

信用等级公告

联合[2008] 092 号

联合资信评估有限公司通过对兖矿集团有限公司及其 2009 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

兖矿集团有限公司

2009 年度企业主体长期信用等级为

AAA

兖矿集团有限公司

2009 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年十二月二十四日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

兖矿集团有限公司

2009 年度第一期中期票据信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 15 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2008 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 9 月
资产总额(亿元)	445.09	521.01	595.27	621.91
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	69.04	172.99	197.81	206.50
长期债务(亿元)	136.92	154.82	187.79	202.51
全部债务(亿元)	221.37	255.85	298.06	307.70
主营业务收入(营业收入)(亿元)	218.97	313.11	349.76	350.45
利润总额(亿元)	32.12	32.09	42.27	47.12
EBITDA(亿元)	56.80	68.44	75.03	---
经营性净现金流(亿元)	28.86	29.95	37.81	62.37
主营业务利润率(营业利润率)(%)	39.02	29.13	30.85	37.32
净资产收益率(%)	9.51	9.13	11.59	--
资产负债率(%)	64.96	66.80	66.77	66.80
全部债务资本化比率(%)	58.67	59.66	60.11	59.84
流动比率(%)	114.88	85.60	96.40	109.22
全部债务/EBITDA(倍)	3.90	3.74	3.97	----
EBITDA 利息倍数(倍)	7.63	6.14	6.85	----
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.79	4.56	5.00	----

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 2006 年为根据新会计准则追溯调整后数据。2008 年 9 月数据未经审计。

分析师

吕 晗

电话 010-85679696-8856

邮箱 lvhan@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话 010-85679696-8802

邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

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“兖矿集团”或“公司”)的评级,反映了公司作为中国煤炭行业的龙头企业之一,在行业前景、资源储备、产业布局、经营规模、技术水平等方面的综合优势。同时联合资信也注意到煤炭价格波动加大、下游需求增长放缓、煤化工和煤电铝项目市场风险等因素给公司带来一定的不利影响。

公司未来几年投资规模较大,债务负担较重;但新建矿井和煤化工项目的投产将增强公司抗风险能力,预计公司将凭借自身的规模优势和技术水平保持行业领先地位,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用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很小,安全性很高。

优势

1. 煤炭在中国一次能源消费中占比大,煤炭工业是重要的基础产业,行业长期发展前景良好。

2. 公司煤炭资源赋存条件好,煤质优良;通过积极开拓外部资源,公司相继获得巨野煤田、贵州、陕西、山西和澳大利亚等地的煤炭开采权,为持续发展奠定了基础。

3. 公司煤炭主业盈利能力强,并通过大力发展煤化工、煤电铝产业延伸了产业链,增强了整体抗风险能力。

4. 公司注重科技创新,掌握、拥有一批具有世界领先或先进水平的核心技术。

5. 公司经营活动获取现金的能力强,经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

关注

1. 中国国内煤炭下游电力、钢铁等行业需求放缓，未来煤炭价格波动性加大。
2. 公司本部主产煤区压煤村庄搬迁难度较大，煤炭产量提升存在困难。
3. 中国对动力煤、焦炭、尿素、氧化铝、电解铝等产品进出口政策调整较大，对公司产品出口有一定影响。
4. 国内煤化工新建项目产能将在未来几年集中释放，存在一定产能过剩风险；电解铝产业产能过剩，2008年6月以来价格快速下跌，对公司该板块经营不利。
5. 公司煤制油项目榆林基地已开工建设，2008年9月国家发改委对煤制油项目投资的相关政策作出了调整，对公司正在进行的煤制油业务可能会产生一定影响。
6. 公司未来几年投资规模较大，债务负担较重。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与兖矿集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因兖矿集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由兖矿集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 兖矿集团 2009 年度第一期中期票据信用等级自本期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该票据的信用等级有可能发生变化。

一、企业概况

兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”或“公司”）前身为成立于 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，1999 年，公司更名为兖矿集团有限公司，出资人为山东省国有资产监督管理委员会，注册资本 335339 万元。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，是煤炭行业第一个建立现代企业制度的国有大型集团公司。

经营范围：煤炭采选、热电、建筑材料、水泥、高岭土、煤化产品（不含化学危险品）的生产销售，矿用设备、机电设备及成套设备的制造、安装、维修、销售，通用零部件及机械配件加工、销售；燃气燃烧器具安装、维修；煤气及燃气设备销售，粘土开采销售，石子、木材加工、公路运输，工程测量，餐饮、旅馆、游泳、娱乐服务，美容美发，烟酒糖茶及日用百货零售；水产、牲畜养殖（以上项目凭许可证经营），房地产开发、物业管理服务，铁路货物（自营）运输，工艺品销售，广告业务（以上经营仅限分支机构）；机电产品、服装、纺织及橡胶制品（以上产品不含国家专营专控）的销售；备案范围内的进出口业务，园林绿化，房屋、设备租赁，煤炭技术、煤化工技术、煤电铝技术开发服务，金属及非金属矿物品、电线电缆的生产、销售；许可证批准范围内的增值电信业务（有效期至 2009 年 4 月 13 日）。

公司下设计划部、生产技术部、财务部、市场管理部、投资部、安全监察局等 26 个职能部门，共有控股子公司 28 家（其中全资子公司 3 家）。公司下属的兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）先后在纽约证券交易所、香港证券交易所和上海证券交易所上市挂牌交易。

截至 2007 年底，公司合并资产总额 5952686.00 万元，股东权益 1978135.39 万元（其中少数股东权益 1125883.66 万元）；2007 年实

现营业收入 3497621.99 万元，净利润 229231.02 万元。

截至 2008 年 9 月底，公司合并资产总额 6219145.27 万元，所有者权益 2065028.02 万元（其中少数股东权益 1125883.66 万元）；2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 3504523.73 万元，净利润 220112.20 万元。

公司地址：山东省邹城市凫山南路 298 号；法定代表人：耿加怀。

二、本期中期票据概况

公司计划发行总额度为 40 亿元的中期票据，其中第一期 15 亿元（以下简称“本期中期票据”），存续期限 5 年，其余额度将在注册有效期内择机发行。

本期中期票据无担保。

本次中期票据所募集的资金将用于补充公司营运资本需求、扩大经营规模、优化融资结构。本次发行中期票据所募集的资金主要用于以下用途：

（1）补充营运资本。公司根据国家经济发展规划和自身现有条件，在做强煤炭主业的同时，大力发展煤化工、电解铝等产业。受新建项目的陆续投产、公司产能增加等因素影响，公司需要大量增加原、辅材料的储备，同时生产过程中的资金占用也将大量增加。根据公司 2009 年预计销售收入、近三年流动资产平均周转次数等指标综合测算，公司预计 2009 年营运资本缺口约为 45 亿元。本次募集的资金将用于补充公司营运资本的需求，公司计划将 10 亿元用于采购电力、油料、钢材、木材等材料。

（2）优化融资结构。目前，公司融资大部分通过银行贷款获得。公司目前与多家金融机构有业务往来，融资范围较为分散，融资品种较为单一，中期票据发行后将对融资结构进行调整，偿还成本偏高的银行贷款 5 亿元。

公司承诺本次中期票据募集资金不用于房地产开发、煤制油相关业务。公司承诺在本次

发行的中期票据存续期间内，若变更募集资金用途，将及时披露有关信息。

三、行业分析

煤炭采选行业

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1. 行业概况

表 1 各主要产煤国煤炭资源情况

国别	探明储量 (亿吨)	储采比(年)	占总量比例(%)
美国	2466	234	27.1
俄罗斯	1570	500 年以上	17.3
中国	1145	48	12.6
澳大利亚	904	210	8.6
印度	747	207	10.2
南非	553	190	5.4
德国	670	34	0.7
波兰	143	90	1.5
加拿大	86	105	0.7
印度尼西亚	52	25	-
全球	9090.64	147	100

注 1: 储采比=探明储量/年原煤产量

注 2: 数据来源 BP 世界能源统计 2007

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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 70%，“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，未来中国能源供应以煤炭为主的格局在较长时间内无法改变。

煤炭是地球上蕴藏最丰富的化石燃料，世界前十位储量最大的国家依次为：美国、俄罗斯、中国、澳大利亚、印度、南非、德国、波兰、加拿大、印度尼西亚。相比以上国家中国存在煤炭资源丰富，但人均占有量低，可持续开采条件差的特点。

中国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.5%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

表 2 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比(%)		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.1	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局

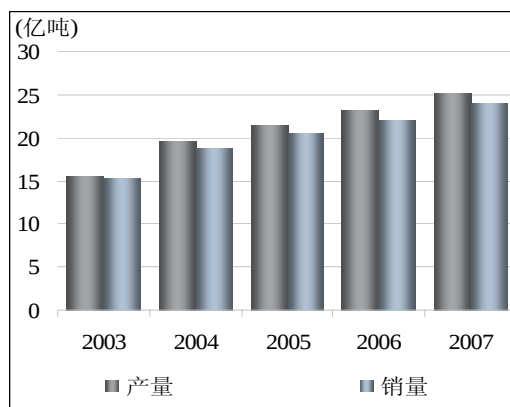
由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以

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。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭供给方面，建国以来，中国煤炭工业发展较快，尤其是 20 世纪 70 年代开始采用综采技术后，中国的煤炭产量增长迅速，2007 年占世界煤炭总产量的 38.8%。2002 年以来，煤炭行业受主要用煤行业需求增长的影响进入快速增长阶段。2004-2007 年煤炭行业产销率增长持续加速（见图 1），至 2007 年，中国煤炭产销量分别为 25.23 亿吨和 23.98 亿吨，分别比 2006 年增长 8.20%和 8.60%。2008 年前三季度全国原煤产量 19.34 亿吨，同比增长 14.4%。在煤炭产量保持较高增速同时，受下游需求减弱影响，社会煤炭库存自 2008 年 7 月开始逐渐上升，截至 2008 年 10 月末全国煤炭社会库存约 1.78 亿吨，同比增加 1492 万吨，上升 9.1%。

图 1 2003 年~2007 年煤炭行业产销情况



数据来源：中国煤炭工业协会

需求方面，煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占我国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。按 2007 年煤炭资源的消费结构，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化

工约占 6%。

表 3 2007 年煤炭下游行业煤炭消费情况

	消费量 (万吨)	同比增速	消费量占比
四行业合计	216766	6.6%	88.5%
电力	126141	6.3%	51.5%
建材	40414	4.1%	16.5%
钢铁	35515	7.6%	14.5%
化工	14696	4.9%	6.0%
其他	28167	1.0%	11.5%

数据来源：国家统计局

从表 3 中可以看到，中国煤炭下游的电力、建材、钢铁、化工四大行业在 2007 年都继续保持了较快增长，促成了本轮煤炭行业的高度景气。

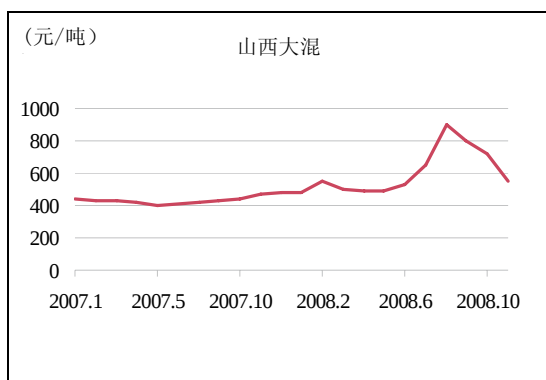
煤炭价格方面，自 2003 年以来，虽然煤炭下游行业持续高速增长，但受限于煤炭价格双轨制和消化前期产能过剩因素，煤炭价格一直保持稳中有升态势。2007 年初，国家发改委取消全国煤炭订货会议，改为电视电话汇总会议，鼓励煤电双方自主协商定价，煤炭价格市场化迈出关键性一步，煤炭价格也具备了大幅上涨条件。

