

# 信用等级公告

联合[2019] 519 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 2019 年度第二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 2019 年度第二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  
二零一九年三月十一日



# 兖矿集团有限公司

## 2019年度第二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: 品种一: 10 亿元  
品种二: 10 亿元  
品种一和品种二双向回拨, 发行规模合计 20 亿元

本期中期票据期限: 品种一: 3 年  
品种二: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还本部金融机构借款及到期债券

评级时间: 2019 年 3 月 11 日

### 财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	422.00	432.08	523.63	512.43
资产总额(亿元)	2134.60	2317.04	2877.70	3007.93
所有者权益(亿元)	536.09	584.99	760.12	871.10
短期债务(亿元)	613.72	745.65	749.19	707.24
长期债务(亿元)	768.72	742.40	930.20	909.68
全部债务(亿元)	1382.44	1488.04	1679.39	1616.92
营业收入(亿元)	1012.35	1397.89	1992.00	1890.03
利润总额(亿元)	13.16	14.16	48.60	48.46
EBITDA(亿元)	199.63	141.21	198.03	--
经营性净现金流(亿元)	33.34	35.00	125.91	105.06
营业利润率(%)	12.50	11.16	13.89	11.98
净资产收益率(%)	0.32	0.16	2.59	--
资产负债率(%)	74.89	74.75	73.59	71.04
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.78	68.84	64.99
流动比率(%)	108.88	85.53	101.24	106.75
经营现金流动负债比(%)	4.58	3.92	11.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	10.54	8.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.99	2.17	2.43	--

注: 1.2018 年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; 3.2015~2016 年, 公司权益中包含 29.75 亿元永续债券; 截至 2017 年底, 公司权益中包含 44.95 亿元永续债券; 截至 2018 年 9 月底, 公司权益中包含 69.31 亿元永续债券; 4.受公司债务核算统计口径变化影响, 公司 2017 年有息债务规模有所调整。

### 分析师

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

### 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、债务负担较重及归属于母公司利润持续为负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,煤炭储量和产能已达到国内同行业前列;公司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。2018 年 1~9 月,公司收入规模进一步扩大,收益良好,煤炭产量稳定释放,公司行业地位进一步提升。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,公司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. 受煤炭产品市场利好及公司煤炭、化工产能释放影响,公司营业收入和利润总额增长较快。
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. 公司资产规模不断扩大,2018 年公司实施增资,国有资本大幅增长,权益稳定性增强。
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. 公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比较低，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. 近年来公司负债水平有所降低，但债务负担仍较重。

## 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

## 2019年度第二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2017年底，公司注册资本为33.53亿元；经2018年5月股东增资，截至2018年9月底，公司注册资本77.69亿元，山东省国资委持有公司70%股权，山东国惠投资有限公司持有公司20%股权，山东省社会保障基金理事会持有公司10%股权，山东省国资委为公司实际控制人。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监督管理中心共10个管理服务中心。截至2018年9月底，公司纳入合并报表范围直接控股和全资子公司共计138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，其中兖州煤业分别在香港、纽约、上海三地上市，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”）先后在澳大利亚和香港上市，公司是国内唯一一家拥有四地上市平台的煤炭公司。

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9月底，公司合并资产总额3007.93亿元，所有者权益871.10亿元（其中少数股东权益661.50亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入1890.03元，利润总额48.46亿元。

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2019年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额20亿元。拟全部用于偿还本部金融机构借款及到期债券，以降低融资成本，调整负债结构。

本期中期票据拟募集资金20亿元，其中品种一为3年期中期票据，初始发行规模为10亿元，品种二为5年期中期票据，初始发行规模为10亿元，公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加



相同金额，两个品种间可进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计 20 亿元。

本期中期票据到期一次还本，按年付息，无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货

币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车

消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税

新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。

“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

##### 资源分布

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

低，其基础储量占全国的 6.63%。

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

### 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。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.48 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

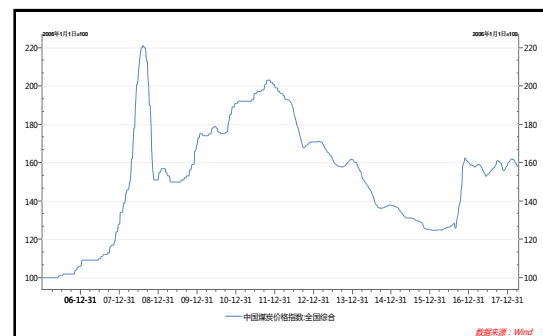
### 煤炭价格

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

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两

种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002 年-2011 年行业的“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。

