

信用等级公告

联合[2016] 2821 号

联合资信评估有限公司通过对兖矿集团有限公司及其拟发行的2017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

兖矿集团有限公司
主体长期信用等级为
AAA

兖矿集团有限公司
2017年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十二月十二日



兖矿集团有限公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：置换到期债务和补充营运资金

评级时间：2016 年 12 月 12 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	326.43	358.55	422.04	366.18
资产总额(亿元)	1845.71	1998.76	2134.60	2147.94
所有者权益(亿元)	461.68	502.47	536.09	538.09
短期债务(亿元)	410.36	385.67	613.72	495.70
长期债务(亿元)	726.34	857.04	772.68	943.25
全部债务(亿元)	1136.71	1242.71	1386.40	1438.95
营业收入(亿元)	1013.32	1123.98	1012.35	452.04
利润总额(亿元)	-54.74	21.59	13.16	0.85
EBITDA(亿元)	31.12	159.48	199.63	--
经营性净现金流(亿元)	15.39	30.66	33.34	3.67
营业利润率(%)	14.15	13.76	12.50	14.41
净资产收益率(%)	-10.89	0.90	0.32	--
资产负债率(%)	74.99	74.86	74.89	74.95
全部债务资本化比率(%)	71.12	71.21	72.11	72.78
流动比率(%)	92.99	114.63	108.88	119.43
全部债务/EBITDA(倍)	36.53	7.79	6.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	1.90	2.86	--

注：1.公司 2014 年报表为 2015 年 8 月更新版；

2.公司 2013 年报表数据为公司 2014 年更新版报告追溯调整期初数；

3.2016 年上半年财务数据未经审计；

4.其他流动负债科目下短期融资券调入短期债务核算，长期应付款中融资租赁款调入长期债务核算。

5.2015 年及 2016 年上半年，公司权益中有 29.75 亿元永续债券。

分析师

刘文彬 常启睿

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对兖矿集团有限公司（以下简称“公司”或“兖矿集团”）的评级，反映了公司作为山东省大型煤炭企业，在资产规模、产品质量、煤炭产量等方面具有优势。同时联合资信也关注到煤炭及铝行业景气度不高、贸易业务盈利较低、债务负担较重等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

近年来，公司依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长；同时通过加强成本及期间费用控制。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司资源储量丰富，市场知名度高，具有明显的规模和品牌优势。
2. 公司近年煤炭产销量稳定增长，同时通过技术改革等措施增强了煤炭开采成本控制能力。
3. 公司积极采取体制改革及债务结构调整等措施，有效降低了管理及财务等费用支出。
4. 公司经营现金净额及 EBITDA 对本期债务覆盖程度较高。

关注

1. 受煤价下滑影响，公司整体盈利能力较低。
2. 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，稳定性较弱。
3. 公司债务规模持续增长，债务负担较重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与兖矿集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与兖矿集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由兖矿集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、兖矿集团有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

兖矿集团有限公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”或“公司”）的前身系成立于 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。截至 2016 年 6 月底，公司注册资本 33.53 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”）出资 23.47 亿元，占注册资本的 70%，为公司实际控制人。公司是全国百户现代企业制度试点和 120 家大型企业集团试点企业之一，是煤炭行业内首个建立现代企业制度的国有大型集团公司。

公司业务集中于煤炭领域，形成了以煤炭采选、煤化工、煤电铝为核心的三大产业，经营范围涉及期刊出版，有线广播及电视的安装、开通、维护和器材销售；许可证批准范围内的增值电信业务；对外承包工程资质证书批准范围内的承包与实力、规模、业绩相适应的国外工程项目及对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；（以下仅限分支机构经营）：煤炭开采、洗选、销售；热电、供热及发电余热综合利用；公路运输；木材加工；水、暖管道安装、维修；餐饮、旅游、游泳、美容美发及娱乐服务；烟酒糖茶销售。

（以上项目的有效期限以许可证为准）。广告业务；机电产品、服装、纺织及橡胶制品的销售；备案范围内的进出口业务；园林绿化；房屋、设备租赁；煤炭、煤化工及煤电铝技术开发服务；（以下仅限分支机构经营）：建筑材料、硫酸铵（白色结晶粉末）生产、销售；矿用设备、机电设备、成套设备及零配件的制造、安装、维修、销售；装饰装修；电器设备安装、维修、销售，通用零部件、

机械配件、加工及销售；污水处理；房地产开发、物业管理；日用百货、工艺品、金属材料、燃气设备销售；铁路货物（区内自备）运输。（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）。

经过 2014 年大部制改革后，目前本部内设综合办公室、党委组织部（人力资源部）、纪委（监察部）、工会（党群工作部）、投资发展部、运营管理部、财务管理部、审计风险部、安全监察局（生产环保部）、决策咨询中心、工程监督中心、国际业务中心、审计法务中心、技术质量中心、调度指挥中心、信息化中心（信息技术公司）、资金管理中心（财务公司）、投资供应中心，共 20 个职能部门。截至 2015 年底，公司纳入合并报表范围的直接控股和全资子公司共计 80 家，下属的兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）先后在纽约证券交易所（股票代码：YZC）、香港证券交易所（股票代码：1171.HK）和上海证券交易所（股票代码：600188）上市挂牌交易。兖州煤业控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）在澳大利亚证券交易所上市。

2015 年 5 月山东省人民政府国有资产监督管理委员会出具《山东省国资委关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等 15 户企业部分国家资本的函》（鲁国资产权字【2015】20 号），将公司 30% 的股权 100601.63 万元及享有的权益划至省社会保障基金理事会持有。2016 年 3 月 25 日，公司完成工商变更，完成了股权关系由省国资委占比 100% 变为省国资委占 70%，另外 30% 股权按照省政府关于省属国有企业改革的要求，转让给省社保基金。本次公司股权变更，是因公司作为山东省省属特大型国企，承担着山东省政府首批国企改革

革试点使命。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 2134.60 亿元，所有者权益 536.09 亿元（其中少数股东权益 419.53 亿元）；2015 年公司实现营业收入 1012.35 亿元，利润总额 13.16 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 2147.94 亿元，所有者权益 538.09 亿元（其中少数股东权益 424.59 亿元）；2016 年 1~6 月公司实现营业收入 452.04 亿元，利润总额 0.85 亿元。

公司地址：山东省邹城市凫山南路 298 号；法定代表人：李希勇。

二、本期中期票据概况

公司拟注册并发行 2017 年度第一期中期票据（简称“本期中期票据”）10 亿元，期限 2+1 年。公司有权决定在本期中期票据存续期的第 2 年末调整本期中期票据第 3 年的票面利率，调整后的票面年利率为本期中期票据存续期前 2 年票面年利率加或减公司提升或降低的基点；公司作出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择回售或继续持有本期中期票据。本期中期票据募集资金计划用于置换到期债务和补充营运资金。

公司本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低

水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；

工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。

今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。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 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“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。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均

有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，2012年，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量14.62亿吨，占当年全国煤炭总产量的40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场

