能源规划发展部副部长，兖矿集团工程监督中心主任，山东能源兖矿工程监督中心主任；自 2020 年 12 月起任公司党委委员、副总经理、安全总监。

从员工结构看，截至 2022 年 9 月底，公司合并范围内在职员工 1338 人。按员工受教育程度划分，本科及以上学历的员工 769 人，大专及以下学历的员工 569 人；按员工年龄构成划分，30 岁及以下的员工 234 人，30 至 50 岁的员工 858 人，50 岁及以上的员工 246 人。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：91370883742415192L），截至2022年10月20日，公司本部未结清信贷中无不良和关注类记录；已结清信贷中存在1笔关注类记录，系公司线上自动扣款未成功所致，该笔贷款已于2011年8月23日结清；已结清信贷中无不良信贷记录。总体看，公司本部过往债务履约情况良好。

截至2022年11月4日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构和管理制度较为完善，能够满足公司日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

依照《中华人民共和国公司法》要求，公司设立股东会和董事会。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，股东会行使决定公司经营方针和投资计划，审议批准公司执行董事、监事报告、年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案，修改公司章程等职权。

公司设董事会，董事会由5名董事组成。其中，股东委派董事4名，由股东会选举产生；职工董事1名，由职工代表大会选举产生。董事会每届任期不得超过三年，任期届满，经委派或选举可以连任。董事会对股东会负责，行使的职权包括制定公司中长期发展规划方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制定公司利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司未设立监事会，设监事1名，监事由股东会根据山东能源委派任命或者罢免。监事任期每届为三年，监事任期届满，连选可以连任。监事对股东会负责，行使的职权包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理1名，总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会和监事的监督。

总经理行使的职权包括主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟定公司的基本管理制度，提请聘任或者解聘公司其他高级管理人员等。

截至报告出具日，公司董监高成员均已到位（其中董事会成员实际到位7名），实际到位情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身业务特点制定了多项内部管理制度。

财务管理方面，公司建立了月度例会制度、经济活动分析制度、报表快报制度和月度报表制度，以加强会计信息调度。公司制定了《税务管理办法》和《商业汇票管理办法》等，对公司税务核算和商业汇票结算管理进行了规范。此外，公司出台了《关于实施精益成本管控工作的方案》和《关于做好2021年“两金”专项清理工作的实施意见》等工作方案及实施意见，将成本费用降低额分解到各个子公司及各年度，并对清收外部逾期款项等内容进行了规定。

工程技术管理方面，公司制定了《工程结算中心管理办法（试行）》，按照施工项目所在区域、项目性质等条件，划分并成立区域结算中心，对区域内项目结算实行集中统一管理。区域结算中心人员由区域造价总监、造价师、造价员组成。每个区域配备造价总监1人。

投资管理方面，公司执行《投资管理办法》，对投资决策程序等进行规范。公司投资管理实行分工负责制，公司本部负责投资决策，对投资实施管理、监督和考核；子公司负责投资具体实施和管理，定期向公司本部报告投资情况。

关联交易管理方面，公司执行《关联方交易管理暂行办法》，该办法对交易各方的权利和义务进行规范，并规定关联方交易中购销合同价格均以国内外市场价格的公允价值为基础进行确定。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年,公司主营业务收入波动下降,主营业务毛利率持续下降。其中,2021年,受公司项目规模萎缩影响,公司主营业务收入同比大幅下降,各业务板块毛利率均由正转负。

2019—2021年,公司主营业务收入波动下降,收入构成以工程施工和房地产开发为主。2021年,受公司项目规模萎缩影响,公司实现主营业务收入28.42亿元,同比大幅下降44.35%。其中,工程施工收入同比下降37.97%,房地产开发收入同比下降59.06%。

毛利率方面,2019—2021年,公司主营业务毛利率持续下降,2021年由正转负,为-13.50%。细分板块看,2021年,公司各细分板块毛利率均为负。其中,工程施工业务毛利率为-12.07%,主要系公司在山东能源以外市场严重萎缩以及山东能源内部需求不足,造成施工产值大幅降低,固定成本不变的情况下造成亏损所致;房地产开发业务毛利率为-18.23%,主要系本期确认保障房收入减少,成本随着项目收尾结算差相应增加所致。

2022年1—9月,公司实现主营业务收入22.46亿元,相当于上年全年收入的79.03%;主营业务毛利率仍为负。

表2 2019—2021年及2022年1—9月公司主营业务收入构成及毛利率情况

板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—9月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
工程施工	37.20	80.65	12.08	35.70	69.90	12.62	22.15	77.92	-12.07	12.01	53.47	-19.17
房地产开发	8.93	19.35	5.48	15.11	29.58	1.69	6.18	21.76	-18.23	9.34	41.59	-4.47
其他	--	--	--	0.26	0.52	40.05	0.09	0.32	-40.20	1.11	4.94	-45.22
合计	46.12	100.00	10.81	51.07	100.00	9.53	28.42	100.00	-13.50	22.46	100.00	-14.34

注:“--”表示数据不适用

资料来源:联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 工程施工

2019—2021年,公司工程施工业务新签合同规模持续下降;2022年1—9月,该业务新签合同规模有所增长;公司工程施工业务在手项目储备有所充实。公司在建项目区域分布较为集中,项目回款情况一般。部分在建项目工程进度较慢,后续需关注工程施工业务在建项目的工程进度。

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。公司矿建业务主要采取施工总承包的模式,项目周期因合同而有差异。

从项目获取来看,公司主要通过公开招投标以及议标的方式承揽项目。2019—2021年及2022年1—9月,公司前五大客户收入在工程施工总收入中的占比有所波动,整体集中度一般。

表3 2019—2021年及2022年1—9月公司工程施工业务前五大客户情况

年份	客户名称	客户性质	项目类型	营业收入(万元)	占比(%)
2019年	鄂尔多斯营盘壕煤炭有限公司	国营企业	工业建筑	30366.02	8.16
	内蒙古昊盛煤业有限公司	国营企业	工业建筑	24943.82	6.71
	兖矿东华重工有限公司	国营企业	工业建筑	20451.07	5.50
	中国石油大学(青岛校区)	事业单位	房屋建筑	14862.39	4.00
	广州聚廷峰房地产开发有限公司	民营企业	房屋建筑	13164.50	3.54
	合计	--	--	103787.80	27.90

2020 年	鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司	国有企业	工业建筑	37567.43	10.52
	中垠地产有限公司	国有企业	房屋建筑	19368.12	5.43
	中国石油大学	事业单位	房屋建筑	17981.65	5.04
	兖矿鲁南化工有限公司	国有企业	工业建筑	16516.32	4.63
	兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司	国有企业	工业建筑	14690.72	4.12
	合计	--	--	106124.24	29.74
2021 年	兖矿鲁南化工有限公司	国有企业	工业建筑	24460.51	11.05
	内蒙古昊盛煤业有限公司	国有企业	工业建筑	20550.96	9.28
	内蒙古蒙达铁路有限公司	国有企业	工业建筑	18763.26	8.47
	中国石油大学（华东）	事业单位	房屋建筑	12368.68	5.59
	中垠地产有限公司	国有企业	房屋建筑	7798.17	3.52
	合计	--	--	83941.58	37.91
2022 年 1—9 月	山东鲁北储能科技股份有限公司	国有企业	工业建筑	16711.65	7.44
	中国石油大学（华东）	事业单位	房屋建筑	11756.88	5.23
	兖矿鲁南化工有限公司	国有企业	工业建筑	9174.31	4.08
	兖矿能源集团股份有限公司	国有企业	工业建筑	8950.46	3.98
	嘉兴中润丽丰置业有限公司	国有企业	房屋建筑	2636.56	1.17
	合计	--	--	49229.86	21.92

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

项目承揽规模方面，2019—2021 年，公司工程施工新签合同金额持续下降。其中，2021 年，公司工程施工新签合同金额同比大幅下降 59.76%，山东能源内部项目新签合同金额为 6.58 元。其中，房屋建筑和工业工程新签合同额分别同比下降 59.35%和 59.99%。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矿能源、兖矿鲁南化工有限公司等。2021 年，受公司在山东能源以外市场严重萎缩以及山东能源内部需求不足的影响，公司新签合同金额和

单体施工项目规模均较小。2022 年 1—9 月，公司新签合同规模有所增长，为 22.58 亿元，新签合同金额主要来自山东能源内部相关项目。截至 2022 年 9 月底，公司在手项目 337 个，合同金额合计 32.25 亿元，工程施工业务在手项目储备有所充实。公司作为山东能源下属建筑施工企业和煤矿建设行业企业，在项目获取方面具有一定优势。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 4 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司工程施工业务新签合同情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	合同数 (个)	新签合同 金额 (亿元)	金额占 比 (%)	合同数 (个)	新签合同 金额 (亿元)	金额占 比 (%)	合同数 (个)	新签合同 金额 (亿元)	金额占 比 (%)	合同数 (个)	新签合同 金额 (亿元)	金额占 比 (%)
房屋建筑	22	12.09	43.45	24	8.61	36.28	141	3.50	36.64	5	1.76	7.79
工业工程	335	15.74	56.55	307	15.12	63.72	467	6.05	63.36	176	20.82	92.21
合计	357	27.83	100.00	331	23.73	100.00	608	9.55	100.00	181	22.58	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从在建项目区域分布看，公司项目新签合同主要分布于山东区域，且区域集中度逐年提升。除山东外，公司项目主要分布在陕蒙区域。

2021 年以来，公司在长三角区域无新承接项目。

表 5 2019-2021 年及 2022 年 1-9 月公司工程施工业务新签合同项目区域分布情况

所在区域	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-9 月	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
大长三角区域（上海、江苏、浙	2.29	8.23	1.20	5.06	--	--	--	--
陕蒙区域（陕西、内蒙）	7.82	28.10	5.74	24.17	1.70	17.80	2.65	11.74
山东区域	16.23	58.32	14.66	61.76	7.23	75.71	18.95	83.92
其他区域	1.49	5.35	2.14	9.02	0.62	6.49	0.98	4.34
合计	27.83	100.00	23.73	100.00	9.55	100.00	22.58	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

结算方式方面，公司工程施工项目按每月工程形象进度报表报监理工程师审核、并经甲方认可后，于次月扣减相关费用后，业主向公司支付本月工程量的 80.00%~90.00%。待工程竣工，办理完各种竣工资料和相关手续及审批完竣工结算后 30 个工作日内，拨付至批准竣工结算值的 95.00%~97.00%（若有发生工程延误的，扣除逾期竣工的违约金），3.00%~5.00% 余额作为质保金，待工程缺陷责任期满后无质量问题，30 日内付清（无息）。

截至 2022 年 9 月底，公司工程施工业务主要在建项目如下表所示，合同总金额为 39.58 亿元，已投资金额为 20.45 亿元，已确认收入 22.50 亿元，已回款 16.44 亿元，回款情况较好。公司工程施工业务在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，且部分在建项目工程进度较慢，后续需关注工程施工业务在建项目的工程进度和资本支出压力。

表 6 截至 2022 年 9 月底公司工程施工业务主要在建项目情况

项目名称	业务模式	项目周期	合同金额 (亿元)	已投资 金额 (亿元)	已确认 收入 (亿元)	已回款 (亿元)
兖矿能源智慧制造园区项目总承包（PC）	工程总承包	2022.07.15-2023.02.18	13.30	0.79	0.90	0.81
中国石油大学（华东）古镇口科教园区综合教学楼	工程总承包	2021.02.18-2022.07.21	6.56	5.12	5.70	3.63
营盘煤矿铁路专用线工程营盘壕集运站	工程总承包	2020.02.09-2021.05.08	3.65	3.18	3.46	1.86
东华·悦城二期 B1 地块 17#、18#、19#、商业 E、幼儿园、变电所 2、门卫 2、B1 地下车库	工程总承包	2020.06.04-2022.02.24	3.33	3.22	3.33	2.74
内蒙古昊盛煤业有限公司石拉乌素矿井选煤厂末煤分选系统工程设计、采购、施工工程总承包(EPC)	EPC 总承包	2020.07.01-2021.01.03	3.02	2.64	2.99	2.70
中垠雅苑广场项目	工程总承包	2019.08.01-2021.09.18	2.69	2.31	2.64	2.16
山东鲁西发电有限公司 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目输煤系统、除灰系统建筑安装工程	工程总承包	2020.04.05-2021.05.31	2.54	1.21	1.23	1.05
临矿集团鲁北煤炭储配基地二期项目储煤场煤棚封闭 EPC 总承包	EPC 总承包	2022.03.31-2022.07.31	2.49	1.47	1.67	0.91
兖矿鲁南化工有限公司鲁南储配煤基地一期项目总承包	工程总承包	2022.05.18-2023.05.18	2.00	0.51	0.58	0.58
合计	--	--	39.58	20.45	22.50	16.44

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）房地产开发

2020 年以来，公司房地产项目开发进度受疫情影响有所缓慢且未新摘地，2021 年以来无新开工项目，且在建项目整体待投资规模较小，房地产开发业务持续性需保持关注。

公司房地产开发业务以上海保障房业务

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。

土地获取方面，2019 年，公司购置山东日照青岛路以西、学林路以北地块，用于黄海明

珠广场项目开发建设，占地面积3.74万平方米，建筑面积为2.18万平方米，购置土地价格为2.97亿元，拟进行商业及住宅开发。2020年以来，公司未新摘地。

项目开发建设方面，2021年以来，公司无新开工项目。2019—2021年，公司竣工面积逐年增长。截至2022年9月底，公司房地产开发项目期末在建面积为21.85万平方米，主要在建项目为日照黄海明珠广场项目和兖矿新城三期项目，2020年以来项目开发进度受疫情影响有所缓慢。截至2022年9月底，公司在建房地产开发项目尚需投资14.23亿元，整体待投资规模较小。

项目销售和可售货值方面，截至2022年

9月底，由于项目开发进度受疫情影响有所缓慢，公司在建项目均未达到预售状态，公司暂无可售项目。未来随着日照黄海明珠广场项目和兖矿新城三期项目建设进度推进，公司可售货值预计可以得到一定释放。但考虑到公司2020年以来未新摘地，2021年以来无新开工项目以及在建项目整体待投资规模较小，房地产开发业务可持续性需保持关注。

表7 公司房地产开发项目主要开发数据情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
新开工面积（万平方米）	17.67	21.85	0.00	0.00
竣工面积（万平方米）	12.20	21.24	25.56	11.07
期末在建面积（万平方米）	64.97	63.87	31.80	21.85

