

信用等级公告

联合〔2019〕2348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拟发行的兖矿集团有限公司 2019 年度第四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 年度第四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
二〇一九年七月二十四日



兖矿集团有限公司 2019年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据基础发行额度: 10 亿元
本期中期票据发行金额上限: 20 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 3 个计息年度末,
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: 2019 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	432.08	523.63	547.33	483.01
资产总额(亿元)	2317.04	2877.70	3074.10	3011.01
所有者权益(亿元)	584.99	760.12	905.98	931.34
短期债务(亿元)	745.65	749.18	677.86	668.35
长期债务(亿元)	742.40	930.21	928.83	908.52
全部债务(亿元)	1488.04	1679.21	1606.68	1576.87
营业收入(亿元)	1397.89	1992.00	2572.28	580.83
利润总额(亿元)	14.16	48.60	101.69	24.50
EBITDA(亿元)	141.21	199.03	275.10	--
经营性净现金流(亿元)	35.00	125.91	170.82	42.17
营业利润率(%)	11.16	13.89	14.50	12.15
净资产收益率(%)	0.16	2.59	5.71	--
资产负债率(%)	74.75	73.59	70.53	69.07
全部债务资本化比率(%)	71.78	68.84	63.94	62.87
流动比率(%)	85.53	101.24	105.16	106.45
经营现金流动负债比(%)	3.92	11.85	15.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.54	8.48	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.43	3.22	--

注: 1. 2019 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. 公司权益中包含永续债券

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,近三年收入规模和利润水平大幅提升。同时联合资信也关注到公司债务负担仍较重、资产减值损失对公司利润造成侵蚀、归属于母公司所有者的净利润持续为负等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

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极高。

2018 年,公司产能优势进一步显现,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;未来随着公司煤化工领域在建工程项目不断推进,公司收入规模或将进一步扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 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。
2. 公司营业收入规模和资产规模不断扩大,盈利水平提升;2018 年公司实施增资,资本实力增强。
3. 公司近年来不断扩充资源储量,煤炭产销量稳定增长,已确立明显的规模优势。

¹ N 为续期数

4. 公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期债券覆盖程度极高。

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. 近年来公司清理僵尸企业并计提大额资产减值准备，资产减值损失对公司利润造成较大不利影响。
3. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，近年来归属于母公司所有者的净利润持续为负。
4. 公司近年来负债水平有所降低，但债务负担仍较重；公司所有者权益中含有规模较大的永续债券，投资者行使回售权将进一步加大公司偿债压力。
5. 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 2019年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖矿集团有限公司（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54.38亿元，占注册资本的70%，为公司实际控制人；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%。上述股权结构至2019年3月底未再发生变化。

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。公司目前主要经营范围为投资煤炭采选、煤化工、贸易等业务，其中在煤炭系列业务方面拥有较强的规模优势。

公司本部内设机关部室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2019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136家。其中，煤炭业务主要由下属子公司兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）、兖矿贵州能化有限公司（以下简称“贵州能化”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）和陕西未来能源有限公司（以下简称“未来能源”）负责运营。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煤澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）在澳大利亚和香港两地上市。

截至2018年底，公司合并资产总额3074.10亿元，所有者权益905.98亿元（其中少数股东权益672.68亿元）；2018年公司实现营业收入2572.28亿元，利润总额101.69亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额3011.01亿元，所有者权益931.34亿元（其中少数股东权益693.51亿元）；2019年1—3月公司实现营业收入580.83亿元，利润总额24.50亿元。

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年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础拟发行额度10亿元，拟发行金额上限20亿元。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。在第3个和其后每3个计息年度末，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据。

除公司按照赎回条款进行赎回外，公司具有会计政策变动的提前赎回选择权：若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致发行人将此类永续票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回。公司有权在该中期票据由权益重分类为金融负债之日的周期末行使赎回权。公司如果进行赎回，将在该可以赎回之日前20个工作日通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，说明其影响及相关赎回安排，并由上海清算所代理完成赎回工作（该中期票据由权益重分类为金融负债之日距周期末少于20个工作日的情况除外，但公司应在该中期票据由权益重分类为金融负债之日后5个工作日内及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

初始票面利率确定方式：本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。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。

票面利率重置日：自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满3年的各日（如遇法定节假日，则顺延至其后的一个工作日，顺延期间不另计息）。

票面利率确定方式：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（<http://www.chinabond.com.cn>；或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收

益率曲线中，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。

票面利率跃升方式：如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，每3年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，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的3个计息年度内保持不变。自首个票面重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。如果未来因宏观经济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所有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的行为。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，则于付息日前十个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司向普通股股东分红（按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外）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、联席主承销商（如有）自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，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普通债务。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相近。

（2）本期中期票据如不赎回，则从第4个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点。从票面利率角度分析，本期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向股东分红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。公司子公司兖州煤业自1998年上市至今，每年均向普通股股东予以分红，故公司递延支付利息可能性较低。

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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提

升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，

工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及

新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投

资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等

也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业环境

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。

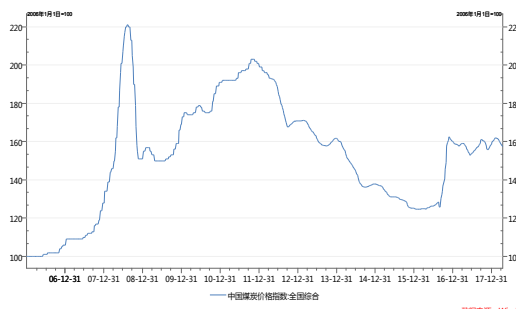
煤炭价格

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—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。

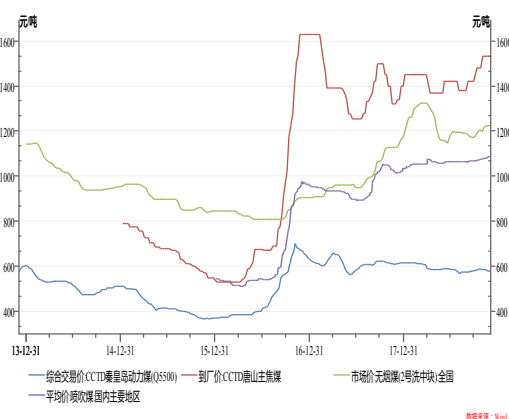
图 1 煤炭价格指数



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)、喷吹煤平均价(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)、喷吹煤平均价(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)、喷吹煤平均价(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。

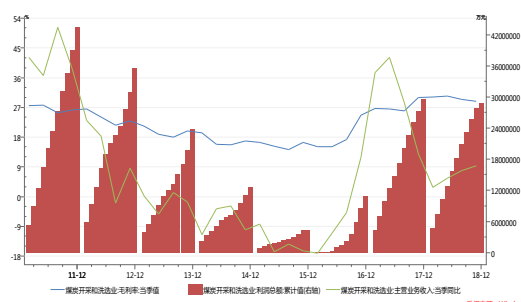
2018年煤炭先进产能加快释放,供需紧平衡态势有所缓解,煤炭价格波动趋缓,动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势,发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的

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)、喷吹煤平均价(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—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个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，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2019年3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，目前已经成为煤炭为主，兼营煤化工、非煤贸易、房地产、机电装备制造及工程施工等业务的经营格局。

截至 2018 年底，公司共拥有国内外主要矿井 38 对，原煤核定产能达 2.27 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。公司同时具备甲醇 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，在煤化工业务方面具备一定的规模优势。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司董事会成员 8 人，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，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，现任公司总经理；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，公司副总工程师、副总经理兼安全监察局局长。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有员工 85196 人。按文化素质划分，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。