供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2014年度煤炭总供给表观过剩量达4.04亿吨。

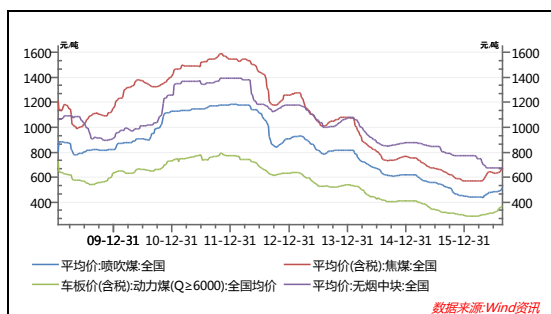
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于2011年11月达至危机后高点。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

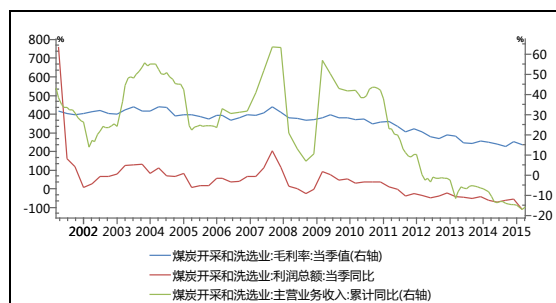
截至2015年12月31日, 全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤($Q \geq 6000$)均价分别为449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨, 同比分别下跌27.70%、25.10%、11.54%和28.26%, 较2013年同期分别下跌45.04%、46.94%、27.60%和44.90%, 较2011年同期(本轮周期价格高点)分别下跌61.98%、62.98%、44.32%和61.48%。截至2016年8月26日, 全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤($Q \geq 6000$)均价分别为514元/吨、668元/吨、672元/吨和371元/吨, 除无烟煤价格有所下降外, 喷吹煤、焦煤和动力煤价格均较2015年12月31日价格有所上升。受煤炭供需格局持续恶化影响, 煤炭价格持续下跌, 从煤种来看, 动力煤由于产量大、替代性强, 存量中相当产能开采成本低, 故而抗跌能力较差。无烟煤相应抗跌能力较好。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业, 固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大, 中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化, 同质化的产品, 同时煤炭生产成本调节空间较为有限, 煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来, 中国煤炭价格出现快速下降, 中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%, 从二季度开始, 煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄; 同时, 煤炭价格下降导致煤炭行

业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下, 煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年和2016年3月的财务报表看, 大中型企业基本处于亏损(微利)状态。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind资讯

2. 行业关注

总量控制失效, 资源支撑形势严峻

根据《BP世界能源统计年鉴》(2013年6月), 中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%, 排世界第三, 煤炭资源总储量丰富; 但储采比仅为40, 远低于世界平均储采比100的水平; 同时, 国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况, 资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看, 2010年实际煤炭产量约为33亿吨, 远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划, 2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年, 行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。但从目前情况来看, 2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年, 远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性, 现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期, 部分煤企存在违规超采的冲动, 存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至 2011 年底，全国开采深度超过 1000 米的

矿井共计 39 对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在 2009 年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在 2012～2014 年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更

高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企

的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集

中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行

业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

4. 区域经济环境

根据《2015年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2015年初步核算，山东省全省实现生产总值（GDP）63002.3亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产

业增加值4979.1亿元，增长4.1%；第二产业增加值29485.9亿元，增长7.4%；第三产业增加值28537.4亿元，增长9.6%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的8.1:48.4:43.5调整为7.9:46.8:45.3。人均生产总值64168元，增长7.3%，按年均汇率折算为10305美元。

工业企业持续增加。年末规模以上工业企业达到40347家，比上年末增加1385家。其中，年主营业务收入过10亿元、100亿元、1000亿元的企业分别为1599家、135家和4家。

工业生产平稳增长。全部工业增加值25910.8亿元，比上年增长7.4%。其中，规模以上工业增加值增长7.5%。在规模以上工业中，轻工业增长7.4%，重工业增长7.5%。41个行业大类中，36个行业增加值实现增长，14个行业增加值过千亿。新产业发展加快。高新技术产业产值增长10.5%，占规模以上工业总产值的比重为32.5%，比上年提高1.1个百分点。

资源勘探取得新进展。新发现矿产地26处，新增查明金金属量1111.2吨，铁矿石资源量1.1亿吨，煤炭资源量10.4亿吨，岩盐矿资源量15.2亿吨。节能降耗成效显著。初步核算，万元GDP能耗降低率完成年度和“十二五”规划目标。重点调查的72种产品中，51种产品单位能耗比上年下降。关停小型煤电机组45.6万千瓦。淘汰生铁产能119.4万吨，粗钢465.0万吨，焦炭40.0万吨，造纸10.3万吨，制革产能30.0万标张，印染产能9357.9万米，铅蓄电池极板产能228.7万千伏安时，组装产能150.7万千伏安时。

总体看，山东省经济增长较好，高于全国平均经济增速，为公司提供了较好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年6月底，公司注册资本33.53

亿元，山东省国资委出资23.47亿元，占注册资本的70%，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为华东地区较大煤炭生产和销售商。公司所在的鲁西煤炭基地是国家“十二五”期间规划的14大煤炭基地之一。公司煤炭储量丰富，有多个矿井在鲁西煤炭基地，是我国华东地区第二大煤炭生产企业。公司自2002年实施“走出去”发展战略以来，在国内贵州、山西、陕西、新疆、内蒙，国外澳大利亚获取了较为丰富的煤炭资源。其中，山东省境内拥有兖州、济宁东部、巨野三大煤田，煤种以气煤为主，是优质动力煤；公司通过收购菲利克斯、新泰克等项目，扩充公司控制的煤炭资源储量；此外，公司还在内蒙古、陕西和贵州等多地实施资源储备。丰富的战略储备资源为兖矿集团的可持续发展提供有力的资源保障。

截至2016年6月底，公司共拥有32对主要矿井，原煤核定产能为1.42亿吨/年，资源储量462.73亿吨，可采储量77.10亿吨，煤种以气煤为主，是优质的动力煤，截至2016年6月底，公司实现连续安全生产3670天，安全产煤6.19亿吨。其集约化生产模式在全国多个矿区得到推广，与国内外同行业公司相比，公司在资源及开采、品质、地理位置、技术等方面具备很强优势。

截至2015年底，公司纳入合并范围的直接控股和全资子公司80家，其中兖州煤业先后在纽约证券交易所（股票代码：YZC）、香港证券交易所（股票代码：1171.HK）和上海证券交易所（股票代码：600188）上市挂牌交易。兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所上市。

3. 人员素质

截至2016年6月底，公司董事会成员9人，监事会成员5人，高级管理人员10人包括总经理1名、副总经理7名、财务总监1

名、总工程师 1 名。

公司董事长李希勇先生，男，硕士学历，现任公司董事长、党委书记。曾任华丰煤矿快五队队长、煤井井长、副矿长、矿长，新汶矿业集团公司副总经理、董事长、党委书记，山东能源集团有限公司副董事长。

截至 2016 年 6 月底，公司拥有员工 98932 人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占 17.31%，大专学历占 20.58%，中专及高中占 33.56%，高中以下占 28.55%；按专业划分，生产人员占 65.20%，技术人员占 9.29%，财务人员占 1.47%，行政人员占 8.87%，其他人员占 15.17%。

