

跟踪评级公告

联合[2010] 472 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持兖矿集团有限公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定。并维持“08兖矿MTN1”、“09兖矿MTN1”和“10兖矿MTN1”AAA的信用等级。特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年八月十六日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

兖矿集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA

上次评级结果: AAA

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
08 兖矿 MTN1	15 亿元	2009/01/05-2012/01/05	AAA	AAA
09 兖矿 MTN1	15 亿元	2009/03/06-2014/03/06	AAA	AAA
10 兖矿 MTN1	14 亿元	2010/01/11-2013/01/11	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2010 年 8 月 16 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	10 年 3 月
现金类资产(亿元)	146.53	218.79	228.53
资产总额(亿元)	660.08	995.32	996.88
所有者权益(亿元)	254.15	277.90	292.92
短期债务(亿元)	110.62	117.58	124.83
全部债务(亿元)	307.88	589.33	612.35
营业收入(亿元)	460.81	445.11	117.43
利润总额(亿元)	65.63	53.85	20.04
EBITDA(亿元)	109.26	95.86	--
经营性净现金流(亿元)	70.24	55.10	2.48
营业利润率(%)	31.19	20.74	30.76
净资产收益率(%)	16.69	12.80	--
资产负债率(%)	61.50	72.08	70.62
全部债务资本化比率(%)	54.78	67.96	67.64
流动比率(%)	107.98	142.09	163.86
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	6.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.42	5.83	--
经营现金流动负债比(%)	33.99	23.88	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则(2006)》, 2010 年 3 月数据未经审计。

分析师

王 健

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 兖矿集团有限公司(以下简称“公司”)煤炭资源开发获得重大进展, 煤炭产能提升, 煤化工和电解铝产业获得了较快发展, 产业链进一步延伸。但受市场需求低迷和价格波动影响, 2009 年公司煤化工和电解铝业务板块收入和利润规模减少, 盈利能力下滑; 且收购澳大利亚菲利克斯资源有限公司使公司的债务负担明显加重。

菲利克斯公司拥有优质的煤炭资源、超洁净煤专利技术和纽卡斯尔港煤炭基础设施集团的部分股权, 有助于公司实现在澳大利亚的煤、港一体化运营, 进而增强公司的综合竞争力。公司有望凭借丰富的资源储备和优良产业布局, 巩固现有行业领先地位和信用基本面。

综合考虑, 联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。并维持“08 兖矿 MTN1”、“09 兖矿 MTN1”和“10 兖矿 MTN1”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司通过开拓外部资源, 获得的煤炭资源储量大幅增加, 为持续发展奠定了基础。
2. 公司通过发展煤化工、煤电铝产业延伸了产业链, 有助于增强长期抗风险能力。
3. 经营性现金流和 EBITDA 对存续期中票保护程度高。

关注

1. 2009 年以来, 公司煤化工及电解铝业务出现亏损。
2. 2009 年公司非经营性收益占利润总额比重高。
3. 对菲利克斯公司的收购使公司的债务负担明显加重, 偿债压力增大。
4. 未来对菲利克斯公司的整合效果存在一定不确定性。

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，出资人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会，注册资本335339万元。

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，目前下属8个直属机构、3个二级分公司，总计36个直接控股和全资子公司，169个参股企业。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2009年底，公司合并资产总额995.32亿元，股东权益277.90亿元（其中少数股东权益150.81亿元）；2009年公司实现营业收入445.11亿元，利润总额53.85亿元。

截至2010年3月底，公司合并资产总额996.88亿元，股东权益292.92亿元（其中少数股东权益159.92亿元）；2010年1~3月公司实现营业收入117.43亿元，利润总额20.04亿元。