2008 年以来，由于对中小煤矿的治理整顿造成部分煤矿停工关闭，煤炭行业产生了暂时性的需求缺口，国际油价的一路上涨使具有部分替代性的煤炭资源相对稀缺，年初雪灾造成运力紧张更是放大了煤炭的需求缺口。国内煤炭价格也随之一路上涨，较具代表性的秦皇岛港煤炭交易市场山西大混（发热量 5000 大卡/千克）由年初约 400 元/吨最高升至 2008 年 7 月底约 900 元/吨。2008 年国家发改委两次对煤炭提出限价，要求秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格不得高于 2008 年 6 月 19 日价格，煤炭价格上涨得到一定程度抑制。

2008 年 6 月以来，随着美国次贷危机的加剧，美国经济和世界经济减速预期加强，油价从 140 美元高位回落至 2008 年 12 月 40 美元附近，带动国际煤炭价格回落。房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业受宏观经济减速影响，增长显著放缓，带动下游发电量增长率连续下滑，火电企业对煤炭需求减少，钢铁企业

减产则直接减少了炼焦煤需求，煤炭供求形势趋于宽松，市场价格由上半年的快速上涨转为逐步回落，港口和电力企业存煤增加。至 2008 年 10 月，秦皇岛港煤炭压港现象已趋于严重，主要品种煤炭价格出现不同程度下跌，2008 年 11 月中旬，秦皇岛港煤炭交易市场山西大混已跌至 550 元/吨。煤炭下游需求放缓现象明显，煤炭供求关系由偏紧转为宽松。

图 2 秦皇岛港煤炭交易市场山西大混煤炭价格



注：图中价格为秦皇岛山西大混中转价，发热量 5000 大卡/千克

2. 现阶段中国煤炭工业面临问题

当前中国煤炭行业发展面临的诸多问题主要是：

①产业结构不合理。煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低的问题突出；二是煤炭行业发展区域性差异扩大；三是煤炭价格水平不平衡问题凸现。中国华东地区靠近煤炭主要消费区，煤炭总体价格水平高，而西北地区平均售价要低 200 元/吨。

②受运输瓶颈制约，结构性矛盾突出。中国煤炭产量集中在晋、陕、蒙地区，跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。晋东南煤炭外运能力较为紧张，特别是增加直达华东、中南地区的铁路运力比较困难。

③行业发展面临的资源、环境压力越来越大。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。

3. 煤炭产业政策

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》，国家将给予适当国债资金补助，重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿，并制定切实可行的支持措施，鼓励煤炭企业联合重组，引导形成产能亿吨级和 5000 万吨级的大型骨干企业。另外，政府鼓励煤炭企业向下游产业延伸，形成多元产业格局，延长产业链条，提高煤炭产品附加值。

为避免因煤炭勘查投资过热而出现产能过剩问题，2007 年 2 月，国土资源部出台了《关于暂停受理煤炭探矿权申请的通知》，决定在中国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。

2007 年 4 月，国务院安委会下发了《国安办关于印发 2007 年煤矿整顿关闭工作要点的通知》，要求 2007 年底前确保完成关井 4000 处，力争提前完成第三阶段关闭任务。“十一五”期间各地不再批准建设规模小于 30 万吨/年的矿井；立即关闭 3 万吨/年及以下煤与瓦斯突出、水害严重矿井。

2007 年 11 月，国务院出台了《国家关于促进煤炭企业组织结构调整的指导意见》，意见表示要逐步推进一个矿区由一个主体开发，优先向大型煤炭企业有偿出让矿业权，对大型企业矿区内的煤矿分类进行整合、收购或关闭。

2007 年 11 月，国家发改委发布了《煤炭产业政策》。政策提出要深化煤炭资源有偿使用制度改革，加快煤炭资源整合；推进煤炭企业的股份制改造、兼并和重组，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构；建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇（华亭）、鲁西、两淮、冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东等十三个大型煤炭基地。

2008 年 10 月，国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门联合发出《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，计划到 2010 年底至少再关闭 4000 余处，小煤矿总数控

制在 1 万处以内，并均落实到各省市。煤炭产业整合如期加速。在目前煤炭产业景气下滑之际，整合煤炭行业有利于稳定市场。

煤炭产品出口方面，中国目前实行煤炭出口配额制。自 2006 年 9 月 15 日起，中国取消了煤炭出口退税政策，2006 年 11 月 1 日起对煤炭产品加征 5% 的出口关税，2007 年 6 月 1 日起，中国煤炭进口税率由 3%-6% 调至 0%-3%。2008 年 8 月 20 日起，焦炭出口税率从 25% 上调至 40%，炼焦煤税率从 5% 上调至 10%，此外，开征其他八类烟煤及一般贸易项下出口的铝合金出口关税，税率分别暂定在 10% 和 15%。国家鼓励煤炭进口减少出口的政策导向对煤炭出口造成了较大影响。

4. 煤炭行业前景

①整体需求继续增长。从主要煤炭消费行业的发展趋势看，电力、冶金、建材、化工等国民经济重点行业继续保持良好的发展势头，但增长速度放缓，同时考虑节能降耗的影响，预计国内煤炭需求整体将保持持续增长态势，但增速将逐步放缓。

②煤炭价格市场化和成本还原推动煤炭价格上涨。一是煤炭价格逐步市场化。从 2007 年开始，电煤价格开始实现市场化，由供需双方自主协商定价，自主衔接。二是国家通过征收各类基金进行价格还原加大了煤炭生产成本，也是推动煤炭价格上升的因素之一。

③产业整合提升企业规模。根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》和《煤炭产业政策》，未来将进一步加快煤炭资源整合，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构。

④产业链逐步完善提升企业盈利能力。煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。而且，随着石油价格的持续高位运行，煤炭对石油的替代性也开始逐渐显现。随着产业链和

产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升。

总体来看，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

煤制油及煤化工行业

煤制油包括煤直接液化和煤间接液化两条工艺路线，生产汽油、柴油等油品。煤制烯烃是指由煤生产乙烯、丙烯等烯烃，烯烃是当前工业极其重要的石化产品。

早在上世纪 30 年代末，由于石油紧缺，德国就开始研究煤制油技术。目前世界上典型的几种煤直接液化工艺有：德国 IGOR 公司和美国碳氢化合物研究(HTI)公司的两段催化液化工艺等。典型的间接液化技术有：Sasol 工艺、荷兰皇家 Shell 石油公司的 SMDS 合成工艺、中科院山西煤化所浆态床合成技术的开发和兖矿煤制油技术开发。几十年来，国际油价大幅度波动，煤制油项目几起几落，美国、日本和德国煤制油项目还没有真正投入商业运行，只有南非 Sasol(萨索尔)公司间接液化技术投入了工业运营。南非从 1955 年起就采用煤炭气化技术和费-托法合成技术，生产汽油、煤油、柴油、合成蜡、氨、乙烯、丙烯、 α -烯烃等石油和化工产品，年生产液体烃类产品 700 多万吨(萨索尔堡 32 万吨/年、塞库达 675 万吨/年)，其中合成油品 500 万吨，每年耗煤 4950 万吨。

伴随近年来油价高涨，国内掀起煤制油项目开发的高潮。我国目前在建和拟建煤制油的公司主要包括神华集团、兖矿集团、潞安矿业集团和内蒙古伊泰集团。

国内煤制油项目多数是在煤炭价格较低和高油价背景下论证立项，近期国际原油价格大跌，同期煤炭价格经历较大幅度上涨，原有成本优势及盈利论证基础可能不复存在，未来国内新建煤制油项目的盈利前景将较大程度上依赖于油价和煤价的高低。

以煤替代天然气的煤化工产业主要是指煤

气化产业。煤气化的主要产品是尿素和甲醇，以及甲醇下游的二甲醚（DMF）、醋酸等。国际上甲醇和尿素生产主要采用天然气为原料。2007 年 11 月以来，国际尿素价格在天然气价格带动下大幅上涨，国内尿素出口开始增多，价格也开始上涨，国家为了控制尿素产品的价格，2008 年 4 月 20 日开始对尿素加征 100% 的出口关税，9 月 1 日又在此基础上继续加征 50% 的出口关税。此次调整后，考虑到季节性出口关税，四季度尿素出口关税为 175%，受关税调整的影响，国内尿素的出口大幅回落，产品的价格也远远低于国际尿素的价格，厂商利润十分微薄。醋酸是重要的有机化工原料之一。主要用于生产醋酸乙烯、醋酐、醋酸纤维素、醋酸酯类、对苯二甲酸、氯乙酸和醋酸盐类等。可广泛用于化工、轻工、纺织、医药、印染、橡胶、农药、照相药品、电子、食品等部门，其衍生物多达几百种。随着国内甲醇羰基合成法装置不断扩产，特别是近年煤化工、天然气化工兴起之后，投资建设大型甲醇羰基合成醋酸项目增多。据统计，2007 年底我国醋酸产能已达 350 万吨，2008、2009 两年扩张将分别达 95、180 万吨，存在一定产能过剩的风险。

电解铝行业

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，用途非常广泛，受宏观经济整体影响较大，因此铝行业的发展取决于全球经济增长状况，产品价格波动频繁，受国家政策影响较大，是典型的周期性行业。

1. 铝行业概况

表 4 铝消费结构（单位：%）

	中国	全球
建筑	31	19
交通	14	30
电器与电力	13	10
耐用品	10	6
机械	9	9
包装	7	19
其他	16	7
合计	100	100

资料来源：CRU 联合资信整理

铝的消费主要集中在建筑、交通、电器与电力行业。中国与世界铝消费结构有所不同。中国国内铝消费主要集中在与地产相关建材行业和汽车行业。

电解铝生产主要原料是氧化铝、电力、阳极碳素，三项成本占总成本约 89%。其中氧化铝和电力为主要成本。国内氧化铝资源主要由中国铝业公司（以下简称“中铝公司”）控制。中铝公司氧化铝报价是氧化铝价格的风向标。受下游行业需求萎缩影响，2008 年以来，中铝公司多次调低氧化铝现货价格，由年初 4300 元/吨已调至 2008 年 11 月 2600 元/吨。

表 5 电解铝成本结构

	占比
氧化铝	43%
电费	32%
阳极碳素	14%
人力财务及辅料等	11%
合计	100%

资料来源：联合资信整理

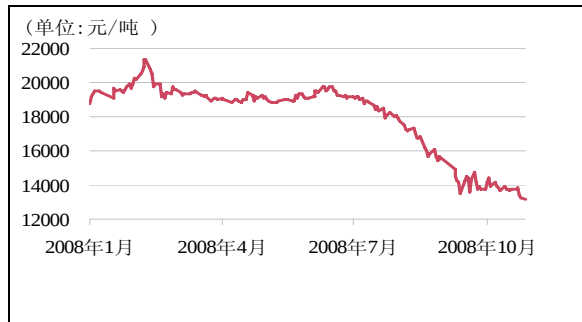
2. 行业运营情况

2008 年 8 月以来，受美国次贷危机影响，中国国内房地产、汽车、机械行业增速明显放缓，铝制品需求快速萎缩。同期电解铝价格由 21000 元/吨下跌至 2008 年 11 月 13000 元/吨附近。