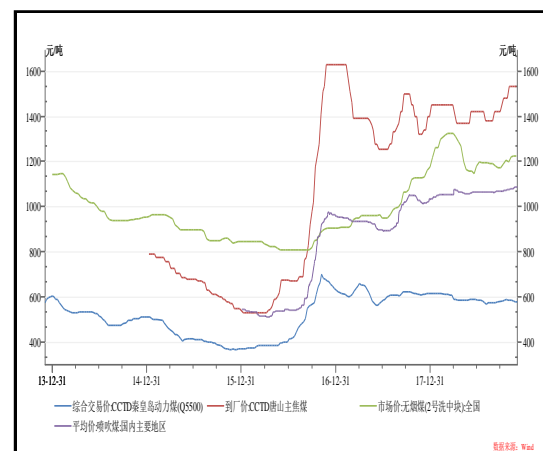
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自 2013 年以来，煤炭市场持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至历史低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 370 元/吨、550 元/吨、844 元/吨和 545 元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入 2016 年以后，受益于煤炭行业去产



能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年，受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响，除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外，动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降，截至2017年6月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年，受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响，煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态，煤炭产品价格持续高位运行，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）长期在高于600元/吨的红色区域，无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施，价格出现快速上涨。2017年~2018年采暖季，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等季节性因素影响，煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势，截至2018年3月12日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨，均较2017年6月份的价格有所上涨。

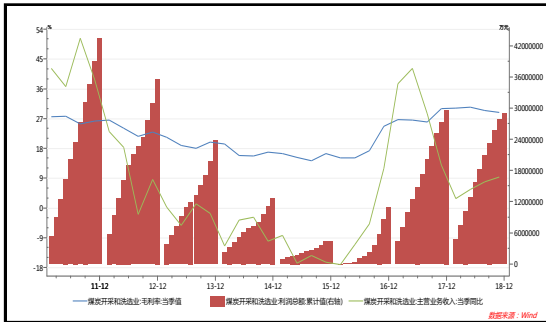
2018年煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤

价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨~570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤均价（国内主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

#### 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~2018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。

图3 近年煤炭行业收入、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 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补；专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

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 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。

2018年4月9日，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出2018年煤炭方面，力争化解过剩产能1.5亿吨左右，确保8亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

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。据国家应急管理2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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，既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。

## **五、基础素质分析**

### **1. 产权状况**

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 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%，公司实际控制人为山东省国资委。

## 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 2018 年 9 月底，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 9 月底，公司纳入合并范围的直接控股和全资子公司 138 家，拥有上海、纽约、澳大利亚及香港四地上市平台。

## 3. 人员素质

截至本报告出具日，公司董事会成员 8 人<sup>1</sup>，监事会成员 5 人，高级管理人员 9 人，

<sup>1</sup> 根据公司章程，公司董事会由 9 名董事组成，但 2017 年 7 月，董事张胜东达到法定退休年龄，且尚未有董事增补到位，截至报告出具日，董事会由 8 名董事组成。

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 9 月底，公司拥有员工 89930 人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占 21.20%，大专学历占 21.30%，中专及高中占 30.91%，高中以下占 26.59%；按专业划分，生产人员占 65.35%，技术人员占 9.08%，财务人员占 1.44%，行政人员占 8.86%，其他人员占 15.27%。

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. 兖州煤业收购联合煤炭工业有限公司股权及非公开发行股票

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 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，后将募集资金总额调整为不超过人民币 63.50 亿元。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. 兖煤澳洲完成香港上市

2019年1月1日，公司子公司兖州煤业公告，经兖州煤业于2018年6月29日召开的第七届董事会第十五次会议审议批准，兖煤澳洲于2018年6月29日向香港联交所保密递交了上市申请，拟在澳大利亚证券交易所和香港联交所实现双地上市。2018年12月6日，兖煤澳洲实现了双地上市，其股份在香港联交所开始交易，股份代码为3668.HK。

兖煤澳洲为实现双地上市而发售的兖煤澳洲股份（“全球发售”），包括最初发售的59441900股兖煤澳洲股份，以及行使兖煤澳洲招股章程所述的超额配售权而发售的兖煤澳洲股份。其中超额配售权已获部分行使。全球发售、配股及超额配售权部分行使全部完成后，兖州煤业所持兖煤澳洲股份比例由约65.45%变更为约62.26%，兖煤澳洲仍为公司控股子公司，公司继续合并兖煤澳洲财务报表。

兖煤澳洲实现香港联交所上市后，成为在香港联交所上市的最大优质海运动力煤出口商。兖州煤业也将成为国内首家在悉尼香港双重上市的煤炭企业，将进一步助力公司国际化发展，公司直接融资渠道更为畅通。