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、行业分析

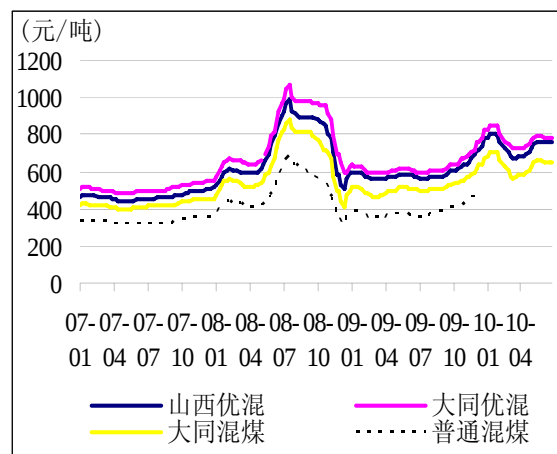
1. 煤炭采选

煤炭下游需求方面，2008年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2008年11月火电、水泥、生铁、化肥同比增长分别为-16.60%、2.80%、-16.20%和-16.30%。2009年1月开始，在国家4万亿投资计划的拉动下，水泥、生铁、化肥、电力等产量也出现回升。其中主要消耗煤炭的火电行业

发电量月度同比更是大幅增长，由2008年11月低点的-16.60%回升至2009年12月的30.70%。

煤炭价格方面，2008年以来，受中小煤矿整顿和雪灾等气候影响，煤炭价格持续上涨，至2008年8月达到顶峰，随后受经济危机影响，房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓，导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少，价格大幅回落至2008年年初水平。2009年4月供暖期结束后，由于山西等煤炭大省“限产保价”，国内煤价稳中略升。2009年8月以后，随下游行业强劲反弹，煤炭价格开始温和上涨，截至2010年5月4日，山西大混为625元/吨，山西优混为725元/吨，大同优混为770元/吨。

图1 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源：wind 资讯

煤炭产业政策方面，2009年1月7日，国土资源部发布《全国矿产资源规划（2008~2015年）》，提出实行战略矿产储备制度，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力；对有重要价值的特殊煤种加大保护和合理利用度。该项政策的出台，有利于平抑煤炭价格波动、稳定煤炭市场，有利于部分特殊煤种和稀缺煤种企业长期发展。

2010年6月1日财政部印发了《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》的通知（财税[2010]54号），规定自6月1日起在新疆对原

油、天然气资源税实行从价计征，税率为 5%。2010 年 7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院召开西部大开发工作会议，明确将对煤炭、原油、天然气等资源税由从量征收改为从价征收。这意味着 6 月初实施的针对新疆地区的资源税改政策将推广到西部 12 个省份。资源税改革能有效对煤炭品质和税负进行挂钩，但煤企税负将明显加重。

2. 煤化工行业

2009 年上半年，受经济危机，产能过剩和进口产品的影响，中国煤制甲醇及甲醇衍生物、焦炭和电石法 PVC 等行业延续了 2008 年第 4 季度的低开工率和低利润率水平。为保护国内甲醇产业，财政部在 4 月 1 日将甲醇出口退税率由 9%调涨至 11%；并于 6 月 1 日将甲醇出口退税率由 11%进一步调涨至 13%。

2009 年 9 月，国务院下发了《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发[2009]38 号），明确要严格执行煤化工产业政策，遏制传统煤化工盲目发展，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目。对合成氨和甲醇实施上大压小、产能置换等方式，降低成本、提高竞争力。

此外，《车用燃料甲醇国家标准》于 2009 年 11 月 1 日实施。甲醇汽油的首个标准《车用甲醇汽油（M85）》于 2009 年 12 月 1 日正式实施。车用甲醇燃料标准体系的建立，对中国甲醇行业是一个利好消息。甲醇汽油一旦推广，将在一定程度上消化中国相对过剩的产能。

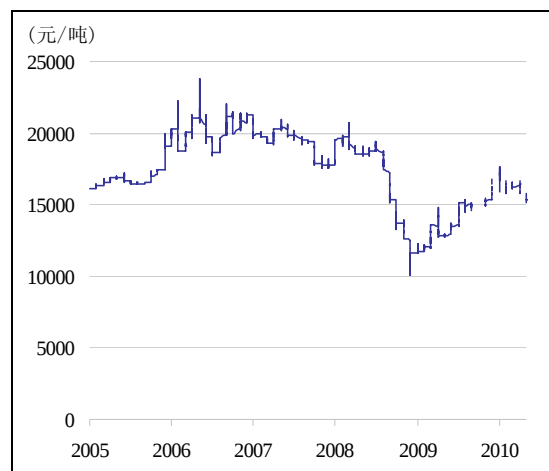
3. 电解铝行业

从电解铝产量来看，2005~2009 年，中国电解铝产量快速增长，年均增长 13.06%，2009 年为 1363 万吨，同比增幅为 3.60%。2010 年，在国内宏观经济回暖的背景下，电解铝产能继续上升，根据中国工信部相关数据，预计 2010 年中国电解铝产量有望达到 1700 万吨。