面对低迷的国内市场，以中国铝业集团有限公司为代表的铝冶炼企业进行了一定程度的减产。截至 10 月 20 日，中国电解铝减产的产能已经超过 150 万吨/年，约占国内总产能的 10%。国内电解铝市场跌破生产成本价，2008 年 11 月 24 日上海期货收盘价为 13194 元/吨。据测算，目前国内电解铝生产成本约在 15000-16000 元区间，以目前的价格计算，大部分冶炼厂生产亏损 2000-3000 元/吨。2008 年 10 月国际市场 LME 库存继续上增至 150.5 万吨左右，已是 1995 年 2 月来的最高水平，充分显示了供应过剩的压力。巴克莱银行预测，国际铝价生产成本应在 2200 美元以上，虽然已有全球

性减产计划，但减产规模远不及消费萎缩的速度。

图3 2008年上海期铝价格



资料来源：上海期货交易所

价格与成本倒挂造成了铝行业利润的快速下滑。中国有色金属工业协会据该协会统计，2008年1-9月全国重点22家铝企实现净利润138.63亿元人民币，同比下降37%。同期铝行业主要上市公司净利润多数出现大幅下滑。

表6 铝业上市公司净利润及同比增速 单位：亿元

	07年 前3季度	08年 前3季度	同比增速
中国铝业	84.40	25.84	-69.39%
焦作万方	5.61	4.90	-12.65%
云铝股份	4.45	2.06	-53.70%
关铝股份	2.22	0.08	-96.35%
常铝股份	0.39	0.30	-22.48%
南山铝业	8.52	6.03	-29.29%
中孚实业	4.44	3.85	-13.36%
新疆众和	0.80	1.45	82.27%
宁波富邦	0.03	-0.03	-212.96%
金马集团	0.33	0.13	-60.88%
神火股份	6.93	11.25	62.34%

数据来源：wind 资讯

从表6可以看出，除铝深加工企业新疆众和及煤电铝一体化公司神火股份（该公司煤炭业务利润占比约为50%）保持了较好的盈利能力外，大部分电解铝生产企业盈利能力均出现较大幅度下降。深加工企业相比纯冶炼企业抗风险能力相对较强，而产业链较为完整的企业也保持了较为稳定的盈利能力。

3. 未来关注

（1）电解铝企业未来面较大成本压力。氧

化铝价格虽然同期出现大幅下调，对降低成本起到了一定积极作用，但由于煤炭价格的大幅度上升给下游的电力企业造成了较大压力，未来存在电价上调压力，一定程度上将增加电解铝生产成本。整体看电解铝行业成本下降困难。

（2）电解铝价格跌幅较大，售价与成本倒挂，未来行业亏损面有扩大趋势。

（3）地产、汽车等行业景气度持续下滑将进一步推迟铝行业复苏时间。

受下游主要铝消费行业需求萎缩和国内电解铝行业产能扩大双重影响，自2008年下半年以来，电解铝行业景气度快速下滑，销售价格低于生产成本，部分企业出现亏损。同期铝深加工和煤电铝一体化企业表现出相对较强的抗风险能力。未来电解铝行业景气度回升将更多依赖宏观经济面转好，但铝深加工企业凭借较高的产品附加值、煤电铝一体化公司依靠显著的成本优势有望在行业低谷时继续保持较好的抗风险能力。

四、基础素质

1. 竞争实力

表7 2008年煤炭工业百强前6位

排名	单位名称	营业收入 (万元)	原煤产量 (万吨)
1	神华集团有限责任公司	10706758	23600
2	中国中煤能源集团公司	5771835	10503
3	山西煤炭运销集团有限公司	4841106	1778
4	河南永城煤电控股集团有限公司	3756610	1608
5	山西焦煤集团有限责任公司	3703184	7237
6	兖矿集团有限公司	3612917	3888

注1：营业收入为2007年数据，未经审计；山西煤炭运销集团有限公司为2007年产能。

注2：该排名由中国煤炭工业协会发布。

公司是华东地区最大的煤炭生产企业，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，是煤炭行业第一个建立现代企业制度的国有大型集团公司。公司在兖州、

济东、巨野、贵州、山西、陕西、新疆、澳大利亚等地拥有多家煤田，已占有和控制的煤炭地质储量 141.1 亿吨，可采储量 61.33 亿吨，煤炭年生产能力达到 4000 万吨。公司在中国煤炭工业协会发布的《2008 全国煤炭工业 100 强企业名单》中排名第六。综合分析，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、技术和市场等方面具备较大优势。

资源及开采优势

公司在兖州、济东、巨野、贵州、山西、陕西、澳大利亚等地拥有多家煤田，已占有和控制的煤炭地质储量 141.1 亿吨，可采储量 61.33 亿吨，煤炭产能达 4000 万吨/年以上，2007 年兖矿集团原煤产量 3888 万吨。

公司煤炭资源赋存条件好，地质构造简单，煤层开采深度在 600 米左右，煤层厚，瓦斯含量低，适宜综合机械化生产，有利于集中、高效益的大规模开采，单位开采成本低。另外，公司近几年获得巨野煤田、贵州、陕西、山西等地和国外的煤炭开采权，为公司的持续发展奠定了资源基础。

煤炭品质优势

公司出产的“兖矿煤”，素以“三低三高”（低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点）而著称，具有内在质量稳定、外在杂物含量少、货源充足等优点，是用于炼焦、火力发电，制气、化工和制造水煤浆的优质煤种，在国内外煤炭市场具有较高的知名度，连续多年被日本客户认定为免检产品。

地理位置优势

公司地理位置较同行业优势较为明显。与国内其它主要煤炭生产企业相比，公司距中国经济发达、煤炭需求最多的华东地区较近；与国际煤炭出口商相比，公司距离全球最大的煤炭消费中心——东亚的日本、韩国及台湾地区较近；从运输条件看，公司位于山东省西南部的京沪、兖石铁路的交叉枢纽站兖州，横跨和纵贯中国的三条最长的铁路——京沪、京九和陇海（北线）铁路从矿区的东、西、北三个方

向通过，东距中国第二煤炭大港日照港 316 公里，距连云港 364 公里，距青岛港 563 公里，是中国煤炭工业中运输条件最好的企业之一。

技术优势

公司在煤炭生产、洁净煤和煤化工等方面，掌握、拥有一批具有世界领先或先进水平的核心技术。在煤炭生产方面，公司采用的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等。上述核心技术的拥有，较大的提高了公司的整体实力和核心竞争力。

近年来，公司有多项技术获得国家奖项。

“新型水煤浆气化技术”获国家科技进步二等奖；“煤气化 I 发电与甲醇联产系统关键技术的研发与示范”获中国石油化工协会科技进步一等奖。公司围绕煤炭安全集约高效生产开展课题研究，“两柱掩护式综采放顶煤液压支架”获山东省科技进步一等奖；“综放工作面端头及两顺槽超前液压支架支护技术”通过山东省科技厅成果鉴定；“一米以下含坚硬夹矸薄煤层安全高效开采”关键技术与装备获中国煤炭工业协会科技进步一等奖。

市场优势

自 2005 年以来，随着中国冶金、电力、建材等主要用煤行业快速发展，煤炭行业总体供不应求。公司与许多大客户建立起了长期战略合作伙伴关系。国内客户有邹县电厂（总装机容量 240 万千瓦，是目前中国内地大型火力发电厂之一）等，公司与邹县电厂多年来合作密切，双方签有长期供煤合同，业务合作关系相当稳定；2007 年公司出资 9 亿元参股邹县电厂二期工程，未来在电煤采购价格上将拥有更大话语权。海外客户主要有东京电力、新日铁、浦项制铁和台湾的中华电力等大型公司。“兖州煤”对日本的年出口量约占中国全年对日出口煤炭总量的 80%，是日本进口的免检煤种，

且与日本企业签有长期供销合同，在日本市场非常稳定。与山西等地煤炭企业相比，公司得天独厚的交通和区位优势使其产品因运费低廉而价格优势明显，“兖州煤”在日、韩等国供不应求。但 2007 年以来中国煤炭出口政策调整对公司煤炭出口造成了较大影响。

非煤产业优势

公司在大力发展煤炭产业的同时，根据自身和行业发展状况，适时进行了战略性结构调整，于 1993 年在全行业率先提出“以煤为本、煤与非煤并重”的发展战略。在这一战略方针指引下，经过多年的建设经营，煤化工和煤电铝产业获得了长足发展。公司非煤产业主导产品为醋酸、尿素、甲醇、焦炭、铝锭和电力等，还可生产液氧、液氮、液氩、甲酸甲酯、蒽醌、呋唑、沥青等十余种产品，其中尿素为全国质量免检产品和山东名牌产品。2007 年，公司煤炭收入占比 46.71%，非煤产业占比 53.29%。

综上所述，公司煤炭资源丰富，地理位置优越，生产规模大，生产技术先进，创新能力较强，区位优势与产品优势明显，竞争力强。

2. 人员素质

公司现有董事、监事、总经理和副总经理高层管理人员共 17 名，均为大专以上学历，从事相关业务工作和管理工作 20 年以上，领导层的整体素质高。近年来，公司高层管理人员和核心技术人员变动不大，凝聚力强。

公司董事局主席耿加怀先生，现年 58 岁，大学本科学历，曾任淄博矿务局工程处技术员、副处长，副局长、安监局长，岭子煤矿矿长、党委书记，淄博矿务局副局长兼安监局局长、副局长、局长等职。耿加怀先生长期在煤炭系统中担任管理职务，熟悉煤炭行业，具有较强的全局观念和宏观管理能力。

公司总经理王信先生，现年 50 岁，博士研究生学历，曾任兖州矿务局南屯矿助工、副科长、电厂副总、厂长、矿副总工程师，公司机电处主任工程师、副处长、处长、公司副总工

程师，公司副总经理、兖矿煤化公司总经理（兼）。王信先生是从工程技术岗位上成长起来、拥有专业技术和管理能力的现代企业管理人才。

截至 2007 年底，公司拥有职工 96114 名。按教育程度分类，大专及以上学历员工占 17.35%，高中及中专占 39.40%，中专以下占 43.25%；按年龄结构分类，30 岁以下员工占 40.41%，30~50 岁员工占 52.98%，50 岁以上员工占 6.61%；

总体看，公司的工种配置、员工素质符合煤炭行业劳动密集型特点，员工文化素质一般，但工龄较长经验较丰富。公司通过引进高级人才和培养技术骨干，已逐渐形成了多层次、多元化的人才梯队结构，能满足公司生产经营的实际需要。

3. 外部环境政策支持

公司所在的华东地区是中国经济最发达的地区之一，也是一个能源紧缺地区，本地煤炭资源的需求量较大，煤炭价格也较西部地区高。

中国已把鲁西确定为 13 个大型煤炭基地之一，并将其纳入《能源中长期发展规划纲要》、《煤炭工业中长期发展规划》、《煤炭产业政策》。13 大煤炭基地涉及 14 个产煤省区，拥有煤炭保有储量 6908 亿吨，占全国 70%，计划到 2010 年形成 5~6 个亿吨级生产能力的特大型企业集团和 5~6 个 5000 万吨级生产能力的大型企业。按照国家有关政策，大型煤炭基地的建设将享受国债资金的重点支持。国家将继续从中央预算内基建投资（或国债资金）中安排资金，以资本金注入等方式，重点支持大型煤炭基地建设。总体看，公司作为山东省资产规模最大的国有煤炭企业，面临的外部环境良好。

