

信用等级公告

联合[2018] 439 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
2018 年度第四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
2018 年度第四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
二零一八年三月十二日



兖矿集团有限公司

2018年度第四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：15 亿元

本期中期票据期限：2+1 年，附第二个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：用于偿还公司本部金融机构借款

评级时间：2018 年 3 月 12 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	358.55	422.04	432.08	646.89
资产总额(亿元)	1998.76	2134.6	2317.04	2586.76
所有者权益(亿元)	502.47	536.09	584.99	685.58
短期债务(亿元)	385.67	613.72	745.65	618.74
长期债务(亿元)	857.04	772.68	742.40	994.73
全部债务(亿元)	1242.71	1386.40	1488.04	1613.47
营业收入(亿元)	1123.98	1012.35	1397.89	1590.83
利润总额(亿元)	21.59	13.16	14.16	20.29
EBITDA(亿元)	159.48	199.63	141.21	--
经营性净现金流(亿元)	30.66	33.34	35.00	41.56
营业利润率(%)	13.76	12.50	11.16	9.87
净资产收益率(%)	0.90	0.32	0.16	--
资产负债率(%)	74.86	74.89	74.75	73.50
全部债务资本化比率(%)	71.21	72.06	71.78	70.18
流动比率(%)	114.63	108.88	85.53	129.89
经营现金流动负债比(%)	5.78	4.58	3.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.79	6.94	10.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	2.86	2.04	--

注：1.2017 年前三季度财务数据未经审计；

2.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；

3.2015 年开始，公司权益中包含 29.75 亿元永续债券。

分析师

张 博 李博恒 黄 露

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属大型煤炭企业，在资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具有优势。同时联合资信也关注到公司煤炭板块以外业务盈利能力较弱、所有者权益稳定性较弱和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，公司加大资源储备和产能扩充，煤炭储量和年产能已达到国内行业前列，依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长；2017 年公司子公司完成对澳洲煤矿权益收购，进一步增强了公司资源储备；依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长。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. 2016 年下半年以来煤炭产品市场价格上涨，公司煤炭业务出现利好。
2. 公司为山东省属大型国企，市场知名度高，具有较强的品牌优势。
3. 公司近年来不断扩充资源储量，煤炭产销量稳定增长，具有明显的规模优势。
4. 公司营业收入规模和资产规模不断扩大，资本实力强。
5. 公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 公司以煤炭和煤化工业务作为主业，受行业政策和景气度影响较大。

2. 受电解铝和以贸易为主的其他业务盈利能力较差影响，公司整体盈利能力较弱。
3. 公司近年来增加海外资产并购，汇率风险有所增加。
4. 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。
5. 公司债务规模持续增长，债务负担较重。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2018年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖矿集团有限公司前身系成立于 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。截至 2017 年 9 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，形成了以煤炭采选和贸易为主，煤化工、机电装备制造、电解铝、材料销售、工程施工等多产业为辅的多元化格局。公司经营范围包括：以自有资金对外投资、管理及运营；投资咨询；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、旅馆；水的开采及销售；黄金、贵金属、有色金属的地质探矿、开采、选冶、加工、销售及技术服务。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、土地、设备的租赁；煤炭、煤化工及煤电铝技术开发服务；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；污水处理及中水的销售；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。

公司本部共设置机关部室 10 个，包括董事会秘书处、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）；公司本部同时设置管理服务中心，下设决策咨询中心（含北京决策咨询中心）、工程监督中心、国际业务中心、审计法务中心、技术质量中心（技术中心）、调度指挥中心、信息化中心（兖矿信息技术有限公司）、资金管理中心（兖矿集团财务有限公司）、物资供应中心和市场监督管理中心共 10 个直属单位。截至 2017 年 9 月底，公司纳入合并报表范围的直接控股和全资子公司共计 124 家，核心二级子公司包括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”）、陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能源”）等大型煤炭、化工、合金、工程建设公司，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。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2317.04 亿元，所有者权益 584.99 亿元（其中少数股东权益 437.70 亿元）；2016 年公司实现营业收入 1397.89 亿元，利润总额 14.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 2586.76 亿元，所有者权益 685.58 亿元（其中少数股东权益 532.48 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 1590.83 亿元，利润总额 20.29 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

公司本期拟发行 2018 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟募集资金 15 亿元，期限为 2+1 年，附第 2 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。即本期中期票据存续期内前 2 年票面利率固定不变；在本期中期票据存续期的第 2 年末，公司可选择调整票面利率，后 1 年票面利率为调整后的票面利率，在本期中期票据存续期后 1 年固定不变；同时，投资者有权在第 2 个计息年末将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次募集资金计划用于偿还公司本部金融机构借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为

6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1-6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应

导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1-6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1-6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1-6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1-6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口

方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

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 62%，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%。

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。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿-13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3至4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

煤炭价格

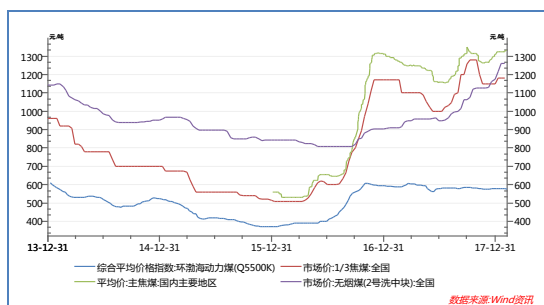
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为

372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

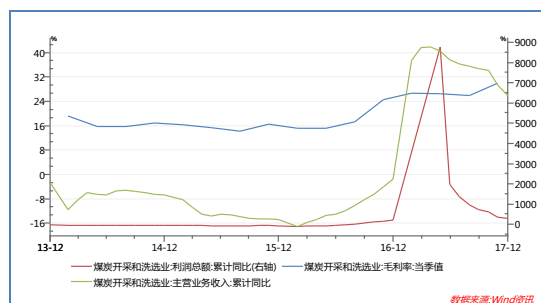
进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系

有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年1月29日，已有29家煤企发布2017业绩预告，其中超过8成企业业绩预喜，利润大幅增长。

图2 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

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。

去产能政策的推进

自国家2015年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

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。

2016年3月21日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自2016年起按照全年作业时间不超过276个工作日（原330日），将煤矿现有合规产能乘以0.84的系数后取整，作为新的合规产能。

2016年7月23日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从2016年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016年11月17日，发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上，做出决定，所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按330个工作日组织生产。

2017年3月，国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。

2017年5月，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，意见强调：2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12部门联合发布关于进一步推进

煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据，截至 2018 年 1 月底，中国已退出落后煤炭产能合计 5 亿吨。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

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。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，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。

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，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

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。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

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，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的小型煤炭企业，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。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

4. 区域经济环境

根据《2016年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2016年山东省生产总值6.7万亿元，比上年增长7.6%；地方一般公共预算收

入5860亿元，较上年增长8.5%；城镇居民人均可支配收入增长7.8%，农村居民人均可支配收入增长7.9%；城镇新增就业121万人；对外收支继续保持较大顺差；居民消费价格上涨2.1%。

区域经济协调发展。山东半岛蓝色经济区、黄河三角洲高效生态经济区分别实现生产总值3.1万亿元和0.9万亿元，分别比上年增长7.8%和7.3%；省会城市群经济圈、西部经济隆起带分别实现生产总值2.3万亿元和2.0万亿元，分别增长7.4%和7.6%。县域经济实力不断壮大，地方一般公共预算收入过30亿元、50亿元、70亿元、100亿元的县（市、区）分别达到52个、27个、16个和6个。

工业企业数量增加。年末规模以上工业法人企业4.1万家，比上年末增加253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1935家、145家和2家。工业生产平稳增长。全部工业增加值2.7万亿元，比上年增长6.6%。规模以上工业增加值增长6.8%。其中，轻工业增长5.5%，重工业增长7.5%。企业效益有所好转。规模以上工业主营业务收入15.0万亿元，比上年增长3.7%；实现利润0.9万亿元，增长1.2%；实现利税1.3万元，增长0.4%。利润、利税由上年负增长转为正增长。工业产销率为98.8%。全员劳动生产率38.7万元，比上年增加3.2万元。

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2017年9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，山东省社保基金理事会出资10.06亿元，占注册资本的30%。

2. 企业规模

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两大大型煤炭集团企业之一，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，除在鲁西煤炭基地拥有多个矿井外，还在国内贵州、山西、陕西、新疆、内蒙，国外澳大利亚等地获取了较为丰富的煤炭资源，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，丰富的战略储备资源和较强的煤炭开采能力为兖矿集团的可持续发展提供有力的资源保障。在加大煤炭资源战略储备、做强煤炭主业的同时，公司提出“以煤为本，煤与非煤并重”的发展战略，目前已经成为煤炭、煤化工、铝产品三大业务板块为一体的大型产业集团，并不断发展金融投融资、电力与机械装备制造等产业。

截至 2016 年底，公司共拥有国内外主要矿井 36 对，原煤核定产能为 1.51 亿吨/年。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 2017 年 9 月底，公司纳入合并范围的直接控股和全资子公司 124 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 2017 年 9 月底，公司董事会成员 8 人（2017 年 7 月董事张胜东先生达到法定退休年龄退休，尚未补选），监事会成员 5 人，高级管理人员 9 人包括总经理 1 名、副总经理 6 名、财务总监 1 名、总工程师 1 名。