资料来源：公司提供

表8 截至2022年9月底公司在建房地产开发项目投资情况

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（亿元）	已投资（亿元）	尚需投资（亿元）
日照黄海明珠广场项目	日照市	住宅、商业	2020.04	2024.04	19.00	7.48	11.52
兖矿新城三期	贵州省贵阳市开阳县	住宅	2019.06	2022.12	3.72	1.01	2.71
合计	--	--	--	--	22.72	8.49	14.23

资料来源：联合资信公司提供资料整理

项目结转方面，2019—2021年，公司房地产开发业务结转面积和结转收入均波动下降。

2022年1—9月，公司房地产开发业务结转面积和结转收入超过2021年全年。

表9 2019—2021年及2022年1—9月公司房地产业务结转情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
结转面积（平方米）	90096.51	154142.81	59687.23	91876.01
结转收入（万元）	89257.34	150238.08	61400.95	93394.11

资料来源：联合资信公司提供资料整理

3. 经营效率

2019—2021年，公司整体经营效率呈下降趋势。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为1.58次、1.57次和0.86次；存货周转次数波动下降，分别为0.53次、0.61次和0.46次；总资产周转次数波动下降，分别为0.30次、0.32次和0.18次。

4. 未来发展

公司将继续推进工程施工业务，继续利用山东能源内部产业协同优势，并开拓其他区域的业务。

一方面，公司根据山东能源专业化、区域化布局，服务山东能源六大主业，加大内部市场。另一方面，陕西内蒙古基地（以下简称“陕蒙基地”）作为山东能源未来煤炭、煤化工重要产业基地，公司将利用鄂尔多斯办事处战略平台优势、陕蒙基地多年施工建设的资源以及山

东能源内部产业协同优势，围绕煤炭产业进行业务拓展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2022 年三季度报表未经审计。

2019 年，公司以投资新设的方式新增子公司 3 家，以同一控制下企业合并的方式新增一级子公司 1 家；2020 年，公司合并范围无变化。2021 年，原一级子公司兖矿集团日照圣园置业有限公司不再纳入合并范围。2022 年 1—9 月，公司合并范围无变化。上述合并范围变动涉及

子公司规模较小，公司财务数据可比性强。截至 2022 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司共 8 家。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模波动下降，资产结构以流动资产为主。其中，截至 2021 年底，受在手项目规模萎缩影响，公司业务投入规模较小，公司资产总额较上年末有所下降；货币资金受限比例较高，应收类款项、存货和合同资产对资金占用明显；整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019—2021 年末，公司资产规模波动下降，年均复合下降 4.85%。截至 2021 年底，公司资产总额 148.08 亿元，较上年末下降 10.65%，主要系货币资金和存货下降所致。公司资产结构以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	19.19	11.73	24.99	15.08	15.55	10.50	18.21	12.70
应收账款	32.24	19.71	31.78	19.18	29.76	20.10	33.64	23.46
其他应收款（合计）	24.48	14.97	24.47	14.77	24.65	16.65	21.69	15.12
存货	81.03	49.54	75.48	45.54	47.10	31.81	39.80	27.76
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	19.93	13.46	18.66	13.01
流动资产	160.50	98.13	161.68	97.56	143.07	96.61	138.47	96.57
非流动资产	3.06	1.87	4.05	2.44	5.02	3.39	4.92	3.43
资产总额	163.56	100.00	165.73	100.00	148.08	100.00	143.40	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年前三季度财务报表整理

（1）流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 5.59%。截至 2021 年底，公司流动资产 143.07 亿元，较上年末下降 11.51%，主要系货币资金和存货下降所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 15.55 亿元，较上年末下降 37.77%，主要系偿债支出较大且外部融资规模下降所致。货币资金中使用受限的资金规模为 4.16 亿元，主要为保证金和资金监管户中的资金。

2019—2021 年末，公司应收账款持续下降，年均复合下降 3.91%。截至 2021 年底，公司应

收账款账面价值 29.76 亿元，较上年末下降 6.35%，从账龄来看 1 年以内的（含 1 年）占比 68.75%；累计计提坏账准备 2.50 亿元，计提比例为 7.74%，较上年大幅提升；应收账款余额前五大欠款方合计金额为 4.05 亿元，占比为 12.56%，集中度较低。

表 11 截至 2021 年底公司应收账款余额前五名

单位名称	余额（亿元）	占比（%）
内蒙古昊盛煤业有限公司	1.63	5.06
鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司	0.99	3.08
济宁兖矿东华同济置业有限公司	0.52	1.61
兖煤菏泽能化有限公司赵楼煤矿	0.49	1.51

兖矿集团海鲁建筑安装开发有限公司	0.42	1.30
合计	4.05	12.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长0.34%。截至2021年底，公司其他应收款24.65亿元，较上年底基本维持稳定，计提坏账准备0.43亿元，计提比例为1.70%，较上年基本维持稳定。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 12 截至 2021 年底公司其他应收款余额前五名

单位名称	余额（亿元）	占比（%）
东华集团	16.00	63.80
兖矿能源集团股份有限公司	3.24	12.93
山东能源	1.83	7.29
济南阳光壹佰房地产开发有限公司	0.50	1.99
兖煤矿业工程有限公司	0.47	1.89
合计	22.04	87.90

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021年末，公司存货持续下降，年均复合下降23.76%。截至2021年底，公司存货47.10亿元，较上年底下降37.59%，主要系执行新准则将已完工未结算工程款转入合同资产所致。存货中在建房地产开发产品为28.62亿元，已完工房地产开发产品14.50亿元。

截至2021年底，公司合同资产19.93亿元，全部为已完工工程量未结算的工程款。

（2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 27.97%。截至 2021 年底，公司非流动资产 5.02 亿元，较上年底增长 23.94%。公司非流动资产规模较小，主要由固定资产（1.68 亿元）和在建工程（2.53 亿元）构成，增长主要系在建工程持续投入所致。

资产流动性方面，2019—2021 年末及 2022 年 9 月末，公司应收类款项、存货及合同资产之和占资产总额的比重分别为 84.22%、79.49%、82.01%和 79.35%，对公司资金占用明显，公司资产流动性较弱。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 143.40 亿元，较上年底下降 3.16%，公司资产结构仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。其中，公司货币资金 18.21 亿元，较上年底增长 17.10%，主要系项目监管资金增加所致；应收账款账面价值 33.64 亿元，较上年底增长 13.03%，主要系本期新增施工项目较多，工程结算尚未到回款节点所致；应收款项融资 2.39 亿元，较上年底增长 71.35%，主要系工程款回收用银行承兑汇票结算所致；存货 39.80 亿元，较上年底下降 15.49%，主要系已完工房地产开发产品本期出售并结转所致。

截至 2022 年 9 月底，公司受限资产 0.58 亿元，全部为受限货币资金，公司资产受限比例很低。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益波动下降。2021 年以来，受公司工程施工和房地产开发业务亏损影响，公司未分配利润持续为负，资本实力有所削弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 10.60%。截至 2021 年底，公司所有者权益 35.97 亿元，较上年底下降 21.12%，主要系当年工程施工和房地产开发业务均发生亏损导致未分配利润为负所致。截至 2021 年底，公司实收资本和资本公积较上年底均未发生变化。亏损导致公司资本实力有所削弱。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 29.81 亿元，较上年底下降 17.13%，主要系工程施工和房地产开发业务均发生亏损导致未分配利润为负所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.47%，少数股东权益占比为 0.53%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 97.28%、42.65%和-42.64%。所有者权益稳定性强。

表 13 公司所有者权益主要构成情况

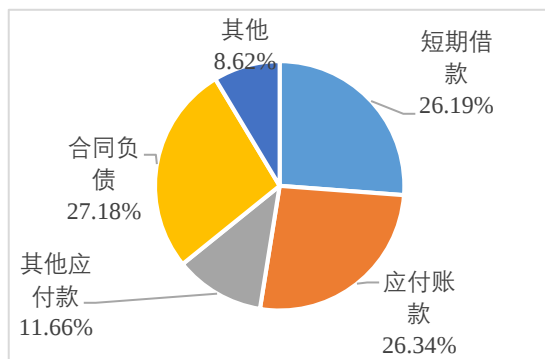
科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	29.00	64.43	29.00	63.59	29.00	80.62	29.00	97.28
资本公积	12.71	28.25	12.71	27.88	12.71	35.34	12.71	42.65
未分配利润	2.64	5.87	3.19	7.00	-6.45	-17.93	-12.71	-42.64
少数股东权益	0.14	0.31	0.15	0.33	0.15	0.43	0.16	0.53
所有者权益合计	45.01	100.00	45.60	100.00	35.97	100.00	29.81	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2022年三季度财务报表整理

(2) 负债

2019—2021 年末，公司负债总额和有息债务规模均波动下降，公司整体债务负担较重。公司未来一年内面临较大的集中兑付压力。

图5 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年末，公司负债总额规模波动下降，年均复合下降 2.75%。截至 2021 年底，公司负债总额 112.11 亿元，较上年底下降 6.67%，主要系预收款项和有息债务相关科目规模下降所致。从负债结构来看，公司负债结构以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债波动下降，年均复合下降 8.17%。截至 2021 年底，公司流动负债 72.77 亿元，较上年底增长 5.47%。公司流动负债主要由短期借款（占 26.19%）、应付账款、其他应付款和合同负债构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 19.06 亿元，较上年底下降 7.00%。其中保证借款和信用借款分别占比 68.00%和 32.00%。

2019—2021 年末，公司应付账款波动增长，

年均复合增长 1.63%。截至 2021 年底，公司应付账款 19.17 亿元，较上年底下降 7.36%。公司应付账款主要为未达结算条件的应付材料、设备款和应付工程款等。

2019—2021 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 1.17%。截至 2021 年底，公司其他应付款 8.93 亿元，较上年底增长 20.65%。公司其他应付款主要为山东能源集团内部资金往来。

截至 2021 年底，公司新增合同负债 19.78 亿元，主要由预收房款 18.96 亿元和预收工程款 0.81 亿元构成。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 10.43%。截至 2021 年底，公司非流动负债 39.35 亿元，较上年底下降 23.05%。公司非流动负债主要由长期借款（占 9.96%）、应付债券（占 77.71%）和长期应付款合计（占 9.51%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续下降，年均复合下降 55.50%。截至 2021 年底，公司长期借款 3.92 亿元，较上年底下降 74.09%，当年公司间接融资规模大幅下降。

2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 75.05%。截至 2021 年底，公司应付债券 30.58 亿元，较上年底小幅增长 2.09%。

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额 113.59 亿元，较上年底增长 1.32%。负债结构仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。其中，短期借款 15.97 亿元，较上年底下降 16.23%，主要系归还银行借款所致；应付票据 1.45 亿元，较上年底下降 46.43%，主要系应付票据到期兑

付所致；应付账款 13.76 亿元，较上年底下降 28.22%，主要系支付民营企业付款所致；其他应付款（合计）16.43 亿元，较上年底增长 83.96%，主要系项目监管资金增加所致。有息债务方面，考虑将其他流动负债和其他应付款中的有息部分纳入短期债务核算，将其他非流动负债和长期应付款中有息部分计入长期债务核算，2019—2021 年末，公司全部债务波动下降，年均复合下降 8.87%。截至 2021 年底，公司全部债务 63.01 亿元，较上年底下降 22.52%。债务结构方面，短期债务占 39.32%，长期债务占 60.68%，以长期债务为主。截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 59.33 亿元，较上年底下降 5.84%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率有所增长，全部债务资本化比率和

长期债务资本化比率均波动增长。截至 2022 年 9 月底，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均较上年底有所增长。整体看，公司债务负担较重。

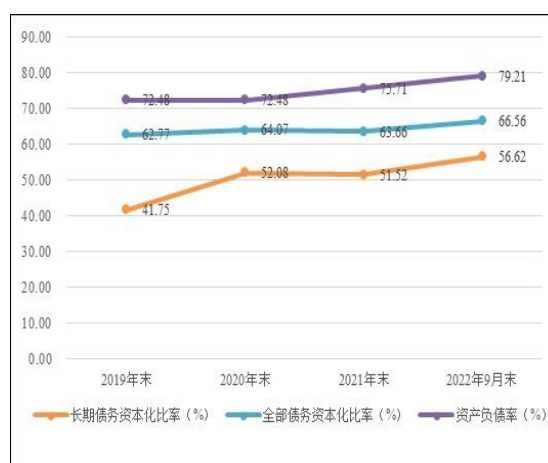
截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 59.33 亿元，较上年底下降 5.84%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.21%、66.56% 和 56.62%，较上年底分别提高 3.50 个百分点、提高 2.90 个百分点和提高 5.10 个百分点。将公司一年内到期的应付债券调整至一年内到期的非流动负债，公司 1 年内到期的有息债务为 54.41 亿元，公司未来一年内面临较大的集中兑付压力。

图 6 2019—2021 年末及 2022 年 9 月末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表和公司提供资料整理

图 7 2019—2021 年末及 2022 年 9 月末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表和公司提供资料整理

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入和营业成本均波动下降。2021 年，公司营业总收入和营业成本均同比大幅下降，业务并出现大额亏损，盈利水平指标表现均明显下降。2022 年 1—9 月，公司延续亏损。

2019—2021 年，公司营业总收入和营业成本均波动下降，营业利润率持续下降。其中，2021 年，公司营业总收入和营业成本分别同比下降 45.99% 和 32.42%；公司业务发生亏损，营业利润率由正转负，为 -13.77%。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续下降。2021 年，公司费用总额为 3.92

亿元，同比下降 3.34%。公司期间费用主要由管理费用（占比 45.74%）和财务费用（48.75%）构成。2019—2021 年，公司期间费用率波动增长。2021 年，公司期间费用率为 13.65%，同比提高 6.02 个百分点，公司费用控制能力有所下降，主要系当年收入大幅下降，而管理费用规模仍较大所致。

从非经营性损益来看，2019 年和 2020 年，公司非经常性损益规模均很小，对利润总额影响很小。2021 年，公司新增投资收益 0.50 亿元（为处置长期股权投资产生的投资收益），新增信用减值损失 0.79 亿元（为应收账款坏账损失）。2019—2021 年，公司利润总额持续下降。其中，2021 年，受工程施工业务和房地产开发业务亏损影响，公司利润总额由正转负，为-8.23 亿元。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降。其中，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率均由正转负。

2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 22.51 亿元，利润总额-6.26 亿元；营业利润率为-14.39%。

