

信用等级公告

联合[2018] 874 号

联合资信评估有限公司通过对兖矿集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的兖矿集团有限公司 2018 年度第九期中期票据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 年度第九期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年五月二十九日



兖矿集团有限公司 2018年度第九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：3+N¹年

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：用于偿还公司本部金融机构借款

评级时间：2018 年 5 月 29 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	422.00	432.08	523.63	586.71
资产总额(亿元)	2134.60	2317.04	2877.70	2975.30
所有者权益(亿元)	536.09	584.99	760.12	834.77
短期债务(亿元)	613.72	745.65	742.81	651.65
长期债务(亿元)	768.72	742.40	933.88	1061.37
全部债务(亿元)	1382.44	1488.04	1676.69	1713.02
营业收入(亿元)	1012.35	1397.89	1992.00	472.79
利润总额(亿元)	13.16	14.16	48.60	18.92
EBITDA(亿元)	199.63	141.21	199.03	--
经营性净现金流(亿元)	33.34	35.00	125.91	18.39
营业利润率(%)	12.50	11.16	13.89	17.70
净资产收益率(%)	0.32	0.16	2.59	--
资产负债率(%)	74.89	74.75	73.59	71.94
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.78	68.81	67.24
流动比率(%)	108.88	85.53	101.24	124.56
经营现金流流动负债比(%)	4.58	3.92	11.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	10.54	8.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.99	2.17	2.43	--

注：1.2018 年一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；3.2015~2016 年，公司权益中包含 29.75 亿元永续债券；2017~2018 年 3 月，公司权益中包含 44.95 亿元永续债券。

分析师

张 博 黄 露 李博恒

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

¹ N 为续期数

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仍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，收入和利润规模不断扩大；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。联合资信对公司的评级展望为稳定。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。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. 公司营业收入规模和资产规模不断扩大，2018 年公司实施增资，资本实力进一步增强。
4. 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。

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. 公司利润构成中，营业外收入及投资收益占比大，公司整体盈利水平较低。
3. 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，且对部分子公司控制力偏弱。
4. 非煤贸易业务存在一定资金占用和坏账风险，公司其他应收款中因采购合同未按期履行供应合同导致预付货款账龄较长，公司对其计提坏账准备，未来存在继续确认坏账损失的可能。
5. 公司负债水平有所降低，但债务规模持续增长，债务负担较重。
6. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

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年度第九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“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 年正式更名为现名。截至 2018 年 3 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%。2018 年 5 月 18 日，公司进行股权变更和注册资本变更，公司注册资本增加至 77.69 亿元，山东省国资委仍持有公司 70% 股权，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管理中心共 10 个管理服务中心。截至 2018 年 3 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 139 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 2017 年底，公司合并资产总额 2877.70 亿元，所有者权益 760.12 亿元（其中少数股东权益 591.68 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1992.00 亿元，利润总额 48.60 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 2975.30 亿元，所有者权益 834.77 亿元（其中少数股东权益 668.83 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 472.79 亿元，利润总额 18.92 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

公司拟发行 2018 年度第九期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟募集资金 10 亿元。本期中期票据赎回之前长期存续，所募资金全部用于偿还公司本部金融机构借款，以降低融资成本，调整负债结构。

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据的第 3 个和其后的每个计息年度末，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）对其赎回。

在利率方面，本期中期票据采用浮动利率形式，单利按年计息。前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。第 3 个计息年度末，将重置票面利率，之后每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网站（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，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值；初始上调基点为 0；如果发行人不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始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，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（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，3 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。从第 7 个计息年度以后的每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 600 个基点确定，票面利率计算方式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+600BPs。

在第 3 个计息年度末，如果未来因宏观经济环境及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。在以后的每 3 个计息年度末，如果未来因宏观经济环境及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 600 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司

其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息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，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红（按规定上交国有资本收益除外）、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，则从第 4 个至第六个计息年度，以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点计算利率；从第 7 个计息年度以后的每 3 年重置票面利率以当期

基准利率加上初始利差再加上 600 个基点确定。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红（按规定上交国有资本收益除外）和减少注册资本事件时、向偿付顺序劣后于本期中期票据的证券进行任何形式的兑付或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司子公司兖州煤业自 1998 年上市以来，分红派息稳定，未来持续分红的可能性大，递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）

和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资

渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和

东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

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12~13亿吨/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3~4亿吨/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

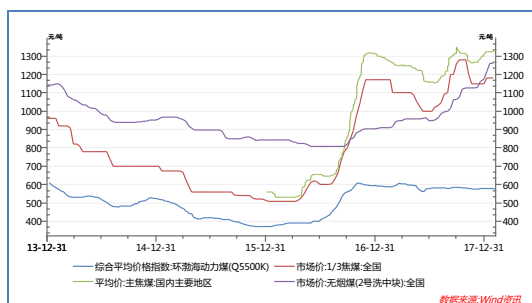
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

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

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

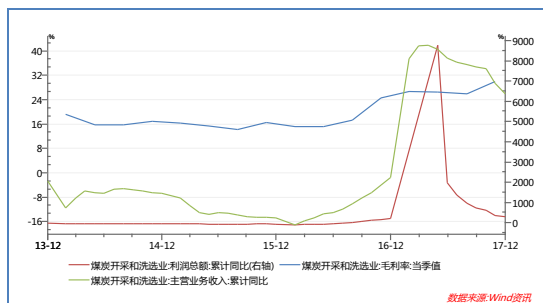
加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

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 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情

况



资料来源: Wind

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，部分生产成本低、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

根据山东省统计局《2017年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017年山东省实现生产总值72678.20亿元，按可比价格计算，比上年增长7.40%。其中，第一产业增加值4876.70亿元，增长3.50%；第二产业增加值32925.10亿元，增长6.30%；第三产业增加值34876.30亿元，增长9.10%。三次产业构成为6.70：45.30：48.00。人均生产总值72851.00元，按年均汇率折算为10790.00美元。城镇新增就业128.30万人。失业人员再就业58.10万人，困难群体再就业8.80万人。城镇登记失业率为3.40%，低于4.00%的全年控制目标。

物价水平温和上涨。居民消费价格比上年上涨1.50%，涨幅较上年回落0.60个百分点。其中，城市上涨1.60%，农村上涨1.40%；服务项目价格上涨2.90%，消费品价格上涨0.70%；非食品价格上涨2.30%，食品价格下降1.70%，自2003年以来首次转降。农业生产资料价格上涨0.90%，农产品生产者价格下降1.40%。工业生产者价格连降五年后首次转涨，出厂价格上涨5.50%，购进价格上涨7.30%。固定资产投资价格上涨5.80%。

工业生产方面，2017年山东省全部工业增加值28705.70亿元，比上年增长6.60%。规模以上工业增加值增长6.90%。其中，轻工业增长6.90%，重工业增长6.90%；装备制造业增长11.00%，高技术产业增长10.90%，六大高耗能行业增长3.60%。工业产销率为98.90%。

总体看，山东省经济增长较好，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 2018 年 3 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%，山东省社保基金理事会出资 10.06 亿元，占注册资本的 30%；2018 年 5 月 18 日，公司在山东省工商行政管理局进行了变更登记，在工商变更登记后，兖矿集团的注册资本为 77.69 亿元，其中山东省国有资产管理委员会出资 54.38 亿元，占注册资本的 70%，山东国惠投资有限公司出资 15.54 亿元，占注册资本的 20%，山东省社会保障基金理事会出资 7.77 亿元，占注册资本的 10%，公司实际控制人仍为山东省国资委。截至本报告出具日，公司其他相关手续尚在办理中。