2016—2018 年，公司 9 项课题列入国家重点研发计划，122 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，正在研发的 7 米超大采高综放已进入工业性试验，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”“高效大型水煤浆气化技术”荣获 2016 年度国家科技进步二等奖；单炉日处理煤 4000 吨级“大规模水煤浆气化技术开发及示范”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 9 项，山东省科技进步一等奖 1 项。国家级高新技术企业由 11 家增至 17 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. 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。联合资信认为，公司增加注册资本有助于提高公司资本实力及权益稳定性，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。

2. 兖煤澳洲在香港联交所上市

兖州煤业于 2018 年 6 月 29 日召开第七届董事会第十五次会议，审议批准兖州煤业向香港联交所保密递交上市申请。2018 年 12 月 6 日，兖煤澳洲于香港联交所成功挂牌上市，股票代码“3668”，发行价 23.48 港元/股，募集资金 13.96 亿港元，主要用于偿还债务、为收购莫拉本合营企业权益及其他潜在收购提供资金以及拨付营运资金。兖煤澳洲成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司。上市完成后，兖州煤业所持兖煤澳洲股份比例由 65.45% 变更为 62.26%。上述事项完成为公司进一步拓宽直接融资渠道，并为后续资源扩张补充资金，同时并未影响公司对兖煤澳洲控制权。

3. 山东地矿集团有限公司向公司划转山东地矿股份有限公司股权

山东地矿股份有限公司（以下简称“山东地矿”，股票代码“000409”）于 2019 年 1 月发布公告，宣布收到控股股东山东地矿集

团有限公司（以下简称“地矿集团”）通知，地矿集团及其上级国有资产监督管理部门正筹划涉及公司股权重大事项，可能构成山东地矿控股权变更，控股权变更事项系山东省属国有企业之间的国有股权无偿划转，涉及地矿集团持有山东地矿股份 85356551 股，占山东地矿总股本 16.71%。该事项相关交易对手方为兖矿集团，划转完成后，山东地矿控股股东将发生变更；2019 年 1 月 31 日，山东地矿公告，地矿集团就本次股权划转已经与本次股权划转的划入方兖矿集团签署《山东地矿集团有限公司与兖矿集团有限公司关于山东地矿股份有限公司之国有股份无偿划转协议》；2019 年 3 月 8 日，山东地矿收到山东省人民政府国有资产监督管理委员会《关于山东地矿股份有限公司国有股份无偿划转有关问题的批复》（鲁国资收益字〔2019〕16 号），同意将地矿集团所持有的山东地矿 85356551 股股份无偿划转给兖矿集团。截至 2019 年 3 月底，上述股权划转事项尚未完成股权过户手续。

山东地矿业务主要涉及矿业开发、医药制造、油品加工、特种轮胎制造、房地产业务和贸易业务，其中矿业开发业务主要分为黑色金属采选业务和贵金属采选业务（其中黑色金属采选业务已于 2018 年完成剥离）；医药制造主要涉及医药中间体和药用辅料的加工和中药材加工销售等多项业务；油品加工业务主要产品为清洁燃料油、生物柴油、化工产品，主要盈利模式为通过自主研发的专利技术和添加剂；特种轮胎制造业务主要产品包括半钢工程胎、半钢农用胎和特种胎；房地产业务主要以福建省漳浦县为核心进行房地产开发业务；贸易业务经营范围包括茶叶、珠宝玉器、进口红酒及红木家具的批复零售等业务。截至 2018 年底，山东地矿资产总额 47.94 亿元，所有者权益合计 21.51 亿元，2018 年实现营业收入 30.65 亿元，利润总额 1.58 亿元。

山东地矿作为上市公司，本次股权划转系无偿划转将使公司直接融资渠道进一步拓宽。但同时联合资信关注到，山东地矿营业收入近年来波动较大，规模相对较小，对公司自身收入结构提升不大；山东地矿 2016 年、2017 年均处于亏损状态，债务压力较大，并由于信息披露不规范被监管机构行政处罚与立案调查。联合资信将持续关注上述事项可能对公司造成的影响。

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 2019 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，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），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。2016—2018 年，公司营业收入规模快速扩张，营业收入分别为 1397.89 亿元、1992.00 亿元和 2572.28 亿元，2018 年同比增长 29.13%，各业务板块均不同程度实现规模扩张。从收入结构看，煤炭业务是公司的核心业务，2016—2018 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。2018 年公司煤炭产业和非煤产业营业收入分别实现 1312.51 亿元和 1259.77 亿元，占营业总收入的比重分别为 51.03%和 48.97%。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，2016—2018 年分别实现煤炭销售收入 782.83 亿元、1012.97 亿元和 1312.51 亿元。同期公司煤化工业务收入分别

为 114.44 亿元、157.06 亿元和 220.45 亿元，主要由于公司化工产品销售均价持续上涨。其他业务收入主要包括贸易收入（非煤贸易、兖州煤业之外的煤炭贸易）、工程施工收入、房地产销售收入、医疗服务收入等，较为分散，分别实现收入规模为 500.62 亿元、821.97 亿元和 1039.32 亿元。

盈利能力方面，2016—2018 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，公司当年毛利率较低；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 年公司整体毛利率水平同比变化不大，煤炭、煤化工业务毛利率有所增长的同时，其他业务毛利率出现一定程度下降。

2019 年 1—3 月，公司营业总收入为 580.83 亿元，同比增长 22.85%；毛利润同比下降 15.28%至 77.47 亿元；综合毛利率为 13.34%，较 2018 年全年下降 2.42 个百分点。

表 1 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	782.83	56.00	20.78	1012.97	50.85	27.02	1312.51	51.03	27.68	295.74	50.92	23.76
煤化工	114.44	8.19	9.82	157.06	7.88	12.63	220.45	8.57	13.60	61.04	10.51	10.71
其他	500.62	35.81	-0.57	821.97	41.26	2.60	1039.32	40.40	1.16	224.05	38.57	0.29
总计	1397.89	100.00	12.24	1992.00	100.00	15.81	2572.28	100.00	15.76	580.83	100.00	13.34

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；2019 年一季度数据未经审计资料来源：公司提供

1. 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。其中兖州煤业境内煤炭经营主体则包括兖州煤业本部、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”），境外煤炭业务由兖煤澳洲和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。

2018 年公司煤炭产量为 1.61 亿吨，位列国内第三名；自产煤销量为 1.35 亿吨，煤炭板块（自产煤与外购贸易煤合计）实现营业收入 1312.51 亿元。截至 2018 年底，公司共拥有 38

对主要矿井，原煤核定产能为 2.27 亿吨/年（其中兖州煤业为 2.04 亿吨/年），公司拥有和控制煤炭资源地质储量 407.51 亿吨，剩余可采储量 61.52 亿吨，其中境内剩余可采储量为 41.77 亿吨。

公司煤炭以兖州煤业下属资源为主，截至 2018 年底，兖州煤业煤炭资源剩余可采储量达 49.18 亿吨，占公司剩余可采储量的 79.94%。其中，境内剩余可采储量为 29.43 亿吨，主要分布在山东、山西、内蒙古等地区；境外煤炭资源全部分布于澳洲地区。2017 年，兖州煤业澳洲莫拉本煤矿年产 2100 万吨特大型矿井全面建成运营，并完成联合煤炭 100%股权并购，境外煤炭资源储量和产量均大幅提升。除兖州煤业外，公司其他运营主体合计煤炭产能为 2280 万吨/年。