表 14 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司盈利能力情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入（亿元）	47.37	53.13	28.70	22.51
营业成本（亿元）	42.38	48.00	32.44	25.69
期间费用（亿元）	4.13	4.05	3.92	2.96
其中：管理费用（亿元）	1.29	1.53	1.79	1.28
财务费用（亿元）	2.70	2.40	1.91	1.60
利润总额（亿元）	1.05	0.87	-8.23	-6.26
营业利润率（%）	10.14	9.39	-13.77	-14.39
期间费用率（%）	8.71	7.63	13.65	13.16
总资产收益率（%）	3.01	2.65	-5.96	--
净资产收益率（%）	1.30	1.28	-22.45	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表及公司提供资料整理

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，现金收入比持续增长；公司投资活动现金流呈持续小规模净流出状态；公司筹资活动现金流量净额波动较大，其中 2021 年呈大额净流出状态，公司债务规模有所压缩，同时账面货币资金规模下降较快。考虑到公司施工板块和房地产板块在建项目的推进，公司面临较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 2.08%。2021 年，公司经营活动现金流入同比保持稳定，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 39.45 亿元，较上年基本保持稳定。2019—2021 年，公司现金收入比持续增长。2021 年，由于当年业务收入规模大幅下降导致现金收入比明显好转，但公司销售商品、提供劳务收到的现金中有部分为预收房款，实际回款情况弱于指标值。2019—2021 年，公司经营活动现金流呈持续净流入状态；2021 年，由于公司施工和房地产开发板块均受行业下行影响规模明显收缩，当年公司经营活动现金流出规模同比下降 24.80%，公司当年经营活动现金流量净额大幅增长。从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流呈持续小规模净流出状态，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。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-0.16 亿元、3.00 亿元和 16.49 亿元。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续下降，年均复合下降 46.46%，主要为取得借款收到的现金。由于公司外部筹资规模大幅下降，公司筹资活动现金流量净额波动较大，且在 2021 年呈大额净流出状态。2021 年，公司债务规模有所压缩，同时账面货币资金规模下降较快。

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出分别同比下降 68.74%和 73.06%，主要系本期对相关经营款项进行合并

抵消，上年同期无此会计处理方式所致；公司经营净现金流和现金收入比分别同比下降 41.07% 和 38.00 个百分点，主要系本期应收账款增加，以及工程款收支结算用银行承兑汇票较多所致；投资活动现金流量净额-0.05 亿元；筹资活动现金流入同比增长 37.77%，主要系增加银行借款所致；筹资活动现金流出同比下降 37.44%，主要系本期归还债务较少所致；受上述影响，公司筹资活动净现金流为-2.46 亿元。

表 15 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司现金流情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入（亿元）	57.96	55.01	55.57	34.33
经营活动现金流出（亿元）	56.40	51.36	38.62	25.59
经营活动现金流量净额（亿元）	1.56	3.65	16.95	8.74
投资活动现金流入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出（亿元）	1.72	0.66	0.46	0.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.72	-0.66	-0.46	-0.05
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-0.16	3.00	16.49	8.70
筹资活动现金流入（亿元）	78.35	73.34	22.46	19.77
筹资活动现金流出（亿元）	78.65	66.70	46.53	22.22

筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.31	6.64	-24.07	-2.46
现金收入比（%）	63.66	73.56	137.46	83.07

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2022 年三季度财务报表整理

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率和速动比率均波动增长。截至 2022 年 9 月底，公司流动比率较上年底均有所下降，速动比率较上年底有所增长。整体看，公司流动资产对流动负债保障能力尚可。2019—2021 年，公司经营现金流动负债比持续增长，经营活动净现金流对流动负债保障能力有所提升。2019—2021 年末，公司现金短期债务比波动增长；截至 2022 年 9 月底，公司现金短期债务比为 1.07 倍。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，由于公司 EBITDA 由正转负，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均由正转负。整体看，公司长期偿债指标表现弱。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	186.01	234.34	196.62	188.03
	速动比率（%）	92.10	124.94	104.49	108.64
	经营现金流动负债比（%）	1.81	5.30	23.29	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.04	0.12	0.68	--
	现金短期债务比（倍）	0.46	0.87	0.68	1.07
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	4.25	3.83	-5.81	--
	全部债务/EBITDA（倍）	17.84	21.22	-10.85	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.04	0.27	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.92	0.92	-2.03	--
	经营现金/利息支出（倍）	0.34	0.88	5.91	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表及公司提供的材料整理

截至 2022 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2022 年 9 月底，公司共获得银行授信额度合计 35.20 亿元，已使用 21.03 亿元，未使用额度为 14.17 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产、负债以及经营收入占合并口径比例较高；公司本部债务负担一般，盈利指标表现弱，且在 2021 年以来持续亏损。

2019—2021年末，公司本部资产总额波动下降，年均复合下降5.54%。截至2021年底，公司本部资产总额123.59亿元，较上年底下降16.13%。其中，流动资产占比95.79%，非流动资产占比4.21%。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和合同资产构成。非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和递延所得税资产构成。

2019—2021年末，公司本部负债波动下降，年均复合下降3.50%。截至2021年底，公司本部负债总额87.27亿元，较上年底下降14.72%。其中，流动负债占比57.87%，非流动负债占比42.13%。从构成看，流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。非流动负债主要由应付债券构成。截至2021年底，公司本部资产负债率为70.61%。截至2021年底，公司本部全部债务47.60亿元。其中，短期债务占32.93%、长期债务占67.07%。截至2021年底，公司本部全部债务资本化比率56.72%，公司本部债务负担较重。

2019—2021年末，公司本部所有者权益波动下降，年均复合下降9.94%。截至2021年底，公司本部所有者权益为36.32亿元，较上年底下降19.32%，主要系未分配利润为负所致。在所有者权益中，实收资本和资本公积占比较高，分别为79.85%和35.01%。

2019—2021年，公司本部营业总收入和利润总额均持续下降。其中，2021年，公司本部营业总收入为24.45亿元，同比下降36.78%；利润总额为-7.33亿元，同比大幅下降。

现金流方面，2019—2021年，公司本部经营活动现金流净额和筹资活动现金流净额均波动较大，投资活动现金流净额呈持续小规模净流出状态。2021年，公司本部经营活动现金流净额为8.62亿元，投资活动现金流净额-0.44亿元，筹资活动现金流净额-14.15亿元。

截至2021年底，公司本部资产和所有者权益分别占合并口径的83.46%和100.96%。2021年，公司本部营业总收入和利润总额分别

占合并口径的85.20%和89.10%。

截至2022年9月底，公司本部资产总额119.54亿元，所有者权益31.03亿元，资产负债率74.04%；2022年1—9月，公司本部营业总收入12.99亿元，利润总额-5.77亿元。

九、外部支持

公司控股股东综合实力非常强，公司作为山东能源下属建筑施工企业和煤矿建设行业企业，山东能源在项目获取、资金往来和债券担保方面持续给予公司有力支持。此外，公司国资背景有利于其获得政府支持，政府通过财政补贴给予公司一定支持。

股东支持

公司控股股东山东能源作为山东省国资委下属唯一的煤炭集团企业，行业地位高，山东省人民政府对其支持力度大；山东能源在煤炭资源储备和生产规模方面具备很强的竞争优势，截至2021年底，山东能源拥有煤炭地质储量901.34亿吨，剩余可采储量190.43亿吨，产能达到31225万吨/年。2019—2021年，山东能源营业总收入分别为6070.64亿元、6763.18亿元和7741.19亿元；利润总额分别为257.82亿元、168.49亿元和241.11亿元。公司控股股东山东能源综合实力非常强。

公司作为山东能源下属建筑施工企业和煤矿建设行业企业，山东能源在项目获取、资金往来和债券担保方面持续给予公司有力支持。①项目获取方面，2019—2021年及2022年1—9月，公司工程施工业务新签合同项目部分来自山东能源内部项目。②资金支持方面，2020年末、2021年末及2022年9月末，公司获得山东能源内部短期借款分别为10.74亿元、9.10亿元和3.00亿元；获得山东能源内部长期借款分别为4.50亿元、3.74亿元和3.74亿元。③债券担保方面，山东能源为“19 兖东 01”“20 兖东 01”“20 兖东 02”均提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升债券偿付的安全性。

政府支持

公司的国资背景有利于其获得政府支持。2019—2020 年及 2022 年 1—9 月，公司分别收到财政补贴 41.00 万元、244.71 万元和 28.37 万元。

十、本期中期票据偿还能力分析

按发行规模上限测算，本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响较大。本期中期票据发行后，2021 年公司经营现金流入量对长期债务的保障指标表现尚可。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模不超过 10.00 亿元，按发行规模上限测算，本次中期票据发行规模相当于 2021 年底公司长期债务和全部债务的 26.15%和 15.87%，对公司现有债务结构影响较大。

截至 2021 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 75.71%、63.66%和 51.52%。以 2021 年底财务数据为基础，若不考虑其他因素，本期中期票据全额发行后，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将分别上升至 77.24%、66.99%和 57.28%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还有息债务，公司实际债务压力将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

从指标上看，按本期中期票据发行规模上限 10.00 亿元测算，本期中期票据发行后，2021 年，公司经营现金流入量对长期债务的保障指标表现尚可，经营现金净流量对长期债务的保障指标表现弱，EBITDA 对长期债务无保障能力。

表 17 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务（亿元）	48.23
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.15

经营现金/发行后长期债务（倍）	0.35
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-8.30

注：1. 发行后长期债务为 2021 年底数据的基础上将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额；经营现金流入、经营现金及 EBITDA 均为 2021 年全年数据；2. 经营现金指经营活动现金流量金额

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供材料整理

3. 增信措施分析

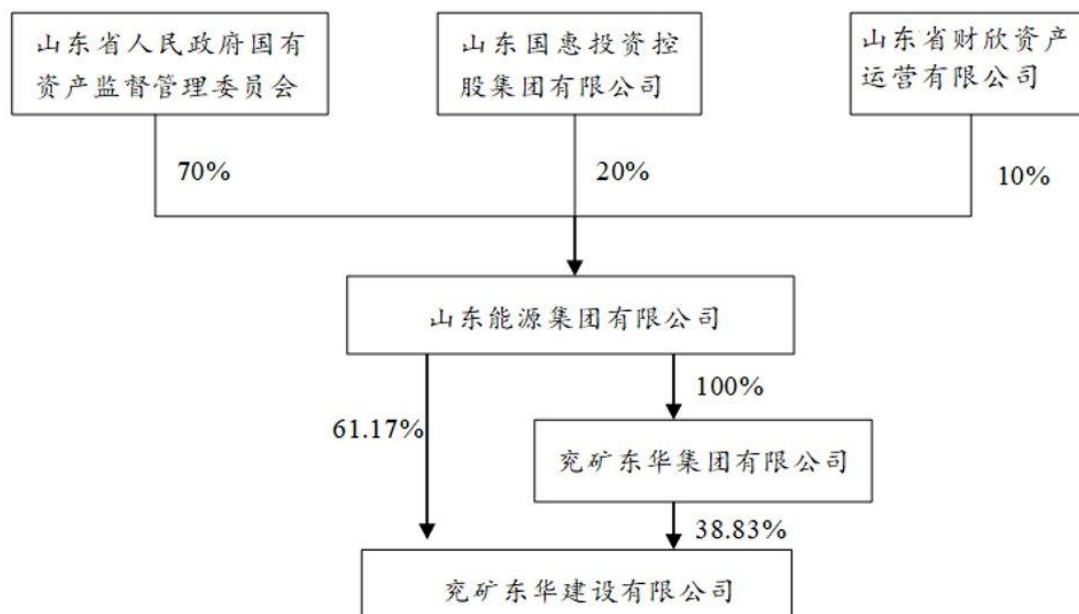
本期中期票据由山东能源提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据《担保函》，山东能源的保证范围包括本期中期票据本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。山东能源保证期间为自核准本期中期票据发行之日起至与本期中期票据相关的债务履行期届满之日起六个月止，若与本期中期票据相关的债务分期履行，保证期间则为自核准本期中期票据发行之日起至与本期中期票据相关的最后一期债务履行期届满之日起六个月止。

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（详见《山东能源集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告》）。山东能源担保实力极强，其担保显著提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

十一、结论

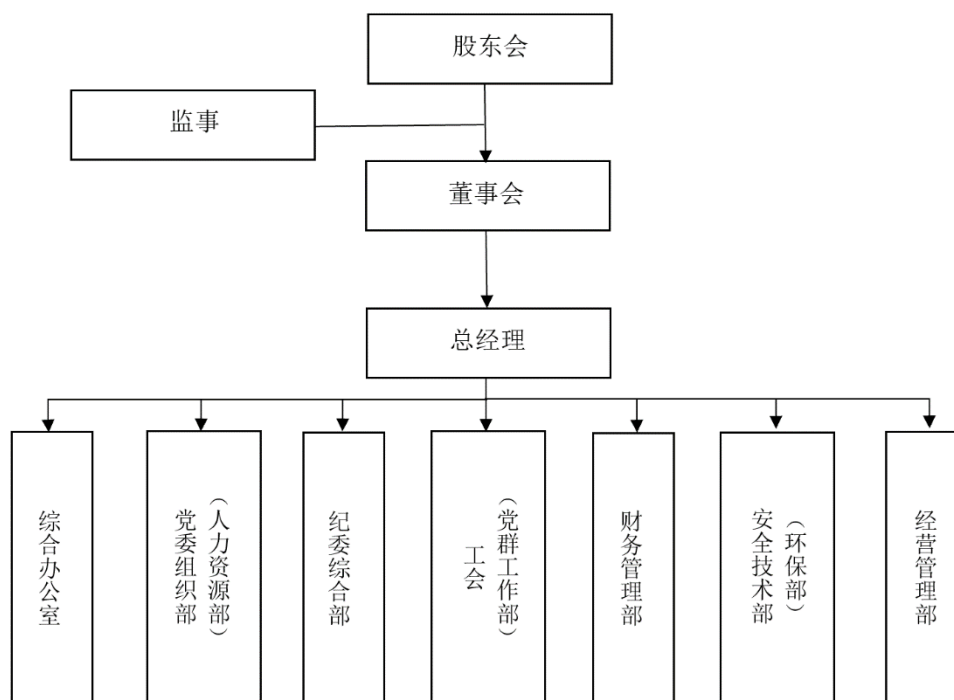
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持、债项条款及担保方等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面；本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底公司一级子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
兖矿东华邹城海天贸易有限公司	贸易	1000.00	100.00
北京探创资源科技有限公司	测绘服务	500.00	68.00
上海维鸿建设发展有限公司	房地产	1000.00	100.00
上海维卓建设发展有限公司 (原名上海兖矿东华房地产开发有限公司)	房地产	5000.00	100.00
芜湖兖矿东华建设有限公司	施工	100.00	100.00
日照兖申建设发展有限公司	商务服务业	--	100.00
日照兖申土地发展有限公司	房地产	3122.00	66.00
山能 (日照) 教育咨询有限公司	商务服务业	500.00	100.00