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、煤化工和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 2017 年底，公司共拥有国内外主要矿井 38 对，原煤核定产能达 2.10 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 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围的直接控股和全资子公司 139 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 2018 年 3 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 7 名、财务总监 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党委书记、董事长。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 2018 年 3 月底，公司拥有员工 91742 人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占 21.06%，大专学历占 21.20%，中专及高中占 31.52%，高中以下占 26.22%；按专业划分，生产人员占 66.32%，技术人员占 9.20%，财

务人员占 1.43%，行政人员占 9.07%，其他人员占 13.98%。

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。

2015~2017 年，公司 5 项课题列入国家重点研发计划，115 项成果通过上级技术鉴定。深井建设攻克世界级难题，开展深厚富水软岩立井冻结施工关键技术攻关，创造了国内同类型矿井建设最快速度；攻克特厚表土层深井建设世界级难题，荣获 2016 年度煤炭行业“太阳杯”工程。研发出 8.2m 超大采高综采和 5.5m 大采高综放等系列化装备，形成了多项具有自主知识产权国际领先的安全高效开采技术。突出“低碳环保绿色”，积极研发具有自主知识产权的煤炭高效清洁利用核心技术，突破煤炭前端清洁加工和提质改性、中端燃烧过程控制和环保节能炉具研制、后端污染物超低排放治理三项关键技术。完成国家 863 项目“日处理 3000 吨煤大型高效水煤浆气化过程关键技术”，“大型高效水煤浆气化过程关键技术创新及应用”荣获 2016 年度国家科技进步二等奖；“日处理 4000 吨煤超大型水煤浆气化技术开发及示范项目”，列入国家 2017 年重点研发计划，水煤浆气化技术居于世界前列。

近三年，公司共获得省部级以上科技奖 93 项，其中国家科技进步二等奖 2 项，中国煤炭工业科技进步特等奖 1 项、一等奖 4 项，中国石油化工联合会科技进步一等奖 1 项。国家级高新技术企业由 8 家增至 15 家。公司国家级企业技术中心 2017 年综合评价排名位居全国煤炭行业企业技术中心首位，创新能力及创新成就持续领航全国煤炭企业。

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，公司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。公司重视从生产到消费的全过程清洁管理，控制和减少各个环节的污染物排放，先后获得“首届低碳中国突出贡献企业”和“中华环境友好煤炭示范矿区”等荣誉。

六、重大事项

1. 收购联合煤炭工业有限公司股权

2017 年 9 月 1 日，公司子公司兖州煤业以兖煤澳洲为主体支付交易对价 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，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。并完成联合煤炭股权交割及变更登记手续。

联合煤炭为澳大利亚优质动力煤和焦煤生产商，主要管理运营 Hunter Valley Operations（以下简称“HVO”）、Mount Thorley（以下简称“MTO”）和 Warkworth（以下简称“WW”，与 MTO 统称“MTW”）矿山项目。截至 2018 年 5 月 16 日，联合煤炭持有 HVO 权益比例为 51%；持有 MTO 中 80%以及 Warkworth 煤矿中 84.5%的合营权益；另外联合煤业持有 Port Waratah Coal Services Limited（沃勒塔港煤炭服务有限公司，简称“PWCS”）股权比例为 36.5%。

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，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，主要产品为动力煤及半软焦煤。根据中联资产评估集团有限公司 2018 年 4 月 24 日出具的《兖州煤业澳大利亚有限公司以现金方式购买联合煤炭工业有限公司全部股权项目资产评估报告（中联评报字[2018]第 599 号）》，截至 2017 年底，联合煤炭资产总计 21.95 亿澳元，所有者权益合计 15.84 亿澳元，2017 年实现营业收入 21.56 亿澳元，利润总额 7.64 亿澳元。

经 2017 年 8 月 25 日召开的兖州煤业 2017 年度第二次临时股东大会、2017 年度第三次 A 股类别股东大会及 2017 年度第三次 H 股类别股东大会审议批准，兖州煤业将采取向特定投资者非公开发行的方式发行合计不超过 6.47 亿股（含 6.47 亿股）境内上市的人民币普通股（A 股），发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，定价基准日为本次非公开发行股票发行期首日，募集资金总额预计不超过人民币 70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于收购联合煤炭 100%股权。根据监管部门的监管要求，并结合美元汇率的近期走势及市场预测情况，经兖州煤业 2018 年 4 月 24 日召开的第七届董事会第十二次会议审议批准，将募集资金总额调整为不超过人民币 63.50 亿元。本次发行尚需中国证监会核准后方可实施。

公司收购联合煤炭股权事项成功完成后，公司海外资源储备将得以扩充，公司高品质煤炭生产能力有望增强，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；公司近年来增加海外资产并购，汇率风险有所增加。截至本报告出具日，兖州煤业非公开发行股票事项尚需取得中国证监会核准后方可实施，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州煤业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。

2. 增加注册资本及大股东股权转让

2018 年 3 月 16 日山东省人民政府作出《山东省人民政府关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》（鲁政字〔2018〕55 号文）规定：将省社保基金理事会持有的省属企业 20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东国惠投资有限公司。2018 年 4 月 13 日，公司股东会作出决议：一是增加出资 44.16 亿元，增资后公司注册资本为 77.69 亿元。二是将山东省社保基金理事会持有的公司 20%股权划转至山东国惠投资有限公司。股权调整后，山东省国资委仍持有公司 70%的股份，山东国惠投资有限公司持股比例 20%，山东省社会保障基金理事会持股比例 10%。

2018 年 5 月 18 日，公司在山东省工商行政管理局进行了变更登记，在工商变更登记后，兖矿集团的注册资本为 77.69 亿元，其中山东省国有资产管理委员会出资 54.38 亿元，占注册资本的 70%，山东国惠投资有限公司出资 15.54 亿元，占注册资本的 20%，山东省社会保障基金理事会出资 7.77 亿元，占注册资本的 10%。截至本报告出具日，公司其他相关手续尚在办理中。联合资信认为，公司增加注册资本有助于提高公司权益稳定性，同时公司实际控制人未发生变化，上述股权转让不会对公司正常运营造成影响。

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。公司设董事会和监事会，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 名执行董事、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 日公司对外进行了公开披露，公司 9 名董事全部到位。2017 年 7 月，董事张胜东达到法定退休年龄。截至 2018 年 3 月底，董事会由 8 名董事组成。公司外部董事人选由各股东提出，其中山东省国资委提名 3 位，省社保基金理事会提名 1 位。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。

公司设立监事会，监事会由 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。2016 年 10 月 11 日公司进行了工商备案登记，全部监事均已到位履行职责。

公司设总经理 1 人，副总经理 7 人（含总工程师、安全监察局局长、总法律顾问）。公司设财务总监 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，经董事会依照章程规定的程序聘任可继续担任。副总经理等经理层人员对总经理负责，协助总经理抓好分管范围内的工作。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. 管理制度

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管理制度，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、煤化工和以非煤贸易为主的其他业务。2015~2017年，公司营业收入规模快速扩张，营业收入分别为1012.35亿元、1397.89亿元、1992.00亿元，2017年同比增长42.50%，主要系煤炭和其他业务板块增长所致。从收入结构看，煤炭业务是公司的核心业务，2015~2017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，其中2017年公司煤炭产业和非煤产业营业收入分别实现1012.97亿元和979.03亿元，占营业总收入的比重分别为50.85%和49.15%。受益于公司产能扩张、外购煤炭贸

易业务开展和煤炭价格上升，公司煤炭业务板块收入持续增长，2015~2017年分别实现营业收入530.90亿元、782.83亿元和1012.97亿元。同期公司煤化工业务收入分别为95.41亿元、114.44亿元和157.06亿元，主要由于公司甲醇、焦炭等产品销售均价上涨。其他业务收入主要包括电解铝业务收入、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，分别实现收入386.03亿元、500.62亿元、821.97亿元。