截至 2019 年 3 月底，公司已实现连续安全生产 4567 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，未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	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
产能	15100	21005	22651	22651
产量	11415	13511	16148	3749
产能利用率	75.60	64.32	71.29	66.20
销量	10263	11473	13522	3126
产销率	89.91	84.92	83.74	83.38
销售均价	332.82	441.74	518.62	538.51
本部吨煤生产成本	211.50	230.48	251.87	257.03
兖煤澳洲吨煤生产成本	318.73	343.78	322.28	339.83

注：公司产销量为原煤统计量，销售均价为商品煤销售均价
资料来源：公司提供

2016—2018年公司煤炭产量总体呈上升趋势，煤炭储量和年产能已达到国内行业前列。2018年，公司主要煤产品产量16148万吨，同比增长19.52%，产能利用率为71.29%；2019年1—3月，公司煤炭产品合计产量达到3749万吨，年化产能利用率为66.20%。

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，2016—2018年，公司国内吨煤成本持续上涨。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；2018年，公司本部生产成本达251.87元/吨，主要为上调职工薪酬，人工成本增加所致。同期，兖煤澳洲生产成本有所波动，其中2017年生产成本较高343.78元/吨，主要原因为新增并购煤炭项目所致。

公司煤炭销售包括自产煤销售和部分煤炭

贸易，国内以华东和华北市场为主。山东省内煤矿主要通过自有铁路网或连接国家铁路运达客户，或通过京杭大运河、日照港送至沿海（河）地区；省外煤矿主要采取公路和铁路相结合的方式运到华北和华东地区。此外，子公司兖州煤业2017年以19.425亿元收购淮东铁路25%股权，为公司内蒙古煤炭外运拓宽了渠道。澳洲矿区方面，普力马煤矿与西澳洲政府的维福电厂签署了长期供应合同，煤炭通过皮带运输到发电站，通过铁路运至当地用户；澳洲东部煤炭通过第三方铁路网运至纽卡斯尔港和格拉德斯通港，再通过海运出口至韩国、日本和其他地区。

2016—2018年，公司自产煤销售总量稳步增长，分别达到10263万吨、11473万吨和13522万吨（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89.91%、84.92%和83.74%，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8728万吨、8826万吨和9967万吨，增长迅速。煤炭板块整体收入规模分别为782.83亿元、1012.97亿元和1312.51亿元。其中，外购煤收入贡献占比分别为65.08%、55.61%和55.44%，占比较高。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。2019年一季度，公司实现自产煤销量

3126 万吨、产销率为 83.38%；外购煤炭销量 2215 万吨，占煤炭板块收入的 54.38%，占比变

化不大；煤炭板块销售收入 295.74 亿元，为 2018 年板块收入的 22.53%。

表 3 公司外购煤炭经营销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

外购煤炭	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
销量	8728	8826	9967	2215
销售均价	584	638	730	726
销售收入	509.47	563.30	727.59	160.81
煤炭板块整体销售收入	782.83	1012.97	1312.57	295.74
外购煤占煤炭收入的占比	65.08	55.61	55.44	54.38

资料来源：公司提供

2. 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。截至 2019 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，其中醋酸产能 2017 年出现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。

公司是国家“煤液化及煤化工”重点实验室，拥有世界先进水平的德士古气化技术和自主知识产权的多喷嘴对置式水煤浆气化、煤气化发电与甲醇联产（IGCC）、粉煤加压气化、低压羰基合成醋酸等技术，且已掌握煤炭间接液化技术，科研水平较高。公司重视全过程清洁管理，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。

同时，公司正在建设 100 万吨/年煤制油项目和荣信二期建设项目，预计未来还将逐步加大煤化工板块产能。

产量方面，2016—2018 年，随着新建甲醇生产线投入运营，公司甲醇和醋酸产量相对稳定，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。2018 年，公司煤化工产品产量 671.73 万吨。其中，甲醇产量为 344.24 万吨；醋酸产量为 79.61 万吨；焦炭产量为 191.83 万吨；尿素产量为 56.05 万吨，2018 年

尿素产品受鲁南化工设备陈旧及能耗高影响产量相对较低。2019 年 1—3 月，公司煤化工产品产量 183.39 万吨。其中，甲醇产量为 92.75 万吨；醋酸产量为 24.91 万吨；尿素产量为 16.36 万吨；焦炭产量为 49.37 万吨。

上游原材料方面，公司煤化工产品主要原材料包括无烟煤、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。兖州煤业是集团内部供应商，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。公司与上游客户结算方式主要采用电汇和银行承兑汇票。2018 年，公司前五大原材料供应商采购金额占公司总采购额的 16.21%，对主要供应商依赖程度较低。其中山东中垠国际贸易有限公司是公司关联方，采购金额占 3.45%，价格按照市场公允价格结算，可以保证煤炭的供应。

销量方面，除部分甲醇和醋酸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。2018 年，公司煤化工主要产品销量 592.71 万吨。其中，甲醇销量为 297.69 万吨，醋酸销量为 50.88 万吨，焦炭销量为 190.75 万吨，尿素销量为 53.39 万吨。2019 年 1—3 月，公司煤化工主要产品销量 163.52 万吨。其中，甲醇销量为 77.57 万吨，醋酸销量为 18.52 万吨，尿素销量为 14.98 万吨，焦炭销量为 52.45 万吨。公司与销售客户货款结算主要采用银行承兑汇票和电汇。

2016年以来,公司煤化工主要产品价格呈现持续增长趋势,板块毛利润总体也呈现波动上升趋势。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,公司当年毛利率为9.82%的较低水平。2017年和

2018年,公司各产品销售价格均不同程度上涨,同时公司对煤化工业务加强成本管控,板块毛利率上升至2018年的13.60%。2019年1—3月,公司板块毛利率为10.71%,较2018年全年水平有所降低。

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	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
甲醇	产能	296.00	310.00	310.00	310.00
	产量	336.76	341.84	344.24	92.75
	销量	325.09	301.73	297.69	77.57
	含税销售价	1486.00	1980.00	2179.00	1781.00
醋酸	产能	100.00	70.00	70.00	70.00
	产量	78.82	79.59	79.61	24.91
	销量	61.35	58.16	50.88	18.52
	含税销售价	1754.00	2484.00	3764.00	2581.00
尿素	产能	90.00	90.00	90.00	90.00
	产量	82.23	75.88	56.05	16.36
	销量	82.52	76.02	53.39	14.98
	销售均价	1034.00	1295.00	1561.00	1517.00
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00
	产量	175.81	180.30	191.83	49.37
	销量	187.58	180.73	190.75	52.45
	含税销售价	945.00	1612.00	1906.00	1807.00

资料来源:公司提供

公司煤化工业务在建项目主要包括荣信甲醇厂二期工程和榆林甲醇厂二期,合计投资额125.76亿元,截至2019年3月底已累计投入55.15亿元,后续投资支出仍较大。其中,荣信二期建设项目位于内蒙古自治区达拉特旗三昫梁工业园区,由兖州煤业开发建设,设计产能为甲醇90万吨/年、乙二醇40万吨/年、DMMn30万吨/年,项目总投资79.80亿元,于2017年6月开工,先期建设甲醇及乙二醇装置,截至2019年3月底已累计投入38.66亿元,预计2019年底竣工。榆林甲醇厂二期项目位于陕西省榆林市榆阳区,由兖州煤业开发建设,设计产能甲醇装置80万吨/年,DMMn装置50万吨/年,项目总投资45.96亿元,截至2019年3月底已累计投入16.49亿元,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。