### 3. 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，公司工商变更已经完成。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9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、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1~9月，公司实现营业收入1890.03亿元，同比增长18.81%；受益于煤炭及化工产品价格继续上涨，毛利润同比增长41.89%至251.59亿元；综合毛利率为13.31%，较2017年1~9月的11.15%提升2.16个百分点。各板块收入占比较2017年相比变化不大。

表1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1-9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	530.90	52.45	22.05	782.83	56.00	20.78	1012.97	50.85	27.02	962.72	50.94	23.31
煤化工	95.41	9.42	14.74	114.44	8.19	9.82	157.06	7.88	12.63	138.09	7.31	12.62
其他	386.03	38.13	2.40	500.62	35.81	-0.57	821.97	41.26	2.60	789.22	41.75	1.24
总计	1012.35	100.00	13.87	1397.89	100.00	12.24	1992.00	100.00	15.81	1890.03	100.00	13.31

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1~9月数据未经审计。

## 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2018年6月底，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 9 月底，公司已实现连续安全生产 4385 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 1~9 月
产能	14465	15100	21005	21005
产量	10902	11415	13511	11923
产能利用率	75.37	75.60	64.32	75.68 (年化)
销量	9938	10263	11473	10277
产销率	91.16	89.91	84.92	86.19
销售均价	316.07	332.82	441.74	508.63
本部吨煤生产成本	158.27	211.50	230.48	247.01
兖煤澳洲吨煤生产成本	297.53	318.73	343.78	340.14

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 1~9 月, 公司煤炭产品合计产量达到 11923 万吨, 受益于 2017 年投产部分产能产量释放, 公司年化产能利用率提高到 75.68%。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 2018 年总原煤产量预期将同比大幅提高。

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。2018 年 1~9 月, 公司本部及兖煤澳洲吨煤成本分别为 247.01 元/吨和 340.14 元/吨。

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，其中由于公司外购煤主要以精煤为主，销售均价显著高于公司自产煤。2018 年 1~9 月，公司实现自产煤销量 10277 万吨、产销率为 86.19%；外购煤炭销量 7818 万吨，占煤炭板块收入的 56.20%，占比较 2017 年全年略有提升；煤炭板块销售收入 962.72 亿元，为 2017 年该板块收入的 95.04%。

表 3 公司外购煤炭经营销售情况（单位：万吨、元/吨、%、亿元）

外购煤炭	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
销量	4893	8728	8826	7818
销售均价	443	584	638	692
销售收入	216.79	509.47	563.30	541.01
煤炭销售收入	530.90	782.83	1012.97	962.72
外购煤占煤炭收入的占比	40.83	65.08	55.61	56.20

资料来源：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古、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 9 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 2017 年同比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 1~9 月，公司甲醇产量为 259.15 万吨；醋酸产量为 53.57 万吨；焦炭产量为 141.03 万吨；尿素产量为 63.44 万吨，年化产能利用率均接近或超过 100%。

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，公司部分醋酸、甲醇产品用于作为生产下游加工原料，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 1~9 月，公司甲醇销量为 225.06 万吨；醋酸销量为 34.68 万吨；焦炭销量为 138.14 万吨；尿素销量为 63.30 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 1~9 月，公司板块毛利率为 12.62%，与 2017

年全年水平持平。

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，截至 2018 年 9 月末，煤制油项目已累计投入 130.12 亿元，进入试生产阶段。公司另在内蒙古自治区达拉特旗三响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，该项目于 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有望进一步提高。

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 1-9 月
甲醇	产能	296.00	296.00	310.00	310.00
	产量	319.10	336.76	341.84	259.15
	销量	301.16	325.09	301.73	225.06
	含税销售价	1200.00	1486.00	1980.00	2168.08
醋酸	产能	100.00	100.00	70.00	70.00
	产量	75.98	78.82	79.59	53.57
	销量	59.57	61.35	58.16	34.68
	含税销售价	1970.00	1754.00	2484.00	3830.11
尿素	产能	90.00	90.00	90.00	90.00
	产量	70.81	82.23	75.88	63.44
	销量	70.28	82.52	76.02	63.30
	销售均价	1350.00	1034.00	1295.00	1599.25
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00
	产量	175.17	175.81	180.30	141.03
	销量	181.86	187.58	180.73	138.14
	含税销售价	740.00	945.00	1612.00	1827.12