总体看，公司管理人员经验丰富，员工构成合理，能够满足公司日常经营需要。

4. 技术水平

技术方面，公司坚持走自主创新和新型工业化的科技兴煤之路，大力实施“科技强企”战略，建立了国家级技术中心、国家“煤液化及煤化工”重点实验室。在“十五”、“十一五”期间，公司分别承担了 3 项、6 项国家“863 计划”课题，先后完成国家技术创新项目“年产 600 万吨综放工作面设备配套与技术研究”、“高效集约化综放开采技术及关键装备研究”项目，成功研制了新型两柱掩护式放顶煤液压支架，研发了顺槽自动化控制技术、综采放顶煤技术等先进技术。2012 年以来，公司在中国煤炭工业科学技术奖评审中囊括逾 10% 的奖项，连年位居全国煤炭企业之首，是目前国内技术力量最强的煤炭生产企业之一。公司在煤炭生产、洁净煤、煤化工等领域掌握一批具有世界领先水平的核心技术。在煤炭生产方面，综合机械化放顶煤技术是目前世界上最先进的厚煤层开采技术；在洁净煤方面，公司开发出了高质量、低成本的水煤浆添加剂；在煤化工方面，拥有具备世界先进水平的德士古气化技术和自主知识产权的对置式气化炉技术、甲醇低压

羰基合成醋酸技术。

5. 外部环境

公司地处中国经济最发达的华东地区，交通十分发达，铁路、公路、水路和海运条件非常便利。交通大动脉京沪、京九和陇海铁路分别在矿区的东、西、北三个方向通过。京杭大运河、京台高速、日东高速公路、104 国道在公司所在地交汇延伸。公司距中国主要煤炭运输港口日照港 316 公里，距连云港 364 公里，距青岛港 563 公里。公司靠近国内和国际两大煤炭消费中心，与国内煤炭生产企业相比，距离中国经济最发达、煤炭需求最多的华东地区最近；与国际煤炭出口商相比，距离全球最大的煤炭消费中心日本、韩国及台湾地区最近。优越的地理条件，低成本的运费，使公司成为国内外煤炭市场上最具竞争力的煤炭企业之一。

总体看，山东地区资源丰富，为公司发展提供了良好的资源保障；同时公司所在地交通方便，使得公司的运费具有一定竞争优势。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》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，规范董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会、董事长及总经理的各级职权。公司设董事会不设股东会。

公司设立董事会，董事会由 9 名董事组成，分别是：4 名内部董事、4 名外部董事和 1 名职工董事。2016 年 3 月 25 日兖矿集团有限公司进行了工商变更，对董事进行了备案，2016 年 4 月 25 日发行人对外进行了公开披露，发行人 9 名董事全部到位。其中外部董事人选由各股东提出，其中省国资委提出 3

名，省社保基金理事会提出 1 名。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。公司董事每届任期三年，任期届满，获得连续委派或者连续当选可以连任。

2. 管理水平

公司根据《公司法》和《公司章程》建立了各项规章制度。

财务管理方面，公司制定了《兖矿集团资金结算中心会计核算（试行）办法》（兖矿集团发[1998]63 号），引入银行管理机制，实行了集团内部的资金集中管理。为了规范、化解资产风险，真实地反映企业的资产状况、经营成果，公司执行《企业会计制度》。为了加强会计信息的调度，及时解决生产经营中出现的问题，财务部门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。

投资管理方面，公司制定了《兖矿集团有限公司投资管理办法》（兖矿集团计发[2006]197 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，集团公司负责投资决策，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，定期向集团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，公司制定了《兖矿集团有限公司担保管理暂行办法》（兖矿集团财发[2006]191 号），制定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。公司对外担保高度谨慎，从严控制，一般不对外担保。如需对外提供担保，被担保

单位也仅为财务状况和资信情况良好的省管大型企业，但必须经省国资委批准，同时必须要求被担保单位提供反担保。

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；对外融资实行统一管理制度，公司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，由集团公司和所属公司分别负责承贷。

总体看，公司已经建立起了较完善的内控制度，有助于公司防范运营风险。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务主要为煤炭、煤化工、电解铝和其他业务。从收入结构看，煤炭业务是公司的核心业务，2013~2015 年，公司煤炭板块收入规模在公司营业收入中占比均在 50%以上。2015 年公司实现营业收入 1012.35 亿元，同比下降 9.93%。其中煤炭业务收入受煤炭价格持续下降影响，同比下降 26.31%至 530.90 亿元；煤化工业务收入受油价低迷影响，同比下降 10.79%至 95.41 亿元；电解铝业务收入受铝贸易增长影响，同比增长 80.62%，至 24.51 亿元；其他业务收入主要包括贸易、材料销售、工程及劳务等，2015 年收入受相关贸易增长影响同比增长 27.75%至 361.52 亿元。

盈利能力方面，2013~2015 年，受行业景气度低迷影响，公司整体盈利能力呈下降趋势。2015 年公司整体毛利率为 13.87%，较 2014 年下降 0.82 个百分点。其中，煤炭业务是公司的主要利润来源，毛利率为 22.05%，受益于公司成本下降影响，煤炭板块毛利率有所回升；同期煤化工板块受公司降本挖潜、增

量扩效、产品升级等措施以及原材料煤炭价格的下降共同影响，毛利率上升至 14.74%；同期公司电解铝板块受产能过剩影响，盈利能力差，毛利率进一步下降至-37.58%。

公司 2016 年上半年财务数据未经审计，

从未经审计数据来看，公司实现营业收入 452.04 亿元，占 2015 年全年的 44.65%；同期，受公司降本增效措施效果显现，及产品价格回暖影响，公司整体毛利率回升至 15.89%。

表 1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.煤炭	577.03	56.94	22.54	720.48	64.10	19.32	530.90	52.45	22.05	254.02	56.19	18.25
2.煤化工	97.99	9.67	6.42	106.95	9.52	12.13	95.41	9.42	14.74	47.55	10.52	7.82
3.电解铝	18.20	1.80	-9.67	13.57	1.20	-14.89	24.51	2.42	-37.58	11.75	2.60	-1.96
4.其他	320.10	31.59	5.56	282.98	25.18	5.28	361.52	35.71	5.11	138.72	30.69	15.84
营业收入	1013.32	100.00	15.04	1123.98	100.00	14.69	1012.35	100.00	13.87	452.04	100.00	15.89

资料来源：公司提供

注：受统计口径变更影响，公司部分往年经营数据有所变更；

2016 年上半年数据未经审计。

2. 煤炭业务

生产经营

公司煤炭主业主要集中在兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）、兖矿贵州能化有限公司（以下简称“贵州能化”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）和陕西未来能源有限公司（以下简称“未来能源”）。

兖州煤业煤炭经营主体包括兖州煤业本部、兖煤山西能化有限公司（以下简称“山西能化”）、兖煤菏泽能化有限公司（以下简称“菏泽能化”）、兖煤鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂尔多斯能化”）、兖州煤业澳大利亚有