3. 其他业务

公司其他业务主要包括非煤贸易、房地产、工程施工以及其他业务等收入,其中贸易收入为其主要组成部分。2016—2018年度及2019年1—3月,公司除煤炭、煤化工之外的其他业务板块分别实现收入500.62亿元、821.97亿元、1039.32亿元和224.05亿元,占营业总收入的比重分别为35.81%、41.26%、40.40%和38.57%。

公司的其他业务较为分散,占比较大的为贸易、工程施工、房地产、材料销售等,2018年上述四项业务分别实现销售收入784.95亿元、33.46亿元、27.44亿元、22.85亿元,剩余

其他业务主要包括医疗服务、商业网点、工程劳务、餐饮服务等，分布较广，占营业收入总额的比重均较小。

公司的贸易业务运作的主要主体有山东中垠国际贸易有限公司、青岛中究有限公司、青岛中垠瑞丰有限公司及充煤国际等；基本运作模式为从上游客户购买煤炭、铁矿石、有色金属、橡胶、燃料油等产品销往下游贸易商实体单位；结算方式主要为现汇和银承。发行人在稳固发展煤炭开采主业的同时，充分利用丰富的人力、技术、市场和管理资源，大力发展煤炭贸易，满足下游客户对不同煤种的需求。

公司的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、日照圣园置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。截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产项目总计 15 个，以商办及住宅项目为主，总建筑面积为 509.03 万平方米，规划总投资 319.27 亿元，已完成投资 182.48 亿元，累计销售金额 118.98 亿元，其中已结转收入 96.38 亿元。2018 年公司无新增土地储备，截至 2019 年 3 月底公司土地储备 46.36 万平方米。

整体来看，煤炭业务是公司的主要利润来源，近年来公司不断加大资源扩张力度，产量和资源储量方面的规模优势不断凸显，已经成为国内排名靠前的煤炭及系列产品综合生产商，受益于行业景气度提升，煤炭产品毛利润规模不断扩大；煤化工产销总体维持稳定，受益于产品价格总体上涨影响，营业收入规模持续增长，已经成为公司重要的利润来源；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，并给公司带来了一定的跨业经营风险。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 24.62 次、20.75 次和 19.58 次；同期，公司存货周转次数持续上升，分别为 6.64 次、7.53 次和 8.17 次；总资产周转次数持续增长，分别为 0.63 次、0.77 次和 0.86 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

未来规划方面，到 2025 年，公司力争进入中国行业前 5 强，跨入世界能源企业先进行列。力争经济总量比 2013 年翻两番。优质清洁煤炭产品年经销量 1.5 亿吨以上。营业收入达到 4500 亿元，现代服务业和战略性新兴产业比重达到 50% 以上。全员劳动生产率居行业领先水平。煤炭产业、煤化工主导产品具备较强的市场话语权。造就数量充足、结构优化、素质一流的全系列人才队伍，员工总量不超过 7 万人，员工人均年收入超过 20 万元，进入行业前列，多数员工家庭达到中产阶层水平。构建起新型能源化工产业、现代服务业和战略性新兴产业的“三足鼎立”主业发展格局。具备优势突出的国际市场竞争力，铸成公司国际化卓越品牌体系。

截至 2019 年 3 月底，公司在建工程主要集中于新建煤炭产能和煤化工项目。其中，在建煤炭项目包括设计能力 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，设计能力 180 万吨/年的万福煤矿及选煤厂，多个主要项目均已经投入运营；在建煤化工项目包括设计产能 100 万吨的陕西未来能源煤制油项目，设计产能 4 万吨/年的聚甲醛项目，设计产能 30 万吨/年的己内酰胺项目，设计产能甲醇 80 万吨/年和 DMMn50 万吨/年的榆林二期项目，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。上述主要在建工程项目计划总投资 658.32 亿元，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。截至 2019 年 3 月底上述项目已完成投资 417.08 亿元，至 2021 年底公司尚余投资 142.90 亿元。

整体来看，公司在建项目集中在煤矿和煤化工方面。其中煤矿主要设计新增产能位于内

蒙古境内，大部分主要项目已经投产，故在建工程未来主要将影响公司煤化工板块收入规模。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 主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	设计产能	计划总投资	截至 2019 年 3 月底已投资额	2019 年 4—12 月拟投资额	2020 年拟投资额	2021 年拟投资额	截至 2019 年 3 月底建设进度
煤制油项目	100 万吨/年	164.06	130.98	-	-	-	目前相关配套设施还在建设中，竣工结算手续已基本完成
龙凤煤矿	120 万吨/年	13.30	5.06	3.11	3.00	-	处于在建阶段，预计 2020 年一季度完工
转龙湾煤矿	500 万吨/年	119.85	106.35	-	-	-	2016 年下半年开始投入商业运营
营盘壕煤矿	1200 万吨/年	96.45	54.53	9.25	0.00	-	已于 2017 年投产
荣信二期建设	甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn 30 万吨/年	79.80	38.66	25.41	9.00	-	先期建设甲醇及乙二醇装置，预计 2019 年末竣工
石拉乌素煤矿	1000 万吨/年	56.42	40.24	5.91	0.00	-	2017 年 1 月开始投入商业运营
万福煤矿	180 万吨/年	38.02	24.77	13.25	0.00	-	已获得国家发改委项目核准
榆林二期	甲醇装置 80 万吨/年，DMMn 装置 50 万吨/年	45.96	16.49	18.96	10.51	-	目前处于在建阶段，预计 2019 年末竣工
4 万吨聚甲醛项目	聚甲醛 4 万吨/年	6.91	-	5.14	1.8	-	2019 年 1 月开工，预计 2020 年 2 月主装置单体试车
30 万吨己内酰胺项目	己内酰胺 30 万吨/年	37.55	-	9.32	20	8.24	预计 2019 年 6 月开工，预计 2020 年 10 月建成试车
合计	--	658.32	417.08	90.35	44.31	8.24	--

注：营盘壕煤矿和石拉乌素煤矿投产部分已经出在建工程，转固定资产 76.46 亿元，无形资产 18.41 亿元
资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2016—2018 年财务报告由中兴财光华会计师事务所（特殊合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度

财务数据未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围直接控股和全资子公司合计 136 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，公司合并范围内不在纳入合并范围的原子公司有 3 家，主要为山东康信检测评价技术有限公司收回股权投资，山东创元物业管理服务有限公司三供一业移交，兖矿东华邹城万家乐商贸有限公司被吸收合并；新纳入合并范围主体 3 家，为兖矿中科清洁能源科技有限公司、兖矿化工有限公司和兖矿（海南）智慧物流科技有限公司。2019 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 2018 年底，公司合并资产总额 3074.10 亿元，所有者权益 905.98 亿元（其中少数股东权益 672.68 亿元）；2018 年公司实现营业收入 2572.28 亿元，利润总额 101.69 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3011.01 亿元，所有者权益 931.34 亿元（其中少数股东权益 693.51 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现营业收入 580.83 亿元，利润总额 24.50 亿元。