从电解铝价格来看，2008 年下半年以来，在国内外铝供应过剩和需求疲弱的影响下，中

国电解铝价格大幅度下跌，2008 年 12 月达到最低价格 10130 元/吨；2009 年，国内经济有所回暖，电解铝价格出现回升，2009 年 12 月达到 16800 元/吨左右；2010 年，电解铝价格呈波动下降势头，截至 5 月底为 14935 元/吨。

图 2 中国电解铝期货价格走势



资料来源：Wind 资讯

2009 年 2 月，中国政府发布《有色金属产业调整和振兴规划》，规划涉及了增加储备、重点企业直购电试点、税费减免，大力发展循环经济等方面的内容。2009 年 9 月的“国发[2009]38 号”文规定今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目。现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到 12500 千瓦时以下，吨铝外排氟化物量大幅减少，到 2010 年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。

总体看，国家采取的调控政策将在一定程度上限制行业内规模小、技术落后、环保措施不到位的企业的经营与发展，并促进行业的整合；未来随着国民经济不断回暖以及国内工业化和城市化进程不断加速，铝行业仍然具备较好发展前景。

三、重大事项

2009 年 8 月 13 日，公司下属子公司兖州煤业和设立于澳大利亚并且于澳大利亚证券交易所上市的澳大利亚菲利克斯资源公司（Felix Resources Limited）签署了《安排执行协议》，

兖州煤业的全资子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（下称“兖煤澳洲”）通过安排方案的方式，由其全资子公司澳思达煤矿有限公司（下称“澳思达公司”）以 16.95 澳元/股（约合人民币 96.38 元/股）的现金对价收购菲利克斯公司的全部股份（下称“本次收购”）。

本次收购的总对价约为 33.33 亿澳元（相当于约 215.38 亿港元或约 189.51 亿人民币）。收购所需资金全部由兖煤澳洲从中国银行悉尼分行牵头组成的银团贷款融资（融资方案参见图 3），融资额为与人民币 200 亿元等值的澳元或美元。截至 2009 年 12 月 31 日，本次收购已实施完毕（收购款项公司已一次性以现金方式支付）。

菲利克斯公司为一家澳大利亚上市公司，按 2009 年煤炭产量排名是澳交所第四大煤炭上市企业。菲利克斯公司现有主要煤炭资产位于新南威尔士州和昆士兰州，包括 4 个运营中的煤矿、2 个在建煤矿（Moolarben 露天煤矿和 Moolarben 地下煤矿）、3 个勘探项目和纽卡斯尔新煤港港口 15.4%权益。根据菲利克斯公司截至 2009 年 6 月 30 日的披露资料，菲利克斯公司共拥有煤炭总资源量 25.21 亿吨，探明及推定储量 5.10 亿吨；按持股权益拥有煤炭总资源量 18.90 亿吨，探明及推定储量 3.86 亿吨。Moolarben 煤矿是菲利克斯公司的旗舰型资产，菲利克斯公司持有 80%权益，其中 Moolarben 露天煤矿生产规模预计可达 1000 万吨/年，Moolarben 井工煤矿生产规模预计可达 350 万吨/年，根据矿井建设进度和技术专家的评估意见，该两座矿井将分别于 2010 年和 2013 年投入运营、逐年达到生产能力。

菲利克斯公司还持有澳大利亚纽卡斯尔港煤炭基础设施集团(NCIG)15.4%的股权。NCIG 负责建设并运营纽卡斯尔港第三码头，通过在 NCIG 中所持权益，菲利克斯公司可以相应获得在这一码头的运力配额；除此之外，菲利克斯公司还拥有超洁净煤专利技术，该技术具有较大的经济和环保潜力。