限公司（以下简称“兖煤澳洲”）、兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）。截至 2016 年 6 月末，公司共拥有 32 对主要矿井，原煤核定产能为 1.42 亿吨/年，资源储量 462.73 亿吨，可采储量 77.10 亿吨，煤种以气煤为主，是优质的动力煤。近几年来，公司通过对现有煤矿挖潜和外部煤炭资源获取，不断增强资源储备，煤炭业务可持续发展能力很强。

截至 2016 年 6 月末，公司国内连续安全生产 3670 天，安全产煤 6.19 亿吨。公司近三年及一期，未发生重大安全生产事故，未发生因安全生产事项受到其他重大行政处罚的情形。

表 2 公司主要煤产品及成本情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
产量	8419	10212	10902	5584
公司本部吨煤生产成本	284.62	189.59	158.27	169.71
兖煤澳洲吨煤生产成本	436.79	374.62	297.53	254.63

注：公司提供

通过对省内矿井生产系统优化升级、省外矿井以销定产以及澳洲矿井产能逐渐释放，2013 年~2015 年公司煤炭产量总体呈上升趋势。2015 年，公司主要煤产品产量 10902 万吨，同比增长 6.76%。

生产成本方面，2013~2015 年，公司在提高产量的同时，通过控制人工成本及调整债务结构等措施，有效的降低营业成本及财务费用，使得公司成本得到有效控制。2015 年公司本部主要煤产品生产成本为 158.27 元/吨，同比下降

16.52%；兖煤澳洲主要煤产品生产成本为 297.53 元/吨，同比下降 20.58%。

2016 年上半年，公司本部生产成本略有回升至 169.71 元/吨，兖煤澳洲生产成本得到较好控制，进一步下降至 254.63 元/吨。

产品销售

公司煤炭产品销售分为自产煤和贸易煤两部分，主要市场集中于中国、日本、韩国和澳大利亚等国家。

2013 年~2015 年，公司煤炭销售总量呈波动上升趋势，但受煤炭价格持续下跌影响，煤炭板块收入总体呈下降趋势。

2015 年，公司实现煤炭销售收入 530.90 亿元，其中自产煤销售收入 314.11 亿元（占 56.17%）；自产煤销量为 9938 万吨，同比增长 6.05%。受国内外煤炭需求不振影响，公司自产煤销售均价为 316.07 元/吨，同比下降 17.15%。

公司近年煤炭贸易量有所波动，截至 2015 年，公司煤炭贸易收入为 216.79 亿元，占煤炭板块收入的 43.83%。煤炭贸易对公司营业收入贡献较大，但对公司毛利率贡献有限。

2016 年上半年，公司煤炭板块收入为 254.02 亿元，为 2015 年全年煤炭收入的 47.85%，其中自产煤收入及贸易煤收入分别为 129.73 亿元及 124.29 亿元。

表 3 公司自产煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
产量	8419	10212	10902	5584
销量	7552	9371	9938	5016
销售均价	476.79	381.51	316.07	289.54

资料来源：公司提供

表 4 煤化工主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-6 月
甲醇	产能	210.00	296.00	296.00	296.00
	产量	200.24	254.48	319.10	157.28
	销量	186.98	222.75	301.16	151.85
	含税销售价	2540.00	2050.00	1200.00	1507.00

3. 非煤业务

公司非煤业务主要指煤化工业务、电解铝业务和其他业务。

煤化工业务

煤化工业务方面，该业务主要产品有甲醇、醋酸、尿素和焦炭等。产能方面，2013~2015 年公司各项产品产能有所波动，截至 2015 年公司甲醇与焦炭的产能分别为 296 万吨/年和 175 万吨/年，同比持平；醋酸产能受国宏化工二期投产影响，同比增长 25.00%至 100 万吨/年；尿素产能受开阳化工不再纳入合并范围影响同比下降 30.77%至 90 万吨/年。产量方面，2013~2015 年公司各产品产量受市场影响，均有一定波动。2015 年，公司甲醇、醋酸和焦炭的产量分别提升至为 319.10 万吨、75.98 万吨和 175.17 万吨，尿素的产量略有下降至 70.81 万吨。公司化工产品的产销率保持在较好水平。销售价格方面，2013~2015 年，除醋酸的价格 2015 年略有回升外，甲醇、尿素和焦炭的价格均呈下降趋势。毛利率方面，受煤化工原料价格大幅回落以及公司强化成本控制，完善成本倒逼机制等措施的实施，促使公司煤化工板块在主要产品价格下降的背景下毛利率呈上升趋势，2015 年为 14.74%，同比上升 2.43 个百分点。

2016 年上半年，公司煤化工板块实现收入 47.55 亿元，受产品价格下降影响，公司煤化工板块毛利率较 2015 年有所下降，为 7.82%。

醋酸	产能	80.00	80.00	100.00	100.00
	产量	69.87	77.18	75.98	35.94
	销量	57.29	62.43	59.57	35.85
	含税销售价	2520.00	2450.00	1970.00	1596.00
尿素	产能	110.00	130.00	90.00	90.00
	产量	112.03	73.69	70.81	33.52
	销量	111.86	73.89	70.28	33.91
	销售均价	1665.00	1540.00	1350.00	1156.00
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00
	产量	157.70	172.62	175.17	86.53
	销量	151.85	160.09	181.86	91.95
	含税销售价	1105.00	904.00	740.00	647.00

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司电解铝业务营业收入出现大幅波动。2015 年公司铝锭产量 11.60 万吨，发电 23.21 亿千瓦时，阳极炭块 9.54 万吨。电解铝业务各主要产品产量基本保持稳定。但受产品价格下降影响，公司电解铝板块毛利率同比下降 22.69 个百分点至-37.58%。

2016 年 1~6 月，公司铝锭产量 5.37 万吨，发电 10.78 亿千瓦时，阳极炭块 5.20 万吨；实现收入 11.75 亿元。毛利率方面，受公司降本增效及铝价回升影响，亏损情况有所好转，毛利率为-1.96%。

表 5 电解铝主要产品产量情况

(单位：万吨、亿千瓦时)

产品	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-6 月
铝锭	13.82	12.28	11.60	5.37
电力	24.45	23.53	23.21	10.78
阳极炭块	8.20	7.13	9.54	5.20

资料来源：公司提供

其他业务

其他业务方面，公司其它非煤业务主要包括工程施工、机械维修、材料销售、房地产开发和铁路运输等，分布在兖矿实业公司和兖矿物业公司等分公司中，主要服务于主业，部分产业盈利能力偏弱。近年来，为防范煤炭主业风险，其他服务板块产品价格按照市场定价机制，市场化运作，发挥行业整合优势，其他业

务板块得到加强。

2015 年，公司其他业务实现收入 411.52 亿元，同比增长 45.42%；毛利率同比下降 0.17 个百分点至 5.11%。

2016 年上半年，公司其他业务板块实现收入 138.72 亿元，毛利率进一步上升至 15.84%。

整体来看，近年受煤炭及铝价格下行影响，公司整体营业收入水平和毛利率水平均有所下降。

4. 未来发展

在煤炭产业方面，公司将稳定本省矿井产量，加大外部资源开发力度，使公司煤炭产量保持较快增长。在煤化工产业方面，公司调整煤化工产业产品结构，瞄准精细化工发展方面，加快推进煤化工初级产品转化和深加工。煤电铝及机电装备制造产业方面，电铝产品发挥煤电综合效益优势，坚持向上游扩展、寻求资源保证、向下游延伸、发展深加工项目。