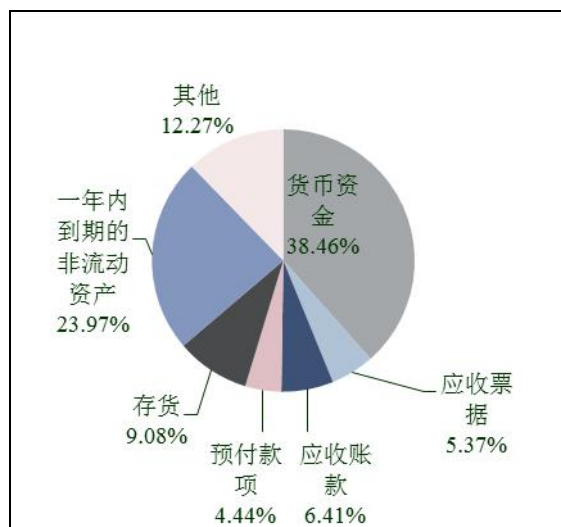
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.18%。截至 2018 年底，公司资产总额为 3074.10 亿元，同比增长 6.83%。从构成来看，流动资产占 38.21%，非流动资产占 61.79%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 23.94%。截至 2018 年底，公司流动资产 1174.63 亿元，主要由货币资金（占 38.46%）和存货（占 23.97%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金有所增长，年均复合增长 10.62%。截至 2018 年底，公司货币资金 451.80 亿元，同比增长 10.43%，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 2018 年底，公司货币资金由银行存款 359.39 亿元为主。公司受限资金规模 94.98 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，且较上年同比规模下降。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 41.79%。截至 2018 年底，公司应收票据 63.08 亿元，同比增长 163.36%，同比下降了 23.66%，主要原因为一方面公司改变了结算方式，票据结算减少同时应收账款增加；另一方面有部分银行承兑汇票到期承兑。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 44.10%。截至 2018 年底，公司应收账款 75.31 亿元，同比增长 80.36%，除结算方式改变外因素外，公司营业收入增长导致应收账款的相应增长。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。

2016—2018 年，公司其他应收款项快速增长，年均复合增长 88.32%。截至 2018 年底，公司其他应收款（不含应收利息、应收股利）为 106.65 亿元，同比增长 18.52%，主要系往来款增加所致；共计提坏账准备 70.04 亿元，计提比例 39.64%。其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面余额合计 59.05 亿元，主要为账龄较长应收款计提坏账、账龄超过合同账期以及部分企业关停或进入破产清算而计提的坏账。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄在 1 年以内的占 64.64%，1~2 年的占 14.64%，2 年以上占 20.72%；其他应收款前五名欠款单位分别为华远资源投资有限公司 18.97 亿元（计提坏账 13.62 亿元）、兖矿峰山化工有限公司 17.33 亿元（企业破产清算，计提坏账 17.33 亿元）、兖矿科澳铝业有限公司 12.98 亿元（企业破产清算，计提坏账 12.98 亿元）、山东地矿集团有限公司 10.00 亿元、兖日水煤浆有限公司 1.50 亿元（企业破产清算，计提坏账 1.50 亿元），账面余额合计为 60.79 亿元，占其他应收款总额的 34.41%，集中度较高。联合资信关注到，公司近年来不断清理内部僵尸企业，破产清算并清退员工，其他应收款不断增长，并计提大额坏账准备，对公司收益造成持续性影响。

2016—2018 年，公司存货快速增长，年均复合增长 19.67%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 281.53 亿元，同比增长 13.05%，主要为房地产开发成本大幅增长所致。公司存货中房地产开发成本、工程施工和库存商品账面余额占比分别为 56.31%、12.15%和 10.21%；2018 年计提存货跌价准备 1.80 亿元。

截至 2018 年底，公司划分为持有待售资产 2.73 亿元，较上年同期的 31.24 亿元显著下降，

主要系兖煤澳洲于 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 HVO 合资企业 16.60% 权益，2018 年公司完成上述权益处置所致。公司剩余待售资产为拟出售土地。

2016—2018 年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 89.07%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 92.19 亿元，同比增长 26.48%，主要系公司其他流动资产主要为土地塌陷、复原、重整及环保费、待抵扣进项税及预交税金和应收融资租赁款转让增加所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 10.62%。截至 2018 年底，公司非流动资产 1899.47 亿元，同比增长 5.43%。从构成来看，固定资产占 41.00%、无形资产占 27.77%。

2016—2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 8.30%。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 1240.19 亿元，2018 年计提折旧 73.90 亿元，累计计提折旧 453.64 亿元，固定资产成新率 63.42%，成新率一般。公司部分房屋建筑物产权证书尚未办妥。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 779.08 亿元，主要由机器设备和房屋及建筑物构成，占比分别为 50.98%和 44.57%；共计提固定资产减值准备 7.68 亿元，已抵押固定资产 2.31 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 25.47%。截至 2018 年底，公司在建工程为 157.29 亿元，同比增长 66.10%，主要系贵州能化龙凤煤矿等项目投资增加所致。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 26.60%。截至 2018 年底，公司无形资产为 527.56 亿元，同比下降 4.19%，主要由于无形资产摊销增加所致。截至 2018 年底，公司无形资产主要以采矿权（占 77.23%）、

土地使用权（占 12.77%）为主。公司未办妥产权证书的土地使用权合计 48.59 亿元，账面价值 13.73 亿元的采矿权和 597.40 万元的土地使用权处于抵押状态。

截至 2018 年底，公司资产受限规模为 790.10 亿元，占总资产的 25.70%。其中，以兖煤澳洲与联合煤炭工业有限公司总资产 457.70 亿元借款抵押和货币资金受限规模 94.98 亿元等为主。受限规模较大。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 3011.01 亿元，较 2018 年底下降 2.05%，流动资产与非流动资产比重变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金 393.75 亿元，较 2018 年底下降 12.85%，主要由于公司偿还到期债务所致；存货 288.58 亿元，较 2018 年底小幅增长 2.50%；其他应收款 116.78 亿元，较 2018 年底增长 9.50%，主要系往来款增加所致；其余各资产科目变化不大。

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，部分资产存在产权证尚未办妥情况；公司资产受限规模较大，对公司资产流动性造成一定影响；公司近年来不断清理内部僵尸企业，破产清算并清退员工，其他应收款不断增长，并计提大额坏账准备，对公司收益造成持续性影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 24.45%。截至 2018 年底，公司所有者权益同比增长 19.19% 至 905.98 亿元，其中归属于母公司所有者权益同比增长 38.51% 至 233.30 亿元，主要系实收资本、其他权益工具大幅增长所致。归属于母公司所有者权益主要以实收资本（占 33.30%）、其它权益工具（49.06%）、资本公积（占 25.58%）、其他综合收益（占 -16.69%）和专项储备（占 8.36%）为主。

2018 年，公司实收资本由 33.53 亿元增长至 77.69 亿元，系 2018 年 2 月 26 日，根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会（鲁国资产权字〔2018〕7 号）文件《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转增国家资本的批复》，同意将公司请示中所述国有划拨土地使用权按经国土资源部备案的评估结果转增实收资本所致，资本公积同时减少 44.16 亿元。

2016—2018 年，公司资本公积有所波动，年均复合增长 2.37%。除资本公积转增实收资本外，2018 年公司子公司山东兖矿煤化国际焦化有限公司实施债转股及兖矿鲁南化肥厂破产清算共减少资本公积 6.62 亿元；公司发行可交换债券，2018 年转股 2.67 亿股，增计资本公积 32.55 亿元。上述主要因素共同影响下，截至 2018 年底公司资本公积为 59.68 亿元，同比下降 25.28%。

公司其他权益工具全部为各类永续债券。截至 2018 年底，公司其他权益工具合计 114.45 亿元，同比增长 69.86 亿元，主要系公司于 2018 年发行 8 期合计发行金额为 100.00 亿元的永续中期票据所致。

2016—2018 年，公司未分配利润分别为 64.75 亿元、26.26 亿元和 0.45 亿元。其中，2018 年公司未分配利润大幅下降主要系公司持兖州煤业股权变更减少使未分配利润减少 24.18 亿元、兖州煤业计提永续债利息下降 3.15 亿元所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 931.34 亿元，较 2018 年底增长 2.80%，主要由于少数股东权益的增长所致。公司所有者权益整体较上年底变化不大。