盈利能力方面，2015~2017年，公司毛利率水平波动上升，其中2016年受煤化工板块成本上升较快、低毛利贸易煤炭业务规模提升和电解铝业务持续亏损等综合因素影响，公司毛利率有所下降，2016年公司综合毛利率为12.24%，较2015年下降1.63个百分点；2017年受益于公司增加煤炭业务中较高毛利率的自产煤比重、煤炭及化工产品价格提升影响，公司毛利率为15.81%，较2016年上升3.57个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入472.79亿元，同比下降7.35%；综合毛利率为19.34%，较2017年有进一步提升。

表1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 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	530.90	52.45	22.05	782.83	56.00	20.78	1012.97	50.85	27.02	253.74	53.67	30.14
煤化工	95.41	9.42	14.74	114.44	8.19	9.82	157.06	7.88	12.63	42.16	8.92	14.66
其他	386.03	38.13	2.40	500.62	35.81	-0.57	821.97	41.26	2.60	176.89	37.41	4.97
总计	1012.35	100.00	13.87	1397.89	100.00	12.24	1992.00	100.00	15.81	472.79	100.00	19.34

资料来源：公司提供

注：毛利率=（1-营业成本/营业收入）×100%；受统计口径变更影响，公司部分经营数据有所变更；2017年起，公司将原电解铝业务划入其他业务板块进行统计；2018年一季度数据未经审计。

2. 煤炭业务

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。

公司煤炭业务主要集中在子公司兖州煤业、贵州能化、新疆能化和未来能源。其中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”）。2017年公司煤炭产量为1.35亿吨，煤炭销量为1.15亿吨，煤炭板块（上述自产煤与外购贸易煤合计）实现营业收入1012.97亿元。截至2017年底，公司共拥有38对主要矿井，原煤核定产能为2.10亿吨/年，已占有和控制的煤炭地质储量为450.62亿吨，可采储量为63.38亿吨。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3740万吨/年；兖煤澳洲于2017年完成收购联合煤炭煤矿资产，根据兖煤澳洲所公告资产评估报告，联合煤炭合计煤炭地质储量预计达到11.72亿吨，可开采储量预计可达到8.17亿吨，收购完成后公司目前在澳大利亚控制煤炭可采储量达到20.68亿吨，核定产能1.22万吨/年。公司资源储备充足，业务可持续发展能力不断增强。

截至2018年3月底，公司已实现连续安全生产4293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	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
产能	14465	15100	21005	21005
产量	10902	11415	13511	3967
产能利用率	75.37	75.60	64.32	75.54（年化）
销量	9938	10263	11473	3453
产销率	91.16	89.91	84.92	87.04
销售均价	316.07	332.82	441.74	495.28
本部吨煤生产成本	158.27	211.50	230.48	259.81
兖煤澳洲吨煤生产成本	297.53	318.73	343.78	344.37

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

随着公司近年来产能的不断释放，2015~2017年公司煤炭产量总体呈上升趋势。2017年，公司主要煤产品产量13511万吨，同比增长18.36%，产能利用率为64.32%；2018年1~3月，公司煤炭产品合计产量达到3967万吨，年化产能利用率为75.54%。随着公司在山东菏泽、山西、陕西、贵州、新疆、澳大利亚等国家和地区的新建矿井顺利竣工投产，公司的原煤生产能力将进一步提高。

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。公司目前煤

炭大多是先洗选、加工，然后对外销售。在煤炭采选和加工方面，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，2015~2017年，公司吨煤成本持续上涨。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，公司本部生产成本上升至230.48元/吨，主要原因为维护成本逐年升高造成生产成

本逐年增加，兖煤澳洲生产成本上升至 343.78 元/吨，主要原因为新增并购煤炭项目所致。

公司煤炭产品销售分为自产煤和贸易煤两部分，公司与境内外周边企业形成了稳固的合作关系，贴近市场进行销售。在境内，公司作为山东省大型煤炭生产企业，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。省外煤炭产品在就地转化的同时，利用成熟的市场网络向东部输送。此外，公司还积极与电力、钢铁、焦化生产企业建立长期稳定的战略合作伙伴关系。公司主要客户信誉良好、资金实力雄厚。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。公司与下游客户结算方式主要有现汇、银行承

兑汇票、信用证等。

2015~2017 年，公司自产煤销售总量稳步增长，分别达到 9938 万吨、10263 万吨和 11473 万吨（包含澳洲部分参股、合营公司煤炭产销量），实现稳步增长，产销率分别为 91.16%、89.91%和 84.92%，保持了较高水平；同期，公司外购煤销量呈快速增长趋势，分别为 4893 万吨、8728 万吨和 8826 万吨，增长迅速。煤炭板块整体收入规模分别为 530.90 亿元、782.83 亿元和 1012.97 亿元，其中外购煤收入贡献占比分别为 40.83%、65.08%和 55.61%，呈波动增长趋势。销售价格方面，受近年来煤炭价格复苏影响，公司自产煤和外购煤炭销售均价均呈上升趋势。2018 年一季度，公司实现自产煤销量 3453 万吨、产销率为 87.04%；外购煤炭销量 1685 万吨，占煤炭板块收入的 46.20%，占比进一步下降；煤炭板块销售收入 253.74 亿元，为 2017 年板块收入的 25.05%。

表 3 公司外购煤炭经营销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

外购煤炭	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销量	4893	8728	8826	1685
销售均价	443	584	638	695.79
销售收入	216.79	509.47	563.30	117.24
煤炭销售收入	530.90	782.83	1012.97	253.74
外购煤占煤炭收入的占比	40.83	65.08	55.61	46.20

注：公司提供

3. 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。

随着兖矿集团在内蒙、陕西多处在建煤化工项目的陆续投产，煤化工板块部分产品产能、产量逐年释放，兖矿集团煤化工板块集中管理优势逐渐发挥作用，兖矿集团煤化工板块集中采购煤炭，集中销售，大幅度提高了煤炭采购的议价能力。同时，兖矿集团对所属煤化工企业采取了压缩生产成本的一系列措施，大幅降低了单位产品的人工成本。

产能方面，截至 2018 年 3 月底，公司已具备甲醇 310 万吨/年、醋酸 70 万吨/年、尿素 90 万吨/年、焦炭 175 万吨/年生产能力，醋酸产能下降主要为公司子公司兖矿鲁南化工有限公司一套酸酐联产装置不再生产醋酸所致。同时正在建设 100 万吨/年煤制油项目和荣信二期建设项目，预计未来公司还将逐步加大煤化工板块产能。

产量方面，2015~2017 年公司各产品产量总体呈上升趋势，随着新建甲醇生产线投入运营，公司甲醇产品产量有所提升，醋酸产量有所增长，焦炭业务受益于焦炉升级改造项目竣工投产，产量也有所提升。2017 年，公司甲醇

产量为 341.84 万吨，醋酸产量为 79.59 万吨，焦炭产量为 180.30 万吨，尿素产量为 75.88 万吨，除尿素产品外，其余主要产品均处于满产状态。2018 年 1~3 月，公司甲醇产量为 90.16 万吨；醋酸产量为 19.55 万吨；焦炭产量为 44.37 万吨；尿素产量为 21.00 万吨。

上游原材料方面，公司煤化工产品主要的原材料包括无烟煤、神木煤、混煤、动力煤、蒸汽和水等。从原材料供应来看，公司主要供应商为兖州煤业、山东能源集团有限公司等。兖州煤业是公司内部供应商，有内部调拨计划，价格按照市场公允价格，可以保证煤炭的供应。2017 年，公司前五大原材料供应商采购金额占公司总采购额的 13.21%，对主要供应商依赖程度较低。