五、管理体制

1. 公司治理

公司作为全国百户现代企业制度试点单位

之一和国务院确定的全国 120 家企业集团试点单位之一，已建立起相对完善的法人治理结构。公司只设董事局，不设股东会。董事局为公司最高决策机构，对出资者负责。董事局根据授权范围除拥有《公司法》规定的职权外，还拥有股东会的一部分职权，决定公司的重大事项。董事局现有董事 7 名，其中，董事局主席 1 人，副主席 1 人，专职董事 1 人，职工董事 1 人，其它成员 3 人；董事局主席耿加怀兼任党委书记，董事局副主席王信兼任总经理。董事局主席为公司法定代表人。公司归山东省政府直属管理，公司董事长、党委书记、总经理等均由山东省委组织部考察任命。

经理层作为公司的执行机构，主持公司的日常经营管理工作，组织实施董事局决议，包括组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案，拟定公司的基本管理制度，制定公司的具体规章等。

公司设监事会，监事会成员由出资者委派或聘任，监事会对出资者负责，定期向其报告工作。公司监事会的职责，议事规则，权利和义务依照《国有企业财产监督管理条例》的有关规定执行。

2. 组织机构

截至 2007 年底，公司下设 26 个职能部门，共有控股子公司 28 家(其中全资子公司 3 家)，专业公司 5 个，区域性能化公司 3 个。

公司已初步形成了 3 个层次、5 大专业化公司的组织管理体制格局。集团总部，包括董事局、党委、总经理为决策中心，确立控股公司投资主体地位，主要以产权为纽带，围绕资产收益、重大决策和选择经营者三大权利，实施放权适度的宏观管理；专业化公司，包括兖州煤业股份有限公司、兖矿实业公司、兖矿电铝公司、兖矿煤化公司、兖矿物业公司等为利润中心，在集团总部指导下负责本产业的规划、发展和生产经营管理工作，实现利润最大化和集团稳定持续发展相统一；各矿处等生产单位

为集团成本中心，负责安全生产、成本控制等。

3. 管理控制体系

在财务管理上，公司总部制定发展战略、产业规划和经营方针，向各专业化公司下达资产经营考核指标，原则上由集团财务部负责统一筹措调拨资金，统一财产管理，统一回收货款，统一披露会计信息；各专业化公司在集团发展战略、产业规划和经营方针的指导下，负责本产业的日常生产经营管理工作，承担公司资产保值增值和生产经营责任，并对本专业下属单位生产经营过程实行全面的核算与管理；各矿处等生产单位由所在专业化公司实行直接管理，根据专业化公司下达的生产经营指标组织生产活动，实现产品生产高效率、高质量、低成本。

4. 对下属公司的管理

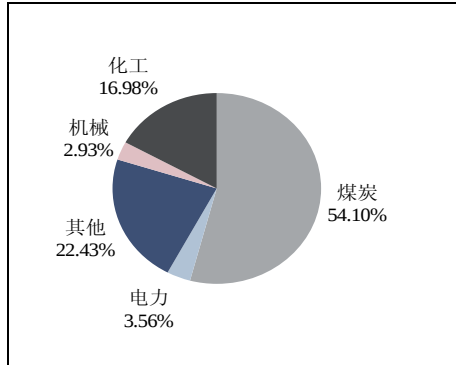
在对子公司管理方面，已建立起相对健全的约束机制。集团对全资子公司实行资产经营责任制，全资子公司可结合自身实际，享有一定限额的自有资金投资权；对控股子公司坚持“产权管住，经营放开，约束到位”的管理原则，主要通过委派的产权代表行使对控股子公司的管理权。控股子公司实行自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束，在人财物、产供销等日常生产经营管理上享有自主权，可以根据集团发展战略和规划以及自身实际，自主决定经营范围，制定生产经营计划，但计划需报集团备案；集团根据自身发展需要，有选择地选取符合国家产业政策、有发展前景、有较高投资回报率的企业或项目进行参股。

从总体上看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，管理风险较低。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率有望进一步提高。

六、生产经营

1. 经营现状

图 4 2007 年公司主营业务收入构成占比



数据来源：公司审计报告

多年来，公司立足于煤炭主业，煤炭收入长期占据主导地位。为保证企业的可持续发展，公司提出“以煤为本，煤与非煤并重”的发展战略，加大了对煤化工和煤电铝产业的投入力度，近年来煤炭收入所占比例有所下降。2007 年公司煤炭产业和非煤产业销售收入分别实现 163.37 亿元、186.39 亿元，占销售总收入的比重分别为 46.71%、53.29%。

煤炭产业

公司 2005 年至 2008 年 1-9 月煤炭产销量见表 8。2007 年，公司的煤炭产量和销量分别为 3888 万吨和 3837 万吨，产量总体与 2006 年持平，销量有所上升。

表 8 近年来公司煤炭产销量

	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 1-9 月
产量(万吨)	3760	3892	3888	2907
销量(万吨)	3538	3739	3837	2771

数据来源：公司提供

由表 8 可以看到，公司近年来煤炭产量提升不大，主要原因有：一是近年来国内煤矿矿难频发，政府要求煤矿严格按照核定生产能力生产，不得超产，公司严格按照国家核定的生产能力组织生产。二是公司已投产的煤田主要位于山东省经济较为发达、人口较为稠密的平原地带，压煤村庄搬迁工作推进较为缓慢，影响了煤矿开采进程，对原煤生产产生了一定影响。

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。公司通过并购在兖州、济南、巨野、贵州、山西、陕西、澳大利亚等地拥有多家煤田，目前已占有和控制的煤炭地质储量 141.1 亿吨，可采储量 61.33 亿吨，为公司的持续发展奠定了资源基础。其中，菏泽能化公司赵楼矿井预计 2008 年底建成试生产，2009 年产能达到 250 万吨；新疆能化公司硫磺沟矿井技改项目预计 2008 年完工投入生产；发耳煤矿、榆树湾煤矿等也将在 2009 到 2010 年间陆续投产。兖州煤业的全资子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（“兖煤澳洲”）所属澳思达煤矿已于 2006 年投入生产，2007 年产原煤产量 158 万吨。预计随着外地煤矿的陆续投产扩建，公司煤炭产量将较目前有较大增长。

表 9 公司主要矿井情况

所属单位	名称	煤种	资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	设计能力(万吨/年)	建成时间	2007 年产量(万吨)	2008 年 1-9 月产量(万吨)
公司本部	南屯煤矿	气煤	23529.40	7070.80	240	1973.12	395.88	257
	兴隆庄煤矿	气煤	54206.30	13715.10	300	1981.12	659.28	500
	鲍店煤矿	气煤	40921.40	4838.50	300	1986.6	574.12	436
	东滩煤矿	气煤	67540.60	14789.90	400	1989.12	749.48	509
	济二煤矿	气煤	72727.50	11676.30	400	1997.11	341.43	290
	济三煤矿	气煤	76754.70	20220.60	500	2000.12	566.35	451
	北宿煤矿	气煤	7347.20	1748.60	75	1976.12	100.00	74.50
贵州能化公司	杨村煤矿	气煤	9499.30	1846.30	60	1989.60	115.00	78.90
	青龙矿	无烟煤	9648.30	1851.80	120	2004.12	55.31	50.04
山西能化公司	发耳矿	无烟煤	58027.00	-	180	2008.12	48.17	39.08
	天池能源公司	贫煤	11116.50	6671.30	120	2006.12	123.68	92.00
澳大利亚公司	澳思达煤矿	-	-	-	200	2006.10	158.00	130.00
合计			586952.40	113292.20	3615	-	3886.70	2907.52

数据来源：公司提供。

公司煤炭资产主要在兖州煤业，兖州煤业 2005 年、2006 年和 2007 年煤炭销售平均价格为 371.92 元、380.54 元和 432.78 元，2008 年 1-9 月平均销售价格为 711.76 元。2008 年以来煤炭销售价格的持续走高进一步增强了公司的盈利能力。

2007 年公司全年出口煤炭 174 万吨，出口价格在 55~75 美元之间。2007 年煤炭出口量同比出现约 50% 的下降，主要原因是中国煤炭出口政策调整，国家鼓励煤炭进口减少出口的政策导向对公司煤炭出口造成了较大影响。2008 年上半年公司出口煤炭 16 万吨。受国家出口政策导向和国内市场煤炭供应紧张的影响，预计 2008 年下半年公司煤炭出口会持续萎缩。由于 2007 年出口煤炭仅占公司煤炭销量的 4% 左右，出口煤炭的降低对公司经营不会造成实质的影响。

煤制油及煤化工产业

公司煤化工产业集中在兖矿煤化分公司、兖矿贵州能化有限公司、新疆能化有限公司、榆林能化有限公司（以下简称煤化公司、贵州能化、新疆能化、榆林能化）4 家公司，其中兖矿煤化公司下属企业包括兖矿鲁南化肥厂、兖州矿区焦化厂、兖矿科蓝煤焦化有限公司、济宁凯模特化工有限公司、兖矿国泰乙酰化工有限公司、兖矿国泰化工公司、兖矿国宏化工公司、山东兖矿国际焦化公司和山东峰化集团等 9 家企业，并拥有独立的技术研发单位——上海兖矿能源科技研发有限公司。目前主导产品为醋酸、尿素、甲醇和焦炭等，同时还可生产液氧、液氮、液氩、甲酸甲酯、蒽醌、呋唑、沥青等十余种产品，其中尿素为全国质量免检产品和山东名牌产品。

公司下属榆林能化是兖矿集团煤制油生产基地，目前以榆林能化自主研发的低温费-托合成煤制油技术为基础的榆林 100 万吨/年煤间接液化制油工业示范装置正在建设中，水资源论证报告和环评报告等待国家相关部门批复。2008 年 9 月 4 日，国家发改委发布了《关于加

强煤制油项目管理有关问题的通知》，对煤制油项目投资的相关政策作出了调整，对公司正在进行的煤制油业务可能会产生一定影响。联合资信将对此保持动态关注。

表 10 公司煤化工主要产品产量 单位：万吨

产品名称	2005	2006	2007	2008 年 1-9 月
甲醇	18.47	41.85	57.83	49.67
醋酸	3.11	17.24	23.14	19.29
尿素	89.14	98.02	90.38	86.67
焦炭	--	26.76	133.73	107.39

数据来源：公司提供

兖矿煤化分公司销售收入连续 6 年保持 10 亿元以上增量，2007 年完成销售额 71.06 亿元，利润 3.23 亿元。贵州能化、新疆能化、榆林能化目前尚在建设阶段。

2008 年 1-9 月公司尿素、甲醇、醋酸、焦炭等产量比上年同期有不同幅度的增长，其中尿素产量 86.67 万吨，甲醇 49.67 万吨，醋酸 19.29 万吨。2008 年 1-9 月公司尿素平均销售价格 1525.83 元/吨，同比增长 6.57%，甲醇价格 2966.11 元/吨，同比增长 44.00%，醋酸价格 4701.76 元/吨，降低 11.08%。

联合资信也关注到，目前国内大型煤炭企业均在进行煤化工项目建设，未来 3-5 年内将有大量煤化工项目投产，存在一定产能集中释放风险。但考虑到煤化工有助于减少对石油产品的依赖并降低单一煤炭产品风险，大型煤炭企业在煤化工方面具有资源、技术、规模优势，长期前景较好。