资料来源: 公司提供

=

附件 2 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.22	27.59	16.97	21.87
资产总额（亿元）	163.56	165.73	148.08	143.40
所有者权益（亿元）	45.01	45.60	35.97	29.81
短期债务（亿元）	43.61	31.75	24.77	20.42
长期债务（亿元）	32.27	49.57	38.23	38.91
全部债务（亿元）	75.88	81.32	63.01	59.33
营业总收入（亿元）	47.37	53.13	28.70	22.51
利润总额（亿元）	1.05	0.87	-8.23	-6.26
EBITDA（亿元）	4.25	3.83	-5.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.56	3.65	16.95	8.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.58	1.57	0.86	--
存货周转次数（次）	0.53	0.61	0.46	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.32	0.18	--
现金收入比（%）	63.66	73.56	137.46	83.07
营业利润率（%）	10.14	9.39	-13.77	-14.39
总资本收益率（%）	3.01	2.65	-5.96	--
净资产收益率（%）	1.30	1.28	-22.45	--
长期债务资本化比率（%）	41.75	52.08	51.52	56.62
全部债务资本化比率（%）	62.77	64.07	63.66	66.56
资产负债率（%）	72.48	72.48	75.71	79.21
流动比率（%）	186.01	234.34	196.62	188.03
速动比率（%）	92.10	124.94	104.49	108.64
经营现金流动负债比（%）	1.81	5.30	23.29	--
现金短期债务比（倍）	0.46	0.87	0.68	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.92	0.92	-2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.84	21.22	-10.85	--

注：1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2022 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告将合并口径其他流动负债和其他应付款中的有息债务部分计入短期债务，其他非流动负债和长期应付款中有息债务部分计入长期债务核算；3. “-”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表及公司提供资料整理

附件 3 公司主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.17	22.00	12.69	16.78
资产总额（亿元）	138.50	147.35	123.59	119.54
所有者权益（亿元）	44.78	45.02	36.32	31.03
短期债务（亿元）	30.59	21.01	15.67	17.42
长期债务（亿元）	14.79	32.89	31.93	35.61
全部债务（亿元）	45.38	53.90	47.60	53.03
营业总收入（亿元）	44.34	38.68	24.45	12.99
利润总额（亿元）	0.56	0.44	-7.33	-5.77
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.37	-0.67	8.62	6.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.41	1.10	0.68	--
存货周转次数（次）	0.99	0.87	0.77	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.27	0.18	--
现金收入比（%）	53.21	69.84	87.68	114.42
营业利润率（%）	9.48	11.57	-11.31	-22.22
总资本收益率（%）	0.26	0.23	-8.54	--
净资产收益率（%）	0.52	0.50	-19.73	--
长期债务资本化比率（%）	24.83	42.22	46.78	53.44
全部债务资本化比率（%）	50.33	54.49	56.72	63.09
资产负债率（%）	67.67	69.45	70.61	74.04
流动比率（%）	176.52	225.49	234.40	229.26
速动比率（%）	125.81	163.26	173.22	174.72
经营现金流动负债比（%）	1.79	-1.05	17.07	--
现金短期债务比（倍）	0.59	1.05	0.81	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据，2022 年三季度财务报表未经审计 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--” 代表数据不适用，“/” 代表数据未获得
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2022 年三季度财务报表及公司提供资料整理

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 + 平均应收款项融资)
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 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 兖矿东华建设有限公司 2022 年度第一期中期票据的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期中期票据信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

兖矿东华建设有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期中期票据评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期中期票据如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期中期票据信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期中期票据相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期中期票据信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。

信用评级公告

联合〔2022〕7649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及其拟发行的 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东能源集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东能源集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）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

高 明

二〇二二年八月十二日

山东能源集团有限公司

2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：本期债券发行金额为不超过 25 亿元（含 25 亿元），分为两个品种。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行金额内决定是否行使品种间回拨选择权

本期债券期限（附续期选择权）：本期债券分为两个品种，品种一以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制

递延支付利息选择权：本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息；若公司未行使续期选择权，本期债券到期一次性偿还本金

募集资金用途：拟全部用于偿还有息债务

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山东能源集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作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，在煤炭资源储备和生产规模具备很强的竞争优势。近年来，公司收入规模持续扩大，并保持很大的盈利规模，且经营活动现金流呈持续大规模净流入态势。2021 年，得益于煤炭价格的大幅上涨，公司整体经营业绩水平大幅提升。同时，联合资信也关注到非经常性损益对公司利润影响较大、债务负担重、面临安全生产风险，以及由于海外经营规模大，公司可能面临一定的跨区域经营管理风险以及汇兑损失风险等因素可能对公司信用水平可能产生的不利影响。

本期债券具有公司续期选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债券一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。但考虑到公司经营情况良好，近年来持续分红，且公司行使续期选择权的成本较高，公司行使续期选择权及递延付息的可能性小。本期债券的发行对公司债务规模及结构影响小，本期债券发行后，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 对长期债务的保障能力强。

未来，随着公司在建项目逐步投产，公司业务规模有望进一步扩张，产业链有望进一步完善。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司为山东省国资委下属唯一的煤炭集团企业，行业地位高，山东省政府对公司的支持力度大。2020 年，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，山东省政府对公司的重视程度高，公司区域市场竞争力优势极强。

评级时间：2022 年 8 月 12 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	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型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	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		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：余瑞娟 李晨

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 2021 年底，公司拥有煤炭地质储量 901.34 亿吨，剩余可采储量 190.43 亿吨，产能达到 31225 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 435 万吨的生产能力。

3. 公司收入规模持续扩大，盈利能力强，且经营活动现金流呈持续大规模净流入态势。进入 2021 年后，公司业绩规模进一步显著提升。2019—2021 年，公司营业总收入分别为 6070.64 亿元、6763.18 亿元和 7741.18 亿元，持续增长，年均复合增长 12.92%。2019—2021 年，公司利润总额分别为 257.82 亿元、168.49 亿元和 241.11 亿元；经营活动现金净额分别为 324.57 亿元、313.53 亿元和 540.79 亿元。

关注

1. 非经常性损益对公司利润影响较大。2019—2021 年，公司资产减值损失分别为 48.06 亿元、20.58 亿元和 44.87 亿元；信用减值损失分别为 2.89 亿元、0.16 亿元和 86.03 亿元。其中，2021 年，资产减值损失和信用减值损失分别占当期营业利润的 18.06%和 34.61%。

2. 公司有息债务规模持续增长，债务负担重。公司所有者权益中含有较大规模的永续期债券，若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。2019—2021 年，公司有息债务规模持续增长，年均复合增长率为 9.98%。截至 2021 年底，公司全部债务 3712.66 亿元，较年初增长 8.61%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.96%和 60.66%。截至 2021 年底，公司存量永续期债券合计 289.34 亿元，若将其调整至债务后，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别上升至 71.81%和 65.39%。

3. 公司海外资产规模大，面临一定海外经营风险。公司海外投资规模大，在境外业务开展过程中由于所处的国家经济环境及法律法规不同，公司或面临一定的跨区域经营管理风险及汇兑损失等风险。

4. 公司安全生产执行力度有待加强。2020 年以来，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。

5. 本期债券若出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。本期债券具有公司续期选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点，一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	861.59	832.05	1138.89	978.21
资产总额（亿元）	6281.26	6862.25	7514.02	7027.41
所有者权益（亿元）	2087.47	2255.04	2407.35	2290.85
短期债务（亿元）	1483.73	1498.82	1462.59	/
长期债务（亿元）	1585.82	1919.64	2250.07	/
全部债务（亿元）	3069.55	3418.46	3712.66	/
营业总收入（亿元）	6070.64	6763.18	7741.19	1780.30
利润总额（亿元）	257.82	168.49	241.11	75.45
EBITDA（亿元）	606.27	527.98	613.84	--
经营性净现金流（亿元）	324.57	313.53	540.79	85.63
营业利润率（%）	11.55	8.32	10.89	11.03
净资产收益率（%）	8.07	4.89	6.00	--
资产负债率（%）	66.77	67.14	67.96	67.40
全部债务资本化比率（%）	59.52	60.25	60.66	/
流动比率（%）	87.58	92.23	104.83	94.29
经营现金流动负债比（%）	13.11	12.55	20.53	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.56	0.78	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.35	3.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.06	6.47	6.05	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1519.48	1658.79	1826.04	1821.86
所有者权益（亿元）	568.89	722.04	668.04	666.45
全部债务（亿元）	842.48	899.76	1084.58	/
营业总收入（亿元）	4.82	3.61	0.61	0.09
利润总额（亿元）	-6.33	139.24	-42.51	-10.72
资产负债率（%）	62.56	56.47	63.42	63.42
全部债务资本化比率（%）	59.69	55.48	61.88	/
流动比率（%）	74.11	112.79	133.53	112.38
经营现金流动负债比（%）	-3.06	-9.86	1.43	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；2022 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务调整至短期与长期债务核算，母公司口径下，已将其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 2022 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

主体评级历史：

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
AAA	稳定	2022/07/15	余瑞娟 李晨	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型（V3.1.202205）	阅读全文
AAA	稳定	2007/03/29	夏 阳 朱海峰	主体评级方法总论（2013）	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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，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。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析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。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信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。

五、本报告系联合资信接受山东能源集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：
联合资信评估股份有限公司

山东能源集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

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”）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（以下简称“兖矿集团”）。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，山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”）持有公司 20% 股权，山东省社会保障基金理事会（以下简称“省社保基金理事会”）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，公司股东由省社保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，原山东能源完成注销手续，公司正式更为现用名，注册资本增加至 247.00 亿元。截至 2022 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，为公司控股股东及实际控制人。

公司主营业务包括煤炭采选、非煤贸易和煤化工等。

截至 2022 年 3 月底，公司本部内设资产管理部、运营管理部、投资发展部和财务管理部等 11 个职能部门和人力资源服务中心、新闻中心和审计中心等 11 个业务中心。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围的全资及控股二级子公司共 71 家，其中主要子公司 13 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 7514.02 亿元，所有者权益 2407.35 亿元（含少数股东权益 1294.57 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 7741.19 亿元，利润总额 241.11 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 7027.41 亿元，所有者权益 2290.85 亿元（含少数股东权益 1188.15 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1780.30 亿元，利润总额 75.45 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：李伟。

二、本期债券概况

1. 本期债券发行规模

公司于 2022 年 4 月 14 日取得中国证券监督管理委员会出具的《关于同意山东能源集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2022〕791 号），注册规模为不超过 200 亿元。山东能源集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）拟发行金额不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券分为两个品种，引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行金额内决定是否行使品种间回拨选择权。

2. 本期债券期限（附续期选择权）

本期债券分为两个品种，公司均可行使续期选择权。品种一以每 3 个计息年度为 1 个重

新定价周期,在每个重新定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年),或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。品种二以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期,在每个重新定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期(即延长 5 年),或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

3. 递延支付利息选择权

本期债券附设公司递延支付利息选择权,除非发生强制付息事件,本期债券的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受到任何递延支付利息次数的限制;前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

若公司选择行使递延支付利息选择权,则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前,公司不得有下列行为:(1)向普通股股东分红(按规定上缴国有资本收益除外);(2)减少注册资本。如公司决定递延支付利息的,将于付息日前 10 个交易日发布《递延支付利息公告》。

4. 偿付顺序及还本付息方式

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。在公司不行使递延支付利息权的情况下,本期债券采用单利计息,付息频率为按年付息。若公司未行使续期选择权,本期债券到期一次性偿还本金。

5. 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后,将全部用于偿还有息债务。

6. 强制付息事件

付息日前 12 个月内,发生以下事件的,公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息:(1)向普通股股东分红(按规定上缴国有资本收益除外);(2)减少注册

资本。

7. 初始票面利率确定方式

本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差。其中品种一初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%);品种二初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 10 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。

8. 票面利率调整机制

重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

如果公司行使续期选择权,本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。品种一后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。品种二后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 10 年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。

9. 赎回选择权

除下列情形外,公司没有权利也没有义务

赎回本期债券。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

情形 1：公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

公司有权在法律法规，相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日（即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日）前 20 个交易日公告（法律法规、相关法律法规司法解释变更日距付息日少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

情形 2：公司因会计准则变更进行赎回

根据财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）等相关规定，公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相

关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期债券在破产清算时的清偿顺序等同於公司普通债务。从清偿顺序角度分析，本期债券与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）如果公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期债券公司若行使续期选择权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择在到期后全额兑付的可能性大。

本期债券具有公司续期选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期债券一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。但考虑到公司经营情况良好，2020—2021 年，公司分别予以分红 48.73 亿元和 98.97 亿元，且公司行使续期选择权的成本较高，公司行使续期选择权及递延付息的可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）

大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业

增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速¹（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10	3.00

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增

长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。

2022 年上半年，全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。

2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳就业压力较大。2022 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022 年 7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充

裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱环节的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

四、行业及区域环境分析

1. 行业运行

煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2019-2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 57%，大幅高于 27% 的世界平均水平²。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

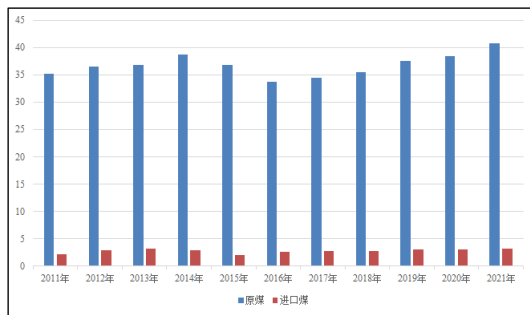
中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭

²数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021年全国原煤产量40.71亿吨，同比增长5.92%，增速较上年增加3.3个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021年，全国批复核增产能煤矿200处左右，核增产能约3亿吨/年。