同时，根据澳洲政府的批准该收购的附加条件包括：兖煤澳洲的经营管理将主要由澳大利亚团队负责，并且要求兖煤澳洲最迟不晚于 2012 年在澳大利亚证券交易所上市等。

由于本次收购，兖煤澳洲新增了约 200 亿元人民币的银团贷款，债务规模大幅增长。公司的还款计划为：由兖煤澳洲公司以收购后的目标公司和澳思达煤矿所产生的经营现金流偿还贷款；或根据公司战略以及向澳大利亚联邦财政部/外国投资审查委员会所做承诺，由兖煤澳洲公司于 2012 年底前在市场条件允许的情况下在澳大利亚证券交易所上市所募集资金偿还贷款；或在目标公司下属煤矿层面及兖煤澳洲公司层面引入战略投资者，以分担投资风险，减轻还贷资金压力；或在必要的情况下，由兖煤澳洲公司向银团申请贷款展期。

目前澳思达煤矿产能 200 万吨，2009 年煤炭产量 187 万吨。菲利克斯公司近年收入及利润情况见表 1、表 2。

表 1 菲利克斯公司经营情况（单位：人民币亿元）

	2008 年	2009 年 1-9 月
营业收入	42.42	28.46
净利润	17.33	7.29
经营活动产生的现金流量净额	19.92	9.35

资料来源：兖州煤业股份有限公司关于补充披露重大资产重组财务信息的公告（2010 年 3 月 23 日）

表 2 2009 财政年度菲利克斯主要运营矿井情况
（单位：万吨；亿澳元）

	菲利克斯 持股比例	商品煤 销量	商品煤 销售收入
yarrabee	100%	150.6	2.39
Ashton 露天及地下煤矿	60%	323.4	7.27
Minerva	51%	257.1	2.65

资料来源：兖州煤业股份有限公司重大资产购买报告书（2009 年 9 月）

菲利克斯公司拥有的 Moolarben 露天矿井计划于 2010 年投入商业运营，根据国际矿业技术专业机构评估，该煤矿商品煤生产规模预计可达 1000 万吨/年（约可产生 60 亿收入）。公司预计至 2012 年底，澳思达煤矿和菲利克斯公司将实现产能约 1600 万吨，假设按吨煤 600 元

人民币计算，可实现收入 96 亿元，约可实现利润 30 亿元左右（2012 年后每年约需支付 70 亿元的本息）。联合资信关注到，如果未来贷款利率随市场利率出现大幅上升、澳大利亚拟从 2012 年 7 月 1 日起对资源行业征收 40% 资源税的计划实施（项目的盈利空间可能将被压缩），而兖煤澳洲公司无法实现良好的经营业绩和预期的增长，或无法成功上市融资，上述贷款的还本付息将会给兖煤澳洲公司的经营现金流产生一定的压力，同时由于公司对此借款行为进行反担保，可能会给公司本部生产经营带来一定影响。

综上，公司对菲利克斯公司的收购，进一步拓展了公司的煤炭资源，增加了资源储备和煤炭产量；有利于公司在澳大利亚的煤、港一体化运营和双方的技术共享，巩固和提高公司的行业地位和核心竞争力。但澳方对该收购附带了对兖煤澳洲全部经营实体的控制要求，并

对兖州煤业在澳经营平台兖煤澳洲做了股权设定；且收购后业务整合完全到位需要一定时间，在过渡期内可能存在相关运营、管理、人事等环节未能完全理顺的情形，从而给公司带来一定影响。

四、经营分析

2009 年虽然公司煤炭销量同比有所上升，但由于煤炭平均售价同比下降，人工工资、安全费用增加，导致煤炭销售毛利率由上年的 53.29% 下降为 41.28%。2010 年 1-3 月，受煤价反弹拉动，煤炭销售毛利率上升至 48.84%。