整体看，公司所有者权益中其他权益工具及少数股东权益占比较高，其中其他权益工具又以永续债券为主；2018 年公司实收资本大幅增长，权益稳定性有所加强；近年来，公司未分配利润持续下降，下降幅度较大。

负债

2016—2018 年，公司负债合计快速增长，年均复合增长 11.88%。截至 2018 年底，公司负债总额 2168.12 亿元，同比增长 2.39%。负债构成中流动负债占 51.02%，非流动资产占 48.98%。

2016—2018 年，公司流动负债波动中快速增长，年均复合增长 11.78%。截至 2018 年底，公司流动负债为 1117.02 亿元，同比增长 5.09%。流动负债主要由短期借款（占 25.43%）、应付账款（占 13.48%）、其他应付款（占 13.00%）、一年内到期的非流动负债（占 20.96%）和其他流动负债（占 10.98%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 10.38%。截至 2018 年底，公司短期借款 284.03 亿元，同比下降 22.00%，主要系公司盈利能力提高，偿还部分到期借款并加大直接融资比例所致。构成上，主要以保证借款 60.22 亿元和信用借款 213.09 亿元为主。

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合下降增长 103.17%。截至 2018 年底，公司应付账款为 150.59 亿元，同比增长 59.35%，一方面是随着公司业务规模扩大，公司应付账款规模相应增加且账期有所加长，另一方面是随着公司业务规模的扩大，在建项目投入的增多，应付工程材料、设备款项增加所致。

依据财会（2018）15 号文要求，公司其他应付款科目、应付利息与应付股利科目合并列示。2016—2018 年，公司其他应付款（不含应付利息与应付股利）快速增长，年均复合增长 118.07%。截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息与应付股利）145.21 亿元，同比增长 44.51%，主要为资金往来款增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动，年均复合增长 11.11%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 155.24 亿元和一年内到期的应付债券 66.71 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 12.97%。截至 2018 年，公司其他流动负债 122.60 亿元，同比下降 38.88%，主要由于公司于 2018 年底待偿的超短期融资券及利息大幅下降所致。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 11.99%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 1051.10 亿元，同比变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 55.70%）和应付债券（占 31.31%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 9.38%。截至 2018 年底，公司长期借款 585.45 亿元，同比下降 9.15%。公司长期借款包括美元借款 29.14 亿美元（截至 2018 年底折合人民币 200.13 亿元）和澳元借款 0.18 亿澳元（截至 2018 年底折合人民币 0.87 亿元）。公司长期借款人民币借款利率在 4.31% 至 5.90% 之间；外币美元借款利率在 3 个月 Libor+2.8% 至 6 个月 Libor+2.75% 之间。公司外币借款规模较大，存在一定的汇兑损益风险。

2016—2018 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 28.61%。截至 2018 年底，公司应付债券 329.14 亿元，同比增长 26.53%，主要由于公司新发行债券 250.61 亿元所致。

2016—2018 年，公司长期应付款持续下降，年均复合下降 47.44%。截至 2018 年底，公司长期应付款为 14.93 亿元，同比下降 41.82%。其中，7.71 亿元融资租赁款、2.40 亿元生命保险资产管理有限公司融资已调整入长期债务进行核算，其他为采矿权价款等。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 3.91%。截至 2018 年底，公司全部债务为 1606.68 亿元，同比下降 4.33%。构成来看，短期债务占 42.19%，长期债务占 57.81%，长期债务比例有所增长。债务指标方面，2016—2018 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 72.29%、66.98% 和 53.01%。2018 年分别为 70.53%、63.94% 和

50.62%。公司债务负担略有下降。

图5 公司债务负担指标情况



资料来源：公司财务报告

截至2019年3月底，公司负债总额为2079.67亿元，较2018年底下降4.08%。其中流动负债方面，应付账款下降27.41%至109.31亿元，主要原因是公司改变结算方式应付账款转为应付票据；同期公司应付票据增长52.47%至96.28亿元；其他流动负债下降29.89%至85.95亿元，主要为公司偿还部分短期融资券所致。非流动负债方面，长期借款较上年下降3.09%至567.36亿元，其他科目均变化较小。有息债务方面，公司全部债务为1576.87亿元，较2018年底下降1.86%；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69.07%、62.87%和49.38%。若将公司其他权益工具中永续债券114.56亿元调整至长期债务，公司全部债务将进一步上升至1691.43亿元，上述债务比率将分别上升至72.87%、67.44%和55.61%。

整体看，公司债务规模持续增长但有息债务规模有所下降，债务负担仍较重，同时负债结构有所优化。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长35.65%，同期营业成本年均复合增长32.90%，营业成本增速低于营业收入增

速，使公司营业利润率持续上升。2018年公司实现营业收入2572.28亿元，同比增长29.13%，主要由于煤炭量价齐升和贸易业务规模扩大；同期营业成本为2166.97亿元，同比增长29.21%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用年均复合增长22.37%；2018年为226.01亿元，同比增长19.29%，主要由于主要系销售规模增加导致运输费、港务费和保险费增加，及公司社会保险纳入济宁市统筹管理并一次性计提社会保险费导致管理费用增加所致。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10.80%、9.51%和8.79%，公司成本费用控制能力有所提升。

2016—2018年，公司资产减值损失波动增长，年均复合增长86.78%。2018年公司资产减值损失为51.88亿元，同比下降15.33%。公司2017年及2018年计提资产减值损失规模较大，主要为清理僵尸企业造成公司其他应收款坏账损失以及公司文玉煤矿采矿权减值损失规模较大所致。

2016—2018年，公司投资收益波动较大，2018年为23.09亿元，同比增长136.21%，主要系公司权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产在持有期间的投资收益及处置可供出售金融资产取得的投资收益同比增幅较大所致，其中权益法核算的长期股权投资收益增幅较大，主要系2018年参股浙商银行获得投资收益7.64亿元和参股内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司获得投资收益1.96亿元。

2016—2018年，公司营业外收入波动较大，主要为政府补助、非流动资产处置利得和其他，分别为6.06亿元、14.74亿元和6.63亿元。其中，2017年公司购买联合煤炭公司股权，合并成本及被购买方可辨认净资产公允价值差额确认利得导致当年营业外收入规模较大。2018年，公司营业外支出为13.81亿元，较上年1.57亿元明显增长，主要系公司赔偿金、违约金及各种罚款支出大幅增加及公司原自行管理的医疗

工伤和生育保险纳入济宁市统筹管理系统，需交纳 2.80 亿元过渡性社会保险费所致。

2016—2018 年，公司利润总额快速增长，公司 2018 年实现利润总额 101.69 亿元，同比增长 109.26%。净利润 51.77 亿元，同比大幅增长 163.36。公司净利润中，归属于母公司所有者的净利润为-17.07 亿元，持续三年为负。

盈利指标方面，近三年营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均持续增长，加权平均值分别为 13.65%、4.36%和 3.66%，2018 年分别为 14.50%、5.34%和 5.71%，盈利能力有所提升。

图 6 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2019 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 580.83 亿元，为 2018 年全年的 22.58%；利润总额为 24.50 亿元，为 2018 年全年的 24.09%；公司营业利润率为 12.15%，较 2018 年下降 2.35 个百分点，主要为吨煤成本上升及化工产品价格回落造成毛利率下降所致。

总体看，近年来公司营业收入有较大增长；费用控制能力有所提升；2018 年公司取得较好的利润水平；公司资产减值损失规模较大，对公司利润水平造成了较大不利影响；近年来公司归属母公司的净利润为负。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营