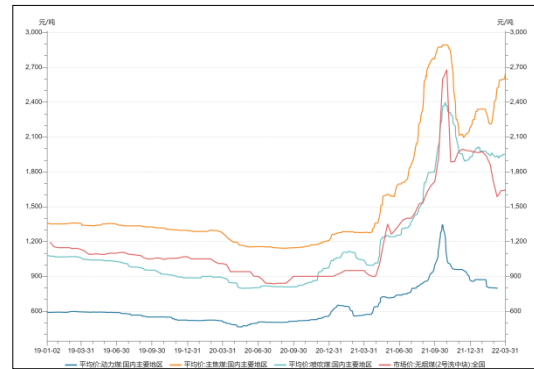
图1 煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占54%）、钢铁行业（约占18%）、建材行业（约占12%）、化工行业（约占7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降³，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021年，火电发电量5.77万亿千瓦时，同比增长9.28%，增速较上年增加3.64个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自2020年9月份之后开始企稳回升。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

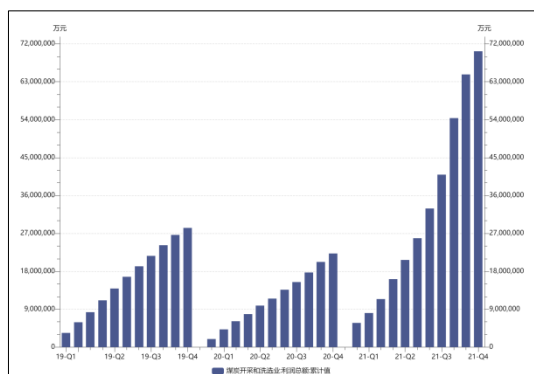
随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽

³2021年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降2.5%

有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019—2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3 2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2. 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）⁴，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过

市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履约监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行为。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业的经营历史普遍较长，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，煤炭价格逐步回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的整体盈利水平相对较差，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。

⁴ 2017—2021年为470~600元/吨

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 10~20 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。

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本持续下降，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，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤压。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%。

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持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

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。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到中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中长期的发展空间。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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. 企业规模和竞争力

公司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显著，具备极强的区域市场竞争力优势。

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，还在贵州、山西、陕西、新疆、内蒙，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2021年底，公司拥有煤炭地质储量901.34亿吨，剩余可采储量190.43亿吨；产能达到31225万吨/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435万吨的生产能力，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极强。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. 人员素质

公司管理人员经验丰富，能够满足公司日常经营需要。

截至报告出具日，公司董事和高级管理人员共14人。

公司董事长李伟先生，1966年7月生，中共党员，在职研究生，工学博士；历任兖矿集团鲍店煤矿矿长、党委副书记，兖矿集团南屯煤矿矿长、党委副书记，兖矿集团副总工程师、副总经理、董事、总经理、党委副书记，安全监察局副局长、局长，华鲁控股集团有限公司党委副书记、董事、总经理。

公司总经理张宝才先生，1967年4月生，中共党员，大学学历，工商管理硕士；历任兖矿集团财务部科长，兖州煤业股份有限公司（现更名为兖矿能源集团股份有限公司以下简称“兖矿能源”）财务部副部长、计划财务部部长、董事、董事会秘书、董事会秘书处处长、副总经理，兖州煤业澳大利亚有限公司副（以下简称“兖煤澳洲”）董事长、执行委员会主席，兖矿集团财务有限公司董事长，兖矿集团市委常委、董事、总法律顾问，公司市委常委、副总经理。

4. 企业信用记录

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2022年6月27日，公司未结清债务均正常，已结清债务中，关注类账户9项，不良类账户1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，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律法规要求。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》等法律法规和山东省人民政府、山东省国资委有关规定，制定《公司章程》，不断完善公司法人治理结构，制定相关的配套制度，规范股东会、董事会、监事会的议事规则和程序，明确股东会、董事会、董事长及高级管理人员的各级职权。

公司设立股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设立董事会，对股东会负责。公司董事会由9名董事组成，包括5名外部董事和1名职工董事。外部董事人选由山东省国资委提出。职工董事由公司工会根据自荐、推荐情况，在充分听取职工意见的基础上，推荐职工董事候选人，经公司职工代表大会或其他形式民主选举产生。公司设董事长1人，按照企业领导人员管理权限任免。公司董事每届任期3年，除另有规定外。任期届满，获得连续委派或者连续当选可以连任。外部董事连续任职一般不得超过6年。董事任期届满或者董事在任期内辞职、被解聘，公司应在3个月内更换新的董事。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在新的董事就任前，原董事仍应依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职责。

公司监事会应由5名监事组成，分别是：股东代表监事2名、专职监事1名和职工监事2名，每届任期3年。但由于《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》

（鲁发〔2018〕42号）规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，公司不再设立省属企业监事会。

公司设总经理1人、副总经理若干、财务总监1人。高级管理人员任期与同届董事会一致，每届任期3年，任期届满，经董事会依照《公司章程》规定的程序聘任可继续担任。公司总经理和副总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事的监督。财务总监是公司财务负责人，依法履行财务管理、财务监督职责，对省国资委和董事会负责。总经理可在任期届满前，以书面形式向董事会提出辞职。副总经理等经理层人员可在任期届满前，以书面形式向董事会或总经理提出辞职。

2. 管理水平

公司拥有较完善的企业组织架构，建立了较合理的内控制度。

截至2022年3月底，公司本部内设资产管理部、运营管理部、投资发展部和财务管理部等11个职能部门；另设2个特设部室（机构）：督察办公室和巡查办公室。

财务管理方面，为加强财务监管，强化公司财务管控体系建设，提高财务管理水平，规范企业的会计核算，根据《中华人民共和国会计法》

《企业会计制度》及国家其他有关法律和法规，公司结合实际情况，制定了《财务管理与会计核算办法》，明确了财务管理与会计核算的基础工作、主要会计科目的核算要求、财务报表和财务信息化等，规定公司内部各单位应结合组织机构设置及生产经营特点确定会计主体，明确各会计主体处理的交易和事项的对象和范围，并记录和反映特定范围内的经济活动。为加强公司联合重组期间重大财务事项的管理，规范财务行为，做好财务预警，防范经营风险，公司制定了《关于做好重大财务事项报告的通知》（山

能集团便发〔2020〕53号），明确了重大财务事项报告的内容以及各单位对报告的责任人，公司将组织有关专家对重大财务事项进行论证，确保按期账务处理，财务信息真实可靠。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》和《关于进一步加强经营投资合规管理工作的意见》（山能集团发〔2020〕15号），强化了企业投资管理，规范管理程序，明晰责任主体，细化了投资决策程序等。公司投资管理实行分工负责制，公司负责投资决策，对投资实施管理、监督和考核。专业公司及所属单位负责投资的具体实施和管理，定期向公司报告投资有关信息，开展投资分析，加强投资管理，规避投资风险，实现投资目标。

对外担保方面，为规范担保行为，切实防范经营风险和财务风险，公司2021年3月修订并印发了《山东能源集团有限公司担保管理办法》

（山能集团发〔2021〕31号），制订了严格的担保内控决策程序，明确了担保的相关要求，细化了担保的标准，加强对被担保公司的贷款资格、财务状况、贷款用途和资金运用等方面的审查力度。《担保管理办法》规定公司及各级出资企业为其持股比例不低于34%的控制企业提供担保，担保额原则上应按出资比例确定，担保责任余额不得超过对被担保企业享有的净资产；为持股比例34%以下的企业以及参股企业提供担保，须全体股东同意并按出资比例提供担保，担保责任余额不得超过对被担保企业的出资额。

融资管理方面，公司对融资活动进行统一管理，权属各子公司未经公司批准，严禁对外融资。公司对外融资实行统一管理制度，财务管理部为筹资管理的牵头部门，负责统一核定授信规模、选择融资产品、选定金融机构，子公司上报融资需求，由财务管理部审核融资的必要性，额度的合理性，并按照融资产品、融资渠道的相关规定，由公司和所属公司分别负责承贷。在债券发行管理方面，公司明确了聚焦主业发展、优化债券结构、严格风险管控等原则，细化了批准权限和程序，建立了债券融资工作统计报告制度以及监督检查制度。

安全生产方面，为有效管控安全生产风险和治理消除隐患、加强生产监督检查工作、以及提升标准化生产的内在质量和创建水平，公司细化并制定了《山东能源集团有限公司生产安全事故综合应急预案》（山能集团发〔2021〕111号）、《安全风险管控和隐患排查治理管理办法》（山能集团发〔2021〕3号）、《安全生产监督检查办法（试行）》（山能集团发〔2021〕35号）和《安全生产标准化管理办法》（山能集团发〔2021〕36号），有效推进了公司安全管理制度化建设进程，细化了各级各部门的安全生产职责，进一步健全、规范了安全生产管理运行机制和程序，强化了安全生产责任，发挥了各级安全生产部门职能，建立安全生产技术管理快捷高效的运行模式。

七、重大事项

1. 重大资产重组

公司完成与原山东能源重组后，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。

2020年8月14日，公司股东山东省国资委、山东国惠及省社保基金理事会批准同意兖矿集团与原山东能源合并及相关事项。

根据《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》（以下简称“《合并协议》”），兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”作为存续公司，自本次合并交割日起，合并前原山东能源和兖矿集团的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由公司继承、承接或享有，合并前原山东能源和兖矿集团的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于公司。

2020年11月30日，兖矿集团与原山东能源签署了《交割确认书》，双方签署的《合并协议》所约定的合并交割前提已全部满足。自2020年11月30日，合并予以交割，兖矿集团与原山东能源按照《合并协议》约定办理具体交割事项。

2021年1月4日，兖矿集团发布《兖矿集团有

限公司关于完成债务继承事项的公告》，原山东能源将尚未到期的“17鲁能源MTN001”“18鲁能源MTN001”“19鲁能源MTN001”“20鲁能源MTN001”“20鲁能源MTN002A”、“20鲁能源MTN002B”“20鲁能源MTN003”“20鲁能源MTN004”“20鲁能源MTN005”转予兖矿集团承继，兖矿集团承继上述中期票据的全部权利、义务。

2021年3月31日，原山东能源完成注销手续，同日，兖矿集团在山东省市场监督管理局完成公司信息登记变更手续，更名为“山东能源集团有限公司”，并取得了山东省市场监督管理局颁发的营业执照，注册资本为247.00亿元。公司完成与原山东能源重组后，成为山东省国资委辖下唯一大型煤炭集团企业。

2. 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。

2020年10月30日，公司发布《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日与兖矿能源签署《股权及资产转让协议》，拟以约183.55亿元现金向兖矿能源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，兖矿能源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，公司与兖矿能源签署了《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）。截至报告出具日，上述交易价款已全部支付完毕。

3. 通过增资进行煤炭资源整合

兖矿能源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，但其未来盈利能力取决于后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。

2020年9月4日，兖矿能源发布《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》，兖矿能源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，可以确保兖矿能源对营盘壕公司的绝对控股。根据兖矿能源显示：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矿能源整合情况、后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。

4. 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，兖矿能源发布《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。

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。

目前沃特岗下属澳思达和唐纳森煤矿仍处于养护状态，仅艾诗顿煤矿在产。

5. 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。事故发生后原山东能源已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2020年8月20日，原山东能源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。事故发生后公司已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2021年5月26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，最终造成3人死亡。

八、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，得益于贸易业务规模的持续扩大及2021年以来的煤炭价格大幅上涨，公司营业总收入逐年增长，但受煤炭市场价格波动以及低毛利率的贸易业务规模提升等因素影响，2019—2021年，公司盈利水平波动较为明显。

公司主营业务包含煤炭采销、非煤贸易和煤化工等，其中煤炭和贸易业务占比很高。2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长12.92%。其中，2020年，受益于贸易业务规

模扩大，公司营业总收入同比增长11.23%至6752.40亿元；2021年，煤炭及主要化工产品大幅上涨，带动公司营业总收入同比增长14.46%至7741.19亿元。公司其他业务包括煤化工、房地产、煤机制造、工程施工等。其中，煤化工业务2021年实现收入384.51亿元，同比大幅增长55.16%，主要系煤化工产品价格上涨所致。

收入构成方面，2020年，受疫情影响，国内煤价下跌导致公司煤炭板块收入同比下降7.64%。2021年，煤价大幅上涨使得公司煤炭板块收入同比增长15.88%。2019—2021年，公司贸易业务收入规模持续扩大，主要系该板块业务规模扩张及大宗商品价格上涨所致。2021年，公司贸易板块收入同比增长12.20%至4981.53亿元。

毛利率方面，受煤价波动影响，公司煤炭业务毛利率波动上升，其中2020年同比下降6.76个百分点，2021年同比上升11.10个百分点。公司贸易业务规模大，但盈利水平低；2019—2021年，公司贸易业务毛利率持续下降。综上，2019—2021年，公司综合毛利率分别为12.83%、9.55%和12.31%，波动较为明显。

表2 2019—2021年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
煤炭	1589.29	26.18	36.74	1467.79	21.74	29.98	1700.86	21.97	41.08
贸易	3758.90	61.92	0.35	4439.90	65.75	0.31	4981.53	64.35	0.26
其他	722.45	11.90	25.17	844.71	12.51	22.65	1058.80	13.68	22.77
合计	6070.64	100.00	12.83	6752.40	100.00	9.55	7741.19	100.00	12.31

注：已根据合并口径对2019—2020年营业总收入构成做追溯调整
资料来源：公司提供

2022年一季度，公司实现营业总收入1780.30亿元，同比增长5.43%，主要系煤炭及主要化工产品价格同比上涨所致。公司煤炭业务毛利率较上年全年下降13.79个百分点，主要系春节期间煤炭产量较低导致单位固定成本较高所致，2022年一季度，公司综合毛利率为12.69%，较上年全年变化不大。

2. 煤炭业务

受产能下降及环保趋严影响，公司煤炭产销量持续下降。2021年，公司销售价格大幅上涨带动公司煤炭板块收入大幅增长；同时公司煤炭生产成本亦有所上升。此外，由于海外煤炭业务规模大，公司可能面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险。

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矿能源、兖矿新疆能化有限公司、临沂矿业集团有限责任公司、枣庄矿业(集团)有限责任公司等负责运营。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。截至2021年底,公司控股的煤炭地质储量为901.34亿吨,剩余可采储量为190.43亿吨,为公司的持续发展奠定了资源基础。其中,公司在陕蒙基地拥有煤炭可采储量56.72亿吨,在澳大利亚控制的煤炭可采储量18.89亿吨。由于海外经营规模大,公司可能面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险。

产能方面,2019—2021年,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,公司煤炭产能持续下降。截至2021年底,公司煤炭产能合计3.12亿吨/年,较上年底减少0.38亿吨/年。

产能利用率方面,2019—2021年,受产能减少影响,公司煤炭产量逐年下降,其中2021年,公司煤炭产量同比下降5.56%,主要系产能减少及内蒙地区安全环保趋严导致阶段性停产所致;公司产能利用率持续提升,分别为70.35%、77.25%和81.73%。