煤电铝产业

公司的煤电铝产业目前由兖矿电铝公司经营管理，其下属企业包括科澳铝业公司和山东华聚能源股份有限公司等，主导产品为电力和铝锭等。

科澳铝业公司目前具备年产铝锭 14 万吨，8.2 万吨铝用阳极炭块，并有总装机 370MW 的综合利用自备发电机组。

科澳铝业公司下属山东兖矿铝用阳极有限

公司、山东兖矿炭素制品有限公司、山东兖矿济三电力有限公司、科澳铝业公司南屯电厂。兖矿济三电力有限公司是公司实施煤电铝一体化的重点工程，是兖矿集团最大的电厂，设计装机容量 2×135MW，年发电量可达 16 亿度。南屯电厂装机容量为 2×50MW。科澳铝业公司 2008 年 1-9 月实现收入 19.36 亿元，实现利润 8194.98 万元。2007 年科澳铝业公司“年产 14 万吨新型工业铝型材项目”获得山东省发改委核准，2008 年 6 月该项目开工建设，该项目有利于公司形成较为完整的煤电铝产业链。

2007 年度科澳铝业公司生产铝锭 13.85 万吨，平均销售价格为 16302 元/吨；2008 年 1~9 月份生产铝锭 10.7 万吨，平均销售价格为 15883 元/吨。

华聚能源公司下属 6 座电厂，总装机容量 144MW，以煤泥、煤矸石等低热值燃料综合利用发电、供热为主业，具有环保节能、热电联产、综合利用的突出优势。

2007 年公司全年发电 21.52 亿千瓦时，公司还出资 9 亿元参股华电邹县发电有限公司 30% 股权，该项投资有利于增强公司对电厂煤炭供应中的议价能力。

表 11 公司煤电铝主要产品产量

产品名称	2005	2006	2007	08 年 1-9 月
铝锭(万吨)	--	13.60	13.85	10.72
电力(亿千瓦时)	5.98	20.98	21.52	26.08
阳极炭块(万吨)	7.80	6.30	7.20	6.69

数据来源：公司提供

整体看，公司煤电铝产业围绕煤炭资源发展，已经形成了煤-电力-电解铝-铝型材完整产业链，整体抗风险能力较强。但联合资信也关注到目前电解铝市场存在产能过剩，2008 年 10 月以来，部分企业电解铝价格跌至生产成本以下，中国铝业宣布减产 72 万吨以应对产能过剩风险。电解铝行业历史价格波动剧烈，景气转换较快，目前行业景气大幅下滑会对公司该板块盈利产生一定的不利影响。

其他产业

公司的其它非煤业务主要包括材料销售、运输业务、工程劳务、商业服务、餐饮服务、医疗服务等，分布在兖矿实业公司和兖矿物业公司等分公司中，主要服务于主业，规模相对较小。

截至 2007 年底，公司其他业务产业收入 477912.61 万元，利润 8177.03 万元。

2. 经营效率

2005 年~2007 年公司资产总额年均增长 15.65%，其中权益类资产年均增长 69.27%，负债合计年均增长 17.24%，公司资产的增长主要来自于权益的增长。2005 年~2007 年公司利润总额均增长 10.67%，资产规模和利润规模均保持较快增长，但利润规模增速低于资产规模增速。

2005 年~2007 年公司总资产周转次数、存货周转次数均有明显提高，2007 年两项指标分别为 0.63 次和 8.07 次。销售债权周转次数近 3 年有所波动，分别为 9.70 次、13.45 次和 11.34 次。（见附件 10）。

整体看公司近三年资产运营效率较高。

3. 未来发展

公司根据国家经济发展规划和自身现有条件，提出了“立足济宁，依托山东，做强煤炭主业，大力发展煤化、电铝接续产业；发挥比较优势，走出去开发外部资源，进一步拓宽发展空间；解放思想，更新观念，创新机制，凝心聚力，建设主业突出、核心竞争力强、具有国际化水平的大型企业集团”的战略发展规划，形成多元化、多产业，集科、工、贸、金融为一体的大型企业集团，力争进入世界 500 强。

表 12 为公司未来三年主要产品产能预测情况。公司预计 2008~2012 年固定资产投资额为 219.68 亿元，投资重点将是贵州、新疆、榆林三个驻外能化公司。

表 12 未来主要投产产能 单位：万吨

产品名称	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
煤炭	4400	5240	6110
甲醇	143.5	190	271
醋酸	30	40	90
尿素	126	126	130
DMF			10
可纺沥青/碳纤维			3/0.6
焦炭	170	180	200
甲苯/乙苯		2	5
合成氨			50
油品			10
铝锭	14	14	14
铝挤压材			6
电力(亿千瓦时)	44.3	50	50

数据来源：公司提供

公司 2008~2012 年预测指标见表 13。根据公司未来投产产能,公司预测 2008 年以后公司营业收入、营业利润、利润总额均会稳定增长。公司预测如下:

2008 年受益于煤炭行业景气,公司收入及利润大幅增长,虽然 4 季度煤炭价格回落,但大部分收入及利润已经实现,故公司预计营业收入将比 2007 年有较大增长。

2009 公司主要产能增长在:①赵楼煤矿、发耳煤矿、榆树湾煤矿产能实现。小屯煤矿 60 万吨产能达产,五轮山煤矿 120 万吨达产,吉新煤矿 90 万吨达产;煤炭产能预计增加 800 万吨。②兖矿国泰公司二期 30 万吨醋酸及 10 万吨醋酸乙酯项目投产,兖矿国宏公司 50 万吨甲醇项目达产。

2010 公司产能增长在:①小屯、五轮山、吉新煤矿煤矿产能完全实现,通过整合地方煤矿及购买煤炭资源进一步提升产量。②兖矿国宏公司二期 100 万吨甲醇项目投产,兖矿国泰公司三期 40 万吨醋酸项目和贵州开阳化工有

限公司 50 万吨合成氨项目投产,公司预计 14 万吨大型铝挤压材项目也将在 2010 年投产。

基于目前煤炭价格和煤化工产品价格,如公司计划在建项目预期达产,收入将出现较大增长。同时考虑到近期煤炭下游需求有放缓迹象,煤炭价格和煤化工产品波动加大,公司 2009 及 2010 年盈利预测存在较大不确定性。

公司预测短期债务将在 2008 年后基本保持稳定,长期债务上升不大,资产负债率出现下降。其中短期债务在 2008 年出现下降主要原因是,公司在 2007 年发行了 20 亿元短期融资券,2008 年到期归还后短期债务将出现一定下降。公司预计 2008~2012 年固定资产投资额为 219.68 亿元,考虑到公司 2008 年后还将有部分煤化工项目后续工程建设,部分外地煤矿需要扩产改建,未来还将保持较大的资本支出规模,总体债务规模和负债率有可能仍维持较高水平。

基于公司预测数据,公司营业利润率在 2008 年以后出现下降趋势。主要是公司预计未来 5 年公司的产业链延伸将在增加抗风险能力的同时摊薄煤炭收益,同时考虑到未来煤炭生产环节有可能出台征收环境资源税,未来 3~5 年公司有较多项目投产,前期市场开拓费用和管理费用会相对较高等,都将增加公司成本。

综合看,公司具备发展上述项目的自然条件,发展方向符合国家煤炭工业“坚持依靠科学进步、走资源利用率高、安全有保障、经济效益好、环境污染少和可持续发展”的煤炭工业发展道路,发展前景看好。未来五年,随着现有在建矿井逐步建成和煤化工、煤电铝项目的逐步投产,公司经营情况有望持续向好。

表 13 2008~2012 年部分预测指标情况表

项 目(亿元)	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
固定资产投资额	47.77	32.02	29.95	45.78	47.78	64.16
营业收入	349.76	380.00	418.00	459.80	505.78	556.36
营业利润	42.27	45.10	49.16	54.05	59.02	64.53
利润总额	38.06	40.86	44.91	49.73	54.71	60.18
净利润	22.92	25.26	28.82	33.33	36.87	41.45
短期债务	110.28	90.43	90.16	90.90	90.31	90.19
长期债务	187.79	220.00	225.00	240.00	250.00	275.00
所有者权益	197.81	223.08	251.90	285.23	322.09	363.54

全部债务	298.07	310.43	315.16	330.90	340.31	365.19
资产总额	595.27	627.93	654.99	716.21	759.56	820.22
指 标	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业利润率 (%)	30.85	29.80	29.42	29.06	28.09	27.24
总资本收益率 (%)	4.62	4.73	5.08	5.41	5.57	5.69
净资产收益率 (%)	11.59	11.32	11.44	11.69	11.45	11.40
长期债务资本化比率 (%)	48.70	49.65	47.18	45.69	43.70	43.07
全部债务资本化比率 (%)	60.11	58.19	55.58	53.71	51.38	50.11
资产负债率 (%)	66.77	64.47	61.54	60.18	57.59	55.68

数据来源：公司提供的未来五年预测数据

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005~2007年财务报表已经中和正信会计师事务所审计。公司从2007年开始执行新会计准则，对2006年报表进行了追溯调整。2005~2007年报均为保留意见。导致保留意见事项：纳入公司合并范围的兖州煤业股份有限公司系由德勤华永会计师事务所审计，公司尚未获取该审计报告，故财务报表以兖州煤业股份有限公司的未审财务报表为基础编制。

2008年9月财务报表未经审计。

截至 2007 年 12 月 31 日，公司合并资产总额 5952686.00 万元，所有者权益 1978135.39 万元（其中少数股东权益 1125883.66 万元）。2007 年实现营业收入 3497621.99 万元，净利润 229231.02 万元。

截至 2008 年 9 月底，公司合并资产总额 6219145.27 万元，所有者权益 2065028.02 万元（其中少数股东权益 1125883.66 万元）；2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 3504523.73 万元，净利润 220112.20 万元。

公司 2005~2008 年 9 月份财务数据和主要计算指标见附件 2-附件 10。

2. 资产质量分析

2005 年~2007 年，公司资产总额复合增长率为 15.65%。截至 2007 年底，公司资产总额 5952686.00 万元，其中非流动资产 3958869.29 万元，占总资产 66.51%。公司非流动资产近年上升较快，主要是近年来公司在建工程较多，固定资产投资规模增长较快。

截至 2007 年底公司流动资产 1993816.71 万元，较 2006 年增长 21.41%，主要是 2007 年公司发行 20 亿元短期融资券，货币资金大幅增加所致。公司流动资产中货币资金占 51.31%，应收票据 14.46%，预付款项占 9.53%，存货占 15.33%。2007 年底公司存货净额为 306111.09 万元，公司存货以原材料和库存商品为主，2007 年底，原材料和库存商品分别占存货 38.23%和 57.40%。存货规模较大与煤炭行业生产经营特点有关，公司煤炭开采后要保留一部分进行洗煤、焦化等进一步加工，并需要保证一定量的库存。公司计提存货跌价准备 445.93 万元，考虑到煤炭 2008 价格远高于 2007 年，公司存货跌价风险小。

截至2007年底，公司预付款项119535.86万元，较2006年增长10.76%，其中前5名预付款项余额占比39.58%，由于主要是公司在建项目工程预付款，预付款项较为集中。

截至2007年底，公司应收帐款余额95509.86万元，较2006年增长32.41%，主要是随公司收入大幅增长增加，公司应收帐款增长快于收入增长。前5名欠款户应收账款净值占应收账款余额比例为9.41%，客户相对分散。公司1年以内应收帐款占应收帐款总额72.49%，1-2年占10.89%，5年以上占8.55%。公司对5年以上应收帐款按应收款项期末余额的100%计提，2007年计提坏账准备24025.99万元，计提较为充分。