销量方面，除公司部分产品用于作为生产下游加工原料外，公司其他各主要产品产销率较高，其中甲醇销量为 301.73 万吨，醋酸销量为 58.16 万吨，焦炭销量为 180.73 万吨，尿素销量为 76.02 万吨。2018 年 1~3 月，公司甲醇销量为 77.80 万吨，醋酸销量为 12.09 万吨，焦炭销量为 47.87 万吨，尿素销量为 21.00 万吨。2017 年，公司煤化工板块前五大主要客户销售金额占公司板块总销售额的 15.67%，对大客户

依赖程度较低。

2015 年以来，公司煤化工主要产品价格呈现持续增长或波动上升趋势。毛利率方面，2016 年主要受上游煤炭价格上涨和尿素、醋酸价格下降影响，公司当年毛利率下降 4.92 个百分点至 9.82%。2017 年，公司各产品销售价格均不同程度上涨，板块毛利率上升至 12.63%。2018 年 1~3 月，公司板块毛利率进一步上升至 14.66%，毛利润规模达到 2017 年全年的 31.15%。

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，已于 2015 年 8 月投料试车，目前相关配套设施还在建设中，尚未办理竣工结算手续，该项目已进入试生产阶段，计划于 2018 年达到 80%以上生产负荷。公司另在内蒙古自治区达拉特旗三昫梁工业园区开发建设荣信二期建设项目，设计产能为甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn30 万吨/年，先期建设甲醇及乙二醇装置。项目总投资 79.80 亿元，税后投资回收期 8.31 年，该项目 2017 年 6 月开工，预计 2019 年底竣工。上述项目顺利投产后，公司煤化工板块收入规模将有进一步提高。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
甲醇	产能	296.00	296.00	310.00	310.00
	产量	319.10	336.76	341.84	90.16
	销量	301.16	325.09	301.73	77.80
	含税销售价	1200.00	1486.00	1980.00	1855.00
醋酸	产能	100.00	100.00	70.00	70.00
	产量	75.98	78.82	79.59	19.55
	销量	59.57	61.35	58.16	12.09
	含税销售价	1970.00	1754.00	2484.00	3876.00
尿素	产能	90.00	90.00	90.00	90.00
	产量	70.81	82.23	75.88	21.00
	销量	70.28	82.52	76.02	21.00
	销售均价	1350.00	1034.00	1295.00	1633.00
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00

	产量	175.17	175.81	180.30	44.37
	销量	181.86	187.58	180.73	47.87
	含税销售价	740.00	945.00	1612.00	1811.00

资料来源：公司提供

4. 其他业务

公司其他业务主要包括电解铝业务收入、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。2015~2017 年度及 2018 年 1~3 月，公司其他业务板块实现收入分别为 386.03 亿元、500.62 亿元、821.97 亿元和 176.89 亿元，占营业总收入的比重分别为 38.13%、35.81%、41.26% 和 37.41%。公司的其他业务较为分散，尽管总体占营业收入的比例较大，但各业务规模相对较小，对利润的贡献度不大。未来公司在大力发展煤炭主业的同时，将继续发展相关辅助产业。

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公司内部精密性、专业型铝型材的加工，少量剩余部分进行外销；所发电力一半用于公司自身电解铝的生产、剩余一半并入国家电网，阳极炭块产品主要用于公司自身电解铝的生产、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，收入规模较小。

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，近年来，兖矿集团按照山东省政府要求，开展多元化经营探索，房地产、工程施工、股权投资、贸易等业务得到大力发展，其中 2017 年房地产开发、工程施工、机械维修、铁路运输四项业务分别实现销售收入 10.62 亿元、7.72 亿元、2.07 亿元、3.03 亿元，分别实现毛利 3.44 亿元、-18.09 亿元、0.58 亿元、1.30 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，分布较广，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，2017 年实现收入 10.62 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司主要在建房地产项目共计 14 个，总规划面积 467.78 万平方米，规划总投资 295.50 亿元，完成投资 160.07 亿元，已结转收入 74.73 亿元。近年来公司加大房地产投入和土地储备规模，目前尚未取得项目施工许可证的项目包括山东省济南市高新区中垠鑫熙项目（用地面积 9.45 万平方米，由商业和住宅组成，总建筑面积为 28.58 万平方米）、济南市舜华路中垠广场项目（由办公、商业和公寓组成，总建筑面积为 34.67 万平方米）、上海市海门路中垠国际广场项目（用地面积 2.65 万平方米，由商业部分和办公部分组成，总建筑面积为 16.97 万平方米）和济南中垠御苑项目（用地面积 4.58 万平方米，由住宅组成，总建筑面积为 10.91 万平方米）。此外，截至 2017 年底，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。公司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。

2018 年一季度，公司其他业务板块营业收入 176.89 亿元，为 2017 年该板块营业收入的 21.52%，占同期公司营业收入的 37.41%，比重有所下降。毛利率为 4.97%。

整体来看，煤炭业务是公司的主要利润来源，产销能力持续，近年来公司不断加大资源扩张力度，已经在产量和资源储量方面取得明显优势，但毛利率水平受行业景气度影响较大；煤化工产销稳定，受益于产品价格总体上涨及原料成本上涨综合影响，营业收入规模持续增长，盈利能力波动下降；其他业务占营业收入比重较高，但业务分散，整体盈利能力较低，同时不断增长的房地产投资增加了公司资金占用压力。

5. 经营效率

2015~2017 年，受公司收入规模快速增长影响，公司销售债权周转次数波动增长，分别为 16.33 次、24.62 次和 20.75 次；同期，公司存货周转次数持续上升，分别为 5.74 次、6.64 次和 7.53 次；总资产周转次数持续增长，分别为 0.49 次、0.63 次和 0.77 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

未来规划方面，到 2020 年，公司目标力争进入中国行业前 10 强，挺进世界 500 强。确保经济总量比 2013 年增长一倍。煤炭年经销量达到 1.5 亿吨，煤化工产品产量 1000 万吨，电力装机超过 300 万千瓦。营业收入达到 2200 亿元，利税 160 亿元，净利润 50 亿元。全员劳动生产

率居行业先进水平。煤炭洁净利用率再提高一倍，达到 30%以上。现代服务业和战略性新兴产业比重达到 40%。员工转型发展超过 2.5 万人，员工收入达到行业先进水平，形成充满活力的人才发展机制，员工安全感、荣誉感和归属感有较大提升。构建起煤及现代煤化工产业为基石，现代服务业、战略性新兴产业为支柱的“一基两柱”主业发展格局，建成特色鲜明、运营高效的“六大基地”，具备国内行业一流的市场竞争力，重塑具备行业强劲影响力的品牌形象。

截至 2017 年底，公司在建工程主要包括：设计能力 1200 万吨的营盘壕煤矿、设计能力 120 万吨的龙凤煤矿、设计能力 500 万吨能力的转龙湾煤矿、设计能力 1000 万吨/年的石拉乌素煤矿项目（已于 2017 年 1 月开始投入运营）、设计能力 180 万吨/年的万福煤矿及选煤厂、设计产能 100 万吨的陕西未来能源煤制油项目以及设计产能为甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn30 万吨/年的荣信二期建设项目。除上述项目外，公司未来两年暂无其他重大投资项目。公司大部分项目在建过程中对投资进行了优化，预计实际完成投资将低于总投资。

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，有利于公司在省内原有煤矿逐渐枯竭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 5 截至 2017 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	计划投资	截至 2017 年末投资额	2018 年拟投资额	2019 年拟投资额	2020 年拟投资额	资本金比例
煤制油项目	164.06	130.12	0.00	0.00	0.00	30%
龙凤煤矿	13.30	3.95	3.29	6.06	0.00	30%
转龙湾煤矿	119.85	93.55	1.64	0.00	0.00	30%
营盘壕煤矿	96.45	49.19	3.00	0.00	0.00	30%
荣信二期建设	79.80	2.71	43.34	33.75	0.00	30%
石拉乌素煤矿	56.42	38.41	10.00	0.00	0.00	30%