李希勇先生，53 岁，大学学历，硕士学位，中共党员，现任兖矿集团有限公司董事长、党委书记。曾任新汶矿务局华丰煤矿副矿长、矿长，新汶矿业集团有限责任公司副总经理、董事长、党委书记，山东能源集团有限公司副董事长，兖矿集团有限公司总经理、党委副书记。

李伟先生，51 岁，博士研究生学历，博士学位，中共党员，现任兖矿集团总经理。曾任鲍店煤矿综采队副队长、队长、副矿长，兖矿战略资源开发部重组处处长，锡林能化公司董事长、党委书记、总经理，鲍店煤矿矿长，南屯煤矿矿长，兖矿集团副总工程师、兖矿集团副总经理兼安全监察局局长。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有员工 96537 人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占 18.90%，大专学历占 20.94%，中专及高中占 32.66%，高中以下占 27.50%；按专业划分，生产人员占 66.66%，技术人员占 9.10%，财务人员占 1.44%，行政人员占 9.09%，其他人员占 13.71%。

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。

六、重大事项

2017年1月24日公司第六届董事会第二十八次会议审议批准了《关于兖州煤业澳大利亚有限公司收购联合煤炭工业有限公司股权的议案》、2017年6月20日公司第六届董事会第三十三次会议审议批准了《关于兖州煤业澳大利亚有限公司收购联合煤炭公司股权签署补充协议的议案》、2017年6月26日公司第六届董事会第三十四次会议审议批准了《关于兖州煤业澳大利亚有限公司收购联合煤炭公司股权签署进一步补充协议及特许使用权费用安排协议的议案》，确定公司子公司兖州煤业以兖煤澳洲为主体，收购力拓矿业集团（以下简称“力拓集团”）间接持有的联合煤炭工业有限公司（Coal&Allied Industries Limited，以下简称“联合煤炭”）100%股权。

联合煤炭为澳大利亚优质动力煤和焦煤生产商，间接拥有 Hunter Valley Operations（以下简称“HVO”）、Mount Thorley 和 Warkworth（以下统称“MTW”）三个煤炭项目及相关资产的权益。HVO 是位于澳大利亚猎人谷盆地辛格尔顿西北 24 公里的露天矿场，覆盖范围约 11000 公顷，煤炭资源量 28.71 亿吨，储量 8.90 亿吨，产品主要包括动力煤及半软焦煤，联合煤炭及 HVO Resources Pty Ltd（以下简称“HVOR”）分别持有其 67.6% 及 32.4% 的权益；MTW 位于澳大利亚猎人谷

盆地辛格尔顿西北 14 公里，包括 Mount Thorley 及 Warkworth 两个露天矿场，覆盖面积共约 6000 公顷。C&A 及 POSCO 分别持有 Mount Thorley 矿场 80% 和 20% 的权益，C&A、HVOR、Mitsubishi Material 及 Nippon Steel 分别持有 Warkworth 矿场 55.6%、28.9%、6.0% 及 9.5% 的权益，煤炭资源量 11.03 亿吨，储量 3.52 亿吨，主要产品为动力煤及半软焦煤。根据兖州煤业公告，2016 年联合煤炭实现销售收入 15.99 亿澳元，实现税后净利润 2.47 亿澳元，按照资产评估价值公告，联合煤炭权益口径计算价值为 45.92 亿美元，按目标公司持有矿业资产的权益口径计算价值为 30.40 亿美元。

经过多轮磋商调整，本次交易方案确定为兖煤澳洲以现金形式在交割日一次性支付 24.5 亿美元收购联合煤炭 100% 股权，并将以非或然特许使用权费形式分五年支付共计 2.4 亿美元。2017 年 8 月底，兖煤澳洲发布公告称已成功实施了配股、定增及混合债转股，共募集资金约 24.96 亿美元，具体包括：（1）按照 23.6:1 的比例，以每股 0.1 美元的价格发行了 234.65 股股份，兖州煤业以 10 亿美元（银行贷款 8 亿美元和自有资金 2 亿美元）认购取得其中 100 亿股股份；（2）以每股 0.1 美元向机构投资者定向增发了 1500000000 股股份；（3）兖州煤业以其持有的混合债转股 180.00 亿股股份。2017 年 9 月 1 日，兖煤澳洲支付交易对价 24.50 亿美元，调整价格 1.23 亿美元及分期支付的非或然特许使用权费第一笔 1000 万美元，并完成联合煤炭股权交割及变更登记手续。

2017 年 12 月 16 日，兖州煤业发布公告《2017 年度非公开发行 A 股股票预案（三次修订稿）》，宣布拟非公开发行不超过 6.47 亿股，募集资金不超过 70 亿元，以认购兖煤澳洲配股的方式将本次发行的募集资金投入兖煤澳洲，用于支付本次收购的交易对价。截至 2018 年 2 月 23 日，兖州煤业非公开发行

股票事项已得到公司股东大会和山东省国资委批准通过，申请已获得中国证监会受理，该事项核准尚存在一定的不确定性。联合资信将持续关注本次资产收购事项及兖煤澳洲非公开发行股票事项的进展情况，及其对公司信用基本面可能造成的影响。

总体看，公司收购联合煤炭股权事项成功完成后，公司海外资源储备得以扩充，公司高品质煤炭生产能力增强，且所购资产质量较好，盈利能力较强，将有望改善公司海外子公司盈利能力。但同时联合资信也关注到，上述事项实施过程中，公司子公司兖州煤业出资主要以银行贷款形式实现，对公司造成一定的债务压力；公司非公开发行股票募集资金事项尚存在一定的不确定性；公司近年来增加海外资产并购，汇率风险有所增加。

七、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，并对外进行了公开披露，公司 9 名董事全部到位。公司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。

八、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，2014~2016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。2016年公司实现营业收入1397.89亿元，同比增长38.09%。其中，煤炭板块收入增长47.45%至782.83亿元，主要由于外购贸易煤炭销售收入增长；煤化工业务收入增长19.95%至114.44亿元，主要由于甲醇与焦炭

产品销量与销售均价上涨；电解铝业务收入同比下降19.01%至19.85亿元；其他业务收入主要包括贸易收入（非煤贸易、兖州煤业之外的煤炭贸易）、工程施工收入、医疗服务收入等，较为分散，2016年公司其他业务收入同比增长32.99%。2017年1~9月，公司实现营业收入1590.83亿元，其中煤炭、煤化工和其他业务板块收入均高于去年全年水平。

盈利能力方面，2014~2016年，受煤化工板块毛利率波动较大、电解铝板块持续亏损以及低毛利率的其他业务板块占比波动增长等综合因素影响，公司整体盈利能力呈下降趋势。2016年公司整体毛利率为12.24%，较2015年下降1.63个百分点。其中，煤炭业务是公司的主要利润来源，毛利率为20.78%，受煤炭板块中贸易煤炭业务收入大幅增加拉低煤炭板块整体毛利率水平影响，煤炭板块毛利率有所下降；煤化工板块受原材料煤炭价格波动影响，毛利率下降至9.82%；公司电解铝板块受产能过剩影响，盈利能力差，毛利率为-17.08%。2017年1~9月，公司整体毛利率为11.15%，较2016年略有下降。

表1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 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
煤炭	720.48	64.10	19.32	530.90	52.45	22.05	782.83	56.00	20.78	812.28	51.06	19.93
煤化工	106.95	9.52	12.13	95.41	9.42	14.74	114.44	8.19	9.82	125.67	7.90	4.28
电解铝	13.57	1.20	-14.89	24.51	2.42	-37.58	19.85	1.42	-17.08	7.64	0.48	-60.21
其他	282.98	25.18	5.28	361.52	35.71	5.11	480.77	34.39	0.11	645.24	40.56	2.26
总计	1123.98	100.00	14.69	1012.34	100.00	13.87	1397.89	100.00	12.24	1590.83	100.00	11.15

资料来源：公司提供

注：受统计口径变更影响，公司部分经营数据有所变更；2017年三季度数据未经审计。

2. 煤炭业务

生产经营

煤炭业务是公司的核心业务，是公司最主要的收入来源。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。

煤炭业务是公司的核心业务，主要集中在兖矿集团有限公司

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”)、兖煤澳洲、兖煤国际(控股)有限公司(以下简称“兖煤国际”)。2016年公司煤炭产量为1.14亿吨,煤炭销量为1.03亿吨,煤炭板块实现营业收入782.83亿元。截至2016年底,司共拥有36对主要矿井,原煤核定产能为1.51亿吨/年,已占有和控制的煤炭地质储量为397.88亿吨,可采储量为51.80亿吨。近年来,公司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,其中鄂尔多斯能化与未来能源建设了陕蒙基地,产能逐步释放,可采储量29.06亿吨,核定产能3920万吨/年;兖煤澳

洲在澳大利亚控制煤炭可采储量达到9.11亿吨,核定产能5445万吨/年。2017年9月1日,公司完成收购力拓集团旗下澳大利亚联合煤炭工业有限公司煤矿资产,根据兖煤澳洲所公告资产评估报告,上述煤矿资产合计煤炭储量预计达到11.72亿吨,可售储量预计可达到8.17亿吨。公司资源储备充足,业务可持续发展能力很强。