截至 2016 年 6 月底，公司煤炭业务在建工程主要包括：设计能力 1000 万吨采选的营盘壕煤矿、1000 万吨采选的石拉乌素煤矿、500 万吨采选能力的转龙湾煤矿和 180 万吨采选能力的万福煤矿等。

整体来看，公司在建项目集中在煤矿方面。随着煤炭在建项目的落成，公司煤炭主业产能和行业地位将进一步提升。同时，公司在建项

目预计总投资 576.80 亿元，2016 年下半年公司 大，对外筹资需求较高。
拟投资金额 61.44 亿元，公司未来投资规模较

表 6 截至 2016 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	计划投资	截至 2016 年 6 月末累计完成投资额	2015 年 6~12 月拟投资额	2017 年拟投资额	2018 年拟投资额
万福矿井及选煤厂	34.50	12.08	5.11	9.06	8.16
转龙湾矿井及选煤厂项目	119.77	93.47	2.37	--	--
营盘壕矿井及选煤厂项目	95.48	27.23	19.59	22.68	20.48
石拉乌素矿井及选煤厂项目	114.70	28.50	9.21	5.30	--
陕西未来能源煤间接液化项目	164.06	120.74	20.86	18.46	--
金鸡滩矿井及选煤厂	48.29	38.88	4.30	2.20	--
合计	576.80	320.90	61.44	57.70	28.64

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2013年~2015年财务报告分别由北京中天恒会计师事务所有限责任公司和中兴财光华会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。受控股公司贵州开磷（集团）有限责任公司重组改制上市影响，本报告引用2014年度更新后报表，并用更新后2014年期初数财务数据追溯调整2013年财务数据。更新后2014年财务报表由中兴财光华会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年上半年财务数据未经审计。

公司2015年不再纳入合并范围的子公司有1家，为贵州开阳化工有限公司；新纳入合并范围的子公司有8家，分别为贵州金沙龙凤煤业有限公司、新疆兖矿其能煤业有限公司、兖矿水煤浆气化及煤化工国家工程研究中心有限公司、上海地利置业有限公司、山东中垠置业有限公司、上期资本管理有限公司、山东瑞信供应链管理公司和青岛中垠瑞丰国际贸易有限公司。本期公司合并范围有所调整，对财务数据影响不大，可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额

2134.60 亿元，所有者权益 536.09 亿元（其中少数股东权益 419.53 亿元）；2015 年公司实现营业收入 1012.35 亿元，利润总额 13.16 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 2147.94 亿元，所有者权益 538.09 亿元（其中少数股东权益 424.59 亿元）；2016 年 1~6 月公司实现营业收入 452.04 亿元，利润总额 0.85 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额有所增长，年均增长率 7.54%。截至 2015 年底，公司资产总额为 2134.60 亿元，较 2014 年底增长 6.8%。从构成来看，流动资产占 37.12%，非流动资产占 62.88%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 23.66%。截至 2015 年底，公司流动资产 792.36 亿元，主要由货币资金（占 45.77%）和存货（占 21.83%）构成。

2013~2015 年，公司货币资金快速增长。截至 2015 年底，公司货币资金 362.70 亿元，同比增长 29.57%。主要由银行存款（占 75.84%）和其他货币资金（占 24.15%）组成。其他货币

资金中受限部分为 1.23 亿元,受限资金占比低。

2013~2015 年,公司交易性金融资产呈快速增长趋势,年均增长 64.61%。截至 2015 年底,公司交易性金融资产 38.43 亿元,同比上升 67.48%,主要系交易性权益工具投资上升所致。

2013~2015 年,公司减少票据结算,使得应收票据波动下降。截至 2015 年底,公司应收票据 20.91 亿元,同比下降 62.44%。其中银行承兑汇票占 81.93%,商业承兑汇票占 2.78%,信用证占 15.29%。

2013~2015 年,公司应收账款较快增长,年均增长 17.44%。截至 2015 年底,公司应收账款 25.02 亿元,同比增长 11.93%。从账龄看,1 年以内占 65.38%,1-2 年占 13.48%,2-3 年占 7.86%,3 年以上占 13.28%。公司对应收账款计提坏账准备 4.70 亿元,计提率为 15.82%。整体看,公司应收账款综合账龄适宜,坏账计提较为充分。

2013~2015 年,公司预付款项有所波动,年均下降 2.08%。截至 2015 年底,公司预付款项 15.46 亿元,同比下降 12.35%。从账龄看,1 年以内占 69.37%,1-2 年占 27.32%,2-3 年占 2.27%,3 年以上占 1.04%,公司预付款项综合账龄适宜。

2013~2015 年,公司其他应收款项呈波动增长态势,年均增长 15.27%。截至 2015 年底,公司其他应收款为 23.54 亿元,同比下降 12.92%。从账龄看,1 年以内占 72.00%、1-2 年占 4.06%、2-3 年占 1.05%、3-4 年占 5.20%、4-5 年占 0.22%、5 年以上占 17.47%。公司对其其他应收款计提坏账准备 7.53 亿元,计提比率为 27.58%。公司其他应收款部分账龄长,回收难度较大。

2013~2015 年,受所属行业产品价格持续下降,致使行业竞争日趋激烈,公司存货快速增长,年均增长 28.71%。截至 2015 年底,公司存货账面价值 172.97 亿元,同比增长 32.21%,计提存货跌价准备 0.59 亿元,计提率

为 0.34%,计提比例较低,公司有一定的存货跌价风险。从构成看,主要由原材料(占 11.94%)、库存商品(占 50.71%)、工程施工(占 21.00%)和开发成本(占 17.45%)构成。

公司 2015 年新设持有待售资产 15.00 亿元,为兖州煤业澳大利亚有限公司年内设立全资子公司 Watagan Mining Company Pty Ltd(以下简称“Watagan”),该公司性质为特殊目的实体(Special Purpose Vehicle,“SPV”),主要目的为向银行或投资人发行债务工具以满足融资需求。Watagan 成立后,拟向集团外部投资人(外部债权人)发行期限为 9 年的附带卖方期权的 9.5 亿美元的债务。协议规定,外部债权人可以选择在 3、5、7、9 年行权,当债权人行使卖出期权时,兖矿集团必须接受相应的债务。同时,兖矿澳大利亚拟以拥有 100%权益的奥斯达煤矿、阿什顿煤矿、唐纳森煤矿下属的 Abel 和 Tasman 煤矿(以下简称“三矿”)认购 Watagan 发行的约 13 亿澳元债券(上述融资安排代号凤凰项目)。2015 年 12 月 31 日,兖矿澳大利亚管理层判断凤凰项目极有可能实现,因此将相关煤矿的资产转入持有待售的资产,相关资产转入持有待售的负债列报。