万福煤矿	38.02	17.34	10.00	3.00	0.00	30%
合计	567.90	335.27	71.27	42.81	0.00	-

资料来源：公司提供

注：石拉乌素煤矿部分采矿权转出，投资规模较财务报告统计口径有所减少。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报告，北京中兴财光华会计师事务所审计对该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 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司合并范围子公司合计 139 家。合并范围变化方面，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。2017 年，公司合并范围内不再纳入合并范围的原子公司有 2 家，分别为兖矿国泰化工有限公司（被吸收合并）和山东兖矿碳素制品有限公司（2017 年底进行清算）；新纳入合并范围主体 16 家。2018 年一季度，公司合并范围无变化。整体看，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 2017 年底，公司合并资产总额 2877.70 亿元，所有者权益 760.12 亿元（其中少数股东权益 591.68 亿元）；2017 年公司实现营业收入 1992.00 亿元，利润总额 48.60 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 2975.30 亿元，所有者权益 834.77 亿元（其中少数股东权益 668.83 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 472.79 亿元，利润总额 18.92 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 16.11%。截至 2017 年底，公司资产总额为 2877.70 亿元，同比增长 8.55%。从

构成来看，流动资产占 37.39%，非流动资产占 62.61%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 16.54%。截至 2017 年底，公司流动资产 1076.11 亿元，主要由货币资金（占 38.02%）和存货（占 23.14%）构成。

2015~2017 年，公司货币资金有所增长，年均复合增长 6.21%。截至 2017 年底，公司货币资金 409.13 亿元，同比增长 10.82%，主要系企业贷款回笼及融资留存的货币资金增大所致。截至 2017 年底，公司货币资金由银行存款（占 64.00%）和其他货币资金（占 36.00%）组成。公司受限资金规模 148.63 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。

2015~2017 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 98.77%。截至 2017 年底，公司应收票据 82.63 亿元，同比增长 163.36%，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 98.31%），其他为商业承兑汇票（占 0.53%）与信用证（占 1.16%）。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 29.18%。截至 2017 年底，公司应收账款 41.75 亿元，同比增长 15.14%，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 67.66%，1~2 年占 14.30%，2~3 年占 7.38%，3 年以上占 10.67%。公司根据账龄分析法对应收账款计提坏账准备 7.92 亿元，计提率为 18.81%。整体看，公司应收账款综合账龄适宜，坏账计提较为充分。

2015~2017 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 59.20%。截至 2017 年底，公司预付款项 39.18 亿元，同比增长 71.55%，主要

由于公司产销状况大幅改善，对原材料的需求明显增加，为锁定合理的原材料采购价格，预付款项相应增加。从账龄看，1 年以内占 75.39%，1~2 年占 1.43%，2~3 年占 15.17%，3 年以上占 8.01%，计提坏账准备 1.80 亿元，计提率 4.40%，公司预付款项综合账龄有所延长。

2015~2017 年，公司其他应收款项快速增长，年均复合增长 95.53%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 89.98 亿元，同比增长 199.21%，主要由于为对开阳化工等内部单位的部分借款由其他流动负债的备抵科目重分类调整为其他应收款，主要由征收保证金、预售保证金、往来款等构成。从账龄看，公司其他应收款以 1 年以内（占 73.47%）和 5 年以上（占 20.62%）为主。公司其他应收款账面余额 143.82 亿元，对其他应收款计提坏账准备合计 53.85 亿元，计提比率为 37.44%，计提比例较高，其中公司 2017 年单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款合计 55.04 亿元，对其计提坏账准备合计 41.75 亿元，主要为账龄较长应收款计提坏账、对山东东大能源有限公司败诉计提损失以及因企业进入破产清算而对兖矿峰山化工有限公司管理人计提的坏账。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 19.99%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 256.28 亿元，同比增长 30.25%，主要为工程施工和房地产开发成本大幅增长所致，计提存货跌价准备 7.25 亿元，计提率为 2.83%，计提比例较低，公司有一定的存货跌价风险。从构成看，主要为库存商品（占 11.93%）、工程施工（占 28.10%）和房地产开发成本（占 40.78%）。

截至 2017 年底，公司划分为持有待售资产 31.24 亿元。兖州煤业澳大利亚有限公司于 2017 年 7 月 27 日与 Glencore Coal Ltd.（嘉能可矿业公司）签署了相关协议，约定兖州煤业子公司联合煤炭工业有限公司下属企业向嘉能可指定企业以 4.29 亿美元和承担部分特许使用权费的交易对价转让其拥有的猎人谷合资企业

16.60% 权益，同时，嘉能可将直接收购 Mitsubishi Development Pty Ltd.（三菱发展有限公司）拥有猎人谷合资企业 32.40% 权益，最终实现兖州煤业澳大利亚有限公司于嘉能可按照 51: 49 的比例成立非注册合营企业。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动资产快速增长，年均复合增长 30.69%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产为 26.74 亿元，同比增长 28.87%，结构上主要由一年内到期的长期应收款（25.89 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）3.49 亿澳元。

2015~2017 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 42.17%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 72.89 亿元，同比增长 148.89%，主要由于中垠租赁业务开展导致应收融资租赁转让金额增加 9.50 亿元、上海中期期货保理业务开展事项导致应收保理款增加 4.15 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 15.85%。截至 2017 年底，公司非流动资产 1801.59 亿元，同比增长 16.05%。从构成来看，固定资产占 44.61%、无形资产占 30.56%。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 23.01%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 1233.51 亿元，同比增长 17.65%，主要由机械设备（占 53.48%）、房屋及建筑物（占 42.08%）构成。2017 年计提折旧 43.91 亿元，累计计提折旧 421.71 亿元。公司部分房屋建筑物产权证书尚未办妥。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 803.64 亿元，同比增长 21.02%。

2015~2017 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 51.08%。截至 2017 年底，公司在建工程为 94.69 亿元，同比下降 66.56%，主要由于营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿机器设备等

转入固定资产 43.37 亿元和 32.60 亿元，营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿采矿权转入无形资产 4.76 亿元及 122.28 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 62.78%。截至 2017 年底，公司无形资产为 550.64 亿元，同比增长 67.28%，主要由于营盘壕煤矿、石拉乌素煤矿等采矿权转入无形资产导致采矿权原价增加 247.09 亿元以及山东省政府国有土地划拨导致土地使用权增加所致。截至 2017 年底，公司无形资产主要以采矿权（占 76.55%）、探矿权（占 8.50%）和土地使用权（占 10.50%）为主。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 2975.30 亿元，较 2017 年底增长 3.39%。从资产构成看，流动资产占比 40.33%，非流动资产占比 59.67%，主要受货币资金和应收账款的增长影响，公司流动资产占比较 2017 年底有所增长。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 491.53 亿元，较 2017 年底增长 20.14%，主要由于公司企业贷款回笼及子公司新增借款所致；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 2017 年底增长 107.46%至 86.62 亿元；此外，公司其他应收款为 89.42 亿元，存货 252.39 亿元，较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司非流动资产合计 1775.38 亿元，较 2017 年底小幅下降 1.45%，各资产构成变化不大。

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无形资产为主。货币资金中受限资金占比较低，公司资产流动性尚可。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 19.08%。截至 2017 年底，公司所有者权益同比上升 29.94%至 760.12 亿元（其中少数股东权益 591.68 亿元，同比增长