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 1~9 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 789.22 亿元，占营业总收入的比重分别为 38.13%、35.81%、41.26% 和 41.75%。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 9 月底，公司主要在建房地产项目共计 14 个，以商办和住宅为主，总建筑面积 304.54 万平方米，总投资额 314.14 亿元，已累计投入 172.77 亿元，尚需投入 172.77 亿元，面临较大的资本支出压力。

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 2018 年 9 月底，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（已于 2016 年下半年投入运营）、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。公司在建工程计划投资总计 567.90 亿元，截至 2018 年 9 月底已累计投资 351.94 亿元。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，同时上述项目完工投产将使公司营业收入规模进一步扩大。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 2018 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	计划投资	截至 2017 年底 投资额	截至 2018 年 9 月底投资额	建设进度
煤制油项目	164.06	130.12	130.12	已试车，目前相关配套设施还在建设中，尚未办理竣工结算手续
龙凤煤矿	13.30	3.95	4.22	截至 2018 年 9 月末处于在建阶段，预计 2019 年底竣工
转龙湾煤矿	119.85	93.55	93.71	2014 年 8 月投入试生产，并于 2016 年下半年开始投入商业运营
营盘壕煤矿	96.45	49.19	49.70	已获列国家能源局首批实施减量置换新建煤矿项目，已于 2017 年投产
荣信二期建设	79.80	2.71	12.41	先期建设甲醇及乙二醇装置，截至 2018 年 9 月末处于在建阶段，预计 2019 年底竣工
石拉乌素煤矿	56.42	38.41	38.88	项目于 2013 年 2 月开工，并于 2017 年 1 月开始投入商业运营
万福煤矿	38.02	17.34	22.90	已获得国家发改委项目核准，除采矿许可证、土地出让手续等支持性文件正在办理外，其余项目手续基本完成，预计 2019 年 8 月试生产
<b>合计</b>	<b>567.90</b>	<b>335.27</b>	<b>351.94</b>	-

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 年三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 年前三季度，公司合并范围较 2017 年底减少 1 家，为被吸收合并的山东创元物业管理服务有限公司。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 9 月底，公司合并资产总额 3007.93 亿元，所有者权益 871.10 亿元（其中少数股东权益 661.50 亿元）；2018 年 1~9 月，

公司实现营业收入 1890.03 元，利润总额 48.46 亿元。

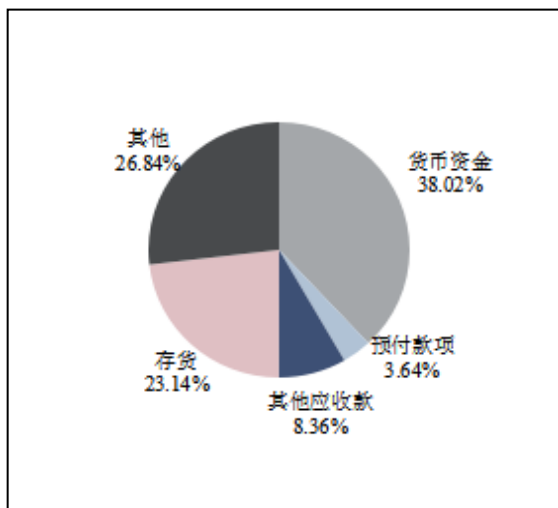
## 2. 资产质量

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。

图 4 公司流动资产情况



资料来源：公司财务报告

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%，主要系企业货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 9 月底，公司资产总额为 3007.93 亿元，较 2017 年底增长 4.53%。从资产构成看，流动资产占比 39.44%，非流动资产占比 60.56%，主要受应收票据、应收账款和其他应收款的增加影响，公司资产总额及流动资产占比有所增长。2018 年前三季度，受公司生产经营状况稳步扩张影响，煤炭收入规模大幅增长，营业收入快速增长，带动应收账款和银行承兑汇票的增加，截至 2018 年 9 月底，公司应收票据较 2017 年底增长 32.19% 至 109.24 亿元；应收账款较 2017 年底增长 97.47% 至 82.45



亿元；同期，公司其他应收款为 146.20 亿元，较 2017 年底增长 62.48%，主要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。截至 2018 年 9 月底，公司非流动资产合计 1821.51 亿元，较 2017 年底变化不大，其中，长期股权投资 119.35 亿元，较 2017 年底增长 59.39%，主要为追加对内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司及齐鲁银行股份有限公司的投资；在建工程为 127.52 亿元，较 2017 年底增长 34.67%，主要由于荣信甲醇二期、榆林能化甲醇二期及万福煤矿等项目投资增加。

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不大，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以实收资本（占 19.91%）、其他权益工具（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公司持股比例发生变，享有其净资产增加 2.88 亿元。（3）公司子公司兖州煤业收购公司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 9 月底，公司所有者权益