同时，由于受金融危机和产能过剩影响，电解铝产品价格出现波动，2009 年公司电解铝业务收入和毛利率下降；同期公司化工产品售价快速下跌，化工板块整体处于亏损状态。

表 3 公司各业务板块经营情况（单位：亿元；%）

项 目	2008 年			2009 年			2010 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
煤炭	246.42	53.48	53.29	238.10	53.49	41.28	67.44	57.43	48.84
化工	62.37	13.53	12.97	56.57	12.71	-2.86	15.52	13.22	-3.67
电解铝	22.32	4.84	7.50	11.91	2.68	-5.04	5.54	4.72	8.48
电力	13.26	2.88	11.23	7.26	1.63	11.85	2.44	2.08	13.79
机械	9.60	2.08	18.75	13.78	3.10	14.73	2.55	2.17	11.00
房地产	6.30	1.37	32.02	9.6	2.16	27.19	1.96	1.67	7.58
其他	100.54	21.82	3.04	107.89	24.24	-1.43	21.98	18.72	17.92
合计	460.81	100	32.43	445.11	100.00	22.47	117.43	100.00	31.97

注 1：资料来源：公司提供

注 2：其他项内容包括其他业务收入及主营业务收入中的其他收入。

煤炭产业

2009 年公司的煤炭产量和销量分别为 4005.00 万吨和 3970.81 万吨，煤炭产销量同比有小幅增长。2010 年 1-3 月公司煤炭产销量分别为 1306.32 万吨和 1118.98 万吨。

表 4 近年来公司煤炭产销量

	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
产量（万吨）	3970.00	4005.00	1306.32
销量（万吨）	3854.23	3970.81	1118.98

注：1. 资料来源：公司提供

2. 2009 年产销量不包括菲利克斯公司

跟踪期内，公司通过并购在兖州、贵州、山西、澳大利亚等地拥有多家煤田，煤炭资源

开发取得重大进展。目前公司总计拥有 13 对生产矿井（产能 4800 万吨/年）、5 对在建矿井（产能 1380 万吨/年）、10 对规划矿井（产能 3280 万吨/年），地质储量超过 200 亿吨，较 2008 年大幅增长，保证了公司煤炭产业可持续发展战

略的接续。

2009 年底公司收购了菲利克斯公司 100% 股权，其 2009 年煤炭产量 928 万吨，纳入合并后公司煤炭产量将有大幅提升。

表 5 公司主要生产矿井情况

所属单位	名称	煤种	设计产能	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
公司本部	南屯煤矿	气煤	240	354	376	80
	兴隆庄煤矿	气煤	300	645	660	162
	鲍店煤矿	气煤	300	600	574	147
	东滩煤矿	气煤	400	701	748	178
	济二煤矿	气煤	400	391	359	104
	济三煤矿	气煤	500	619	620	151
	北宿煤矿	气煤	75	96	95	22
	杨村煤矿	气煤	60	103	96	27
外部资源开发	贵州、菏泽、山西、新疆、澳洲等地	无烟煤、焦煤、气煤、贫煤、动力煤	2525	461	477	435
合计			4800	3970	4005	1306

注：1. 资料来源：公司提供

2. 菲利克斯公司产量自 2010 年开始计入

公司煤种主要为精煤和动力煤，主要客户包括济钢和莱钢等，动力煤除满足山东省内需求，部分销往华东地区。公司与周边企业存在稳固的合作关系，销售压力较小。同时，山东与江苏、浙江等煤炭主要消费地之间拥有便捷的海运条件，使得公司在煤炭运输销售方面具有明显优势。

2009~2010 年 1-3 月公司吨煤平均销售价格（含税）分别为 593.13 元和 705.08 元。2009 年煤价同比下降，2010 年 1 季度煤价出现反弹。公司的煤炭产品大约 50% 在现货市场销售，市场煤占比较大，煤炭板块的经营业绩较大幅度依赖于煤价的走势。

出口方面，受世界经济增速放缓、国际煤炭需求低迷及国家鼓励煤炭进口减少出口政策导向的影响，2009 年公司煤炭出口量为 8 万吨，同比大幅下降，由于煤炭出口量在公司煤炭销量中占比较小，出口煤炭的降低未对公司经营造成实质影响。