35.18%），归属于母公司所有者权益同比增长 14.36%至 168.43 亿元，主要系资本公积、其他权益工具和其他综合收益大幅增长所致。归属于母公司所有者权益主要以实收资本（占 19.91%）、其它权益工具（26.47%）、资本公积（占 47.42%）、未分配利润（15.59%）和其他综合收益（占-19.20%）为主。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 94.72%。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），将公司持有的国有划拨土地共 182 宗，面积 828.20 万平方米，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，暂放资本公积；（5）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。截至 2017 年底，公司资本公积同比增长 40.25%至 79.87 亿元，主要原因包括：（1）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[2017]216 号），将公司持有的国有划拨土地共 111 宗，面积 208.32 万平方米，由山东省政府按评估作价出资注入公司，根据当年地价水平和土地出让金标准，相应增加公司国家资本金 9.39 亿元，因尚未明确各股东分配比例，暂放资本公积，目前公司尚未办理上述相关土地的登记手续；（2）公司子公司兖州煤业因其子公司兖煤澳洲配股及定向增发导致发行人持股比

例发生变，享有其净资产增加 2.88 亿元。(3) 公司子公司兖州煤业收购发行人持有兖矿集团财务公司 65%的股权致增加 1.80 亿元。(4) 公司 2017 年度发行可交换债券 70 亿元，质押子公司兖州煤业股份有限公司股票数量 7.80 亿股；2017 年度转股数为 6590 万股，增加净资产 7.97 亿元。

2015~2016 年，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。截至 2017 年底，公司其他权益工具合计 44.59 亿元，同比增长 49.89%，主要系于 2017 年 9 月发行 15.00 亿元永续债所致

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 834.77 亿元，较 2017 年底增长 9.82%，主要由于少数股东权益的增长所致。

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

2015~2017 年，公司负债合计快速增长，年均复合增长 15.10%。截至 2017 年底，公司负债总额 2117.58 亿元，同比增长 22.26%。负债构成中流动负债占 50.20%，非流动资产占 49.80%。

2015~2017 年，公司流动负债波动中快速增长，年均复合增长 20.86%。截至 2017 年底，公司流动负债为 1062.95 亿元，同比增长 18.90%。流动负债主要由短期借款（占 34.26%）、一年内到期的非流动负债（占 14.39%）和其他流动负债（占 18.87%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 15.50%。截至 2017 年底，公司短期借款 364.14 亿元，同比变化不大。构成上，主要以保证借款（占 32.39%）和信用借款（占 56.56%）为主。

2015~2017 年，公司应付账款快速下降，年均复合下降 80.24%。截至 2017 年底，公司

应付账款为 94.51 亿元，同比增长 159.05%，主要由于公司业务规模扩张。应付账款从账龄看，1 年以内占 83.78%，1-2 年占 5.95%，2-3 年占 3.08%，3 年以上占 7.19%，整体账龄同比有所缩减。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 178.56%。截至 2017 年底，公司其他应付款 100.49 亿元，同比增长 229.08%，主要为兖矿财务公司存款余额增加，影响其他应付款增加 28.56 亿元以及鄂尔多斯能化应付投资款增加 9.71 亿元。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降 16.41%。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 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 152.94 亿元，同比下降 19.35%，主要系公司一年以内到期的长期借款减少所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 20.86%。截至 2017 年，公司其他流动负债 200.58 亿元，同比增长 23.91%，主要由于公司于当年新增发行 50.00 亿元超短期债券。

2015~2017 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 10.05%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 1054.62 亿元，同比增长 25.83%，主要由长期借款（占 61.10%）和应付债券（占 24.66%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 18.60%。受公司筹集部分中长期借款置换部分短期借款影响，截至 2017 年底，公司长期借款 644.42 亿元，同比增长 31.69%。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 54.04%，信用借款占 34.74%。

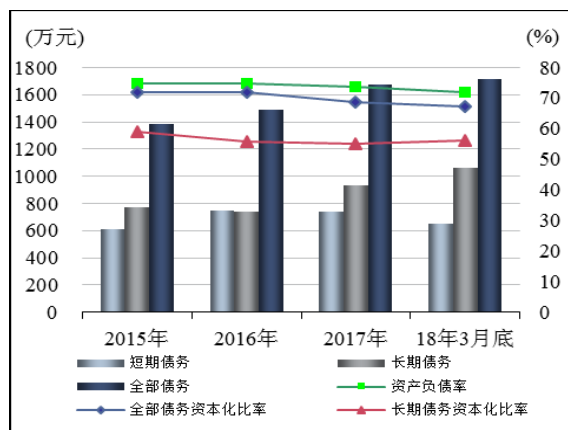
2015~2017 年，公司应付债券波动幅度较大，年均复合增长 2.89%。截至 2017 年底，公司应付债券 260.12 亿元，同比增长 30.72%，主要由于公司及子公司兖州煤业新发行债券所

致。

2015~2017 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 38.96%。截至 2017 年底，公司长期应付款为 25.66 亿元，同比下降 52.52%，全部为有息融资租赁款，已调整入长期债务进行核算。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.02%。截至 2017 年底，公司全部债务为 1676.69 亿元，同比增长 12.85%。构成来看，短期债务占 44.60%，长期债务占 55.40%，短期债务比例有所增长。债务指标方面，2015~2017 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 74.20%、70.35%和 56.13%。2017 年分别为 73.59%、68.81%和 55.13%。公司债务担负略有下降。

图 3 公司债务负担指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 2140.52 亿元，较 2017 年底变化不大。其中，受短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债下降影响，公司流动负债合计 963.29 亿元，较 2017 年底下降 9.38%。同期，公司长期借款和应付债券增长带动公司非流动负债较 2017 年底增长 11.63%至 1177.23 亿元。有息债务方面，公司全部债务增长至 1713.02 亿元；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 71.94%、67.24%和 55.98%。若将公司其他权益工具中永续债 44.59 亿元调

整至长期债务，公司全部债务将进一步上升至 1757.61 亿元，上述债务比率将分别上升至 73.44%、68.99%和 58.33%。

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

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 40.27%，同期营业成本年均复合增长 38.69%，营业成本增速低于营业收入增速，使公司营业利润率波动回升。2017 年公司实现营业收入 1992.00 亿元，同比增长 42.50%，主要由于煤炭量价齐升和其他板块业务规模扩大；同期营业成本为 1677.71 亿元，同比增长 36.70%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用年均复合增长 16.57%；2017 年为 189.46 亿元，同比增长 25.52%，主要由于公司债务规模增长导致财务费用的快速增长所致。近三年，公司期间费用率受营业收入快速增长影响而呈现下降趋势，分别为 13.77%、10.80%和 9.51%，公司成本费用控制能力有所提升。

2015~2017 年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长 288.50%。2017 年公司资产减值损失为 61.27 亿元，同比增长 312.01%，主要由坏账损失 36.66 亿元和无形资产减值损失 14.92 亿元组成。

2015~2017 年，公司投资收益波动下降，2017 年为 9.78 亿元，同比下降 59.39%，其中权益法核算的长期股权投资收益 3.70 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 2.56 亿元，可供出售金融资产持有收益 1.06 亿元（同比减少 12.79 亿元）。

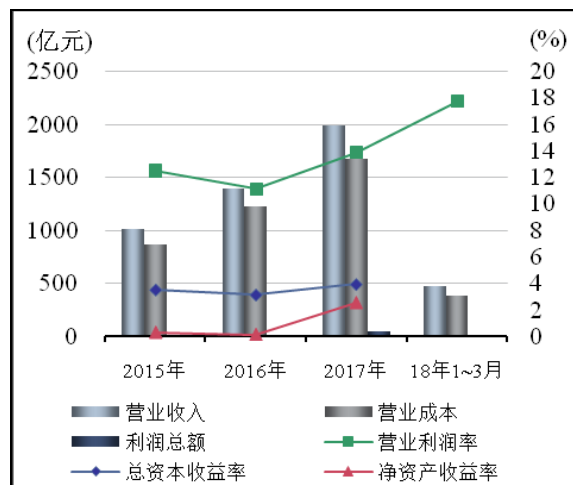
2015~2017 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 48.07%。2017 年公司营业外收入为 14.74 亿元，同比增长 143.27%。近三年营业外收支相对稳定，对利润总额贡献度相对较大。