表3 公司煤炭产品产销情况
(单位:亿吨/年、亿吨、%、元/吨)

项目	2019年	2020年	2021年
产能	3.95	3.50	3.12
产量	2.78	2.70	2.55
产能利用率	70.35	77.25	81.73
销量	2.21	2.20	1.91
销售均价	513.20	429.50	697.51
本部吨煤生产成本	335.92	309.22	346.42
兖煤澳洲吨煤生产成本	270.51	285.25	331.80

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

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。公司煤种及产品种类丰富,可满足区域内多行业类型下游企业的需求。

公司目前所售煤炭产品多经洗选、加工后,方对外销售。在煤炭采选和加工方面,公司研发了厚煤层综采放顶煤技术、薄煤层机械化开采技术、新型两柱掩护式放顶煤液压支架等先进技术和设备,基本实现了采煤、放煤、运输等生产环节的智能化、自动化、机械化。

生产成本方面,2019—2021年,公司本部吨煤生产成本波动增长;兖煤澳洲吨煤生产成本持续增长。2020年,公司本部吨煤生产成本同比下降7.95%,主要由于公司响应国家政策,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%。2021年,受职工薪酬和材料成本上升等影响,公司吨煤生产成本有所上升,其中本部吨煤生产成本同比上升12.03%,兖煤澳洲吨煤生产成本同比增长16.32%。

煤炭销售方面,2019—2021年,公司自产煤销量持续下降。其中,2021年,公司自产煤销量同比下降13.18%。销售价格方面,2019—2021年,受煤炭市场价格波动影响,公司煤炭销售均价波动上升,其中2020年同比下降16.31%,2021年同比大幅上涨62.40%至697.51元/吨。

运输方面,山东省内煤矿主要通过自有铁路网或连接国家铁路运达客户,或通过京杭大运河、日照港送至沿海(河)地区;省外煤矿主要采取公路和铁路相结合方式运到华北和华东地区。在铁路运输通道方面,2017年,公司子公司兖矿能源收购内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司(以下简称“准东铁路”)25%股权⁵,为公司内蒙古煤炭外运拓宽了渠道。澳洲矿区方面,普力马煤矿与西澳洲政府的维福电厂签署了长

⁵ 2020年1月1日,内蒙古伊泰准东铁路有限公司完成对淮东铁路的吸收合并。合并完成后,公司原持有淮东铁路25%股权置换

为持有内蒙古伊泰准东铁路有限公司18.94%股权

期供应合同，煤炭通过皮带运输到发电站；澳洲东部煤炭通过第三方铁路网运至纽卡斯尔港和格拉德斯通港，再通过海运出口至韩国、日本和其他地区。

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极强，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。公司与国外下游客户结算方式以信用证为主，一般在交付产品时（通常为装船时或船只靠港时）确认收入，离付款期仍有一段时间，通常不超过21天。2021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6.70%，公司煤炭业务对单一客户依赖程度很低。

3. 贸易业务

公司贸易规模扩大及大宗商品价格的上涨带动公司贸易业务收入稳步增加，但该板块毛利率水平持续降低，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。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、青岛中充贸易有限公司等。

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，由客户提出需求，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，业务周期约为3个月。公司贸易业务供应商和下游客户较为分散，2021年公司对前五名供应商和下游客户采购金额占比分别为11.94%和12.49%。

公司贸易产品主要为铜、镍、钢材等。2019—2021年，得益于贸易规模的扩大及主要大宗商品价格的大幅上涨，公司有色金属及钢材贸易收入不断增加带动贸易业务总收入规模持续扩张。其中，2021年，公司有色金属及钢材贸易收入同比增长14.26%，收入占77.49%。此外，2021年以来，公司考虑到化工产品行情较好且青岛保税区支持力度大，增加了橡胶等化工产品的贸易量，公司2021年化工产品贸易收入同比增加101.01亿元。

表4 公司贸易业务开展情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
有色金属及钢材	2593.17	3378.53	3860.24
油品	367.98	490.17	222.23
矿产品	269.56	296.08	587.05
化工产品	4.89	5.21	106.22
林业产品	0.00	41.36	18.95
其他	523.30	228.55	186.84
合计	3758.90	4439.90	4981.53

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

近年来，公司煤化工产品产能及产量有所下降，产能利用率和产销率保持较高水平。2021年，受疫情后下游需求增长影响，主要化工产品价格大幅上涨，带动化工板块收入规模明显扩大。

2019—2021年，公司煤化工板块分别实现营业收入268.77亿元、247.82亿元和384.51亿元。

公司煤化工板块主要产品包括甲醇、醋酸、尿素和焦炭等，产能分布在山东鲁南、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。产能方面，截至2020年底，公司尿素和焦炭产能分别较上年底下降25.71%和15.38%，主要系鲁南化工根据市场销售情况调整产线，退出部分尿素产能，以及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所致。截至2021年底，除焦炭受子公司去产能影响有所下降外，其他产品产能均未发生变化，公司具备年产甲醇535万、醋酸100万吨、尿素52万吨、焦炭435万吨的生产能力。

产量及产能利用率方面，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%。2021年，除尿素和焦炭外，公司各类化工产品产量均同比变化不大。其中，尿素产量同比增长9.80%，主要系2021年以来尿素价格处于高位，公司加大产能利用程度所致，公司当年尿素产能利用率达到115.08%；公司焦炭产量同比下降15.23%，主要系产能减少所致。公司各产品产能利用率维持在较高水平。

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。2019—2021年，公司焦炭销量持续下降，产销率波动增长。其中，2020年，焦炭产销率同比下降17.62个百分点，主要系疫情期间，下游需求明显减弱，以及部分产线于本年投入试生产，试生产产品未纳入销售量统计所致；2021年，焦炭产销率同比上升21.02个百分点。

销售价格方面，2020年，煤化工产品整体销售均价同比有所下降。其中，甲醇和尿素销售价

格分别同比下降19.93%和13.16%；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。2021年，受疫情后下游需求增长影响，煤化工产品整体销售均价同比均大幅上升，甲醇、醋酸、尿素和焦炭的销售均价分别同比上升48.03%、152.75%、53.79%和22.53%。

表5 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	2019年	2020年	2021年
甲醇	产能	544.00	535.00	535.00
	产量	422.23	507.09	516.53
	产能利用率	77.62	94.78	92.40
	销量	365.16	359.34	400.72
	产销率	86.48	70.86	77.58
	含税销售价	1681.46	1346.27	1992.85
醋酸	产能	100.00	100.00	100.00
	产量	103.29	107.23	109.16
	产能利用率	103.29	107.23	109.16
	销量	74.72	75.92	75.72
	产销率	72.34	70.80	69.37
	含税销售价	2501.41	2233.66	5645.66
尿素	产能	70.00	52.00	52.00
	产量	66.88	54.50	59.84
	产能利用率	95.54	104.81	115.08
	销量	61.72	54.50	59.89
	产销率	92.28	100.00	100.08
	含税销售价	1475.41	1281.22	1970.33
焦炭	产能	585.00	495.00	435.00
	产量	589.10	452.42	383.51
	产能利用率	100.70	91.40	88.61
	销量	586.88	370.99	395.10
	产销率	99.62	82.00	103.02
	含税销售价	1615.77	1926.82	2360.87

资料来源：公司提供

公司煤化工板块客户较为分散。2020—2021年，煤化工板块前五大客户销售金额合计分别占该板块总销售金额的5.81%和7.45%，公司煤化工业务对单一客户依赖程度很低。

5. 经营效率

受贸易业务收入占比持续提高影响，公司经营效率指标持续上升；公司整体经营效率高。

从经营效率指标⁶看，2019—2021年，公司销售债权周转次数分别为18.83次、22.10次和23.44次；存货周转次数分别为9.32次、10.07次和10.20次；总资产周转次数分别为0.97次、1.03次和1.08次。与中国中煤能源集团有限公司（简称“中煤集团”）及陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤化集团”）相比，公司经营效率高。

表 6 2021 年经营效率指标同业对比情况
(单位: 次)

项目	公司	中煤集团	陕煤化集团
销售债权周转次数	23.44	15.13	14.23
存货周转次数	10.20	15.84	13.26

表 7 截至 2021 年底公司主要在建工程情况 (单位: 亿元)

序号	项目名称	设计产能	计划总投资	截至 2021 年底已投资	2022 年拟投资	建设进度	截至 2021 年底是否从在建工程科目转出
1	万福煤矿及选煤厂	180 万吨	50.35	47.60	11.14	矿建二期工程基本完成，2021 年完成进尺 4460 米	否
2	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	42.55	1.42	DMMN 主装置基本完工	2021 年转入固定资产 30.38 亿元
3	30 万吨己内酰胺项目	年产能 30 万吨己内酰胺	40.45	39.03	1.42	已于 2021 年 10 月 31 日产出己内酰胺优等品，正式投放市场	2021 年转入固定资产 32.97 亿元
4	长城二矿二期项目	400 万吨	25.66	17.87	3.44	井筒工程已完工，正在进行设备安装	否
5	鲁新煤矿	500 万吨	30.25	52.03	4.37	矿井基本建成，首采工作面 2019 年 12 月装备完成	2021 年转入固定资产 0.04 亿元
6	油房壕矿井	500 万吨	42.72	13.03	4.63	在建	否
7	锦源煤矿	600 万吨	38.80	15.98	9.00	在建	否
8	阿拉善 400MW 风电项目	400MW	23.25	1.08	6.85	完成总承包单位、监理单位、风电机组招标工作	否
合计	--	--	297.44	229.17	42.27	--	--

资料来源: 公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021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2022年一季度财务数据未经审计。

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。2021

总资产周转次数	1.08	0.70	0.63
---------	------	------	------

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

6. 在建工程

公司在建项目主要为煤炭和煤化工项目，整体投资压力较小。相关项目投产后，有利于公司业务规模的扩大及产业链的进一步完善。

截至2021年底，公司在建项目集中于煤炭和煤化工项目建设，随着相关项目的建成，将有助于公司煤炭及煤化工业务规模的进一步提升。公司目前在建项目预计总投资297.44亿元，已完成投资229.17亿元；预计2022年内投资42.27亿元。公司整体投资压力较小。

年，公司合并新增子公司34家，减少子公司6家。截至2021年底，公司纳入合并范围的二级子公司71家。2022年一季度，公司合并范围新增1家子公司，并减少1家子公司。整体看，公司合并范围变动较大，但多为新成立子公司，且公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。本评级报告已对2019年及2020年数据进行了追溯调整。

截至 2021 年底，公司合并资产总额

⁶ 销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数指标计算时仅采用 2019 年数据

7514.02 亿元，所有者权益 2407.35 亿元（含少数股东权益 1294.57 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 7741.19 亿元，利润总额 241.11 亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额7027.41亿元，所有者权益2290.85亿元（含少数股东权益1188.15亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入1780.30亿元，利润总额75.45亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模稳步增

表 8 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	2167.35	34.51	2303.95	33.57	2761.66	36.75	2233.86	31.79
货币资金	606.98	28.01	619.84	26.90	891.99	32.30	715.82	32.04
应收账款	135.05	6.23	133.96	5.81	182.22	6.60	179.31	8.03
应收款项融资	31.58	1.46	148.59	6.45	181.43	6.57	203.07	9.09
预付款项	121.49	5.61	168.29	7.30	177.89	6.44	213.57	9.56
其他应收款	337.62	15.58	304.90	13.23	318.75	11.54	0.00	0.00
存货	567.76	26.20	647.98	28.12	683.28	24.74	373.76	16.73
其他流动资产	107.47	4.96	120.75	5.24	178.59	6.47	101.17	4.53
非流动资产	4113.91	65.49	4558.30	66.43	4752.36	63.25	4793.56	68.21
长期股权投资	225.41	5.48	305.93	6.71	363.70	7.65	491.84	10.26
固定资产	1636.14	39.77	1685.61	36.98	1943.66	40.90	1855.03	38.70
在建工程	629.59	15.30	674.23	14.79	465.49	9.80	467.58	9.75
无形资产	1118.39	27.19	1195.01	26.22	1246.95	26.24	1225.27	25.56
其他非流动资产	62.30	1.51	231.15	5.07	237.79	5.00	232.92	4.86
资产总额	6281.26	100.00	6862.25	100.00	7514.02	100.00	7027.41	100.00

注：1.流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；2.固定资产包含固定资产清理科目，在建工程包含工程物资科目

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长12.88%。截至2021年底，公司流动资产2761.66亿元，较年初明显增长19.87%，主要系货币资金、应收账款及其他流动资产增加所致。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长21.23%。截至2021年底，公司货币资金891.99亿元，较年初大幅增长43.91%，主

要系经营获现留存增加所致。其中受限资金占比26.29%，主要为银行承兑汇票保证金、票据及信用证保证金和定期存款等。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 9.37%。截至 2021 年底，公司合并资产总额 7514.02 亿元，较年初增长 9.50%，主要系流动资产增加所致。

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主。2019—2021 年末，公司资产结构变化不大。

2019—2021年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长16.16%。截至2021年底，公司应收账款账面价值较年初大幅增长36.02%至182.22亿元，主要系兖煤澳洲收入增长带动结算期内应收账款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主（占71.36%），累计计提坏账36.45亿元；

应收账款前五大欠款方合计金额为19.63亿元，占比为8.98%，集中度低。

2019—2021年末，公司应收款项融资持续增长，年均复合增长139.71%。截至2020年底，公司应收款项融资较年初增加117.01亿元；截至2021年底，应收款项融资181.43亿元，较年初增长22.10%，主要系收入规模扩大所致。

2019—2021年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长21.00%。截至2020年底，公司预付款项较年初大幅增长38.52%，主要系贸易业务预付款项增加所致。截至2021年底，公司预付款项较年初增长5.70%，主要系预付货款增加所致。

2019—2021年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降2.84%。截至2021年底，公司其他应收款318.75亿元，较年初增长4.54%。公司其他应收款共计计提坏账准备350.14亿元，主要为因公司下属部分僵尸企业破产清算并清退员工产生的其他应收款项确认无法收回而计提的坏账准备，公司其他应收款前五名余额合计占比16.94%，其中原兖鲁南化肥厂（账面余额29.57亿元）和肥城矿业集团张家口能源有限公司（21.09亿元）均全额计提坏账准备。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长9.70%。截至2020年底，公司存货较年初增长14.13%，主要系合并山东国欣颐养健康产业发展集团有限公司所致。截至2021年底，公司存货较年初增长5.45%。存货主要由自制半成品及在产品（占55.52%）和库存商品（占33.65%）构成，累计计提跌价准备20.41亿元。