871.10 亿元，较 2017 年底增长 14.60%，主要由于实收资本和少数股东权益增长所致。2018 前三季度，受部分资本公积转增股本以及新增股东增资影响，公司实收资本较 2017 年底增长 131.68% 至 77.69 亿元，资本公积较 2017 年底下降 20.30%。此外，公司分别于 2018 年 3 月、7 月、9 月发行 10 亿元、10 亿元和 15 亿元永续债券，其他权益工具增长至 69.31 亿元。公司所有者权益结构较上年变化不大。

整体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比较低，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%。

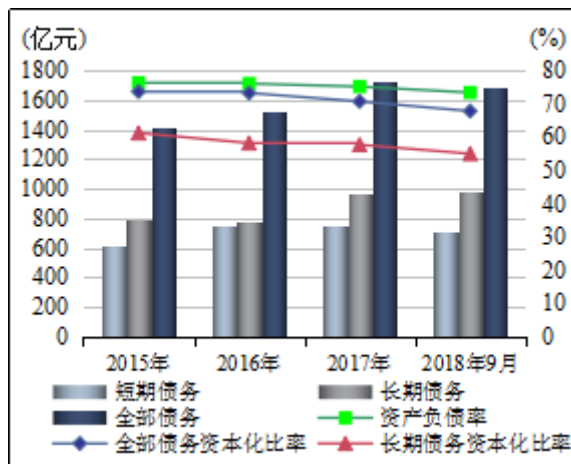
2015~2017 年，公司应付债券波动幅度较大，年均复合增长 2.89%。截至 2017 年底，公司应付债券 260.12 亿元，同比增长 30.72%，主要由于公司及子公司兖州煤业新发行债券所致。

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 10.22%。截至

2017 年底，公司全部债务为 1679.39 亿元，同比增长 12.86%。构成来看，短期债务占 44.61%，长期债务占 55.39%，短期债务比例同比有所下降。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%、70.37% 和 56.08%。2017 年分别为 73.59%、68.84% 和 55.03%。公司债务担负略有下降。若将公司其他权益工具中永续债券调整至长期债务，公司长期债务和全部债务规模将有所提升，截至 2017 年底分别为 974.80 亿元和 1723.98 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三年加权平均值分别上升至 75.63%、72.02% 和 58.52%；2017 年分别为 75.14%、70.67% 和 57.67%。

图 5 公司债务负担指标情况（调整永续债券）



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额为 2136.83 亿元，较 2017 年底变化不大。其中，其他应付款较 2017 年底增长 37.00% 至 137.66 亿元，主要由于兖矿财务公司存款余额增加以及鄂尔多斯能化应付投资款增加所致；同期，公司实缴税费导致应交税费快速下降。截至 2018 年 9 月底，公司非流动负债较 2017 年底下降 2.77% 至 1025.39 亿元，主要由于长期借款有所减少。有息债务方面，公司全部债务小幅下降至 1616.92 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 71.04%、64.99% 和 51.08%。若将公司其他权益

工具中永续债 69.31 亿元调整至长期债务，公司长期债务和全部债务将分别上升至 978.99 亿元和 1686.23 亿元，上述债务比率将分别上升至 73.34%、67.77% 和 54.98%。

整体看，公司近年来公司负债水平有所下降，负债结构有所优化，但债务负担仍较重。

#### 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

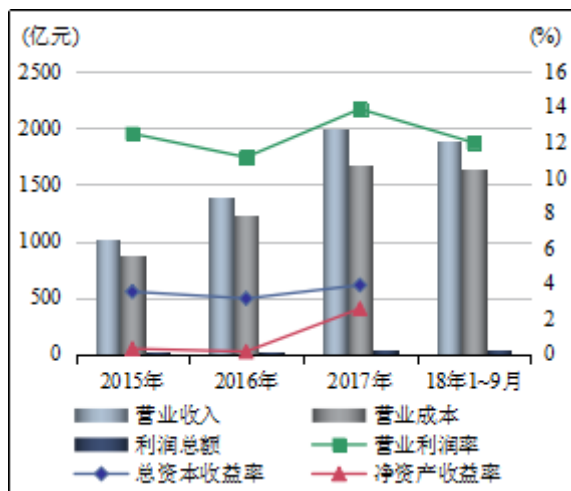


快速增长。受 2016 年下半年煤炭价格增长以及煤炭与煤化工业务收入扩大影响，公司 2017 年实现营业利润 35.42 亿元，同比增长 236.84%，实现利润总额 48.60 亿元，同比增长 243.23%。净利润 19.66 亿元，同比大幅增长。公司利润构成中，营业外收入及投资收益占比大，可持续性较差。