煤制油及煤化工产业

公司着力建设循环工业园区，一批生产甲醇、醋酸、焦炭、烯烃等产品的煤化工项目已

全面启动。兖矿集团组建了煤化供销公司，对原料供应和产品销售进行统一管理；鲁南化肥厂原料及动力结构调整项目建成投产，国泰化工有限公司二期项目 30 万吨醋酸系统及 10 万吨醋酸乙酯项目、榆林能化 60 万吨甲醇项目试生产；鲁化 10 万吨醋酐项目主装置建成。

2009 年公司化工产品售价大幅下跌，煤化工板块实现营业收入 56.57 亿元，同比减少 9.30%。同期，受煤化公司成立供销公司开展经贸业务、国宏公司恢复生产、鲁化双结构投产增加产能、国泰公司醋酸技改等因素影响煤化工成本同比增长 7.19%，导致公司化工产品毛利率延续 2008 年以来的跌势。2010 年 1-3 月，虽然部分化工产品售价较 2009 年有所回升，但整体仍处于亏损状态。

表 6 公司煤化工主要产品产量（单位：万吨）

产品名称	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
甲醇	60.38	91.74	34.99
醋酸	27.00	32.82	13.67
尿素	110.52	114.38	26.72
焦炭	140.41	138.96	31.64

资料来源：公司提供

2009 年，除焦炭外公司煤化工产品产量均有所增长。但受煤化工下游行业需求萎缩的影响，公司化工产品产销率有所下降，同时也是导致存货增加的因素之一。

2009 年，公司主要化工产品平均售价明显下降，化工板块处于亏损状态。2010 年 1-3 月，除尿素外公司化工产品售价均较 2009 年全年综合价格有不同程度上涨。

表7 公司主要化工产品单价（单位：元/吨；含税）

主要产品	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
甲醇	3290.57	1604.99	2003.00
醋酸	4841.82	2417.00	2491.00
尿素	1833.57	1656.00	1495.44
焦炭	2108.61	1377.26	1437.00

资料来源：公司提供

煤电铝产业

2009 年，公司铝锭产量为 11.53 万吨，较上年减少 2.7 万吨；2010 年 1-3 月，公司铝锭产量为 3.24 万吨。2009 年公司铝锭销售均价（含税）为 15195.00 元/吨，比上年下降 15%。2010 年 1 季度铝锭销售均价与上年持平。2009 年受金融危机影响，铝锭产品市场价格低于完全成本，公司电解铝板块亏损。2010 一季度公司消化了铝产品的部分库存，毛利率有所回升。

2009 年公司全年发电 33.90 亿千瓦时，同比略有下滑；2010 年 1-3 月公司发电 8.58 亿千瓦时。

表8 公司煤电铝主要产品产量

产品名称	2008	2009 年	10 年 1-3 月
铝锭（万吨）	14.23	11.53	3.24
电力（亿千瓦时）	34.14	33.90	8.58

资料来源：公司提供

其他产业

公司其它非煤业务主要包括材料销售、运输业务、医疗服务等，规模相对较小。2009 年，公司其他业务产业收入 68.40 亿元，整体处于亏损状态，参见表 9。

表9 公司其他业务收入情况（单位：亿元；%）

项目	2008 年		2009 年	
	其他业务收入	毛利率	其他业务收入	毛利率
材料销售	16.48	11.29	14.23	0.98
医疗服务	3.4	3.28	4.01	5.95
运输业务	2.4	19.73	2.38	17.40
商业网点	0.82	11.83	0.52	13.14
工程劳务	0.62	1.39	0.53	-133.63
餐饮服务	0.89	-2.23	0.94	-86.49
其 他	25.91	-8.36	45.79	0.04
合 计	50.52	0.72	68.40	-0.95

资料来源：公司审计报告

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年财务报表已经国富浩华会计师事务所有限公司审计，并出具了保留意见的审计结论。导致保留意见事项的主要原因是纳入公司合并范围的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。公司 2010 年 3 月财务报表未经审计。

公司下属子公司兖州煤业收购澳大利亚菲利克斯资源公司 100%股权项目暨重大资产重组已于 2009 年 12 月 23 日完成股权交割。截至 2009 年底公司的合并资产负债表已通过兖州煤业并入菲利克斯公司，但 2009 年度菲利克斯公司的利润及现金流量未纳入公司合并利润表及现金流量表。2010 年 1 季度公司的合并财务报表均已将菲利克斯公司纳入合并范围。