活动现金流净流量快速增长，年均复合增长 120.91%。2018 年公司经营活动现金流净流量为 170.82 亿元，同比增长 35.66%。2018 年，公司经营活动现金流入量为 3391.65 亿元，同比增长 9.32%，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 3220.83 亿元，同比增长 8.21%，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 2184.80 亿元，同比增长 10.73%。从收入实现质量看，近三年公司现金收入比分别为 104.52%、120.05%和 110.33%，公司收入实现质量高。

2016—2018 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 115.95%；2018 年，公司投资活动现金流净额为 256.85 亿元，同比增长 9.01%。2018 年公司投资活动现金流入 119.48 亿元，同比大幅增长 32.00%，除收回投资收到的现金 41.41 亿元和取得投资收益 15.94 亿元外，固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金 35.82 亿元和收到其他与投资活动有关的现金 26.30 亿元（主要为兖州煤业收回受限的定期存款）。同期公司投资活动现金流出为 376.33 亿元，规模同比变化不大。

2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流净额波动较大，三年分别为-18.05 亿元、187.38 亿元和 180.85 亿元，2018 年延续较大的资金流入规模。

2019 年 1—3 月，经营活动现金流量净额为 42.17 亿元，较上年同期 18.39 亿元大幅增长；同期，公司收回投资收到的现金为 39.26 亿元，规模较大，但公司持续推进在建项目建设，投资活动净现金流为-12.34 亿元；公司债务规模有所下降，筹资活动净现金流为-26.25 亿元。

总体看，公司近年来经营性结余规模较大；同期，公司固定资产和投资并购投入较大，投资活动产生的现金净流出规模较大；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持续增长趋势，截至2018年底分别为105.16%和79.95%，同比分别增长3.92个百分点和2.14个百分点。截至2019年3月底，公司流动比率及速动比率分别为106.45%和79.05%，均较2018年底变化不大。2018年，公司经营现金流动负债比为15.29%，同比增长3.44个百分点，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA持续增长，分别为141.21亿元、198.03亿元和275.10亿元；同期，公司全部债务/EBITDA呈下降趋势，三年均值为7.58倍，2018年底为5.84倍；EBITDA利息倍数指标持续增长，三年均值为2.71倍，2018年为3.22倍。公司长期偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司对外担保余额11.21亿元，担保比率1.20%，主要被担保单位上海睿涛房地产开发有限公司，担保金额0.67亿元；南京锦安中垠房地产开发有限公司，担保金额10.54亿元。相较公司权益规模，公司对外担保风险较低。

截至2019年3月底，公司共获得获得银行包括意向性授信的各类授信额度合计授信总额2651.93亿元，已使用授信额度1308.63亿元，尚余授信1343.20亿元。公司下属子公司在纽约、香港、上海和澳大利亚等多个证券交易所上市，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6月3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2018年底，公司母公司口径资产合计774.94亿元，所有者权益合计90.84亿元；2018年，母公司实现营业收入8.78亿元，利润总额-3.80亿元。

截至2019年3月底，公司母公司口径资产合计802.10亿元，所有者权益合计89.30亿元；2019年1—3月，母公司实现营业收入4.77亿元，利润总额-0.92亿元。

资产质量

2016—2018年，公司母公司口径资产持续增长，年均复合增长率为8.90%，截至2018年底为774.94亿元，同比增长7.68%。从资产结构来看，母公司流动资产与非流动资产比重相当，其中其他应收款（含应收利息和应收股利）和长期股权投资占比高，2018年底分别为312.03亿元和274.37亿元。截至2019年3月底，公司母公司口径资产802.10亿元，较2018年底增长3.51%，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51.75%。

所有者权益

2016—2018年，公司母公司口径所有者权益波动增长，年均复合增长16.35%；2016—2018年，母公司未分配利润分别为-41.04亿元、-71.89亿元和-109.45亿元。近年来母公司发行多期永续债并计入其他权益工具，截至2018年底，母公司所有者权益合计90.84亿元（含永续债114.45亿元）。截至2019年3月底，母公司所有者权益合计89.30亿元，各科目未发生明显变化。联合资信关注到，公司母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

2016—2018年，公司母公司口径负债持续

增长, 年均复合增长 8.01%。截至 2018 年底公司母公司口径负债为 684.10 亿元, 同比增长 3.95%。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上升至 68.41%。截至 2018 年底, 公司母公司短期债务余额 238.64 亿元, 长期债务 213.46 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 88.28%、83.27%和 70.15%; 如同时考虑, 所有者权益中含有 90.84 亿元永续债券, 公司母公司债务负担很重。

截至 2019 年 3 月底, 公司母公司负债合计 712.80 亿元, 较 2018 年底增长 3.51%, 非流动负债占比提高至 34.11%, 主要系长期借款和应付债券有所增长所致, 其余科目变化不大。

盈利能力

2016—2018 年, 母公司营业收入持续下降, 年均复合下降 45.89%。2018 年母公司实现营业收入 8.78 亿元, 同比下降 44.39; 营业成本为 6.30 亿元; 营业利润率为 24.74%。受财务费用规模较大、公允价值变动收益波动以及 2018 年母公司计入 23.27 亿元资产减值损失影响, 尽管母公司 2018 年取得投资收益 47.56 亿元, 但 2018 年母公司利润总额为-3.80 亿元。2019 年 1—3 月, 母公司实现营业收入 4.77 亿元, 利润总额为-0.87 亿元, 营业利润率为 83.15%。总体看, 公司母公司营业规模小, 并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

2016—2018 年, 母公司经营活动现金流入量波动增长, 2018 年母公司经营活动现金流入量为 289.79 亿元, 以收到其他与经营活动有关的现金 282.51 亿元为主; 经营活动产生的现金流量净额为 0.82 亿元, 规模保持较低水平。2018 年母公司投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-86.21 亿元和 77.54 亿元。2019 年 1—3 月, 母公司经营活动产生的现金流量净额为 0.01 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-1.01 亿元, 筹资活动产生的现金流量

净额为 20.18 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; 母公司债务规模较大, 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 亿元到 20 亿元有息债务。按照发行上限即公司本期发行 20 亿元考虑, 新增债务占 2019 年 3 月底全部债务和长期债务的 0.92%和 2.15%, 对公司现有债务影响小。

截至 2019 年 3 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 69.07%、62.87%和 49.38%, 若本期公司成功发行最大额度 20 亿元, 以公司 2019 年 3 月底报表财务数据为基础, 同时考虑 2019 年 4 月发行的 20 亿元“19 兖矿 MTN002”、2019 年 7 月 10 日发行的 15 亿元“19 兖矿 MTN003”, 本期中期票据发行后, 公司长期债务和全部债务将分别增长 55 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 69.62%、63.67%和 50.85%, 公司债务负担有所加重。考虑到募集资金全部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

2016—2018 年, 公司经营活动现金流入量分别为 1473.46 亿元、3102.38 亿元和 3391.65 亿元, 分别为本期中期票据最大额度 20 亿元的

73.67 倍、155.121 倍和 169.58 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 35.00 亿元、125.91 亿元和 170.82 亿元，分别为本期中期票据最大额度 20 亿元的 1.75 倍、6.30 倍和 8.4 倍；公司 EBITDA 分别为 141.21 亿元、198.03 亿元和 275.10 亿元，分别为本期中期票据最大额度 20 亿元的 7.06 倍、9.90 倍和 13.76 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极高。