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%、3.62% 和 1.40%，2017 年分别为 13.89%、3.92% 和 2.59%，盈利能力有所提升，但整体依旧偏弱。

2018 年 1~9 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 1890.03 亿元，同比增长 18.81%；同期，受财务费用和资产减值损失的减少以及投资收益的增长，公司实现利润总额为 48.46 亿元，为 2017 年全年的 99.71%；公司营业利润率为 11.98%，较 2017 年下降 1.91 个百分点。

图 6 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

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。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 1~9 月，伴随煤炭行业整体回暖，公司业务规模有所扩张，经营活动现金流量净额为 105.06 亿元，为 2017 年全年的 83.44%；2018 年前三季度，公司处置子公司及其他单位收到的现金净额大幅增长至 26.34 亿元，同期投资支付及收回的现金规模大幅增长，带动公司投资活动现金流入量和流出量分别较上年同期大幅增长至 251.85 亿元和 299.50 亿元，投资活动现金净流出规模缩减至 47.64 亿元；2018 年 1~9 月，



公司筹资活动现金净流出74.45亿元，较上年同期波动较大。

总体看，公司经营活动产生现金流净额持续增长；近年来，公司固定资产投资较大，投资活动产生的现金流持续净流出；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，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9月底，公司流动比率及速动比率分别为106.75%和82.48%，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，但指标水平仍较弱。

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198.03亿元；同期，公司全部债务/EBITDA呈波动增长趋势，三年均值为8.79倍，2017年为8.48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9月底，公司对外担保余额25.46亿元，担保比率2.92%，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2647.31亿元，已使用授信额度1240.94亿元，未使用授信额度1406.37亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司拥有四地上市平台，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2019年2月27日，公司无未结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

#### 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9月底，公司母公司口径资产合计764.12亿元，所有者权益合计91.63亿元；2018年1~9月，母公司实现营业收入18.22亿元，利润总额0.21亿元。

#### 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9月底，公司母公司口径资产764.12亿元，较2017年底增长6.17%，主要由于货币资金、应收票据、应收账款和长期股权投资的增加。

#### 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 9 月底，母公司所有者权益合计 91.63 亿元，由于资本公积转增股本以及新增股东增资，公司母公司实收资本提升至 77.69 亿元，资本公积下降至 8.60 亿元；同期，公司新增发行永续债券计入其他权益工具科目，截至 2018 年 9 月底为 69.31 亿元。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 9 月底，受应付债券大幅增长 43.57 亿元影响，母公司负债合计 672.49 亿元，较 2017 年底增长 2.19%，非流动负债占比提高至 47.65%。

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 9 月底，公司母公司短期债务和长期债务分别为 257.21 亿元和 317.79 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 77.62%、86.25% 和 88.01%。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 1~9 月，母公司实现营业收入 18.22 亿元，同期，受公允价值变动收益大幅增长影响，母公司扭亏为盈，实现利润总额 0.21 亿元，营业利润率下降至 3.16%。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 1~9 月，母公司经营活动产生的现金流量净额为 -86.91 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -2.99 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 120.07 亿元。公司现金类以筹资活动为主

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  
本期中期票据总发行额度为 20 亿元，细分

品种一和品种二，两品种发行额度可双向回拨。以最高发行额度 20 亿元测算，新增债务占 2018 年 9 月底全部债务和长期债务的 1.24% 和 2.20%，对公司现有债务影响小。

截至 2018 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 71.04%、64.99% 和 51.08%，以最高发行额度 20 亿元测算，基于 2018 年 9 月底财务数据，且同时考虑 2018 年 10 月以来发行的 15 亿元“18 兖矿 MTN011”、15 亿元“18 兖矿 MTN012”、15 亿元“18 兖矿 MTN013”、10 亿元“18 兖矿 MTN014”、10 亿元“18 兖矿 MTN015”、15 亿元“19 兖矿 SCP001”、16 亿元“19 兖矿 MTN001A”、4 亿元“19 兖矿 MTN001B”和 15 亿元“19 兖矿 CP001”，本期中期票据发行后，公司将增加债务规模 135 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增长至 72.28%、66.79% 和 54.53%。若考虑将 2018 年 9 月底前发行的永续债券调整至长期债务，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别进一步上升至 74.49%、69.43% 和 58.15%。考虑到募集资金全部用于偿还公司本部金融机构借款及到期债券，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最高发行额度 20 亿元的 44.84 倍、73.67 倍和 155.12 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最高发行额度 20 亿元的 1.67 倍、1.75 倍和 6.30 倍；2015~2017 年，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最高发行额度 20 亿元的 9.98 倍、7.06 倍和 9.90 倍。公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度