2019—2021年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长28.91%。截至2021年底，公司其他流动资产178.59亿元，较年初增长47.90%，主要系待抵扣进项税和预缴税金增加所致。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长7.48%。截至2021年底，公司非流动资产较年初增长4.26%。

2019—2021年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长27.02%。截至2020年底，公司长期股权投资较年初增长35.72%，一方面是由于对中泰证券股份有限公司的股权投资转为权益法核算增加长期股权投资；另一方面是兖矿能源并购内蒙古矿业导致对联营企业投资增加40.49亿元。截至2021年底，公司长期股权投资较年初增长18.88%，主要系追加对山东裕龙石化有限公司的投资所致。2019—2021年，公司对长期股权投资确认的投资收益分别为6.72亿元、3.45亿元和17.37亿元，宣告发放的现金股利或利润分别为1.96亿元、2.62亿元和7.53亿元。

表9 截至2021年底公司主要长期股权投资情况

被投资单位	期末余额（亿元）
浙商银行股份有限公司	54.63
山东裕龙石化有限公司	49.85
内蒙古锦联铝材有限公司	44.57
临商银行股份有限公司	21.45
中泰证券股份有限公司	35.93
内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司	21.66
合计	228.09

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长9.00%。截至2021年底，公司固定资产账面价值较年初增长15.33%，主要系荣信甲醇厂二期等在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧1386.73亿元；固定资产成新率56.80%，成新率一般。

2019—2021年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降14.08%。截至2020年底，公司在建工程较年初增长7.09%，主要系对30万吨/年己内酰胺项目投资增加所致。截至2021年底，公司在建工程较年初下降31.12%，主要系部分在建工程转固所致。

2019—2021年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长5.59%。截至2021年底，公司无形资产较年初增长4.35%；无形资产主要由采矿权和土地使用权构成，累计摊销243.42亿元，计提

减值准备54.72亿元。

2019—2021年末，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长95.36%。截至2020年底，公司其他非流动资产较年初增加168.85亿元，主要系探（采）矿权增加所致。截至2021年底，公司其他非流动资产较年初增长2.87%。

截至2021年底，公司受限资产合计1003.32亿元，占总资产的13.35%，受限比例较低。

表 10 截至 2021 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	金额	受限原因
货币资金	234.50	保证金、冻结资金、专项资金、监管资金等
应收账款	26.58	融资抵押
应收款项融资	40.87	融资抵押、承担被追索责任
存货	70.33	融资抵押
一年内到期的非流动资产	2.11	融资抵押
长期应收款	18.94	融资抵押
固定资产	72.86	融资抵押
无形资产	3.08	融资抵押
投资性房地产	1.71	融资抵押
在建工程	5.62	融资抵押
对鲁医控股（乐陵）有限公司股权	1.25	融资抵押
对陕西未来能源的股权	45.43	融资抵押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	61.46	融资抵押
普力马煤矿总资产	76.92	融资抵押
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	341.64	融资抵押
合计	1003.32	—

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司合并资产总额7027.41亿元，较上年底下降6.48%，主要系存货和其他流动资产减少所致。其中，流动资产占31.79%，非流动资产占68.21%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益保持增长，但少数股东权益规模较大，且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。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长7.39%。截至2021年底，公司所有者权益2407.35亿元，较年初增长6.75%，主要系少数股东损益增加带动少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为46.22%，少数股东权益占比为53.78%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、专项储备和未分配利润分别占27.16%、18.51%、26.00%、5.20%和25.59%。所有者权益结构稳定性一般。

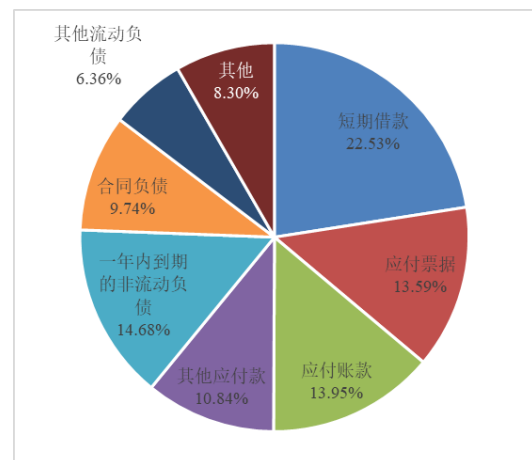
截至2022年3月底，公司所有者权益2290.85亿元，较上年底下降4.84%，主要系少数股东权益减少所致，规模及构成均较上年底变化不大。

(2) 负债

2019—2021年末，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。

2019—2021年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长10.35%。截至2021年底，公司负债总额5106.67亿元，较年初增长10.84%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占51.59%，非流动负债占48.41%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

图 4 截至 2021 年底公司流动负债构成情况



注：合计差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，

年均复合增长 3.17%。截至 2021 年底，公司流动负债 2634.32 亿元，较年初增长 5.46%，主要系应付票据、其他应付款、合同负债及其他流动负债增加所致，公司流动负债构成如下图所示。

2019—2021 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 2.01%。截至 2020 年底，公司短期借款 749.58 亿元，较年初增长 31.42%，主要系公司根据业务发展需要新增信用类借款所致。截至 2021 年底，公司短期借款 593.54 亿元，较年初大幅下降 20.82%，主要系公司将 2020 年底因同一控制下企业合并产生的短期借款置换为长期借款所致。

2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 9.09%。截至 2021 年底，公司应付票据 357.93 亿元，较年初增长 14.12%。

2019—2021 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 0.65%。截至 2021 年底，公司应付账款 367.59 亿元，较年初变化不大。

2019—2021 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 2.34%。截至 2020 年底，公司其他应付款较年初下降 11.03%至 242.70 亿元，主要系往来款和应付工程及设备款减少所致。截至 2021 年底，其他应付款较年初增长 17.70%至 285.66 亿元，主要系往来款增加所致。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降 13.10%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 386.64 亿元，较年初变化不大。

2019—2021 年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长 159.59%。截至 2021 年底，公司合同负债 256.70 亿元，较年初大幅增长 27.25%，主要系预收售楼款、工程款及产品销售款增加所致。公司合同负债主要由预收售楼款（19.28 亿元）、预收工程款（53.54 亿元）和预收产品销售款（183.31 亿元）构成。

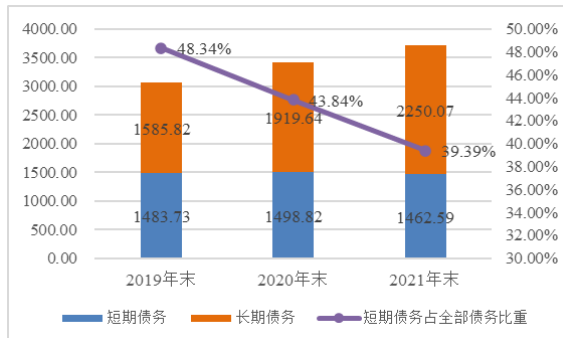
2019—2021 年末，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 27.70%。截至 2020 年底，公司其他流动负债较年初下降 36.20%，主要系部分短期融资券和超短期融资券到期兑付所致。截至 2021 年底，公司其他流动负债 167.54 亿元，较年初显著增长 155.58%，主要系公司发行短期及超短期融资券所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 19.93%。截至 2021 年底，公司非流动负债 2472.36 亿元，较年初增长 17.22%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 49.40%）和应付债券（占 38.39%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 16.19%。截至 2021 年底，公司长期借款 1221.24 亿元，较年初增长 16.13%；长期借款主要由信用借款和保证借款构成。

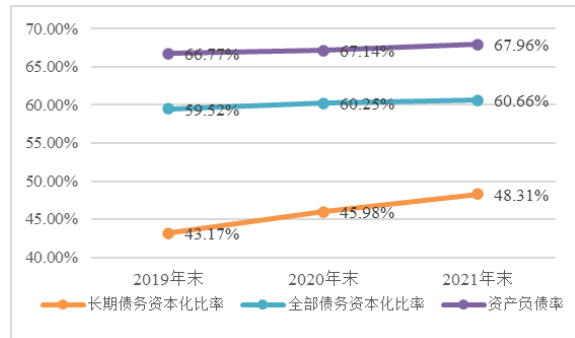
2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 25.48%。截至 2021 年底，公司应付债券 949.15 亿元，较年初增长 17.93%，主要系新发行公司债及中期票据所致。

图 5 2019—2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 6 2019—2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 9.98%。截至 2021 年底，公司全部债务 3712.66 亿元，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 39.39%，长期债务占 60.61%，以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021 年末，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三年加权平均值分别为 67.48%、60.31%和 46.58%，均持续增长。截至 2021 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 67.96%、60.66%和 48.31%，较年初分别上升 0.82 个百分点、0.41 个百分点和 2.33 个百分点。由于公司区域地位重要，银行支持力度大，公司间接融资接续能力很强。从公司公开市场存续的债券到期情况看，截至 2022 年 8 月 7 日，公司存续债权余额共 677.29 亿元，假设含权债券下一行权日全部行权，2022 年到期 141.80 亿元，2023 年到期 190.99 亿元，2024 年到期 174.00 亿元，2025 年到期 112.00 亿元，剩余 58.50 亿元于 2026 年及以后到期，公司债券期限分布较为分散。

如将永续债调入长期债务，2019—2021 年末，公司全部债务分别为 3309.16 亿元、3699.31 亿元和 4002.00 亿元，年均复合增长 9.97%。从债务指标来看，近三年，公司资产负债率分别为 70.58%、71.23%和 71.81%；全部债务资本化比率分别为 64.17%、65.20%和 65.39%；长期债务资本化比率分别为 49.69%、52.71%和 54.52%。公司债务负担重。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 4736.56 亿元，较上年底下降 7.25%，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业总收入持续增长。2021 年，得益于煤炭及主要化工产品价格的大幅上涨，公司盈利能力有所提升，但非经常性损益对公司利润影响较大。

2019—2021 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 12.92%和 13.26%；营业利润率分别为 11.55%、8.32%和

10.89%。2021 年，公司实现营业总收入 7741.19 亿元，同比增长 14.46%，主要系煤炭及主要化工产品价格上涨所致；营业成本 6788.28 亿元，同比增长 10.95%，增幅小于营业总收入增幅，公司营业利润率同比上升 2.57 个百分点。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 5.61%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 7.19%、6.35%和 6.29%。2021 年，公司费用总额为 486.89 亿元，同比增长 13.42%，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 14.36%、47.73%、10.28%和 27.63%。其中，销售费用为 69.90 亿元，同比下降 27.24%，主要系运输运杂费计入营业成本所致；管理费用为 232.41 亿元，同比增长 19.65%，主要系鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司和内蒙古昊盛煤业有限公司因内蒙古区域安全监管趋严阶段性停产而计提停产损失所致；研发费用为 50.05 亿元，同比增长 49.28%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 134.53 亿元，同比增长 27.58%，主要系公司因收购内蒙古矿业集团导致债务规模于 2020 年第四季度大幅增加所致。整体来看，考虑到持续开展的大规模贸易业务，公司费用控制能力一般。

表 11 2019—2021 年公司非经常性损益情况

(单位：亿元)

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年占 营业利润 比重
资产减值损失	48.06	20.58	44.87	18.06%
信用减值损失	2.89	0.16	86.03	34.61%
投资收益	33.38	95.65	26.71	10.75%
其他收益	11.91	20.05	8.16	3.28%
小计	96.24	136.44	165.77	66.70%
科目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年占 利润总额 比重
营业外收入	21.18	32.27	13.93	5.78%
营业外支出	21.41	89.94	21.38	8.87%
小计	-0.23	-57.67	-7.45	-3.09%

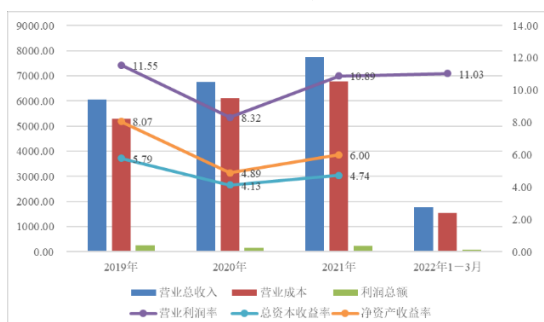
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益波动下降。其中，2020 年，公司投资收益同比大幅增长，主要系长期股权投资以公允价值

重新计量以致增量较大(44.74亿元)所致;2021年,投资收益同比下降72.08%,主要系2020年公司获得莫拉本煤炭合营企业的控制权,确认投资收益规模较大所致。整体看,投资收益占营业利润比重较大。2019—2021年,公司其他收益波动下降,其他收益占营业利润的比重不大,对营业利润影响不大;同期,公司资产减值损失和信用减值损失均波动增长。2021年,公司信用减值损失为86.03亿元,主要为对其他应收款计提的坏账损失84.81亿元,占营业利润的比重为34.61%;公司资产减值损失为44.87亿元,主要为存货跌价准备17.57亿元、固定资产减值损失11.97亿元、在建工程减值损失7.80亿元及无形资产减值损失7.33亿元,公司资产减值损失占营业利润的比重为18.06%。营业外收支方面,2019—2021年,公司营业外收入和支出均波动下降。其中,2020年,营业外收入同比增长52.15%,主要为获得收购利得12.95亿元;营业外支出同比增长320.09%,主要为沃特岗重新并表确认一次性损失68.44亿元。2021年,公司营业外收入同比大幅下降,对本年利润影响不大;营业外支出同比下降76.22%。总体看,公司非经常性损益变动较大,对公司利润影响较大。此外,由于公司海外资产规模大,2019—2021年,公司分别确认9.18亿元、8.86亿元和8.15亿元净敞口套期损失,公司面临一定汇率波动风险。

受上述因素综合影响,2019—2021年,公司各盈利指标均波动明显,其中,2021年公司总资产收益率和净资产收益率分别为4.74%和6.00%,分别提高0.61个百分点和1.11个百分点。

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

与同行业所选公司相比,公司整体盈利处较低水平。

表12 2021年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业总收入(亿元)	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
公司	7738.02	12.27	5.15	6.00
中煤集团	3010.03	20.99	7.53	9.79
陕煤化集团	3924.78	23.69	8.81	12.78

资料来源:Wind

2022年1—3月,公司实现营业总收入1780.30亿元,同比增长5.43%,主要系煤炭及主要化工产品价格同比上升所致;公司实现利润总额75.45亿元,同比大幅增长106.27%。