十二、结论

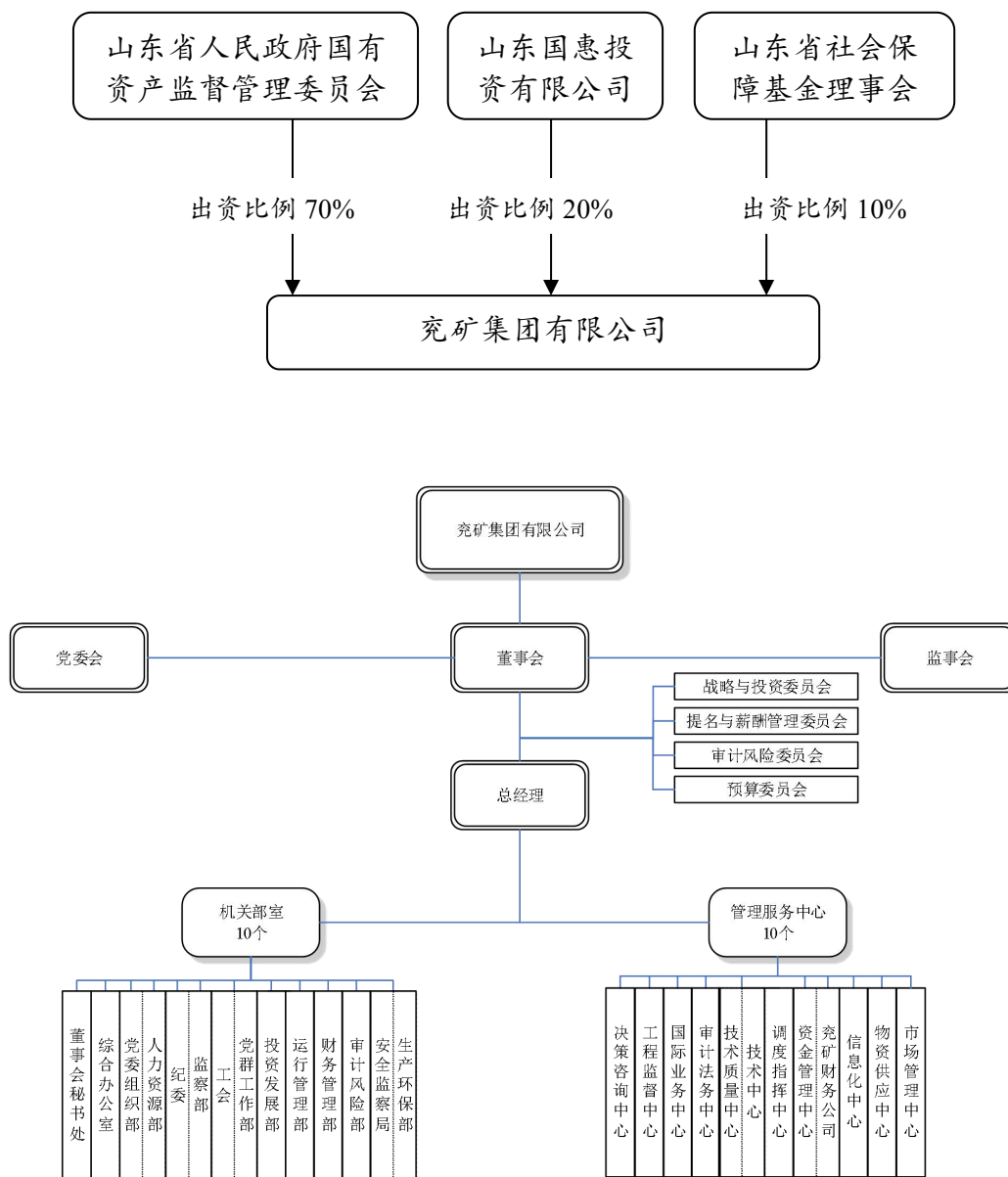
公司作为山东省属大型煤炭企业，在资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具有优势，近三年收入规模和利润水平大幅提升。同时联合资信也关注到公司债务负担仍较重、资产减值损失对公司利润造成侵蚀、归属于母公司所有者的净利润持续为负等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

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极高。

2018 年，公司产能优势进一步显现，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；未来随着公司煤化工领域在建工程项目不断推进，公司收入规模或将进一步扩大。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司主要子公司情况

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	51.81	兖矿国宏化工有限责任公司	99.58
邹城信联信息网络工程有限公司	100.00	兖矿贵州能化有限公司	54.00
邹城双叶工贸有限责任公司	100.00	兖矿东华物流有限公司	100.00
邹城市矿区典当有限责任公司	100.00	兖矿东华建设有限公司	100.00
中垠物产有限公司	100.00	兖矿东华集团有限公司	100.00
中垠融通（上海）国际贸易有限公司	100.00	北斗天地股份有限公司	53.89
中垠地产有限公司	100.00	上海中期期货股份有限公司	100.00
兖矿榆林精细化工有限公司	100.00	上海兖矿投资有限公司	100.00
兖矿新疆能化有限公司	100.00	上海兖矿能源科技研发有限公司	100.00
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	上海金谷裕丰投资有限公司	100.00
兖矿售电有限公司	100.00	陕西未来能源化工有限公司	75.00
兖矿煤化供销有限公司	100.00	山东兖矿轻合金有限公司	100.00
兖矿煤化工程有限公司	100.00	山东兖矿铝用阳极有限公司	75.00
兖矿铝业国际贸易有限公司	100.00	山东兖矿济三电力有限公司	99.00
兖矿鲁南化工有限公司	100.00	山东兖矿国际焦化有限公司	50.00
兖矿科蓝凯美特化工有限公司	43.61	山东省安泰化工压力容器检验中心	100.00
兖矿科技有限公司	100.00	山东融裕金谷创业投资有限公司	60.00
兖矿济宁化工装备有限公司	100.00	山东金瓯工矿机械贸易有限公司	100.00
兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	100.00	山东惠济工贸有限公司	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
兖矿海外能源发展有限公司	100.00	青岛东方盛隆实业有限公司	99.58

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	432.08	523.63	547.33	483.01
资产总额(亿元)	2317.04	2877.70	3074.10	3011.01
所有者权益(亿元)	584.99	760.12	905.98	931.34
短期债务(亿元)	745.65	749.18	677.86	668.35
长期债务(亿元)	742.40	930.21	928.83	908.52
全部债务(亿元)	1488.04	1679.39	1606.68	1576.87
营业收入(亿元)	1397.89	1992.00	2572.28	580.83
利润总额(亿元)	14.16	48.60	101.69	24.50
EBITDA(亿元)	141.21	198.03	275.10	--
经营性净现金流(亿元)	35.00	125.91	170.82	42.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.62	20.75	19.58	--
存货周转次数(次)	6.64	7.53	8.17	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.77	0.86	--
现金收入比(%)	104.52	120.05	110.33	111.21
营业利润率(%)	11.16	13.89	14.50	12.15
总资本收益率(%)	3.16	3.92	5.34	--
净资产收益率(%)	0.16	2.59	5.71	--
长期债务资本化比率(%)	55.93	55.03	50.62	49.38
全部债务资本化比率(%)	71.78	68.84	63.94	62.87
资产负债率(%)	74.75	73.59	70.53	69.07
流动比率(%)	85.53	101.24	105.16	106.45
速动比率(%)	63.54	77.81	79.95	79.05
经营现金流流动负债比(%)	3.92	11.85	15.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.43	3.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.54	8.48	5.84	--

注：1.2019 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.公司权益中包含永续债券

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 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 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。

附件 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 兖矿集团有限公司 2019 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

兖矿集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

兖矿集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，兖矿集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注兖矿集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现兖矿集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，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。