2015~2017 年，公司营业利润和利润总额快速增长。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 2017 年实现营业收入 35.42 亿元,同比增长 236.84%,实现利润总额 48.60 亿元,同比增长 243.23%。净利润 19.66 亿元,同比大幅增长。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。

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波动增长,加权平均值分别为 12.79%、3.64%和 1.40%,2017 年分别为 13.89%、3.96%和 2.59%,盈利能力有所提升,但整体依旧偏弱。

图 4 公司盈利能力指标情况



资料来源:公司财务报告

2018 年 1~3 月,主要受煤炭和其他业务收入增长影响,公司实现营业收入 472.79 亿元,为 2017 年全年的 23.73%;利润总额为 18.92 亿元,为 2017 年全年的 38.93%;公司营业利润率为 17.70%,较 2017 年增长 3.82 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;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;2016~2017 年,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,2015~2017 年,公司经营活动现金流净流量快速增长,年均复合增长 94.34%。2017 年公司经营活动现金流净流量

为 125.91 亿元,同比增长 259.74%。2017 年,公司经营活动现金流入量为 3102.38 亿元,同比增长 110.55%,主要系销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动相关的现金大幅增长所致。同期,经营活动现金流出为 2976.47 亿元,同比增长 106.92%,其中购买商品、提供劳务支付的现金为 1973.16 亿元,同比增长 59.34%。从收入实现质量看,近三年公司现金收入比分别为 87.49%、104.52%和 120.05%,公司收入实现质量有明显的提升。

2015~2017 年,公司投资活动产生的现金流保持净流出,净流出额波动增长,年均复合增长 84.09%;2017 年,公司投资活动现金流净额为 -282.28 亿元。2017 年公司投资活动现金流入 90.51 亿元,同比大幅增长,主要为收回投资收到的现金同比增长 65.12 亿元。同期公司投资活动现金流出为 372.79 亿元,同比增长 511.33%,主要为公司购置机器设备、房屋及建筑物支出大幅增长以及采矿权购置增加所致,投资规模回升。近年来,随着公司新建煤矿、化工项目逐渐接近尾声,用于固定资产项目上的支出趋于稳定,投资逐渐转向金融资产和股权投资等,投资支出金额逐渐增加。

2015~2017 年,公司筹资活动产生的现金流净额波动较大,三年分别为 130.48 亿元、-18.05 亿元和 187.38 亿元。其中 2016 年,公司控制债务融资规模,筹资活动净现金流量为负数。

2018 年 1~3 月,伴随煤炭行业整体回暖,公司业务规模有所扩张,经营活动现金流量净额为 18.39 亿元,为 2017 年全年的 14.60%;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 22.82 亿元,为 2017 年全年的 9.09%;受公司 2018 年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 86.73 亿元,为 2017 年全年的 46.29%。

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;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，公司流动比率和速动比率均呈现波动下降趋势，近三年平均值分别为98.06%和74.99%；截至2017年底分别为101.24%和77.81%，同比分别回升15.70和14.27个百分点。截至2018年3月底，公司流动比率及速动比率分别为124.56%和98.36%，均较2017年底进一步提升。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为4.58%、3.92%和11.85%，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力看，2015~2017年，公司EBITDA波动幅度较大，分别为199.63亿元、141.21亿元和199.03亿元；同期，公司全部债务/EBITDA呈波动增长趋势，三年均值为8.76倍，2017年为8.44倍；EBITDA利息倍数指标波动下降，三年均值为2.46，2017年为2.43倍。公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司对外担保余额33.18亿元，担保比率3.97%，主要是对上海睿涛房地产开发有限公司提供连带责任担保3.20亿元、对上海垠祥置业有限公司连带责任提供担保7.72亿元和对南京锦安中垠房地产开发有限公司提供连带责任担保22.26亿元。

截至2018年3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2600.68亿元，已使用授信额度1178.95亿元，尚余授信1421.73亿元，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5月23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2017年底，公司母公司口径资产合计719.70亿元，所有者权益合计61.60亿元；2017年，母公司实现营业收入15.79亿元，利润总额-29.57亿元。

截至2018年3月底，公司母公司口径资产合计783.66亿元，所有者权益合计56.66亿元；2018年1~3月，母公司实现营业收入6.33亿元，利润总额-4.53亿元。

资产质量

2015~2017年，公司母公司口径资产持续增长，年均复合增长率为8.62%，截至2017年底为719.70亿元，同比增长10.14%。从资产结构来看，母公司流动资产占比略高，为53.35%，其中其他应收款和长期股权投资占比高，2017年底分别为293.45亿元和239.97亿元。截至2018年3月底，公司母公司口径资产783.66亿元，较2017年底增长8.89%，主要由于货币资金的增长，受此影响，公司流动资产占比提升至56.57%。

所有者权益

2015~2017年，公司母公司口径所有者权益有所波动，年均复合增长0.70%；2015~2017年，公司未分配利润分别为-12.81亿元、-41.04亿元和-71.89亿元。2015年至今母公司发行多期永续债并计入其他权益工具，截至2017年底，母公司所有者权益合计61.60亿元（含永续债44.59亿元）。截至2018年3月底，母公司所有者权益合计56.66亿元，其中科目未发

生变化。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

2015~2017 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 9.46%。截至 2017 年底为 658.10 亿元，同比增长 12.24%。债务结构方面，受长期借款较少和短期借款、其他流动负债、一年以内到期的非流动负债增长影响，母公司流动负债占比由 2016 年底的 48.48% 上升至 58.99%。截至 2018 年 3 月底，受应付债券大幅增长 87.93 亿元影响，母公司负债合计 727.00 亿元，较 2017 年底增长 10.47%，非流动负债占比提高至 54.42%。

2015~2017 年，公司母公司口径全部债务规模快速增长，年均复合增长 3.60%，截至 2017 年底为 522.66 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 49.20% 和 50.80%。债务指标方面，2015~2017 年，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均波动增长，近三年平均值分别为 80.94%、88.98% 和 90.65%，截至 2017 年底上述指标分别为 81.17%、89.46% 和 91.44%。截至 2018 年 3 月底，公司母公司短期债务和长期债务分别为 183.20 亿元和 391.04 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 87.34%、91.02% 和 92.77%。同时考虑母公司所有者权益中含永续债，母公司债务负担很重。

盈利能力

2015~2017 年，母公司营业收入波动减少，年均复合减少 19.60%，2017 年实现营业收入 15.79 亿元；同期，公司营业成本年均复合减少 12.95%，2017 年营业成本为 13.81 亿元；2015~2017 年，营业利润率波动较大，三年分别为 24.20%、5.49% 和 10.22%。受公司财务费用规模较大、公允价值变动收益波动以及 2017 年公司计入 25.08 亿元资产减值损失影响，公司利润总额持续下降，三年分别为 2.79 亿元、-10.58 亿元和 -29.57 亿元。2018 年 1~3 月，母

公司实现营业收入 6.33 亿元，利润总额为 -4.53 亿元，营业利润率下降至 4.12%。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和资产减值损失，盈利能力较弱。