公司非流动资产主要以长期股权投资、固定资产、在建工程为主，2007年占非流动资产比例为10.23%、54.63%、25.42%。

截至 2007 年底，公司长期股权投资 405140.39 万元，较 2007 年初增加 70393.33 万元。

公司长期股权投资主要是对盘江煤电和邹县电厂投资。固定资产为2162602.43万元，较2006年略降89489万元。在建工程1006199.31万元，主要是公司进行的大规模的项目建设和新建矿井投资。无形资产为161262.55万元，主要是土地使用权，占61.61%。

截至2008年9月底，公司合并资产总额6219145.27万元，比2007年底增长4.47%，资产构成变化不大。

总体上看，公司资产的流动性较好，坏账计提准备充分，整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

2006~2007 年公司所有者权益增长率为14.4%。2007 年底公司所有者权益合计为1978135.39 万元，其中归属母公司权益占所有者权益为 852251.73，比重为 43.08%。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比 39.34%、42.51%、1.43%、16.78%。资本公积主要为股权投资准备和其他资本公积，分别占 57.57%和 41.07%。公司股东权益结构稳定性较好。

截至 2008 年 9 月底，所有者权益 2065028.02 万元（其中少数股东权益 1125883.66 万元），比 2007 年底增长 4.40%，所有者权益构成变化不大。

表14 公司财务构成

项 目(万元)	2005 年	2006 年	2006 年*	2007 年	变动比率
所有者权益	690362.20	798290.90	1729904.80	1978135.39	14.40
短期债务	844471.20	1010287.47	1010287.47	1102750.97	9.16
长期债务	1369194.3	1548246.69	1548246.69	1877886.33	21.30
负债总额	2891385.1	3383163.20	3480198.03	3974550.61	14.20
资产总额	4450874.2	4450874.20	5210102.83	5952686.00	14.25
指标 (%)	2005 年	2006 年	2006 年*	2007 年	平均值
长期债务资本化比率	46.75	46.16	47.32	48.70	46.21
全部债务资本化比率	58.67	58.62	59.66	60.11	59.89
资产负债率	64.96	65.23	66.80	66.77	66.79

注 1：公司从 2007 年开始执行新会计准则，所有者权益、主营业务收入、净利润等科目已作相应调整。其中主营业务收入为营业收入，股东权益中含少数股东权益。

注 2：*列根据新会计准则追溯调整后的数据计算而得，变动率及平均值在追溯调整后的 2006 年数据及 2007 年数据基础上计算。

2005 年~2007 年，公司整体负债增加较快。受发行 20 亿元短期融资券和长期借款增加影响，2007 年底公司负债总额、流动负债、非流动负债分别较 2006 年增长 14.20%、7.82%和 21.30%。截至 2007 年底，公司负债总额、流动负债、非流动负债分别为 3974550.61 万元、2068279.65 万元和 1906270.95 万元。

2006 年~2007 年，公司流动负债主要以短期借款、应付账款、预收款项和应付工资为主，2007 年底占流动负债比例分别为 50.77%、14.31%、8.63%和 10.64%。公司非流动负债以长期借款为主，占非流动负债比例为 93.27%。

截至 2007 年底，公司流动负债占 2007 年

底债务总额的 52.04%，非流动负债占 47.96%。公司债务结构合理。

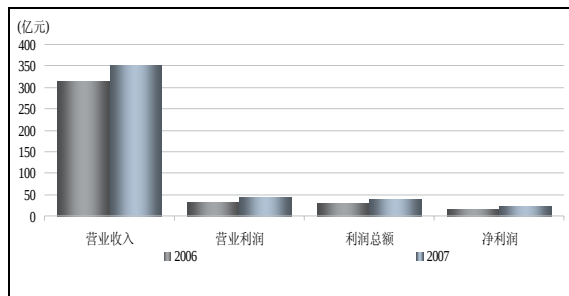
从表 14 来看，2005 年~2007 年，公司的长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均略有增长，截至 2007 年底，上述三项指标分别为 48.70%、60.11%和 66.77%。公司负债水平高，债务负担较重。

截至 2008 年 9 月底，公司负债总额 4154117.26 万元，全部债务 3076992.66 万元，比 2007 年底略有增长，债务构成变化不大；公司的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 49.51%、59.84%、66.80%，比 2007 年底变化不大。

4. 盈利能力

2005 年~2007 年，国内煤炭行业市场活跃，煤炭价格持续上升，基于行业景气的利好因素，以及公司的非煤产业收入增加，公司各项盈利指标均有较大的增长。公司 2007 年营业收入、营业利润、利润总额、净利润分别比 2006 年增长 11.71%、31.71%、29.60%、45.20%（见图 5）。

图 5 2006~2007 年营业收入及利润情况



资料来源：公司审计报告

2007 年公司实现营业收入 3497621.99 万元，比 2006 年增长 11.71%；2007 年公司主营业务成本同比增长 8.74%。2007 年公司销售费用、管理费用和财务费用比上年增长-15.33%、25.61%、-7.53%，其中销售费用下降主要是因为 2007 年煤炭出口下降较大，出口费用减少，以及 2007 年销售渠道进入成熟阶段，市场开拓费用减少。管理费用上涨较快主要是会计政策调整，原有分类发生变化，主要是维修费由成本调整至管理费用进行核算。2007 年财务费用下降的主要原因是公司通过发行短期融资券、使用政策性银行贷款、争取商业银行贷款的优惠政策等多种手段降低了平均财务成本。期间公司成本控制有力，营业利润率由 29.13% 上升至 30.85%。公司的主营业务获利能力很强。

2007 年公司实现利润总额 380572.82 万元，净资产收益率、总资本收益率分别为 11.59%、6.83%，较 2006 年略有上升。公司保持了较高的营业利润率，由于近几年投资规模较大，部分项目刚刚建成投产，产能未能完全释放，总资本收益率和净资产收益率水平一般。

表 15 盈利能力

项 目 (万元)	2006 年*	2007 年	变动率
营业收入	3131072.44	3497621.99	11.71%
营业利润	320944.86	422711.70	31.71%
利润总额	293645.82	380572.82	29.60%
净利润	157868.28	229231.02	45.60%
利息支出	111500.51	109614.11	-1.70%
所有者权益	1729904.80	1978135.39	14.40%
指 标	2006 年*	2007 年	平均值
营业利润率 (%)	29.13	30.85	29.99
总资本收益率 (%)	6.28	6.83	6.56
净资产收益率 (%)	9.13	11.59	10.36

资料来源：公司审计报告

2008 年 1~9 月，公司实现营业收入 3504523.73 万元，净利润 220112.20 万元。受煤炭价格上升，净利润较去年同期增长 90.07%。综合来看，近年公司煤炭板块盈利能力突出，煤化工业务快速发展，随着未来新建煤化工及铝材加工项目达产，公司产业链日趋完善，整体抗风险能力将得到增强。

5. 现金流

从经营活动来看，2005 年~2007 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长 14.13%。2007 年公司经营活动产生的现金流入量为 315.25 亿元，流出量为 277.44 亿元；2005 年~2007 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 28.86 亿元、29.95 亿元和 37.81 亿元，公司经营活动获取现金能力较强。

从投资活动来看，2005 年~2007 年，公司投资活动现金流入量相对较小；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金；公司投资活动现金流出规模较大，2005~2007 年投资活动支出为 72.09 亿元、65.72 亿元、57.12 亿元，投资活动产生的现金流量净额均为负值。2007 年公司投资活动现金流量净额为-56.50 亿元。

由于投资活动规模较大，公司经营活动产生的现金净流量不能覆盖投资活动对现金的需求，2005 年~2007 年公司筹资活动前现金流量净额分别为-40.38 亿元、-34.47 亿元和-18.69 亿元，公司需要对外筹资满足投资需求。

2005 年~2007 年，公司筹资活动现金流量

净额逐年减少,主要是 2005 年是公司新项目建设高峰,2006、2007 年项目建设相对减少,同时经营性现金流持续稳步增长,减少了对外筹资规模。2006、2007 年公司筹资活动现金流量净额为 26.43 亿元、35.57 亿元。

2008 年 1~9 月,公司经营活动现金流入量 3265047.52 万元,经营活动产生的现金流量净额 623665.37 万元;投资活动现金流入量为 58178.49 万元,流出量为 319825.81 万元,投资活动产生的现金流量净额-223529.31 万元。2008 年 1~9 月,公司筹资活动现金流量净额-8116.18 万元。公司 2008 年 1~9 月现金流情况良好。

总体看来,公司近三年经营活动现金流入量增长较快,公司获取现金能力强;公司近三年对外投资活动规模较大,公司经营活动产生的现金净流量不能满足公司投资的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,受公司 2007 年发行 20 亿元短期融资券,流动资产快速增长影响,2007 年底公司流动比率、速动比率明显上升,分别为 96.40%和 81.62%,较 2006 年 85.60%和 71.00%明显增长。2008 年 9 月底公司流动比率、速动比率分别上升至 109.22%和 87.31%,公司短期偿债能力持续增强。2006 年~2007 年,公司经营现金流流动负债比率分别为 15.61%和 18.28%,经营活动对短期债务保护有所增强。整体看公司短期偿债能力良好。

从长期偿债指标看,2005 年~2007 年,受益于煤炭价格上涨,公司 EBITDA 整体上保持了年均 14.93%的快速增长,2007 年 EBITDA 为 750313.59 万元。公司 EBITDA 利息保护倍数、全部债务/EBITDA 保护倍数均变动不大,2007 年分别为 6.85 倍、3.97 倍。公司对全部债务的保护能力较强。

7. 担保及银行授信情况

截至 2008 年 9 月底,公司对外担保总额

14.18 亿元。主要担保企业为东岳能源有限公司、山东航空公司、淄矿集团有限公司、新汶矿业集团有限公司。被担保人都是当地综合实力较强的企业或集团子公司,资信状况和偿债能力较好。为避免对外提供担保可能造成的风险,公司制订了严格的担保内控决策程序,并加强了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。截至 2008 年 9 月底,被担保人具有履行相关债务的能力。整体看公司形成实际负债的可能性小。

人民银行企业征信查询系统显示,截止 2008 年 10 月 28 日,集团公司无不良贷款信息,但有 1 笔欠息记录,其中欠息金额 9378 万元。经调查真实情况如下:兖矿集团有限公司部分贷款享受财政贴息,利息处理采用建行先挂帐后由财政一次性补偿,截止报告期,该笔利息已经偿还,但由于人民银行征信系统更新不及时,该笔利息记录一直没有消除,建行为此已经出具证明,兖矿集团实际并不欠息。

截至 2008 年 9 月底,兖矿集团从国家开发银行及国内各商业银行获得的银行授信总额为 1581.62 亿元,其中已使用额度为 290.71 亿元,未用额度为 1290.91 亿元,已使用额度占授信总额的 18.38%,公司间接融资渠道畅通。公司下属兖州煤业为上市公司,拥有直接融资渠道。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度为 15 亿元,占 2008 年 9 月底公司全部债务的 4.87%,对公司现有债务影响较小。

截至 2008 年 9 月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.80%和 59.84%。联合资信也关注到公司将在 2009 年 1 月 5 日发行 2008 年度第一期 15 亿元中期票据,以 2008 年 9 月底财务数据为基础,在考虑 2008 年度第一期 15 亿元中期票据已顺利发行的情况下,本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务

资本化比率将分别小幅升至 68.43%和 62.05%。考虑到公司募集资金中部分将用于置换银行贷款，公司预测负债水平可能低于测算。由于公司原有债务规模较大，本期中期票据的发行对公司整体负债水平影响较小。