截至2017年9月底,公司已实现连续安全生产4476天。公司严格按照国家环保法律、法规要求进行生产经营,不存在环保方面的重大违法、违规行为,没有发生重大环保责任事故,未受到重大环境保护行政处罚。

表2 公司主要煤产品及成本情况(单位:万吨、元/吨)

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
产量	10212	10902	11415	8670
公司本部吨煤生产成本	189.59	158.27	211.50	232.21
兖煤澳洲吨煤生产成本	374.62	297.53	318.73	203.42

注:公司提供

随着公司近年来产能的不断释放,2014~2016年公司煤炭产量总体呈上升趋势。2016年,公司主要煤产品产量11415万吨,同比增长4.71%;2017年1~9月,公司煤炭产品合计产量为8670万吨,同比增长103.26%。煤炭品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等。公司成功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,2014~2016年,公司吨煤生产成本有所波动。2015年公司控制人工成本及调整债务结构,降低了营业成本与财务费用,使公司本部主要煤产品生产成本同比下降16.52%,为158.27元/吨;兖煤澳洲主要煤产品生产成本同比下降20.58%,为297.53元/吨。2016年,公司本部生产成本上升至211.50元/吨,主要为计入成本的相关储备金增加所致;

兖煤澳洲生产成本上升至318.73元/吨,主要为澳元兑人民币汇率变化所致。2017年1~9月,公司本部生产成本为232.21元/吨,兖煤澳洲生产成本为203.42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,其中自产煤方面,在境内,公司作为山东省第二大煤炭生产企业,公司产品60%以上销售在华东地区,销售收入占比较为稳定,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,动力煤主要销往华电国际电力股份有限公司;境外方面,公司目标市场为日本、韩国和澳大利亚本地,并与多个境外电厂和钢铁公司形成良好的合作伙伴关系。结算方式方面,公司结算方式较为多样,主要有现汇、银行承兑汇票、信用证等。

2014~2016年,公司自产煤销售总量稳步增长,分别达到9371万吨、9938万吨和10263

万吨（包含澳洲部分参股、合营公司煤炭产销量），产销率分别为 91.76%、91.16%和 89.91%。受煤炭价格波动影响，自产煤销售收入波动明显，分别为 357.51 亿元、314.11 亿元和 273.36 亿元（财务统计口径，不含澳洲部分参股、合营公司煤炭产销量）。2016 年，公司实现煤炭销售收入 782.83 亿元，自产煤销量为 10263 万吨，同比增长 3.27%，产销率为 89.91%。受 2016 年下半年煤炭价格上涨影响，公司自产煤销售均价为 332.82 元/吨，同比增长 5.30%。

贸易煤方面，公司近年煤炭贸易量波动增长，2016 年公司煤炭贸易收入为 509.47 亿元，占煤炭板块收入的 65.08%，占比较上年大幅增长 24.25 个百分点。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。

2017 年前三季度，受公司煤炭板块贸易煤销量增长和煤炭销售均价上涨影响，煤炭板块收入为 812.28 亿元，为 2016 年全年煤炭收入的 103.76%，其中自产煤收入及贸易煤收入分别为 317.43 亿元及 494.85 亿元。其中，公司自产煤产销量分别为 8670 万吨和 7477 万吨，产销率 86.24%，季度产销率有所下降。

表 3 公司自产煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产量	10212	10902	11415	8670
销量	9371	9938	10263	7477
销售均价	381.51	316.07	332.82	460.56

资料来源：公司提供

注：公司产销量为原煤统计量，销售均价为商品煤销售均价。

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，主要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 2016 年底公司已具备甲醇

产能 296 万吨/年；醋酸产能 100 万吨/年；尿素产能 90 万吨/年；焦炭的产能 175 万吨/年。考虑到公司煤化工板块在建工程主要为 100 万吨/年煤制油项目，预计将逐步加大煤化工板块产能。

产量销量方面，2014~2016 年公司各产品产量总体呈上升趋势。2016 年，公司甲醇、醋酸和尿素的产量分提升至为 336.76 万吨、78.82 万吨和 82.23 万吨；焦炭产量 175.81 万吨，与上年持平。煤化工产品产销率方面，醋酸产销率有所下降，为 77.84%，同比降低 0.56 个百分点，其他产品产销率均达 95%以上，较上年有所增长。2017 年前三季度，公司甲醇产量为 245.66 万吨，焦炭产量为 133.00 万吨，分别为同期产能的 110.66%和 101.33%，产能利用率较高；同期，公司醋酸产量为 58.03 万吨，产能利用率为 77.37%，与 2016 年相比变化不大；尿素产量为 52.59 万吨，产能利用率为 77.91%，较 2016 年下降 4.32 个百分点，主要系公司于 8 月份至 9 月份出现临时限产所致。产销率方面，甲醇产品产销率为 86.45%，较 2016 年下降 10.08 个百分点，主要系公司部分甲醇产品转做自用原料所致；醋酸产品产销率进一步下降至 75.84%；尿素、焦炭产品达到全产全销。

销售价格方面，2016 年主要产品的价格均呈下降趋势，主要受上游煤炭价格变化影响，其中 2016 年甲醇与焦炭价格有所回升。毛利率方面，受下半年煤炭价格上涨和煤化工产品价格低迷等因素影响，2016 年公司毛利率下降 4.92 个百分点至 9.82%。2017 年前三季度，各产品销售价格均不同程度上涨，但受煤炭原料全年行业均价普遍上涨影响，板块毛利率下降至 4.28%。

公司目前正在陕西榆林建设 100 万吨/年煤制油项目，项目概算投资 164.06 亿元，于 2011 年 9 月开工建设，2015 年 8 月投料试车，截至 2017 年 9 月底，该项目已进入试生产阶段，预计将于 2018 年达到 80%以上生产负荷。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
甲醇	产能	296.00	296.00	296.00	296.00
	产量	254.48	319.10	336.76	245.66
	销量	222.75	301.16	325.09	212.37
	含税销售价	2050.00	1200.00	1486.00	1855.00
醋酸	产能	80.00	100.00	100.00	100.00
	产量	77.18	75.98	78.82	58.03
	销量	62.43	59.57	61.35	44.01
	含税销售价	2450.00	1970.00	1754.00	2337.00
尿素	产能	130.00	90.00	90.00	90.00
	产量	73.69	70.81	82.23	52.59
	销量	73.89	70.28	82.52	52.44
	销售均价	1540.00	1350.00	1034.00	1270.00
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00
	产量	172.62	175.17	175.81	133.00
	销量	160.09	181.86	187.58	132.86
	含税销售价	904.00	740.00	945.00	1583.00

资料来源：公司提供

注：2017 年前三季度产销率已按照季度产能折算。

电解铝业务

公司电解铝业务主要由公司下属电铝公司负责，以电解铝生产、发电、阳极炭块生产和铝型材加工为主。公司生产的铝锭产品主要用于集团内部精密性、专业型铝型材的加工，少量剩余部分进行外销；所发电力一半用于集团自身电解铝的生产、剩余一半并入国家电网，阳极炭块产品主要用于集团自身电解铝的生产、少量剩余部分进行外销。2016 年，兖矿集团将兖矿科澳铝业有限公司年产 14 万吨电解铝厂进行了关停，公司所发电力和阳极炭块产品全部进行外销。

2014~2016 年，公司电解铝业务营业收入分别为 13.57 亿元、24.51 亿元、19.85 亿元，波动较大，其中 2015 年大幅增长原因为公司内部核算口径调整造成，当期电解铝销售收入核算纳入了电力销售收入导致当期板块收入增幅较大；2016 年，公司电解铝业务营业收入较上年减少 4.66 亿元，主要受 2016 年下半年公司关停兖矿科澳铝业有限公司年产 14

万吨电解铝厂影响，铝锭产品收入大幅减少。公司 2016 年全年铝锭产量 7.52 万吨，发电 20.35 亿千瓦时，阳极炭块 10.19 万吨，产能方面，截至 2016 年底公司已不再具备铝锭产能；电力产能 21.85 亿千瓦时/年，阳极炭块 8.20 万吨/年，均较上年无变化。电力与阳极炭块产能利用率较高。

受电解铝产能过剩、价格低迷影响，公司电解铝板块仍处于亏损状态，2016 年该板块毛利率由-37.58%减亏至-17.08%。公司 2016 年已经关停电解铝生产线，并正在部署碳素板块关停事宜。未来公司将维持铝加工和电力板块运营，向精密铝型材和专业铝新材料发展，预期板块亏损情况将可能有所缓解。

2017 年 1~9 月，公司发电 14.10 亿千瓦时，生产阳极炭块 9.50 万吨；实现收入 7.64 亿元。受国内产能过剩影响，2017 年公司电解铝板块相关产品价格持续低迷，盈利能力进一步减弱，同时公司发电毛利率逐年走低，2017 年 1~9 月板块毛利率为-60.21%。