现金流

从公司母公司口径现金流来看，2015 年~2017 年，受营业收入波动和交易往来款规模扩大影响，经营活动现金流入量和流出量同步快速增长，2017 年母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 297.08 亿元和 296.53 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 -18.28 亿元、9.68 亿元和 0.55 亿元。收现质量方面，2015~2017 年，母公司现金收入比分别为 64.15%、90.71% 和 61.16%，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 5.97 亿元、-2.91 亿元和 -34.12 亿元。母公司筹资活动现金流量净额分别为 27.52 亿元、-2.01 亿元和 51.94 亿元。2018 年 1~3 月，母公司经营活动产生的现金流量净额为 -5.61 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -2.52 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 51.90 亿元。

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和计提资产减值损失影响，盈利能力较弱；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

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对其清偿顺序、票面利率调整幅度和利息递延条款分析认为，本期中期票据赎回可能性较大，故将其全部视同有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加 10 亿元有息债务，占 2018 年 3 月底全部债务的 0.58%，长期债务的 0.94%，对公司现有债务影响较小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 71.94%、67.24%和 55.98%，以公司 2018 年 3 月底报表财务数据为基础，同时考虑 2018 年 4 月发行的 25 亿元中期票据，本期中期票据发行后，公司长期债务和全部债务将增加 35 亿元，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 72.27%、67.68%和 56.77%，公司债务负担有所加重。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

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 896.61 亿元、1473.46 亿元和 3102.38 亿元，分别为本期中期票据额度 10 亿元的 89.66 倍、147.35 倍和 310.24 倍，为本期中期票据与其他新增拟发行及已发行债券总额 35 亿元的 25.62 倍、42.10 倍和 88.64 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 33.34 亿元、35.00 亿元和 125.91 亿元，分别为本期中期票据额度 10 亿元的 3.33 倍、3.50 倍和 12.59 倍，为本期中期票据与其他新增已发行债券总额 35 亿元的 0.95 倍、1.00 倍和 3.60 倍；公司 EBITDA 分别为 199.63 亿元、141.21 亿元和 198.03 亿元，分别为本期中期票据额度 10 亿元的 19.96 倍、14.12 倍和 19.80 倍，为本期中期票据与其他新增拟发行及已发行债券总额 35 亿元的 5.70 倍、4.03 倍和 5.66 倍。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

总体看，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。

十一、结论

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

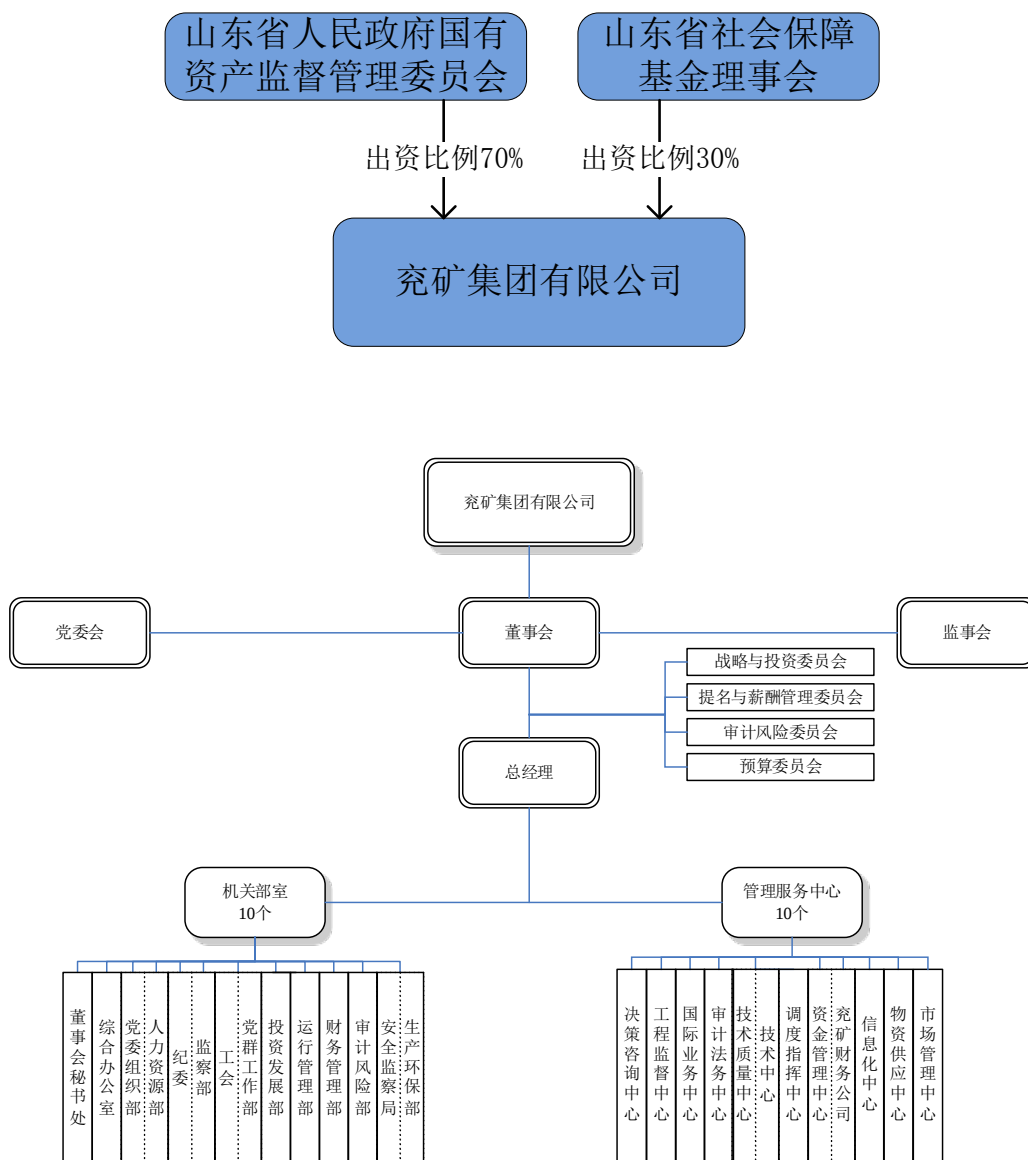
负担仍较重等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

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，收入和利润规模不断扩大；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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

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。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	422.00	432.08	523.63	586.71
资产总额(亿元)	2134.60	2317.04	2877.70	2975.30
所有者权益(亿元)	536.09	584.99	760.12	834.77
短期债务(亿元)	613.72	745.65	742.81	651.65
长期债务(亿元)	768.72	742.40	933.88	1061.37
全部债务(亿元)	1382.44	1488.04	1676.69	1713.02
营业收入(亿元)	1012.35	1397.89	1992.00	472.79
利润总额(亿元)	13.16	14.16	48.60	18.92
EBITDA(亿元)	199.63	141.21	198.03	--
经营性净现金流(亿元)	33.34	35.00	125.91	18.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.33	24.62	20.75	--
存货周转次数(次)	5.74	6.64	7.53	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.63	0.77	--
现金收入比(%)	87.49	104.52	120.05	92.50
营业利润率(%)	12.50	11.16	13.89	17.70
总资本收益率(%)	3.55	3.16	3.92	--
净资产收益率(%)	0.32	0.16	2.59	--
长期债务资本化比率(%)	58.91	55.93	55.13	55.98
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.78	68.81	67.24
资产负债率(%)	74.89	74.75	73.59	71.94
流动比率(%)	108.88	85.53	101.24	124.56
速动比率(%)	85.11	63.54	77.81	98.36
经营现金流流动负债比(%)	4.58	3.92	11.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.99	2.17	2.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	10.54	8.47	--

注：1.2018 年一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； 3.2015~2016 年，公司权益中包含 29.75 亿元永续债券；2017~2018 年 3 月，公司权益中包含 44.95 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 2018 年度第九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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。