高。

截至 2019 年 2 月底，公司公开市场存续各类债券余额合计本金 383.14 亿元，如考虑最大偿债压力即公司含回售选择权债券均于行权日全额偿付，同时考虑本期中期票据，则公司债务最大偿还压力为 2021 年偿付本金 176.20 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 2021 年待偿付本金 176.20 亿元的 5.09 倍、8.36 倍和 17.61 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2021 年待偿付本金 176.20 亿元的 0.19 倍、0.20 倍和 0.71 倍；公司 EBITDA 分别为 2021 年待偿付本金 176.20 亿元的 1.13 倍、0.80 倍和 1.12 倍。本期中期票据发行后，公司存续债券集中兑付压力较低。

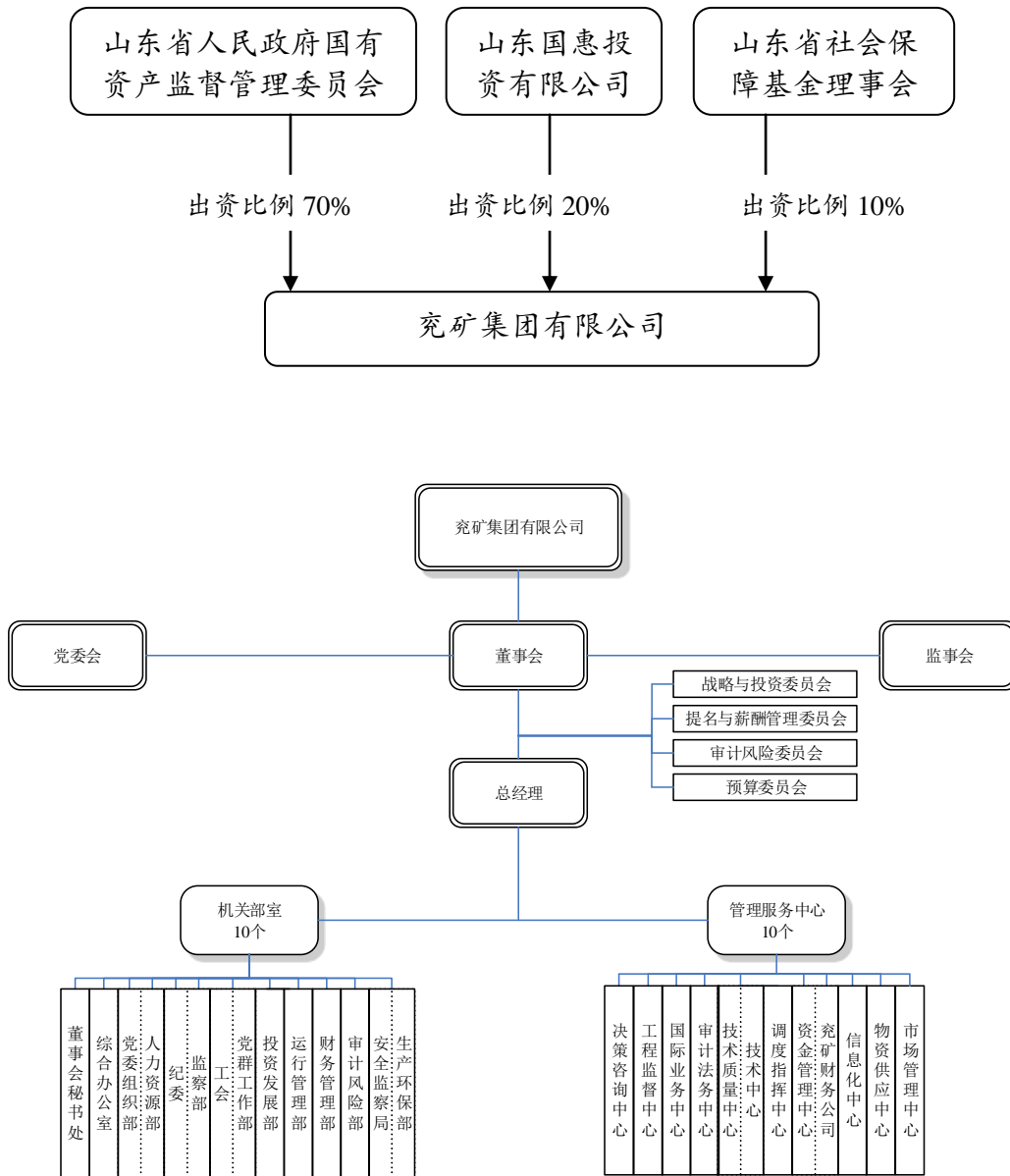
## 十二、结论

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、债务负担仍较重及归属于母公司利润持续为负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。2018 年 1~9 月，公司收入规模进一步扩大，收益良好，煤炭产量稳定释放，公司行业地位进一步提升。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。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，公司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 截至 2017 年底公司二级子公司情况**