表 5 公司电解铝板块销售情况（单位：万吨、%、亿千瓦时、元/万吨、元/千瓦时）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
铝锭	11.84	96.00	11520.27	9.18	79.14	10301.99	9.81	76.66	10253.47	--	--	--
电力	20.96	89.08	0.36	20.74	89.36	0.35	18.53	91.06	0.30	12.09	85.74	0.31
阳极炭块	7.06	99.00	2581.08	9.34	98.00	2528.92	9.40	92.25	2440.22	10.41	109.58	3114.66

资料来源：公司提供

其他业务

公司其他业务主要包括贸易收入（非煤贸易、兖州煤业之外的煤炭贸易）、工程施工收入、医疗服务收入以及其他类收入，其中贸易收入为其主要组成部分。2014~2016 年度及 2017 年前三季度公司其他业务板块分别实现收入 282.98 亿元、361.52 亿元、480.77 亿元和 645.24，占营业总收入的比重分别为 25.18%、35.71%、34.39%和 40.56%，规模和占收入比重较大并逐年增长。公司其他业务中各子业务较为分散，规模相对较小，总体毛利率较低，2017 年前三季度，该板块整体毛利率为 2.26%，对利润的贡献度不大。

公司其他业务中占比较大业务包括贸易、房地产开发、工程施工和机械维修等，上述业务 2016 年分别实现收入 336.24 亿元、29.54 亿元、34.31 亿元和 6.66 亿元，分别实现毛利 3.78 亿元、6.81 亿元、3.42 亿元、1.19 亿元；剩余其他业务主要包括医疗服务、商业网点、工程劳务、餐饮服务等，分布较广，各板块营业收入较为均衡，占营业收入总额的比重均较小。

公司房地产业务主要由其下属子公司中垠地产有限公司所属北京银信光华房地产开发有限公司、济南阳光壹佰房地产开发有限公司、上海洲海房地产开发有限公司、日照圣园路业房地产开发有限公司等经营，项目分布于山东、江苏、上海、广西、湖南等地区，开发项目类型涵盖了住宅、商业，文化旅游地产领域，房地产板块 2015 年实现收入 28.70 亿元，2016 年实现收入 29.54 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司主要在建房地产项目共计 10 个，总规划面积 338.82 万平方米，规划总投资 98.99 亿元，完

成投资 73.14 亿元，上述项目销售进程多已过半，此外截至 2016 年末，公司拟新建房地产项目南京市栖霞区马群综合换乘中心、新疆能化项目等项目。其中南京市栖霞区马群综合换乘中心项目位于江苏南京市东部，为商业、住宅项目，规划建筑总面积 47.10 万平方米，项目总投资 51.68 亿元；新疆能化项目位于乌鲁木齐市高新区，规划性质为公建、住宅，规划建筑总面积 11.80 万平方米，项目总投资 5.10 亿元。房地产业务的较快扩张，对公司造成了一定的资金占用压力。

2017 年前三季度，公司其他业务板块营业收入达 645.24 亿元，为 2016 年该板块营业收入的 134.21%，占 2017 年前三季度公司营业总收入的 40.56%，比重进一步增长。毛利率为 2.26%。

整体来看，煤炭业务是公司的主要利润来源，产销能力有所增长，受行业景气度影响较大；煤化工产销稳定，盈利能力波动下降；电解铝板块持续亏损，业务构成有所调整，仍存在转型压力；其他业务占营业收入比重逐年增长，但整体盈利能力较低，同时不断增长的房地产开发成本增加了公司资金占用压力。近年来公司整体营业收入水平有所提高，但整体盈利能力有所下降。

4. 经营效率

2014~2016 年，受公司收入规模快速增长影响，公司销售债权周转次数持续增长，分别为 15.56 次、16.33 次和 24.62 次；同期公司存货周转次数波动下降，分别为 8.15 次、5.74 次

和 6.64 次；总资产周转次数波动增长，分别为 0.58 次、0.49 次和 0.63 次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

5. 未来发展

公司将以发展洁净型煤、高效煤粉等清洁煤炭产品为核心；加快建设燃煤洁净化治理研发中心、生产中心、配送中心；关停衰老落后矿井，对北宿煤矿实施关闭停产，并计划“十三五”期间再退出两处煤炭矿井；优化产品结构和区域结构，积极推进煤炭清洁高效利用；随着公司在山东省外及澳大利亚、加拿大资源控制量增长，未来公司整体产能将进一步提升。

截至 2016 年底，公司在建工程主要包括：

设计能力 1200 万吨采选在营盘壕煤矿、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、180 万吨采选能力的万福煤矿和设计产能 100 万吨的陕西未来能源煤制油项目。截至 2017 年 9 月末，主要受石拉乌素煤矿于 2017 年 1 月投入商业运营影响，公司在建工程余额由年初的 283.19 亿元降至 123.34 亿元。

整体来看，公司在建项目集中在煤矿和煤制油方面。其中煤矿主要设计新增产能位于内蒙古境内，有利于公司在省内旧有煤矿逐渐衰退的同时保持资源优势。除上述在建工程外，公司未来两年无其他重大投资计划，随着工程的逐渐完工，公司对外融资需求将有所减弱。

表 6 截至 2017 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	计划投资	2017 年 1~9 月完成投资额	2017 年拟投资额	2018 年拟投资额	2019 年拟投资额
转龙湾煤矿	119.77	0.10	0.00	0.00	0.00
石拉乌素煤矿	56.42	10.50	12.50	2.00	0.00
营盘壕煤矿	95.48	11.00	11.14	3.00	0.00
万福煤矿	35.67	5.01	5.44	10.00	3.00
陕西未来能源煤制油项目	164.06	3.80	18.46	0.00	0.00
合计	471.40	30.41	47.54	15.00	3.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2014~2016 年财务报告由北京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。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，公司对 2014 年度报告进行了更正。公司 2017 年前三季度财务数据未经审计。

公司 2016 年不再纳入合并范围的主体共 3 家，其中山东兖矿科澳铝业有限公司于 2016 年 12 月进入清算，济宁凯模特化工有限公司与内蒙古伊泽矿业投资有限公司被吸收合并；新纳入合并范围主体共 6 家，分别为陕西未来清洁能源油品与化学品销售有限公司、中垠物产有限

公司、山东兖煤物业服务有限公司、端信投资控股（深圳）有限公司、上海金谷裕丰投资有限公司和山东中垠国际贸易有限公司。2017 年 1~9 月，公司合并范围内不再纳入合并范围的子公司有 1 家，为兖矿国泰化工有限公司，不纳入合并范围的原因是该公司被吸收合并，于 2017 年 4 月 11 日核准注销公司。截至 2017 年 9 月底，公司合并范围内直接控股和全资子公司共计 124 家。合并范围有所调整，对财务数据影响不大，可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 2317.04 亿元，所有者权益 584.99 亿元（其中少数股东权益 437.70 亿元），2016 年公司实现营业收入 1397.89 亿元，利润总额 14.16 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额

2586.76 亿元，所有者权益 685.58 亿元（其中少数股东权益 532.48 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 1590.83 亿元，利润总额 20.29 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额持续增长，年均增长 7.67%。截至 2016 年底，公司资产总额为 2317.04 亿元，较 2015 年底增长 8.55%。从构成来看，流动资产占 33.00%，非流动资产占 67.00%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 12.18%。截至 2016 年底，公司流动资产 764.64 亿元，主要由货币资金（占 48.28%）和存货（占 25.71%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均增长 14.84%。截至 2016 年底，公司货币资金 369.19 亿元，同比增长 1.79%。主要由银行存款（占 72.09%）和其他货币资金（占 27.90%）组成。公司受限资金规模 69.13 亿元，由各类保证金和用于担保的定期存款或通知存款构成，受限规模相比货币资金总规模占比不大。

2014~2016 年，公司交易性金融资产呈快速增长趋势，年均增长 17.24%。截至 2016 年底，公司交易性金融资产 31.51 亿元，同比下降 17.91%，主要由公司所持有的日照港、盘江股份和国泰君安的股票公允价值变动所致。

2014~2016 年，公司减少票据结算，使得应收票据波动下降，年均减少 24.93%。截至 2016 年底，公司应收票据 31.38 亿元，同比增长 50.03%，主要由公司营业收入增长，票据使用增多所致。其中以银行承兑汇票为主（占比 77.09%），其他为商业承兑汇票（占 10.25%）与信用证（占 12.66%）。

2014~2016 年，公司应收账款较快增长，年均增长 27.37%。截至 2016 年底，公司应收账款 36.26 亿元，同比增长 44.92%，主要为公

司营业收入规模增加，到期未结算款项相应增加所致。从账龄看，1 年以内占 66.75%，1-2 年占 18.58%，2-3 年占 5.83%，3 年以上占 8.83%。公司根据账龄分析法对应收账款计提坏账准备 5.73 亿元，计提率为 13.65%。整体看，公司应收账款综合账龄适宜，坏账计提较为充分。

2014~2016 年，公司预付款项有所波动，年均增长 13.80%。截至 2016 年底，公司预付款项 22.84 亿元，同比增长 47.75%。从账龄看，1 年以内占 44.41%，1-2 年占 35.53%，2-3 年占 17.82%，3 年以上占 2.24%，计提坏账准备 2.05 亿元，计提率 0.89%，公司预付款项综合账龄有所延长，并存在一定的计提不足风险。