5. 现金流

2021年,在保持较高经营获现能力的前提下,公司经营业绩的提升带动经营活动现金净流入规模大幅增长,对投资活动的支持程度不断提升。考虑到公司短期债务规模较大,公司仍存在一定外部筹资需求,用以满足短期债务的滚动所需。

表13 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入量	5974.39	7557.19	8719.82	1792.14
经营活动现金流出量	5649.82	7243.67	8179.03	1706.51
经营活动现金流净额	324.57	313.53	540.79	85.63
投资活动现金流入量	121.26	201.53	414.38	40.25
投资活动现金流出量	426.43	451.81	675.03	123.83
投资活动现金流净额	-305.16	-250.28	-260.65	-83.58
筹资活动前现金流净额	19.41	63.25	280.14	2.05
筹资活动现金流入量	1847.29	2166.28	2410.36	306.90
筹资活动现金流出量	2020.70	2243.25	2432.37	400.23
筹资活动现金流净额	-173.40	-76.97	-22.00	-93.34
现金收入比	95.44	109.33	110.44	99.63

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看,2019—2021年,随着营业总收入的增长,公司经营活动现金流入和流出均持续增长,分别年均复合增长20.81%和20.32%。2021年,公司经营活动现金收支分别同比增长15.38%和12.91%。因经营活动现金流入量增幅显著大于净流出量,公司2021年经营活动现金净流入同比大幅增长72.49%。2019—2021年,

公司现金收入比持续提升,公司收入实现质量好。

从投资活动看,2019—2021年,公司投资活动现金流入量和流出量均持续增长,分别年均复合增长84.86%和25.82%;公司投资活动净现金流维持大规模净流出状态。

2019—2021年,公司筹资活动前现金流净额持续增长,经营活动净现金流入可较好地覆盖投资活动现金净流出,外部筹资压力不大。

从筹资活动看,2019—2021年,公司筹资活动现金流入量和流出量均持续增长,但筹资活动现金净流出规模持续减少。

2022年一季度,公司经营活动现金、投资活动现金和筹资活动现金流量净额分别为85.63亿元、-83.58亿元和-93.34亿元。

6. 偿债能力指标

公司偿债能力指标表现好,同时作为山东省内唯一国有大型煤炭企业,公司行业地位高、产能规模大,融资渠道畅通,公司整体偿债能力极强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率(%)	87.58	92.23	104.83
	速动比率(%)	64.63	66.29	78.90
	经营现金流动负债比(%)	13.11	12.55	20.53
	经营现金/短期债务(倍)	0.22	0.21	0.37
	现金短期债务比(倍)	0.58	0.56	0.78
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	606.27	527.98	613.84
	全部债务/EBITDA(倍)	5.06	6.47	6.05
	经营现金/全部债务(倍)	0.11	0.09	0.15
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.88	3.35	3.79
	经营现金/利息支出(倍)	2.08	1.99	3.34

注:经营现金指经营活动现金流量净额,下同
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看,2019—2021年末,公司流动比率和速动比率均持续提升。截至2021年底,公司经营现金流动负债比、经营现金/短期债务和现金短期债务比均明显提升。截至2022年3月底,公司流动比率和速动比率分别为94.29%和78.51%,仍保持在较高水平。整体看,公司短期偿债能力指标表现好。

从长期偿债能力指标看,2019—2021年,

公司 EBITDA 波动增长。2020 年,公司长期偿债能力指标均略有下降。2021 年,公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所增强;经营现金/全部债务和经营现金/利息支出均有所提升。整体看,公司长期偿债能力指标表现较好。

截至 2021 年底,公司对外担保合计 51.12 亿元,占期末净资产的比例为 2.12%。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,公司代偿风险较小。

截至 2021 年底,公司存在多起未决诉讼,其中,涉及金额较大的为内蒙古新长江矿业投资有限公司(以下简称“新长江”)与兖矿能源仲裁案等诉讼案。2018 年 4 月,新长江以兖矿能源违反双方有关股权转让协议为由,向中国国际贸易仲裁委员会(以下简称“中国贸仲”)提出仲裁申请,要求兖矿能源支付股权转让价款人民币 7.49 亿元,相应违约金人民币 6.56 亿元及本案涉及的律师费、仲裁费、保全费等共合计约 14.35 亿元。该案件于 2018 年 10 月 12 日、2018 年 12 月 17 日两次开庭审理本案,未做出裁决;2019 年 4 月,新长江将仲裁请求变更为解除股权转让协议,并获得中国贸仲的许可,中国贸仲于 2019 年 8 月和 12 月分别第三次和第四次开庭审理此案,尚未作出裁决。2020 年 12 月 30 日,中国贸仲做出中止审理裁定。由于上述案件尚未做出裁决或已终止审理裁定,尚无法判断对公司的影响,联合资信将持续关注案件后续进展。

截至 2022 年 3 月底,公司在各家银行授信总额度为 5076.41 亿元,其中已使用授信额度 2596.15 亿元,未使用授信额度 2480.26 亿元,间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

截至 2021 年底,母公司所有者权益中未分配利润亏损幅度进一步扩大,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,利润依赖于子公司投资收益,但由于母公司承担了一定的融资功能,财务费用规模较大,母公司盈利能力弱。

截至 2021 年底,母公司资产总额 1826.04

亿元，较年初增长 10.08%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产 724.18 亿元（占 39.66%），非流动资产 1101.86 亿元（占 60.34%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 28.08%）、其他应收款（合计）（占 62.50%）和一年内到期的非流动资产（占 5.53%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 7.08%）和长期股权投资（占 80.28%）构成。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1157.99 亿元，较年初增长 23.62%。其中，流动负债 542.31 亿元（占 46.83%），非流动负债 615.68 亿元（占 53.17%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 44.54%）、其他应付款（合计）（占 12.14%）、一年内到期的非流动负债（占 27.65%）和其他流动负债（占 14.89%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 42.49%）和应付债券（占 57.08%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 63.42%，较年初提高 6.94 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 1084.58 亿元。其中，短期债务占 43.47%、长期债务占 56.53%。截至 2021 年底，母公司短期债务为 471.50 亿元。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 61.88%，母公司债务负担重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 668.04 亿元，较年初下降 7.48%，主要系未分配利润亏损进一步增加所致。在扣除掉未分配利润（-72.04 亿元）的所有者权益中，实收资本占 45.24%、资本公积占 21.48%、盈余公积占 0.58%，其他权益工具占 43.31%，母公司所有者权益中未分配利润及其他权益工具占比高，权益稳定性弱。

母公司主要履行管理职能及部分融资职能，2021 年，母公司营业总收入为 0.61 亿元，利润总额为 -42.51 亿元。2021 年，母公司财务费用 26.96 亿元，信用减值损失 35.56 亿元。同期，母公司投资收益为 31.46 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 7.76 亿元，投资活动现金流净额 -4.18 亿元，筹资活动现金流净额 94.40 亿元。

十、外部支持

公司行业地位显著，政府支持力度大。

2020 年 8 月，公司与原山东能源实施合并重组，重组完成后，公司成为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，在山东省地方经济发展中占有重要地位，充分享受了各级政府在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面所给予的政策支持。

2019—2021 年，公司获得与日常经营活动无关的政府补贴分别为 5.92 亿元、4.70 亿元和 2.59 亿元。2020—2021 年，公司获得城镇建设资金分别为 3.65 亿元和 1.94 亿元。2021 年，公司获得供一业移交补助资金 2.00 亿元。

十一、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务规模及债务结构影响小，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障能力强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行金额不超过 25 亿元，假设按发行金额上限 25 亿元测算，本期债券分别占 2021 年底公司长期债务和全部债务的 1.11% 和 0.67%，对公司现有债务规模及结构影响小。若将永续债计入长期债务，截至 2021 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 71.81%、65.39% 和 54.52%，本期债券发行后上述指标将分别上升至 71.91%、65.53% 和 54.77%。考虑到本期债券募集资金将用于偿还还有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后，公司长期债务为 2275.07 亿元。2021 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障能力强。

表 15 本期债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务（亿元）	2275.07
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.83
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.24
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.71

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

```
graph TD; A[山东省人民政府国有资产监督管理委员会] -- 70% --> D[山东能源集团有限公司]; B[山东国惠投资控股集团有限公司] -- 20% --> D; C[山东省财欣资产运营有限公司] -- 10% --> D;
```

Ownership structure diagram of Shandong Energy Group Co., Ltd. (山东能源集团有限公司):

- 山东省人民政府国有资产监督管理委员会 (Shandong Provincial Government State-owned Asset Supervision and Administration Commission) holds 70%.
- 山东国惠投资控股集团有限公司 (Shandong Guohui Investment and Control Group Co., Ltd.) holds 20%.
- 山东省财欣资产运营有限公司 (Shandong Provincial Caixin Asset Operation Co., Ltd.) holds 10%.

资料来源：公司提供

山东能源集团

- 董事会**
 - 战略投资委员会
 - 提名薪酬委员会
 - 审计风险委员会
 - 预算管理委员会
- 党委**
- 经理层**
- 职能部门**
 - 监事会秘书处
 - 综合办公室
 - 党委组织部
 - 人力资源部
 - 纪委
 - 监察专员办公室
 - 核安全部、机关党委
 - 团委、信访办、武装部
 - 工会、群团工作部
 - 投资发展部
 - 财务管理部
 - 资产管理部
 - 运营管理部
 - 审计风险部
 - 安全监察部
 - 督察办公室
 - 巡察办公室
- 业务中心**
 - 人力资源服务中心
 - 新闻中心
 - 审计中心
 - 法务中心
 - 公司律师中心
 - 外事办公室
 - 信息化中心
 - 工程监督中心
 - 调度指挥中心
 - 财务共享中心
 - 资金管理中心
 - 财务公司
 - 综合服务中心
- 研究机构**
 - 战略研究院
 - 研究院
- 二级公司**
 - 兖州煤业
 - 新矿集团
 - 枣矿集团
 - 淄矿集团
 - 临矿集团
 - 盛鲁能化
 - 晋销贸易
 - 化工公司
 - 未来能源
 - 龙矿集团
 - 肥矿集团
 - 新鑫能化
 - 贵州矿业
 - 东华建设
 - 山东重机
 - 东华重工
 - 云舟科技
 - 物资公司
- 直属公司**
 - 上海中期公司
 - 铁合金公司
 - 创元投资公司
 - (渤海金控、顺投资管)
 - 兖矿资本公司
 - 电力销售公司
 - 南美公司
 - 董天公司
 - 中科清洁能源
 - 兖矿科技公司
 - 安泰检验中心
 - 上海兖矿科技
 - 时代能源
 - 祥光发电公司

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底山东能源集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要营业收入板块	持股比例（%）
1	兖矿能源集团股份有限公司	煤炭开采	55.76
2	兖矿新疆能化有限公司	煤炭开采	100.00
3	兖矿东华建设有限公司	建筑安装业	100.00
4	上海中期期货股份有限公司	期货市场服务	100.00
5	山东兖矿国际焦化有限公司	化工	50.00
6	山东能源集团财务有限公司	金融服务	97.10
7	新汶矿业集团有限责任公司	煤炭开采	82.17
8	枣庄矿业（集团）有限责任公司	煤炭开采	100.00
9	淄博矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00
10	肥城矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00
11	临沂矿业集团有限责任公司	煤炭开采	81.09
12	龙口矿业集团有限公司	煤炭开采	100.00
13	山东能源重型装备制造集团有限责任公司	装备制造	100.00

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	861.59	832.05	1138.89	978.21
资产总额（亿元）	6281.26	6862.25	7514.02	7027.41
所有者权益（亿元）	2087.47	2255.04	2407.35	2290.85
短期债务（亿元）	1483.73	1498.82	1462.59	/
长期债务（亿元）	1585.82	1919.64	2250.07	/
全部债务（亿元）	3069.55	3418.46	3712.66	/
营业总收入（亿元）	6070.64	6763.18	7741.19	1780.30
利润总额（亿元）	257.82	168.49	241.11	75.45
EBITDA（亿元）	606.27	527.98	613.84	--
经营性净现金流（亿元）	324.57	313.53	540.79	85.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.35	22.10	23.44	--
存货周转次数（次）	12.46	10.07	10.20	--
总资产周转次数（次）	1.30	1.03	1.08	--
现金收入比（%）	95.44	109.33	110.44	99.63
营业利润率（%）	11.55	8.32	10.89	11.03
总资本收益率（%）	5.79	4.13	4.74	--
净资产收益率（%）	8.07	4.89	6.00	--
长期债务资本化比率（%）	43.17	45.98	48.31	/
全部债务资本化比率（%）	59.52	60.25	60.66	/
资产负债率（%）	66.77	67.14	67.96	67.40
流动比率（%）	87.58	92.23	104.83	94.29
速动比率（%）	64.63	66.29	78.90	78.51
经营现金流动负债比（%）	13.11	12.55	20.53	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.56	0.78	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.35	3.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.06	6.47	6.05	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；公司 2022 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 2022 年一季度债务调整数据；5. 销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数指标计算时仅采用 2019 年数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	131.40	136.09	229.36	137.48
资产总额（亿元）	1519.48	1658.79	1826.04	1821.86
所有者权益（亿元）	568.89	722.04	668.04	666.45
短期债务（亿元）	472.64	467.11	471.50	/
长期债务（亿元）	369.84	432.65	613.07	/
全部债务（亿元）	842.48	899.76	1084.58	/
营业总收入（亿元）	4.82	3.61	0.61	0.09
利润总额（亿元）	-6.33	139.24	-42.51	-10.72
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-17.60	-49.41	7.76	14.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.61	4.84	1.28	--
存货周转次数（次）	16.93	11.61	2.13	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	158.53	118.98	77.81	493.09
营业利润率（%）	2.13	7.19	-52.38	-172.09
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-1.11	19.28	-6.36	--
长期债务资本化比率（%）	39.40	37.47	47.85	/
全部债务资本化比率（%）	59.69	55.48	61.88	/
资产负债率（%）	62.56	56.47	63.42	63.42
流动比率（%）	74.11	112.79	133.53	112.38
速动比率（%）	74.08	112.73	133.48	112.33
经营现金流动负债比（%）	-3.06	-9.86	1.43	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.29	0.49	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；母公司 2022 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 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+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 山东能源集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期) 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)有关业务规范,联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级,跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东能源集团有限公司(以下简称“公司”)应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化,或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项,贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息,如发现有重大变化,或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时,联合资信将进行必要的调查,及时进行分析,据实确认或调整信用评级结果,出具跟踪评级报告,并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料,或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形,联合资信可以终止或撤销评级。