2. 本期中期票据偿债能力分析

以 2007 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 15 亿元中期票据的保护倍数分别为 5.00 倍、21.02 倍和 2.52 倍；对公司 2008 年注册发行总额度 29 亿元中期票据的保护倍数分别为 2.59 倍、10.87 倍和 1.30 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于本期中期票据具有极强的偿还能力。

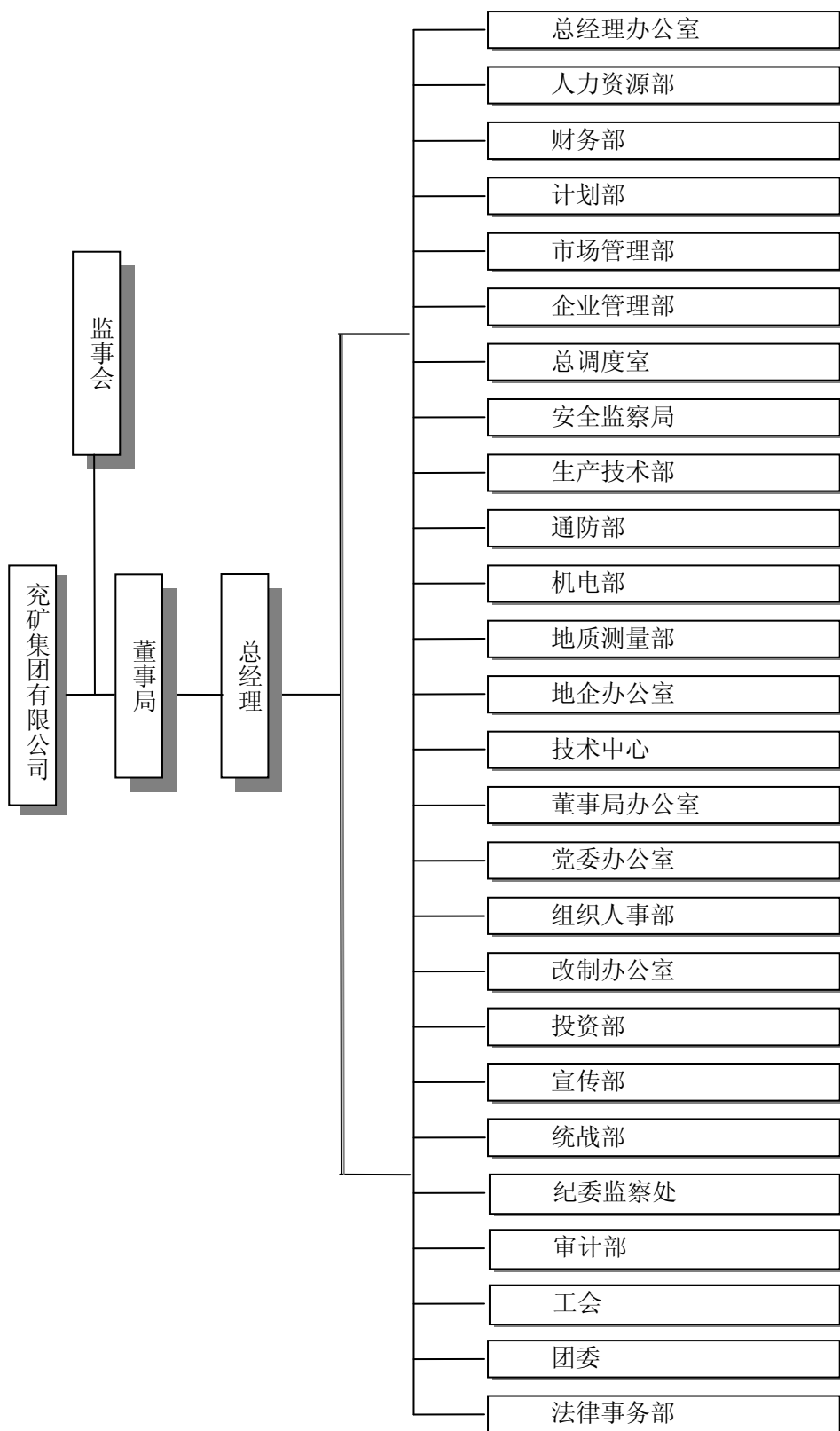
九、综合评价

煤炭工业是重要的基础产业，发展前景良好。公司作为中国煤炭行业的龙头企业之一，具有较大的规模和较强的综合实力，竞争优势明显。

公司是中国煤炭行业龙头企业，具有较大的规模和较强的综合实力，竞争优势明显。公司近年来积极发展煤化工产业和煤电铝产业，延伸了产业链，增强了风险抵御能力。公司未来几年投资规模较大，债务负担较重；但新建矿井和煤化工项目的投产将增强公司盈利能力，预计公司将凭借自身的规模优势和技术水平保持行业领先地位。综合看，公司发展前景稳定，整体信用风险很低。

公司资产规模较大，本期中期票据相对公司目前债务规模较小；公司盈利能力较强，EBITDA 和现金流对本期中期票据的覆盖程度较高。总体看，公司对于本期中期票据具有极强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1 公司组织架构图



附件 2-1 2005～2006 年资产负债表（资产）
 （单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年
流动资产		
货币资金	934935.1	854525.3
短期投资	68164.8	64242.5
应收票据	157867.6	160599.8
应收股利	461.5	
应收账款	58446.2	72279.5
其他应收款	80463	107236.2
减：坏账准备		
应收款项净额	138909.2	179515.7
预付货款	148791.7	149985.7
应收补贴款	86.1	78.8
存货	260389.7	285429
待摊费用	5827.9	22371.8
待处理流动资产净损失		
其他流动资产		
流动资产合计	1715433.6	1716748.6
长期投资		
长期股权投资	295139.9	314421.2
长期债权投资	831.7	666
长期投资合计	295971.6	315087.2
合并差价		2779.30
其他长期投资		
长期投资净额	295971.6	315087.2
固定资产		
固定资产原值	3128985	3522964
减：累计折旧	1136873.6	1269970.9
固定资产净值	1992111.4	2252993.1
减：固定资产减值准备	202.7	202.7
固定资产净额	1991908.7	2252790.4
工程物资	26115.4	180575.6
在建工程	250160.4	533461
固定资产清理	737.5	714.9
待处理固定资产净损失		
其他固定资产		
固定资产合计	2268922	2967541.9
无形资产及其他资产		
无形资产	158829.7	154752.8
长期待摊费用	8285.3	11402.6
其他长期资产	3432	28586.7
其他无形资产及其他资产		
无形资产及其他资产合计	170547	194742.1
资产总计	4450874.2	5194119.8

附件 2-2 2005~2006 年资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年
流动负债		
短期借款	756958	901908.8
应付票据	87513.2	108378.6
应付账款	121376	226407.2
预收账款	185947.8	192902.5
应付工资	134833.6	116595.5
应付福利费	1991.7	2978.1
应付股利	107.6	911.8
应交税金	75496.7	55451.8
其他应付款	30217.2	17734
其他应付款	74729.3	158062.2
预提费用		
一年内到期的长期负债		
其他流动负债	24051.4	29744.8
流动负债合计	1493222.5	1811075.3
长期负债		
长期借款	1269194.3	1448246.7
应付债券	100000	100000
长期应付款	26152.2	12695.8
专项应付款	2685	10670
住房周转金		
其他长期负债		5344.3
长期负债合计	1398031.5	1576956.8
递延税项		
递延税项贷项	131.1	131.1
负债合计	2891385.1	3388163.2
少数股东权益	869126.9	1007665.7
股东权益		
股本	339482	335338.8
资本公积	280717.1	323167
盈余公积	12574.1	12668.8
其中：公益金	3945	
未分配利润	57589	128260.6
外币报表折算差额		-1144.3
其他股东权益		
股东权益合计	690362.2	798290.9
负债及股东权益合计	4450874.2	5194119.8

附件 3 2005~2006 年利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年
一、主营业务收入	2189731.4	2608527.4
减: 折扣与折让;		
主营业务收入净额	2189731.4	2608527.4
减: 主营业务成本	1297105.7	1660464.5
主营业务税金及附加	38115.8	40874.1
二、主营业务利润	854509.9	907188.8
加: 其他业务利润	37631.8	34631.1
减: 存货跌价损失		
营业费用	130941.5	138213.5
管理费用	351637.2	352431.9
财务费用	88364	103611.9
三、营业利润	321199	347562.6
加: 投资收益	6186.9	7726.7
补贴收入	11045.4	10968.1
营业外收入	4501.7	2363.1
以前年度调整		
减: 营业外支出	32181.9	40630.3
其他支出		
四、利润总额	310751.1	327990.2
减: 所得税	126634.9	135187.2
少数股东损益	118433.5	115168.3
加: 未确认的投资损失		
五、净利润	65682.7	77634.7
加: 年初未分配利润	-7863.6	50843.5
盈余公积转入数		
减: 合资企业提取奖福基金		
六、可供分配的利润	57819.1	128478.2
减: 提取法定盈余公积	164.7	162.5
提取法定公益金	65.4	55.1
七、可供股东分配的利润	57589	128260.6
减: 应付优先股股利		
提取任意盈余公积		
应付普通股股利		
转作股本的普通股股利		
八、未分配利润	57589	128260.6

附件 4 2005～2006 年现金流量表

(单位: 万元)

项目	2005 年	2006 年
一、经营活动产生的现金流量		
销售商品、提供劳务收到的现金	2370697.5	2822297.4
收到的税费返还	4022	2614.8
收到的其他与经营活动有关的现金	34606.6	50026
经营活动现金流入小计	2409326.1	2874938.2
购买商品、接受劳务支付的现金	1429654	1722925.2
支付给职工以及为职工支付的现金	288150.1	387831.1
支付的各项税费	348675.6	413152.8
支付的其他与经营活动有关的现金	54257.2	51483.3
经营活动现金流出小计	2120736.9	2575392.4
经营活动产生的现金流量净额	288589.2	299545.8
二、投资活动产生的现金流量		
收回投资所收到的现金	22755	4706
取得投资收益收到的现金	4686.9	6981.3
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	1026.6	1221.1
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		
收到的其他与投资活动有关的现金		
投资活动现金流入小计	28468.5	12908.4
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	674869.5	640794.9
投资支付的现金	35982.6	11405.8
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		
支付的其他与投资活动有关的现金	10000	5000
投资活动现金流出小计	720852.1	657200.7
投资活动产生的现金流量净额	-692383.6	-644292.3
三、筹资活动产生的现金流量		
吸收投资收到的现金	213990	110983.5
取得借款收到的现金	1334864.9	1294026.3
收到的其他与筹资活动有关的现金	12000	3641
筹资活动现金流入小计	1560854.9	1408650.8
偿还债务所支付的现金	917226.7	973798.1
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	122852.5	170516
支付的其他与筹资活动有关的现金		
筹资活动现金流出小计	1040079.2	1144314.1
筹资活动产生的现金流量净额	520775.7	264336.7
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		
五、现金及现金等价物净增加额	116981.3	-80409.8