2014~2016 年，公司其他应收款项呈波动增长态势，年均增长 5.49%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 30.07 亿元，同比增长 27.78%，主要为征收保证金、预售保证金、往来款等。从账龄看，1 年以内占 53.96%、1-2 年占 3.78%、2-3 年占 1.06%、3-4 年占 0.56%、4-5 年占 5.15%、5 年以上占 35.49%。公司其他应收款账面余额 50.37 亿元，对其他应收款计提坏账准备合计 20.29 亿元，计提比率为 40.28%，计提比例较高，其中公司 2016 年单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款合计 13.35 亿元，对其计提坏账准备合计 8.93 亿元，主要为账龄较长应收款计提坏账和对山东大能源有限公司败诉计提损失，回收难度较大。按照山东省国资委要求，公司 2016 年对账龄较长的其他应收款大量计提损失，对公司盈利影响较大。

2014~2016 年，公司存货快速增长，年均增长 22.58%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 196.59 亿元，同比增长 13.65%，主要为房地产开发成本大幅增长所致，计提存货跌价准备 2.00 亿元，计提率为 1.02%，计提比例较低，公司有一定的存货跌价风险。从构成看，主要由库存商品（占 17.83%）、房地产开发成本（占 44.54%）和开发成本（占 23.79%）构成。

公司 2015 年划分为持有待售资产合计 77.41 亿元，2016 年不再拥有持有待售资产。2015 年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。2016 年 2 月 17 日，SPV 与兖煤澳洲、外部债权人、兖矿集团及一家债券受托公司共同签署了债券认购协议，根据协议，SPV 公司将发行 9.5 亿美元的债券。2016 年 3 月 31 日，兖煤澳洲将三矿资产转移至 SPV；同时，第一笔 7.57 亿美元的债券发行于 2016 年 3 月 31 日生效（兴业银行股份有限公司认购 5.5 亿美元，联合 NSW 能源有限公司认购 700 万美元，中银国际金融产品有限公司认购 2 亿美元），第二笔 1800 万美元的债券于 4 月 29 日发行给联合 NSW 能源有限公司。此外，剩余 1.75 亿元债券额度于 2016 年下半年向中银国际金融产品有限公司发行完毕。根据协议，外部债权人已可任命 SPV 的多数董事，从而取得该公司董事会的控制权，因此 2016 年末 SPV 公司已不再纳入兖矿集团合并报表范围，相关资产也从该科目转出。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均增长 9.09%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产为 20.75 亿

元，同比增长 32.55%，结构上主要由一年内到期的长期应收款（19.44 亿元）组成，系兖州煤业子公司格罗斯特对中山矿合营企业提供的长期贷款（原定于 2017 年 2 月到期，现已办理展期）17.40 亿元和兖州煤业子公司中垠融资租赁有限公司对外融资租赁款 2.04 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动下降，年均下降 11.97%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 25.79 亿元，同比下降 28.49%，主要为公司下属兖煤澳洲在建工程逐步完工，莫拉本煤矿建成投产，环境治理保证金下降所致。公司其他流动资产主要由土地塌陷、复原、重整及环保 20.06 亿元组成。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产波动增长，年均增长率为 5.64%。截至 2016 年底，公司非流动资产 1552.41 亿元，同比增长 15.66%。构成来看，固定资产占 42.77%、在建工程占 18.24%、无形资产占 21.20%。

2014~2016 年，公司固定资产持续增长，年均增长 5.79%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 664.03 亿元，同比增长 25.02%，主要由机械设备（55.17%）、房屋及建筑物（39.94%）构成。2016 年计提折旧 52.65 亿元，较 2015 年折旧减少 17.13 亿元。公司部分房屋建筑物产权证书尚未办妥。

2014~2016 年，公司在建工程波动下降，年均减少 13.21%。截至 2016 年底，公司在建工程为 283.19 亿元，同比减少 28.43%，主要为公司位于陕西榆林的未来能源煤制油项目 125.12 亿元转入固定资产、公司位于鄂尔多斯的鄂尔多斯能化转龙湾矿井项目 15.16 亿元转入固定资产以及 78.74 亿元转入无形资产，公司在建工程规模较大。

2014~2016 年，公司无形资产波动增长，年均增长 13.62%。截至 2016 年底，公司无形资产为 329.17 亿元，同比增长 58.40%，主要系按照山东省人民政府及山东省国土资源厅文件，公司 2016 年增加国有划拨土地作价出资增

加 34.77 亿元，以及由在建工程转入采矿权 78.74 亿元所致。无形资产主要以采矿权（66.08%）、探矿权（5.39%）、未探明矿区权益（8.56%）和土地使用权（16.91%）为主。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 2586.76 亿元，较 2016 年底增长 11.64%。从资产构成看，流动资产占比 40.82%，非流动资产占比 59.18%，主要受货币资金大幅增长影响，公司流动资产占比较 2016 年增长 7.82 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司货币资金 550.54 亿元，较 2016 年底增长 49.12%，主要由于子公司新增借款、兖煤澳洲合并联合煤炭财务报表所致；受公司煤炭收入规模增长影响，公司营业收入快速增长，银行承兑汇票增加，带动公司应收票据较 2016 年底增长 106.50%至 64.80 亿元；其他应收款为 50.59 亿元，较 2016 年底增长 68.24%，主要为未取得投资凭证的兖州煤业投资款暂时挂账所致；此外，公司存货 235.09 亿元，较 2016 年底增长 19.58%，主要由于菏泽能化、兖煤澳洲和东华重工存货增加以及青岛中垠瑞丰和青岛保税区中兖贸易存货增加所致。截至 2017 年 9 月底，公司非流动资产规模变化不大，但在建工程规模较 2016 年底降低 56.45%至 123.34 亿元，主要由于石拉乌素煤矿于 2017 年 1 月正式投入商业运营，影响在建工程减少 147.291 亿元；同期，将乌素煤矿采矿权计入公司无形资产科目，导致无形资产较 2016 年底增长 37.39%至 452.23 亿元。

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、在建工程 and 无形资产为主。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

2014~2016 年，公司所有者权益有所增长，

年均增长 7.90%。截至 2016 年底，公司所有者权益同比上升 9.12%至 584.99 亿元（其中少数股东权益 437.70 亿元），归属于母公司所有者权益同比增长 26.37%至 116.55 亿元，主要由资本公积大幅增长所致。归属于母公司所有者权益主要以实收资本（占 22.77%）、其它权益工具（20.20%）、资本公积（占 38.67%）、未分配利润（43.96%）和其他综合收益（占-32.93%）为主。

2014~2016 年，公司资本公积快速增长，年均增长 71.19%。截至 2016 年底，资本公积为 56.95 亿元，同比增长 170.36%，主要原因包括：（1）公司子公司兖州煤业股份有限公司股本溢价增加 70.21 万元，减少 1.10 亿元；（2）本公司子公司上海中期期货经纪有限公司转增资本增加 2.74 亿元；（3）公司子公司西安兖矿科技研发设计有限公司增资增加 0.13 亿元；

（4）根据山东省国土资源厅文件《山东省国土资源厅关于兖矿集团有限公司部分国有划拨土地使用权作价出资土地估价报告备案和批准土地资产处置方案的函》（鲁国土资函[2016]453 号），将本公司持有的国有划拨土地共 182 宗，面积 828.20 万平方米，按照工业用地 50 年、仓储用地 50 年、公共设施用地 50 年、科教用地 50 年、文体娱乐用地 50 年、医疗卫生用地 50 年、公路用地 50 年、铁路用地 50 年、商务金融用地 40 年、批发零售用地 40 年、城镇住宅用地（单身职工宿舍）70 年，由省政府按评估作价出资注入公司，根据当地地价水平和土地出让金标准，相应增加公司国家资本金 34.77 亿元，因尚未明确各股东分配比例，暂放资本公积，目前公司尚未办理相关土地的登记手续；

（5）公司子公司兖州煤业股份有限公司回收库存股增加 448.93 万元；（6）公司子公司济宁凯模特化工有限公司吸收合并兖矿科蓝煤焦化有限公司增加 1.25 亿元；（7）僵尸企业山东兖矿科澳铝业有限公司期末未纳入合并范围增加 3.32 万元；（8）公司返还中节能资产经营有限公司“煤液化”节能资金减少 160.00 万元。

(9) 公司无偿转让鲁煤大厦股权减少 300 万元。(10) 公司子公司北京首府饭店、北京银信光华房地产开发有限公司减少 2.86 万元;

(11) 僵尸企业山东兖矿科澳铝业有限公司、兖矿集团经济技术开发总公司矿区家电商场和兖矿集团经济技术开发总公司矿区办公用品超市期末未纳入合并范围减少 662.29 万元。

2015 年起, 公司所有者权益中 29.75 亿元其他权益工具系公司于 2015 年 3 月和 11 月分别向中国农业银行股份有限公司等机构发行的 10 亿元 2015 年第一期永续债和 20 亿元第二期永续债。

2014~2016 年, 公司其他综合收益分别为 -33.62 亿元、-51.39 亿元和 -48.51 亿元, 波动较大, 主要为公司外币报表折算差额变动所致。公司汇率风险较高。