2013~2015 年,公司一年内到期的非流动资产波动增长。截至 2015 年底,公司一年内到期的非流动资产为 15.65 亿元,主要由一年内到期的长期应收款(15.65 亿元)组成。

2013~2015 年,公司其他流动资产有所波动。截至 2015 年底,公司其他流动资产为 36.06 亿元,主要由土地塌陷、复原、重整及环保 21.04 亿元和环境治理保证金 10.95 亿元组成。

非流动资产

2013~2015 年,公司非流动资产有所波动,年均增长率为 0.55%。截至 2015 年底,公司非流动资产 1342.24 亿元,同比下降 3.51%。构成来看,固定资产占 39.57%、在建工程占 29.48%、无形资产占 15.48%。

2013~2015 年,公司固定资产有所波动,年均增长 0.36%。截至 2015 年底,公司固定资

产为 531.15 亿元，同比下降 10.48%，主要由机械设备、房屋及建筑物构成。

2013~2015 年，公司在建工程有所增长，年均增长 3.67%。截至 2015 年底，公司在建工程为 395.65 亿元，同比上升 5.25%，公司在建工程规模较大。

2013~2015 年，公司无形资产波动中有所下降，年均下降 9.02%。截至 2015 年底，公司无形资产为 207.81 亿元，同比下降 18.50%，主要为澳币贬值，公司澳洲采矿权下降所致。无形资产主要以采矿权（占 66.87%）、探矿权（8.95%）、未探明矿区权益（占 12.79%）和土地使用权（8.13%）为主。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额为 2147.94 亿元，与 2015 年底基本持平。从资产构成看，流动资产占比 31.97%，非流动资产占比 68.03%。构成仍以非流动资产为主，科目构成变化不大。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，流动资产构成中，货币资金、存货占比大；非流动资产以固定资产和在建工程为主。公司计提存货跌价准备金额低，考虑到公司存货周转效率偏低，存货面临一定跌价风险；货币资金中受限资金占比低，公司资产流动性强。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益有所增长，年均增长 7.76%。截至 2015 年底，公司所有者权益同比上升 6.69%至 536.09 亿元（其中少数股东权益 419.53 亿元），归属于母公司所有者权益同比增长 2.95%至 116.55 亿元，主要受公司 2015 年永续债券发行影响，其中 2015 年第一期永续债账面价值 9.91 亿元，第二期永续债账面价值 19.84 亿元。

公司子公司兖州煤业于 2015 年 5 月召开的 2014 年度股东周年大会、2015 年第一次 A 股类别股东大会和 2015 年第一次 H 股类别股东

大会审议批准《关于给与公司董事会回购 H 股股份一般性授权的议案》，同意该公司与 2015 年 12 月 18 日开始行使该一般性授权实施 H 股回购。截至 2015 年年报期末，兖州煤业实施了 3 次 H 股回购，回购 H 股合计 6384000 股，占股东大会授权之日公司 H 股股份总额的 0.33%，占股东大会授权之日公司总股本的 0.13%，支付资金金额为 23179807.2 港元，折人民币 19438581.43 元，归属于母公司的库存股为 10986686.22 元。

从构成看，归属于母公司所有者权益中，主要以实收资本（占 28.77%）、资本公积（占 18.07%）、未分配利润（63.78%）和其他综合收益（占-44.09%）为主。

2013~2015 年，公司专项储备快速下降，年均下降 25.54%。截至 2015 年底，公司专项储备为 6.83 亿元，同比下降 27.60%。截至 2015 年底，公司未分配利润为 74.34 亿元，同比下降 9.57%。截至 2015 年底，公司其他综合收益为-51.39 亿元，主要系合并澳洲公司，受汇率变动影响所致。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益 538.09 亿元（其中少数股东权益 424.59 亿元），归属母公司所有者权益 113.50 亿元，较 2015 年底下降 2.62%。从构成看，归属于母公司所有者权益中，主要以实收资本（占 29.55%）、资本公积（占 18.56%）、其他权益工具（占 26.21%）、未分配利润（63.06%）和其他综合收益（占-45.58%）为主。

整体看，公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

负债

2013~2015 年，公司负债合计有所增长，年均增长 7.47%。截至 2015 年底，公司负债总额 1598.51 亿元，同比增长 6.83%。截至 2015 年底，公司负债以非流动负债为主，占 54.47%。

2013~2015 年，公司流动负债波动中有所增长，年均增长 14.28%。截至 2015 年底，公司流动负债为 727.73 亿元，同比增长 37.29%。

构成上，主要以短期借款（占 37.51%）、一年内到期的非流动负债（占 30.08%）和其他流动负债（占 19.51%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均增长 17.83%。截至 2015 年底，公司短期借款 272.95 亿元，同比增长 39.33%，主要系信用借款下降所致。构成上，主要以保证借款（占 16.91%）和信用借款（占 82.36%）为主。

2013~2015 年，公司应付票据波动中有所下降，年均下降 6.95%。截至 2015 年底，公司应付票据 21.91 亿元，同比下降 38.54%，由为银行承兑票据和商业承兑汇票构成。

2013~2015 年，公司应付账款波动下降，年均下降 21.02%。截至 2015 年底，公司应付账款为 29.09 亿元，同比下降 40.81%。应付账款从账龄看，1 年以内占 35.96%、1-2 年占 51.11%、2-3 年占 8.56%、3 年以上占 4.37%。

2013~2015 年，公司预收款项波动增长，年均增长 31.60%。截至 2015 年底，公司预收款项 24.01 亿元，同比下降 20.66%。账龄上，1 年以内占 88.93%。

2013~2015 年，公司其他应付款快速下降，年均下降 17.52%。截至 2015 年底，公司其他应付款 12.95 亿元，同比下降 3.05%，主要由押金、保证金、设备款和代收款等构成。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均增长 30.52%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 218.88 亿元，同比增加 274.285%，主要系公司长期借款到期所致。

2013~2015 年，公司其他流动负债快速增长，年均增长 25.46%。截至 2015 年，公司其他流动负债 141.99 亿元，同比增长 9.48%，主要系短期融资券等增长所致。从构成看，其他流动负债中，短期融资券为 99.97 亿元（占 78.85%），应付的土地坍塌、复原、重整费用为 26.73 亿元（占 21.08%）。本报告将应付短期融资券调整入短期债务进行核算。

2013~2015 年，公司非流动负债波动幅度

较大，年均增长 2.63%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 870.78 亿元，同比下降 9.88%，主要系部分长期借款转至一年内到期非流动负债所致。从构成来看，长期借款占 56.11%，应付债券占 29.32%。

2013~2015 年，公司长期借款波动中有所下降，年均下降 4.27%。截至 2015 年，公司长期债务 458.12 亿元，同比下降 16.06%。

2013~2015 年，公司应付债券波动中有所增长，年均增长 11.25%。截至 2015 年，公司应付债券 245.69 亿元，同比下降 11.98%。

2013~2015 年，公司长期应付款快速增长，年均增长 46.42%。截至 2015 年底，公司长期应付款为 70.05 亿元，同比增长 48.02%，主要系融资租赁款增长所致。本报告将融资租赁款调整入长期债务进行核算。