以下分析主要基于 2009 年度合并财务报表，相关比较以追溯调整过的数据作为比较基数，2010 年 1~3 月合并财务报表作为补充。

2. 盈利能力

2009 年虽然公司煤炭销量较上年有所增加，但煤炭平均售价同比下滑，导致公司营业收入同比下降 3.41%。同期公司营业成本同比增长 10.83%，主要由于非煤业务板块煤化工成立供销公司开展经贸业务、国宏公司恢复生产、实业公司销售增加、电铝公司产能增加等影响材料费增加；工资增长、折旧增加和安全

费用增加导致成本增长。

费用控制方面，公司三项费用控制增强，期间费用率呈下降趋势，2009 年期间费用率为 16.01%。

2009 年公允价值变动收益系公司持有的盘江股份公司股票的公允价值变动。同期投资收益增长快速，主要系公司收取的盘江股份公司的股票红利及将持有的盘江公司股权置换盘江股份公司股份的增值收益。

2009 年公司营业利润同比下降 19.50%，如不考虑公允价值变动收益及投资收益，营业利润将出现显著下降。

2010 年 1-3 月公司实现营业收入、利润总额分别为 117.43 亿元和 20.04 亿元，由于煤价有所反弹，与上年同期相比公司收入和利润规模大幅增长。

2009 年，公司营业利润率为 20.74%，同比有所下降。2010 年 1-3 月，受煤炭销售价格同比上涨等因素影响，公司营业利润率回升至 30.76%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率出现较快下滑，两项指标分别为 5.54%和 12.80%。

综合来看，化工和电解铝主要产品价格下跌导致 2009 年以来公司盈利能力下降，未来随公司在建矿井及菲利克斯公司产能的释放和电解铝化工产品价格反弹，公司盈利能力有望恢复。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2009 年公司经营性现金流入量为 429.38 亿元，较上年下降 18.79%，主要是因为煤炭价格同比有所下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少。2009 年公司经营活动现金流量净额为 55.10 亿元，较上年下降 21.55%。

从投资活动来看，2009 年公司收回投资和投资收益收到的现金减少，投资活动现金流入量下降。投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主（公司将并购菲利

克斯公司所筹贷款与对菲利克斯公司的投资抵消，因此投资活动与筹资活动现金流未能反应此项并购活动，兖州煤业经审计的报表中已有反映），公司投资活动现金净流出为 50.48 亿元。

从筹资活动来看，2009 年公司加大举债力度，且成功发行中期票据使收到的现金增加，筹资活动现金流入同比快速增长。2009 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 36.59 亿元。

2010 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.48 亿元（规模相对较小与春节放假及销售周期有关），与上年同期相比（-12.33 亿元）现金流得到明显改善。投资活动产生的现金流量净额为-23.03 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金较上年同期快速增加。筹资活动产生的现金流量净额同期相比有所下降。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，同时公司投资支出规模较大，对外融资需求增加。

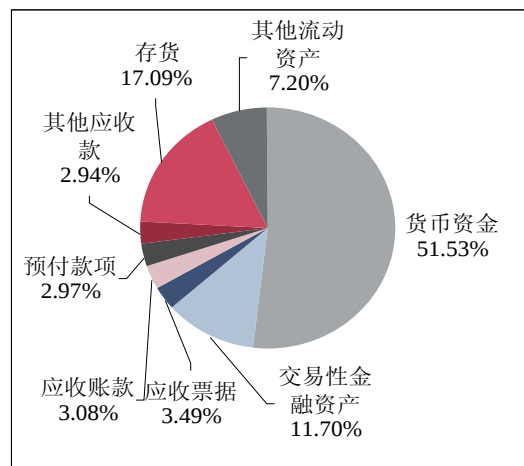
4. 资本及债务结构

资产

截至 2009 年底，公司资产总额 995.32 亿元，其中流动资产占比 32.95%，非流动资产占比 67.05%。

2009 年底公司流动资产 327.92 亿元，以货币资金、交易性金融资产和存货为主，见图 3。

图 3 截至 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2009年底，公司交易性金融资产为38.36亿元，其中股票投资占比98.23%，主要系公司投资于盘江煤电股份有限公司的限售流通股。截至2009年底，公司其他流动资产为23.60亿元，同比快速增长的原因是公司预付的塌陷补偿费及支付的存储保证金增加。