2014~2016 年, 公司未分配利润持续下降, 年均减少 11.25%。截至 2016 年底, 未分配利润 64.75 亿元, 同比减少 12.90%, 主要为子公司上海中期期货经纪有限公司转增股本减少所致。

截至 2017 年 9 月底, 公司所有者权益 685.58 亿元, 较 2016 年底增长 17.20%, 主要由于受兖煤国际发行 5 亿美元高级担保永续资本证券和兖煤澳洲配股影响, 公司少数股东权益快速增长至 532.48 亿元。同期, 公司归属于母公司权益规模较为稳定, 未分配利润较 2016 年底下降 15.06%。

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, 公司权益稳定性较弱, 且对部分子公司控制力偏弱。

负债

2014~2016 年, 公司负债合计有所增长, 年均增长 7.59%。截至 2016 年底, 公司负债总额 1732.06 亿元, 同比增长 8.35%。负债构成中流动负债占 51.61%, 非流动资产占 48.39%。

2014~2016 年, 公司流动负债波动中有所增长, 年均增长 29.86%。截至 2016 年底, 公司流动负债为 893.95 亿元, 同比增长 22.84%。

流动负债主要以短期借款(占 39.56%)、一年内到期的非流动负债(占 21.21%)和其他流动负债(占 18.11%)为主。

2014~2016 年, 公司短期借款快速增长, 年均增长 34.36%。截至 2016 年底, 公司短期借款 353.63 亿元, 同比增长 29.56%, 主要系公司信用借款增加所致。构成上, 主要以保证借款(占 36.96%)和信用借款(占 62.42%)为主。

2014~2016 年, 公司应付票据波动增长, 年均增长 37.62%。截至 2016 年底, 公司应付票据 67.52 亿元, 同比增长 208.12%, 主要原因为公司为增加现金流, 在货款支付时增加了承兑结算的比例。

2014~2016 年, 公司应付账款波动下降, 年均下降 13.85%。截至 2016 年底, 公司应付账款为 36.48 亿元, 同比增长 25.40%, 主要为煤化工购买原材料应付账款和部分贸易活动中欠款增加所致。应付账款从账龄看, 1 年以内占 37.22%, 1-2 年占 33.60%, 2-3 年占 15.64%, 3 年以上占 13.53%, 2 年以上应付账款占比有所增长, 存在一定的回收风险。

2014~2016 年, 公司预收款项波动下降, 年均下降 9.10%。截至 2016 年底, 公司预收款项 25.00 亿元, 同比增长 4.13%。账龄上, 1 年以内占 93.04%。

2014~2016 年, 公司其他应付款波动增长, 年均增长 51.19%。截至 2016 年底, 公司其他应付款 30.54 亿元, 同比增长 135.79%, 主要为公司计入应付收购昊盛公司股权投资款 18.89 亿元所致。

2014~2016 年, 公司一年内到期的非流动负债波动增长, 年均增长 80.07%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。截至 2016 年底, 公司一年内到期的非流动负债 189.62 亿元, 同比减少 13.36%, 主要系公司一年以内到期的应付债券减少所致。

2014~2016 年, 公司其他流动负债快速增长, 年均增长 11.72%。截至 2016 年, 公司其

他流动负债 161.87 亿元，同比增长 27.67%，主要系兖矿集团下属子公司兖州煤业新发行 5 期总额 135 亿元的短期融资券所致。从构成看，其他流动负债中，短期融资券为 134.88 亿元（占 83.32%），应付的土地坍塌、复原、重整费用 26.89 亿元（占 16.61%）。本报告将应付短期融资券调整入短期债务进行核算。

2014~2016 年，公司非流动负债持续减少，年均减少 6.87%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 838.10 亿元，同比下降 3.75%，主要由长期借款（占 58.39）和应付债券（占 11.49）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动中有所下降，年均下降 5.31%。受公司筹集部分中长期借款置换部分短期借款影响，截至 2016 年底，公司长期借款 489.36 亿元，同比增长 6.82%。公司长期借款包括信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款，其中保证借款占比 69.51%，信用借款占比 24.87%。

2014~2016 年，公司应付债券持续下降，年均增长 11.25%。截至 2016 年底，公司应付债券 198.99 亿元，同比下降 19.01%。

2014~2016 年，公司长期应付款波动增长，年均增长 8.46%。截至 2016 年底，公司长期应付款为 54.05 亿元，同比减少 21.53%，全部为有息融资租赁款，调整入长期债务进行核算。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务持续增长，年均增长 9.43%。截至 2016 年底，公司全部债务为 1488.04 亿元，同比增长 7.64%。构成来看，短期债务占 50.11%，长期债务占 49.89%，短期债务比例有所增长。

债务指标方面，2014~2016 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 74.81%、71.75%和 58.25%。2016 年分别为 74.75%、71.78%和 55.93%。公司长期债务资本化比率有所下降，全部债务资本化比率与资产负债率变化不大。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额为 1901.18 亿元，较 2016 年底增长 9.76%。其中

短期借款和一年内到期的非流动负债较 2016 年底分别下降 12.92%和 25.19%；长期借款较 2016 年底增长 33.57%。截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 1613.47 亿元，较 2016 年底增长 8.43%。其中短期债务占比为 38.35%，长期债务占比为 61.65%。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 73.50%、70.18%和 59.20%。公司所有者权益中其他权益工具包含公司 2015 年所发行的永续债券 29.75 亿元，考虑到永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，具有债务性质，如将永续债计入公司长期债务，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 74.65%、71.47%和 60.97%。

整体看，公司债务规模持续增长，债务负担仍较重，同时负债结构有所优化。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，年均增长 11.52%，同期营业成本呈波动增长，年均增长 13.11%，营业成本降速慢于营业收入降速，使公司营业利润率逐年下降。2016 年公司实现营业收入 1397.89 亿元，同比增长 38.08%，同期营业成本为 1226.84 亿元，同比增长 40.70%。

2014~2016 年，公司期间费用有所波动，年均增长 1.14%。2016 年公司期间费用为 150.94 亿元，同比增长 8.25%，主要由取消 2015 年公司为缓解盈利能力下降所采取的降低职工薪酬和强制休假等措施，2016 年管理费用回升所致。销售费用、管理费用、财务费用在营业收入中占比分别为 2.34%、4.36%和 4.10%。2016 年期间费用/营业收入比例为 10.80%，较 2015 年下降 2.97 个百分点。公司费用控制能力有所提升。

2014~2016 年，公司资产减值损失快速增长，年均增长 126.46%。2016 年公司资产减值损失为 14.87 亿元，同比增长 266.33%，主要由

坏账损失 11.69 亿元和收购鑫泰形成的商誉的减值损失 3.27 亿元组成。

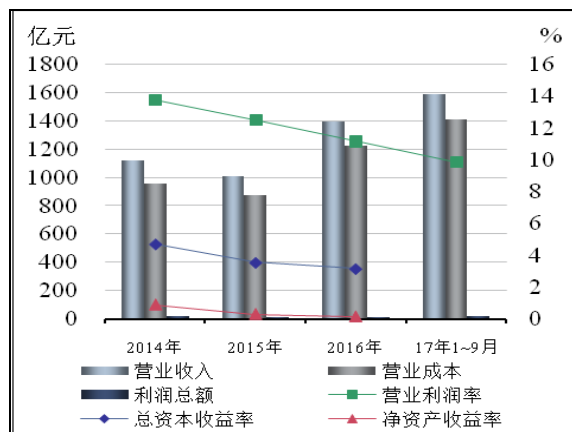
2014~2016 年，公司投资收益持续增长，2016 年为 24.07 亿元，同比增长 58.73%，其中长期股权投资收益 4.11 亿元，可供出售金融资产持有收益 2.44 亿元，公司处置可供出售金融资产取得收益 13.85 亿元。

2014~2016 年，公司营业外收入不断增长，年均增长 4.14%。2016 年公司营业外收入为 6.06 亿元，同比减少 9.87%。营业外收入主要为政府补助收入、资产处置利得、债务重组利得。近三年营业外收支相对稳定，对利润总额贡献度相对较大。

2014~2016 年，公司营业利润和利润总额波动下降，净利润持续下降。受 2016 年下半年煤炭价格增长以及煤炭与煤化工业务收入扩大影响，公司 2016 年实现营业利润 10.52 亿元，同比增长 28.94%，实现利润总额 14.16 亿元，同比增长 7.62%。净利润 0.93 亿元，同比下降 45.24%。公司利润构成中，营业外收入及投资收益占比大，可持续性较差。受母公司持有的交易性金融资产公允价值降低以及子公司股权结构和盈利水平不均衡影响，公司 2016 年归属于母公司所有者的净利润为-4.93 亿元。

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均持续下降，加权平均值分别为 12.08%、3.58%和 0.35%，公司盈利能力较弱。

图 3 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2017 年 1~9 月，主要受煤炭和贸易收入增长影响，公司实现营业收入 1590.83 亿元，为 2016 年全年的 113.80%；利润总额为 20.29 亿元，为 2016 年全年的 143.32%；受自产煤以外其他低利润业务占比增长影响，公司营业利润率为 9.87%，较 2016 年全年下降 1.29 个百分点。