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务呈上升趋势，年均增长 10.44%。截至 2015 年底，公司全部债务为 1386.40 亿元，同比增长 11.56%。构成来看，短期债务占 44.27%，长期债务占 55.73%。公司有息债务以长期债务为主。

债务指标方面，2013~2015 年，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 74.90%、71.64% 和 60.66%。2015 年分别为 74.89%、72.11% 和 59.04%。公司债务指标与 2014 年基本持平。

截至 2016 年 6 月底，公司负债总额为 1609.86 亿元，较 2015 年底增加 0.71%。流动负债和非流动负债分别占 35.71% 和 64.29%，非流动负债占比较 2015 年底增长 9.82 个百分点。

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务为 1438.95 亿元，较 2015 年底上升 3.79%。其中短期债务占比为 34.45%，长期债务占比为 65.55%，长期债务占比较 2015 年底提升 9.82 个百分点。同期，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 74.95%、72.78% 和 63.68%。

整体看，公司债务水平基本持平，债务负

担仍较重，同时负债结构有所优化。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入有所波动，年均下降 0.05%。2015 年公司实现营业收入 1012.35 亿元，同比下降 9.93%。2015 年营业成本为 871.97 亿元，同比下降 9.06%，营业成本降速慢于营业收入降速。受上述因素共同影响，公司营业利润率由 2014 年的 13.76% 下降至 2015 年的 12.50%。

2013~2015 年，公司期间费用逐年下降，年均下降 7.21%。2015 年公司期间费用为 147.56 亿元，同比下降 8.89%，主要由管理费用下降所致。2015 年管理费用受公司体制改革影响，同比下降 19.35%；财务费用有息债务增加影响，同比增长 9.45%。从期间费用构成看，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 25.40%、33.71% 和 40.88%。2015 年期间费用/营业收入比例为 13.77%，较 2014 年上升 0.64 个百分点。公司费用控制能力基本持平。

2013~2015 年，公司资产减值损失波动下降，年均下降 57.54%。2015 年公司资产减值损失为 4.06 亿元，同比增长 40.00%，主要由坏账损失 1.09 亿元和商誉减值损失 3.27 亿元组成；同期公司投资收益同比大幅上升至 15.17 亿元，主要为公司抛售日照港、光大证券等股票获得 5.08 亿元，不再合并开阳化工处置收益 2.20 亿元及华电国际参股收益 3 亿元。

2013~2015 年，公司营业外收入不断增长，年均增长 10.88%。2015 年公司营业外收入为 6.73 亿元，同比增长 20.32%。营业外收入主要为政府补贴（占 39.97%）和其他（占 47.10%）。其中政府补贴项目包括财政补贴款及项目资金等；其他主要包括公司清理部分固定资产及废旧物资等收入。

2013~2015 年，公司营业利润、利润总额和净利润均波动幅度较大。公司 2015 年，受煤炭价格持续下跌影响，公司盈利能力有所减弱，实现营业利润 8.16 亿元，利润总额 13.16 亿元，

净利润 1.69 亿元，但营业外收入及投资收益占比大，可持续性较差。

盈利指标方面，近三年营业利润率、总资产收益率和净资产收益率加权平均值分别为 13.21%、3.63% 和 -1.75%。2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.72% 和 0.32%，盈利能力较弱。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 452.04 亿元，占 2015 年全年的 44.65%。利润总额为 0.85 亿元，占 2015 年全年的 6.46%。

总体看，受国内外煤炭价格持续下跌，公司煤炭板块盈利能力略有下降，受此拖累，公司收入及盈利能力均有所下降。

5. 现金流

从经营活动方面，2013~2015 年公司经营活动现金流净流量快速增长，年均增长 47.17%。2015 年公司经营活动现金流入量为 896.61 亿元，同比下降 7.05%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金下降所致；受主要产品价格下降影响，2015 年销售商品、提供劳务收到的现金为 885.67 亿元，同比下降 6.69%。同期，经营活动现金流出为 863.27 亿元，同比下降 7.57%，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 664.19 亿元，同比下降 3.98%。2015 年在上述因素共同作用下，公司经营活动产生的现金流净额为 33.34 亿元，同比上升 8.73%。从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 87.49%，较 2014 年上升 3.04 个百分点，公司收入实现质量仍较差。

2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流净额波动下降，年均下降 28.23%。2015 年公司投资活动现金流入 11.06 亿元，同比大幅增长 278.93%，主要为公司抛售日照港、光大证券等股票获得 5.08 亿元，不再合并开阳化工处置收益 2.20 亿元及华电国际参股收益 3 亿元。同期公司投资活动现金流出为 94.35 亿元，同比下降 8.79%，公司投资规模略有降低。2015 年，公司投资活动现金净额为 -83.29 亿元。

2015 年公司筹资前现金流为-49.95 亿元，经营活动产生现金流仍无法覆盖投资需求，公司对外筹资压力较大。

2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流净额波动中有所下降，年均下降 4.95%。2015 年公司筹资活动现金流入 824.00 亿元，同比增长 14.75%，主要系吸收投资收到的现金、取得借款收到现金和收到其他与筹资活动有关的现金增长所致，其中与筹资活动有关的现金主要由债券及相关发行费用组成。2015 年公司收到其他与筹资活动有关的现金为 224.44 亿元。同期筹资活动现金流出 693.52 亿元，同比增长 10.05%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2015 年筹资活动产生的现金流量净额为 130.48 亿元，同比增长 48.40%。

2016 年 1~6 月，公司经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.67 亿元、-39.83 亿元和 -18.51 亿元。

总体看，公司近年经营活动产生现金流净额有所回升；但公司投资支出较大，具有较强的外部融资需求。

6. 偿债能力

2013~2015 年，公司流动比率及速动比率平均值分别为 107.43% 和 84.39%。截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.88% 和 85.11%，同比分别下降 5.75 个百分点和 4.84 个百分点。2015 年公司经营现金流动负债比为 4.58%，同比下降 1.20 个百分点。截至 2016 年 6 月底，公司流动比率及速动比率分别为 119.43% 和 87.43%，均较 2015 年底有所好转，但公司总体短期支付能力仍一般。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 快速增长，年均增长 153.27%。2015 年公司 EBITDA 为 199.63 亿元，同比上升 25.18%。2015 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标分别为 6.94 倍和 2.86 倍。公司整体偿债能力有所上升。

截至 2016 年 6 月底，公司对外担保 61.57

亿元，担保比率 11.44%。主要是对山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”）提供的连带责任担保 51 亿元及对原子公司开滦化工的 10.67 亿元。2016 年 6 月底，山东高速资产总额 4055.59 亿元，所有者权益 920.69 亿元；2016 年 1~6 月，山东高速实现营业总收入 225.52 亿元，净利润 9.69 亿元。考虑到被担保企业为国有大型企业，资本雄厚，运营稳定，公司代偿风险较低。

截至 2016 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 2495.29 亿元，其中已使用额度 1088.98 亿元，尚余 1406.31 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司子公司兖州煤业在纽约、香港和上海三个证券交易所上市，兖州煤业子公司兖煤澳洲在澳大利亚证券交易所上市，公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