企业名称	持股比例	企业名称	持股比例
兖州煤业股份有限公司	55.25	兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	100.00
兖矿贵州能化有限公司	54.00	上海圣贤居酒店有限公司	100.00
兖矿新疆能化有限公司	100.00	济宁化工装备有限公司	100.00
兖矿东华集团有限公司	51.72	兖矿水煤浆气化及煤化工国家工程研究中心有限公司	100.00
兖矿鲁南化肥厂	100.00	山东省安泰化工压力容器检验中心	100.00
兖矿科蓝凯美特化工有限公司	43.61	中垠物产有限公司	100.00
山东兖矿国际焦化有限公司	100.00	山东惠济工贸有限公司	100.00
兖矿国宏化工有限责任公司	91.41	兖矿东华物流有限公司	100.00
兖矿鲁南化工有限公司	100.00	上海兖矿投资有限公司	100.00
兖矿煤化供销有限公司	100.00	上海金谷裕丰投资有限公司	100.00
兖矿煤化工程有限公司	100.00	山东康信检测评价技术有限公司	100.00
山东兖矿铝用阳极有限公司	75.00	山东创元物业管理服务有限公司	100.00
山东兖矿济三电力有限公司	99.00	山东兖矿易佳建筑安装工程有限公司	100.00
邹城新联信息网络工程有限公司	100.00	山东兖矿日照升阳旅行社有限责任公司	100.00
山东兖矿轻合金有限公司	60.00	日照兖矿圣园酒店有限公司	100.00
兖矿铝业国际贸易有限公司	100.00	兖矿东华邹城万家乐商贸有限公司	100.00
上海中期期货股份有限公司	66.67	山东兖矿易佳电子商务有限公司	100.00
邹城市矿区典当有限责任公司	100.00	山东金瓯工矿机械贸易有限公司	100.00
西安兖矿科技研发设计有限公司	53.89	山东兖矿保安服务有限公司	100.00
陕西未来能源化工有限公司	75.00	上海兖矿能源科技研发有限公司	100.00
兖矿榆林精细化工有限公司	100.00	邹城双叶工贸有限责任公司	100.00
北京首府饭店	100.00	兖矿海外能源发展有限公司	100.00
中垠地产有限公司	100.00	兖矿售电有限公司	100.00
山东融裕金谷创业投资有限公司	60.00	中垠融通（上海）国际贸易有限公司	100.00
兖矿科技有限公司	100.00	兖矿集团（香港）有限公司	100.00
北京银信光华房地产开发有限公司	51.00	山东兖矿信达酒店管理有限公司	100.00
兖矿东华建设有限公司	51.72	济南澳科矿山工程技术有限公司	60.00

**附件 3 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	422.00	432.08	523.63	512.43
资产总额(亿元)	2134.60	2317.04	2877.70	3007.93
所有者权益(亿元)	536.09	584.99	760.12	871.10
短期债务(亿元)	613.72	745.65	749.19	707.24
长期债务(亿元)	768.72	742.40	930.20	909.68
全部债务(亿元)	1382.44	1488.04	1679.39	1616.92
营业收入(亿元)	1012.35	1397.89	1992.00	1890.03
利润总额(亿元)	13.16	14.16	48.60	48.46
EBITDA(亿元)	199.63	141.21	198.03	--
经营性净现金流(亿元)	33.34	35.00	125.91	105.06
<b>财务指标</b>				
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	114.21
营业利润率(%)	12.50	11.16	13.89	11.98
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	55.03	51.08
全部债务资本化比率(%)	72.06	71.78	68.84	64.99
资产负债率(%)	74.89	74.75	73.59	71.04
流动比率(%)	108.88	85.53	101.24	106.75
速动比率(%)	85.11	63.54	77.81	82.48
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	8.48	--

注：1.2018 年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；3.2015~2016 年，公司权益中包含 29.75 亿元永续债券；截至 2017 年底，公司权益中包含 44.95 亿元永续债券；截至 2018 年 9 月底，公司权益中包含 69.31 亿元永续债券；4.受公司债务核算统计口径变化影响，公司 2017 年有息债务规模有所调整。

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

## 附件 5-2 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 5-3 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 2019 年度第二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。