总体看，近年来公司营业收入有较大增长；公司费用控制能力有所提升但仍然较弱；公司利润构成中，营业外收入及投资收益占比大，利润质量一般；2016 年及 2017 年 1~9 月公司归属母公司的净利润为负。公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年公司经营活动现金流净流量快速增长，年均增长 6.84%。2016 年公司经营活动现金流净流量为 35.00 亿元，同比增长 4.99%。2016 年公司经营活动现金流入量为 1473.46 亿元，同比增长 64.34%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长所致。同期，经营活动现金流出为 1438.46 亿元，同比增长 66.63%，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 1238.32 亿元，同比增长 66.63。从收入实现质量看，2016 年公司现金收入比为 104.52%，较 2015 年大幅上升 17.03 个百分点，公司收入实现质量有明显的提升。

2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流保持净流出，净流出额持续下降，年均下降 25.98%。2016 年公司投资活动现金流净额为 -55.08 亿元。2016 年公司投资活动现金流入 5.90 亿元，下降 46.64%，主要为公司投资收益现金获取减少所致。同期公司投资活动现金流出为 60.98 亿元，同比下降 35.37%，公司投资规模略有降低，主要原因为公司煤矿与化工项目投资接近尾声，支出减少。

2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额波动较大，三年分别为 87.92 亿元、130.48 亿元和 -18.05 亿元。2016 年公司筹资活动现金流入 1036.70 亿元，同比增长 25.81%，

主要系取得借款收到现金和发行债券获得的现金增长所致。同期，公司筹资活动现金流出1054.75亿元，同比增长52.09%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2016年公司控制债务融资规模，使筹资活动产生的现金流量净额为-18.05亿元。

2017年1~9月，伴随煤炭行业整体回暖，公司业务规模有所扩张，经营活动现金流量有所增长，净额为41.56亿元；同期，公司投资支付现金减少，带动投资活动产生的现金净流出量下降至27.49亿元；受公司于2017年发行多超短期融资券和中期票据导致发行债券收到的现金大幅增长影响，公司筹资活动现金流量净额为167.72亿元。

总体看，公司近年经营活动产生现金流净额持续增长；近年来，公司固定资产投入较大，投资活动产生的现金流量净额均为负数，投资活动现金流出与固定资产投资规模相适应，但呈下降趋势；筹资活动产生的现金流量净额随公司的经营活动和融资需求有较大变化，考虑到公司债务规模较大，盈利能力较弱，难以缩减债务规模，预期公司将保持较强的外部融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力指标方面，受流动资产占公司总资产比例减小，以及流动负债规模大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降。2014~2016年，公司流动比率及速动比率平均值分别为98.36%和75.30%。截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为85.53%和63.54%，同比分别下降23.35个百分点和21.57个百分点。截至2017年9月底，公司流动比率及速动比率分别为129.89%和100.97%，均较2016年底有所好转。2016年公司经营现金流动负债比为3.92%，同比下降0.66个百分点，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2014~2016年，公司EBITDA波动下降，年均下降5.90%。2016年公

司EBITDA为141.21亿元，同比下降29.27%。2016年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数指标分别为10.54倍和2.17倍。公司长期偿债能力有所下降。

截至2017年9月底，公司对外担保余额51.00亿元，担保比率7.44%。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38.25亿元及对原子公司贵州开阳化工有限公司（以下简称“开阳化工”）的保证担保12.75亿元，其中贵州开阳化工与贵州开磷集团战略合作已达成初步协议，按照协议未来公司为开阳担保的借款将由开磷集团承接。山东高速为国有大型企业，资本雄厚，运营稳定，公司代偿风险较低。

截至2017年9月底，公司共获得获得银行及其他银行包括意向性授信的各类授信额度合计授信总额2574.68亿元，已使用授信额度1128.65亿元，尚余授信1446.03亿元，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

根据公司提供的法人客户信用报告（机构信用代码：G1037088300000230W），截至2018年2月2日，公司未结清债务均为正常，公司债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营及财务状况，以及公司在股东实力、资源禀赋和行业分散度等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力极强。

十、母公司口径财务分析

截至2016年底，公司母公司口径资产合计653.45亿元，所有者权益合计67.10亿元；2016年，母公司实现营业收入29.99亿元，利润总额-14.09亿元。

截至 2017 年 9 月底, 公司母公司口径资产合计 691.61 亿元, 所有者权益合计 67.63 亿元; 2017 年 1~9 月, 母公司实现营业收入 17.96 亿元, 利润总额-13.69 亿元。

资产质量

2014~2016 年, 公司母公司口径资产持续增长, 年均复合增长率为 7.48%, 截至 2016 年底为 653.45 亿元, 同比增长 7.12%。从资产结构来看, 母公司流动资产与非流动资产占比差距不大 (2016 年流动资产占比 49.16%), 其中其他应收款和长期股权投资占比高, 截至 2016 年底分别为 245.69 亿元和 245.53 亿元。截至 2017 年 9 月底, 公司母公司口径资产 691.61 亿元, 较 2016 年底增长 5.84%, 主要由于货币资金和其他应收款的增长, 受此影响, 公司流动资产占比提升至 51.82%。

所有者权益

2014~2016 年, 公司母公司口径所有者权益快速增长, 年均复合增长 61.23%, 主要系其他权益工具、资本公积增长所致; 2014~2016 年, 公司未分配利润分别为-13.32 亿元、-12.81 亿元和-41.04 亿元。2015 年母公司发行两期永续债并计入其他权益工具, 截至 2016 年底, 母公司所有者权益合计 67.10 亿元 (含永续债 29.75 亿元)。截至 2017 年 9 月底, 母公司所有者权益合计 67.63 亿元, 其中未分配利润减少至-55.36 亿元, 公司其他权益工具增长至 44.59 亿元, 主要为公司于 2017 年 9 月发行永续中期票据 17 兖矿 MTN005A、17 兖矿 MTN005B 合计 15 亿元所致。公司所有者权益中未分配利润持续为负, 且永续债务占比较高。

负债

2014~2016 年, 受子公司资金需求持续增长影响, 公司母公司口径负债持续增长, 年均复合增长 4.22%。截至 2016 年底为 586.34 亿元, 同比增长 6.75%。负债结构方面, 母公司非流动负债占比由 2015 年底的 42.99% 上升至 51.52%。截至 2017 年 9 月底, 受应付债券增长影响, 母公司负债合计 623.98 亿元, 较 2016

年底增长 6.42%, 非流动负债占比进一步提高至 60.53%。

2014~2016 年, 公司母公司口径全部债务规模快速增长, 年均复合增长 7.95%, 截至 2016 年底为 503.64 亿元, 其中短期债务和长期债务占比分别为 41.00% 和 59.00%。债务指标方面, 2014~2016 年, 母公司长期债务资本化比率波动下降, 全部债务资本化比率和资产负债率整体有所下降, 近三年平均值分别为 82.94%、89.67% 和 90.97%, 截至 2016 年底上述指标分别为 81.58%、88.24% 和 89.73%。截至 2017 年 9 月底, 公司母公司短期债务和长期债务分别为 213.39 亿元和 372.80 亿元, 长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 84.64%、89.66% 和 90.22%。

截至 2017 年 9 月底, 公司母公司永续债务余额合计达 44.59 亿元, 考虑到永续债具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 具有债务性质, 计入长期债务计算。考虑永续债后, 截至 2017 年 9 月底公司母公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 94.77%、96.48% 和 96.67%, 母公司债务负担很重。

盈利能力

公司母公司营业收入主要来源于医疗服务、物业收入、进出口贸易和信息收入等, 2014~2016 年, 母公司营业收入持续增长, 年均复合增长 15.13%, 2016 年实现营业收入 29.99 亿元; 同期, 母公司营业成本年均复合增长 25.12%, 2016 年营业成本达 28.11 亿元; 2014~2016 年, 营业利润率波动较大, 三年分别为 19.47%、24.20% 和 5.49%。受母公司财务费用规模较大以及公允价值变动收益波动影响, 母公司利润总额波动下降, 三年分别为-0.16 亿元、2.79 亿元和-14.09 亿元。2017 年 1~9 月, 母公司实现营业收入 17.96 亿元, 利润总额为-13.69 亿元, 营业利润率下降至 5.07%。

盈利指标方面, 2014~2016 年, 公司母公司口径总资本收益率快速下降, 近三年平均值

为 9.72%，2016 年为 7.14%；同期，由于母公司净利润持续亏损，净资产收益率持续为负。整体看，公司母公司盈利主要依赖集团附属产业，同时承担了较重的财务费用支出，造成盈利能力弱。

现金流

从公司母公司口径现金流来看，2014~2016 年，受营业收入增长和交易往来款波动较大影响，经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 86.57%；同期经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长 3.36%；2016 年母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 44.92 亿元和 35.24 亿元，分别同比增长 169.77%和 0.90%。近三年，经营活动产生的现金流量净额分别为 -20.08 亿元、-18.28 亿元和 9.68 亿元。收现质量方面，2014~2016 年，母公司现金收入比分别为 52.06%、64.15%和 90.71%，收入实现质量差。同期，母公司投资活动现金流量净额波动较大，分别为 -6.34 亿元、5.97 亿元和 -2.91 亿元；母公司筹资活动现金流量净额分别为 -0.68 亿元、27.52 亿元和 -2.01 亿元。2017 年 1~9 月，母公司经营活动产生的现金流量净额为 -4.59 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 2.29 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 17.76 亿元。