附件 5 2005~2006 年现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动		
以固定资产偿还债务		
以投资偿还债务		
以固定资产进行长期投资		
以存货偿还债务		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租赁固定资产		
二、将净利润调节为经营活动的现金流量		
净利润	65682.7	77634.7
加: 少数股东损益	118433.5	115168.3
减: 未确认的投资损失		
加: 计提的坏账准备或转销的坏账		
固定资产折旧	178308.5	233042
无形资产摊销	3715.9	4830.7
长期待摊费用摊销	756.9	41372.9
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-526.6	-1221.1
待摊费用减少(减:增加)	989.9	-16543.9
预提费用增加(减:减少)		
固定资产报废损失	1601.9	9154.4
财务费用	83595.9	117090.4
投资损失(减:收益)	-6186.9	-7726.7
递延税款贷项(减:借项)	131.1	
存货的减少(减:增加)	-60400.3	-25039.3
经营性应收项目的减少(减:增加)	-56876	-100372.4
经营性应付项目的增加(减:减少)	-52865.5	-146375.6
其他		
经营活动产生的现金流量净额	288589.2	299545.8
三、现金及现金等价物净增加情况		
货币资金的期末余额		
减: 货币资金的期初余额	934935.1	854525.3
现金等价物的期末余额	817953.8	
减: 现金等价物的期初余额		934935.1
现金及现金等价物净增加额	116981.3	-80409.8

附件 6-1 2006 年~2008 年 9 月资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动资产：				
货币资金	854525.26	1023360.07	19.76	1377261.94
交易性金融资产				
应收票据	160599.76	288288.99	79.51	88245.64
应收账款	72279.50	95509.86	32.14	151678.19
预付款项	171579.35	190036.30	10.76	107908.65
应收利息				
应收股利				560.00
其他应收款	103023.61	90936.42	-11.73	85290.37
存货	280148.65	305665.16	9.11	454497.12
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		
其他流动资产	0.00	19.90		594.90
流动资产合计	1642156.12	1993816.71	21.41	2266036.81
非流动资产：				
可供出售金融资产	6248.07	40908.59	554.74	16599.71
持有至到期投资	64000.00	64000.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00		
长期股权投资	334747.06	405140.39	21.03	392539.42
投资性房地产	5979.72	6376.59	6.64	6433.47
固定资产	2252091.09	2162602.43	-3.97	2291733.68
在建工程	533460.99	1006199.31	88.62	977385.14
工程物资	180575.65	71249.36	-60.54	50406.80
固定资产清理	714.78	665.17	-6.94	736.78
生产性生物资产	0.00	0.00		
油气资产	0.00	0.00		
无形资产	154706.75	161262.55	4.24	179376.84
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	15030.68		15030.68
长期待摊费用	11402.60	8709.46	-23.62	3552.41
递延所得税资产	20653.52	16718.17	-19.05	19304.31
其他非流动资产	3366.48	6.60	-99.80	9.22
非流动资产合计	3567946.71	3958869.29	10.96	3953108.46
资产总计	5210102.83	5952686.00	14.25	6219145.27

注：根据新会计准则编制，2006 年数据为追溯调整值。

附件 6-2 2006 年~2008 年 9 月资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 9 月
流动负债：				
短期借款	901908.84	1050034.20	16.42	985871.15
交易性金融负债	0.00	0.00		
应付票据	108378.63	52716.77	-51.36	66030.97
应付账款	226407.22	295897.02	30.69	126265.85
预收款项	192902.51	178411.28	-7.51	151781.80
应付职工薪酬	202441.04	211837.29	4.64	501448.95
应交税费	130678.45	70500.07	-46.05	-5541.47
应付利息	0.00	0.00		511.43
应付股利	911.80	223.89	-75.45	290.56
其他应付款	115713.19	107293.66	-7.28	132378.82
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00		
其他流动负债	38993.87	101365.46	159.95	115778.84
流动负债合计	1918335.54	2068279.65	7.82	2074816.90
非流动负债：				
长期借款	1448246.69	1777886.33	22.76	1921228.04
应付债券	100000.00	100000.00	0.00	103862.50
长期应付款	-2398.50	6425.81	-367.91	34454.82
专项应付款	10670.00	2856.73	-73.23	4456.73
预计负债	0.00	0.00		1963.48
递延所得税负债	0.00	8704.11		2599.77
其他非流动负债	5344.29	10397.99	94.56	10735.03
非流动负债合计	1561862.48	1906270.95	22.05	2079300.36
负债合计	3480198.03	3974550.61	14.20	4154117.26
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	335338.76	335338.76	0.00	335338.76
资本公积	334325.13	362327.76	8.38	361660.89
减：库存股	0.00	0.00		
盈余公积	12605.73	12174.18	-3.42	12174.18
未分配利润	49380.66	143054.42	189.70	231254.49
外币报表折算差额	-552.17	-643.39	16.52	-1283.96
归属于母公司所有者权益合计	731098.10	852251.73	16.57	939144.36
少数股东权益	998806.70	1125883.66	12.72	1125883.66
所有者权益（或股东权益）合计	1729904.80	1978135.39	14.35	2065028.02
负债和所有者权益（或股东权益）总计	5210102.83	5952686.00	14.25	6219145.27

注：根据新会计准则编制，2006 年数据为追溯调整值。

附件 7 2006 年~2008 年 9 月利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 1~9 月
一、营业收入	3131072.44	3497621.99	11.71	3504523.73
减: 营业成本	2172765.90	2362730.12	8.74	2155372.72
营业税金及附加	46260.58	55921.08	20.88	41294.92
销售费用	140327.25	118810.08	-15.33	67987.53
管理费用	353405.56	443929.73	25.61	701241.22
财务费用	104754.42	96870.46	-7.53	115839.52
资产减值损失	340.61	971.65	185.27	
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00		
投资收益 (损失以“—”号填列)	7726.74	4322.82	-44.05	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00		
汇兑收益 (损益以“—”号添列)	0.00	0.00		
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	320944.86	422711.70	31.71	471153.25
加: 营业外收入	13331.28	12085.39	-9.35	8512.07
减: 营业外支出	40630.33	54224.28	33.46	12214.80
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	293645.82	380572.82	29.60	467450.52
减: 所得税费用	135777.54	151341.79	11.46	247338.32
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	157868.28	229231.02	45.20	220112.20
其中: 归属于母公司所有者的净利润	59168.15	87696.72	48.22	88200.07
少数股东损益	98700.12	141534.30	43.40	131912.13

注: 根据新会计准则编制, 2006 年数据为追溯调整值。

附件 8 2006 年~2008 年 9 月现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2822297.39	3087817.51	9.41	3243275.62
收到的税费返还	2614.75	7300.42	179.20	3938.54
收到其他与经营活动有关的现金	50026.13	57363.77	14.67	17833.36
经营活动现金流入小计	2874938.26	3152481.70	9.65	3265047.52
购买商品、接受劳务支付的现金	1722925.18	1741604.32	1.08	1602941.33
支付给职工以及为职工支付的现金	387831.13	511076.38	31.78	463665.42
支付的各项税费	413152.83	466467.87	12.90	556931.15
支付其他与经营活动有关的现金	51483.33	55281.48	7.38	17844.26
经营活动现金流出小计	2575392.47	2774430.05	7.73	2641382.16
经营活动产生的现金流量净额	299545.80	378051.65	26.21	623665.37
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	4706.01	224.36	-95.23	9138.00
取得投资收益收到的现金	6981.32	4322.82	-38.08	48365.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1221.11	1725.71	41.32	675.05
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	12908.45	6272.89	-51.40	58178.49
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	640794.93	477694.53	-25.45	317825.81
投资支付的现金	11405.78	93533.10	720.05	2000.00
支付其他与投资活动有关的现金	5000.00	0.00	-100.00	
投资活动现金流出小计	657200.71	571227.63	-13.08	319825.81
投资活动产生的现金流量净额	-644292.26	-564954.74	-12.31	-261647.32
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	110983.46	2800.00	-97.48	
取得借款收到的现金	1294026.33	1958766.54	51.37	555011.76
收到其他与筹资活动有关的现金	3641.00	849.00	-76.68	
筹资活动现金流入小计	1408650.79	1962415.54	39.31	555011.76
偿还债务支付的现金	973798.20	1426055.86	46.44	563127.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	170516.00	180621.78	5.93	
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00		
筹资活动现金流出小计	1144314.20	1606677.63	40.41	563127.94
筹资活动产生的现金流量净额	264336.59	355737.91	34.58	-8116.18
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00		
五、现金及现金等价物净增加额	-80409.88	168834.82	-309.97	353901.86
加: 期初现金及现金等价物余额	934935.13	854525.26	-8.60	1023360.07
六、期末现金及现金等价物余额	854525.26	1023360.07	19.76	1377261.94

注: 根据新会计准则编制, 2006 年数据为追溯调整值。

附件 9 2006 年~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	157868.28	229231.02	45.20
加: 资产减值准备	-1468.56	971.65	-166.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	233041.97	211113.71	-9.41
无形资产摊销	4830.68	43255.00	795.42
长期待摊费用摊销	41372.91	5757.96	-86.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“—”号填列)	-1221.11	32736.98	-2,780.91
固定资产报废损失 (收益以“—”号填列)	9154.44	0.00	-100.00
公允价值变动损失 (收益以“—”号填列)	0.00	0.00	
财务费用 (收益以“—”号填列)	117090.35	109860.18	-6.17
投资损失 (收益以“—”号填列)	-7726.74	-4322.82	-44.05
递延所得税资产减少 (增加以“—”号填列)	0.00	3935.35	
递延所得税负债增加 (减少以“—”号填列)	0.00	31.48	
存货的减少 (增加以“—”号填列)	-25039.32	-25516.51	1.91
经营性应收项目的减少 (增加以“—”号填列)	-100372.40	-157289.37	56.71
经营性应付项目的增加 (减少以“—”号填列)	-127984.70	-71712.98	-43.97
其他	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	299545.80	378051.65	26.21
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	854525.26	1023360.07	19.76
减: 现金的期初余额	934935.13	854525.26	-8.60
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	-80409.88	168834.82	-309.97

注: 根据新会计准则编制, 2006 年数据为追溯调整值。

附件 10 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	9.7	13.45	11.34	-
存货周转次数(次)	5.58	7.76	8.07	-
总资产周转次数(次)	0.54	0.60	0.63	-
盈利能力				
营业利润率(%)	39.02	29.13	30.85	37.32
总资本收益率(%)	4.83	6.28	6.83	-
净资产收益率(%)	9.51	9.13	11.59	-
财务构成				
资产负债率(%)	64.96	66.80	66.77	66.80
全部债务资本化比率(%)	58.67	59.66	60.11	59.84
长期债务资本化比率(%)	46.75	47.23	48.70	49.51
偿债能力				
流动比率(%)	114.88	85.60	96.40	109.22
速动比率(%)	97.44	71.00	81.62	87.31
EBITDA 利息倍数(倍)	7.63	6.14	6.85	-
全部债务/EBITDA(倍)	3.90	3.74	3.97	-
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	-0.13	-0.06	-
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.42	-3.09	-1.71	-
现金流				
现金收入比率(%)	108.26	90.14	88.28	92.54
筹资活动前产生的现金流量净额(亿元)	-40.38	34.47	18.69	36.20
本期债项偿债能力				
EBITDA 偿债倍数 (倍)	3.79	4.56	5.00	-

注：1.公司从 2007 年开始执行新会计准则，所有者权益、主营业务收入、净利润等科目已作相应调整。

2.2006 年数据为根据新会计准则追溯调整后的数据计算而得。

附件 11 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年年复合增长率为率	(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%
净资产年年复合增长率为率	
营业收入年年复合增长率为率*	
利润总额年年复合增长率为率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 12 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

企业主体长期信用等级的含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 兖矿集团有限公司 2009 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行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，提供有关财务报告以及其他相关资料。兖矿集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注兖矿集团有限公司的经营管理状况及本期中期票据的相关信息，如发现兖矿集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如兖矿集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至兖矿集团有限公司提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司

二零零八年十二月二十四日