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

8. 抗风险能力

基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在资源禀赋、地理区位等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 10 亿元，占 2016 年 6 月底全部债务的 0.69%，长期债务的 1.06%，对公司现有债务影响较小。

截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 74.95%、72.78% 和 63.68%，以公司 2016 年 6 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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 75.06%、72.92%和 63.92%，公司债务负担有所加重。考虑到募集资金部分用于置换到期债务，公司债务负担或低于预期水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 15.39 亿元、30.66 亿元和 33.34 亿元，分别为本期中期票据额度的 1.54 倍、3.07 倍和 3.33 倍。公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度高。

2013~2015 年，公司 EBITDA/本期中期票据额度分别为 3.11 倍、15.95 倍和 19.96 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障程度高。

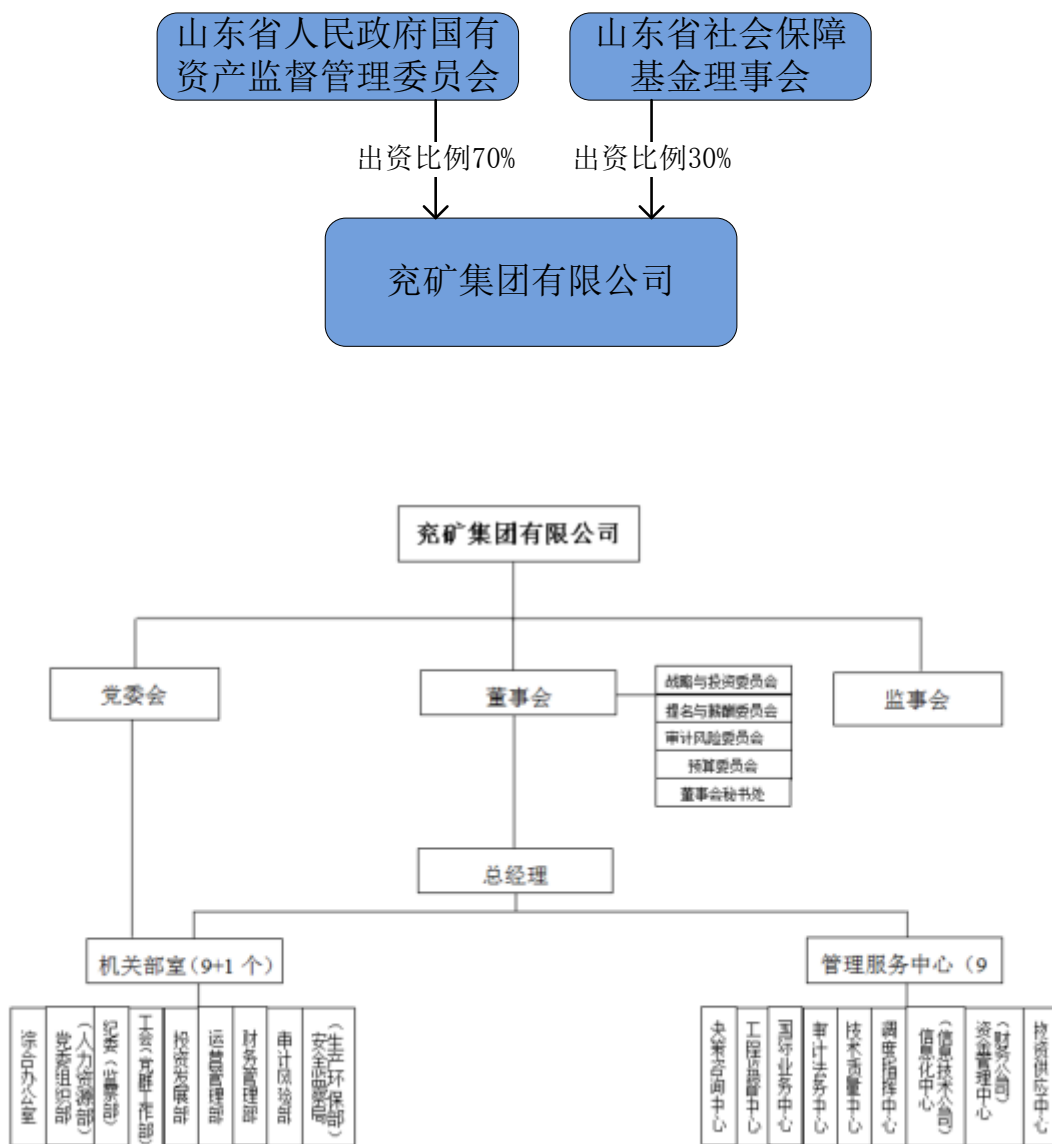
总体看，公司经营活动现金流净额及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

十、结论

公司作为山东省大型煤炭企业，在资产规模、产品质量、煤炭产量等方面具有优势。公司目前已形成煤炭、煤化工和电解铝为主的产业结构，业务板块间关联性较强，产生了较强的协同效应。受煤炭及电解铝价格下行影响，公司盈利能力波动较大；公司债务负担呈上升趋势，债务压力重。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	326.43	358.55	422.04	366.18
资产总额(亿元)	1845.71	1998.76	2134.60	2147.94
所有者权益(亿元)	461.68	502.47	536.09	538.09
短期债务(亿元)	410.36	385.67	613.72	495.70
长期债务(亿元)	726.34	857.04	772.68	943.25
全部债务(亿元)	1136.71	1242.71	1386.40	1438.95
营业收入(亿元)	1013.32	1123.98	1012.35	452.04
利润总额(亿元)	-54.74	21.59	13.16	0.85
EBITDA(亿元)	31.12	159.48	199.63	--
经营性净现金流(亿元)	15.39	30.66	33.34	3.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.50	15.56	16.33	--
存货周转次数(次)	8.69	8.15	5.74	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.58	0.49	--
现金收入比(%)	80.28	84.45	87.49	80.98
营业利润率(%)	14.15	13.76	12.50	14.41
总资本收益率(%)	1.23	5.06	3.72	--
净资产收益率(%)	-10.89	0.90	0.32	--
长期债务资本化比率(%)	61.14	63.04	59.04	63.68
全部债务资本化比率(%)	71.12	71.21	72.11	72.78
资产负债率(%)	74.99	74.86	74.89	74.95
流动比率(%)	92.99	114.63	108.88	119.43
速动比率(%)	74.25	89.95	85.11	87.43
经营现金流动负债比(%)	2.76	5.78	4.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.44	1.90	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.53	7.79	6.94	--

注：1.公司 2014 年报表为 2015 年 8 月更新版；

2.公司 2013 年报表数据为公司 2014 年跟新版报告追溯调整期初数；

3.2016 年上半年财务数据未经审计；

4.其他流动负债科目下短期融资券调入短期债务核算，长期应付款中融资租赁款调入长期债务核算；

5.2015 年及 2016 年上半年，公司权益中有 29.75 亿元永续债券。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 兖矿集团有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

兖矿集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。兖矿集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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兖矿集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现兖矿集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如兖矿集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如兖矿集团有限公司主体长期信用等级或本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送兖矿集团有限公司、主管部门、交易机构等。