偿债能力

从公司母公司口径看，短期偿债能力指标方面，2014~2016 年，母公司流动比率和速动比率呈波动下降趋势，截至 2016 年底，上述指标分别为 113.00%和 112.78%。截至 2017 年 9 月底，母公司流动比率和速动比率分别为 145.52%和 145.11%，较 2016 年底有所提升。2014~2016 年，母公司经营现金流流动负债比率分别为 -7.88%、-5.84%和 3.40%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱，母公司短期偿债能力较弱。

长期偿债能力指标方面，2014~2016 年，母公司 EBITDA 受利润总额波动下降影响呈波动下降趋势，三年分别为 23.26 亿元、26.08 亿

元和 8.33 亿元。同期，EBITDA 利息倍数有所下降，三年分别为 1.43 倍、1.49 倍和 0.48 倍；全部债务/EBITDA 分别为 18.58 倍、18.67 倍和 60.47 倍，母公司整体偿债能力弱。

整体看，公司母公司资产规模持续增长，其他应收款和长期股权投资占比高；受财务费用负担较重影响，盈利能力弱；母公司所有者权益稳定增长，但永续债占比较高；此外，受子公司需求影响，公司债务规模较大，整体债务负担偏重。

十一、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

本期中期票据发行额度为 15 亿元，发行后将在现有全部债务的基础上增加 15 亿元有息债务，占 2017 年 9 月底全部债务的 0.93%，长期债务的 1.51%，对公司现有债务影响小。

截至 2017 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 73.50%、70.18%和 59.20%，以公司 2017 年 9 月底报表财务数据为基础，同时考虑公司于 2018 年 2 月 7 日发行的 20 亿元中期票据“18 兖矿 MTN001”及公司拟发行的 10 亿元 2018 年度第三期中期票据，预计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 73.95%、70.75%和 60.26%，公司债务负担略有加重。考虑到募集资金主要用于偿还公司本部金融机构借款，公司实际债务负担或低于预期水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 964.65 亿元、896.61 亿元和 1473.46 亿元，分别为本期中期票据额度 15 亿元的 64.31 倍、59.77 倍和 98.23 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 30.66 亿元、33.34 亿元和 35.00 亿元，分别为本期中期票据额度 15 亿元的 2.04 倍、2.22 倍和 2.33 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 159.48 亿元、199.63 亿元和 141.21 亿元，

分别为本期中期票据额度 15 亿元的 10.63 倍、13.31 倍和 9.41 倍。公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

若考虑已发行的 20 亿元“18 兖矿 MTN001”、拟发行的 10 亿元 2018 年度第三期中期票据和本期中期票据，2018 年新发行总额 45 亿元（以下简称“2018 年新增中期票据”）。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 45 亿元 2018 年新增中期票据的 21.44 倍、19.92 倍和 32.74 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 45 亿元 2018 年新增中期票据的 0.68 倍、0.74 倍和 0.48 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 45 亿元 2018 年新增中期票据的 3.54 倍、4.44 倍和 3.14 倍。总体看，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对 2018 年新增中期票据的保障能力强。

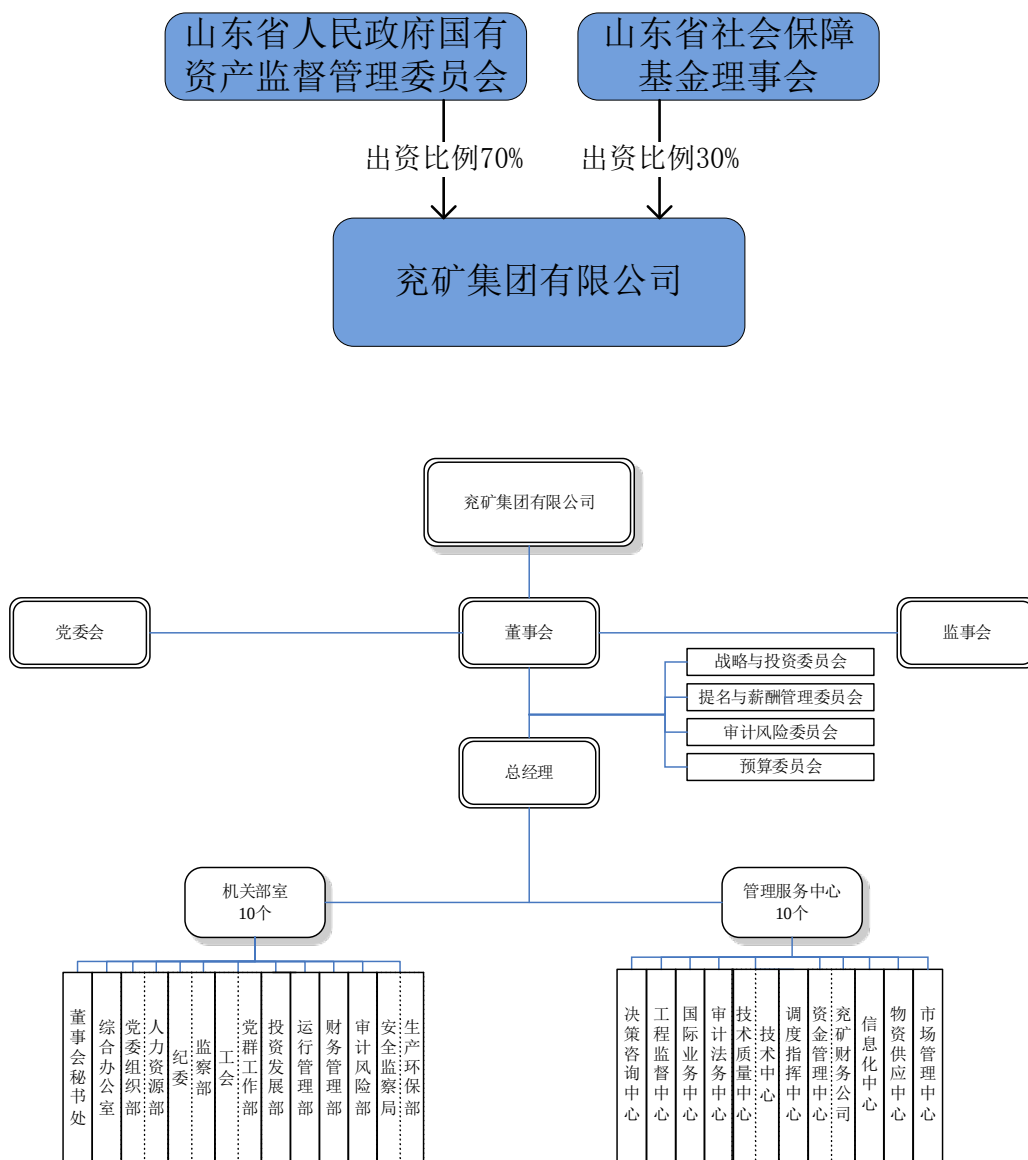
十二、结论

公司作为山东省大型煤炭企业，已形成煤炭和煤化工业务为主，电解铝、贸易、房地产等其他业务为辅的产业结构。公司在资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具有优势。同时联合资信也关注到公司煤炭板块以外业务盈利能力较弱、所有者权益稳定性较弱和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，公司加大资源储备和产能扩充，煤炭储量和年产能已达到国内行业前列，依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长；2017 年公司子公司完成对澳洲煤矿权益收购，进一步增强了公司资源储备；依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。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，安全性极高。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	358.55	422.04	432.08	646.89
资产总额(亿元)	1998.76	2134.60	2317.04	2586.76
所有者权益(亿元)	502.47	536.09	584.99	685.58
短期债务(亿元)	385.67	613.72	745.65	618.74
长期债务(亿元)	857.04	768.72	742.40	994.73
全部债务(亿元)	1242.71	1382.44	1488.04	1613.47
营业收入(亿元)	1123.98	1012.35	1397.89	1590.83
利润总额(亿元)	21.59	13.16	14.16	20.29
EBITDA(亿元)	159.48	199.63	141.21	--
经营性净现金流(亿元)	30.66	33.34	35.00	41.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.56	16.33	24.62	--
存货周转次数(次)	8.15	5.74	6.64	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.49	0.63	--
现金收入比(%)	84.45	87.49	104.52	93.77
营业利润率(%)	13.76	12.50	11.16	9.87
总资本收益率(%)	4.70	3.55	3.16	--
净资产收益率(%)	0.90	0.32	0.16	--
长期债务资本化比率(%)	63.04	58.91	55.93	59.20
全部债务资本化比率(%)	71.21	72.06	71.78	70.18
资产负债率(%)	74.86	74.89	74.75	73.50
流动比率(%)	114.63	108.88	85.53	129.89
速动比率(%)	89.95	85.11	63.54	100.97
经营现金流流动负债比(%)	5.78	4.58	3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	2.86	2.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.79	6.92	10.54	--

注：1.2017 年前三季度财务数据未经审计；

2.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；

3.2015 年起公司权益中包含 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 2018 年度第四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有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等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。

兖矿集团有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

兖矿集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，兖矿集团有限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兖矿集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现兖矿集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如兖矿集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与兖矿集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。