截至2009年底，公司非流动资产667.40亿元，以固定资产、无形资产、在建工程为主。2009年底，公司固定资产为352.37亿元，同比增长37.44%，主要原因是在建工程完工转入固定资产及并入菲利克斯公司所致。公司在建工程57.09亿元，同比减少47.09%，主要原因是部分在建工程完工转入固定资产。公司无形资产197.37亿元，同比增长1033.76%，主要原因是公司现金收购菲利克斯公司，其采矿权并入所致。

截至2010年3月底，公司资产总额为996.88亿元，流动资产占比33.18%，非流动资产占比66.82%。各项资产构成变化不大。

整体上，公司流动资产中货币资金充裕，资产流动性较好，资产结构变化不大。

所有者权益

截至2009年底，公司所有者权益合计为277.90亿元（归属母公司权益为127.09亿元），归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、专项储备、盈余公积、未分配利润分别占比26.39%、23.70%、6.45%、0.90%、42.30%。公司股东权益结构稳定性一般。

截至2010年3月底，公司所有者权益合计为292.92亿元，其中归属母公司权益为133.00亿元，权益构成变化不大。

债务结构

截至2009年底，公司负债总额为717.41亿元，比上年增长76.73%。公司负债总额中流动负债、非流动负债分别占32.17%和67.83%。公司债务结构有所改善。

截至2009年底，公司流动负债主要以短期借款（占比40.95%）、应付账款（占比12.31%）和应付职工薪酬（占比10.23%）为主。截至

2009年底，公司其他流动负债为14.97亿元，较上年快速增长的主要原因是公司应付土地塌陷征地费及耕地占用税增加。

截至2009年底，公司非流动负债以长期借款（占比88.58%）和应付债券（占比8.36%）为主。2009年底公司长期借款为431.08亿元，较上年增长130.21%，主要原因为公司下属兖煤澳洲公司为收购菲利克斯公司向以中国银行悉尼分行牵头之银团借款30.40亿美元。公司应付债券为40.67亿元，较上年增长306.65%，主要原因为公司发行的08MTN1（15亿元，3年期）和09MTN1（15亿元，5年期）两期中期票据。

由于利用银行借款并购菲利克斯公司，导致公司长期债务快速增加，2009年底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大幅上升，分别为62.93%、67.96%和72.08%。受资产收购事项的影响，公司债务负担明显加重。

截至2010年3月底，公司负债总额703.96亿元，其中流动负债和非流动负债分别占28.67%和71.33%。2010年3月底，公司应付债券较上年底增长32.80%，系公司发行的“10MTN1”（14亿元，3年期）中期票据。公司预计负债较上年底增长897.16%，主要原因是兖州煤业预付的与未来开采有关的土地塌陷、复原、重整及环保费。

截至2010年3月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.62%、67.64%和62.47%，公司债务负担仍较重。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009年底，公司流动比率、速动比率分别为142.09%和117.81%。2009年公司经营现金流动负债比为23.88%。截至2010年3月底，公司流动比率、速动比率分别为163.86%和133.95%，公司短期支付能力良好。

从长期偿债指标看，2009 年公司 EBITDA 为 95.86 亿元，随着公司债务规模的快速增长，EBITDA 对债务的保护程度有所下降，2009 年全部债务/EBITDA 为 6.15 倍。同期公司 EBITDA 利息倍数为 5.83 倍（由于公司 2009 年底借款用于购买菲利克斯公司，相应利息支出尚未全部在 2009 年反映，导致 EBITDA 利息倍数较上年略有增长）。考虑到 2009 年由于并购菲利克斯公司导致债务规模迅速扩大，但菲利克斯产生的利润尚未并入合并报表，整体上公司对全部债务的保护能力适宜。

6. 债项偿还能力分析

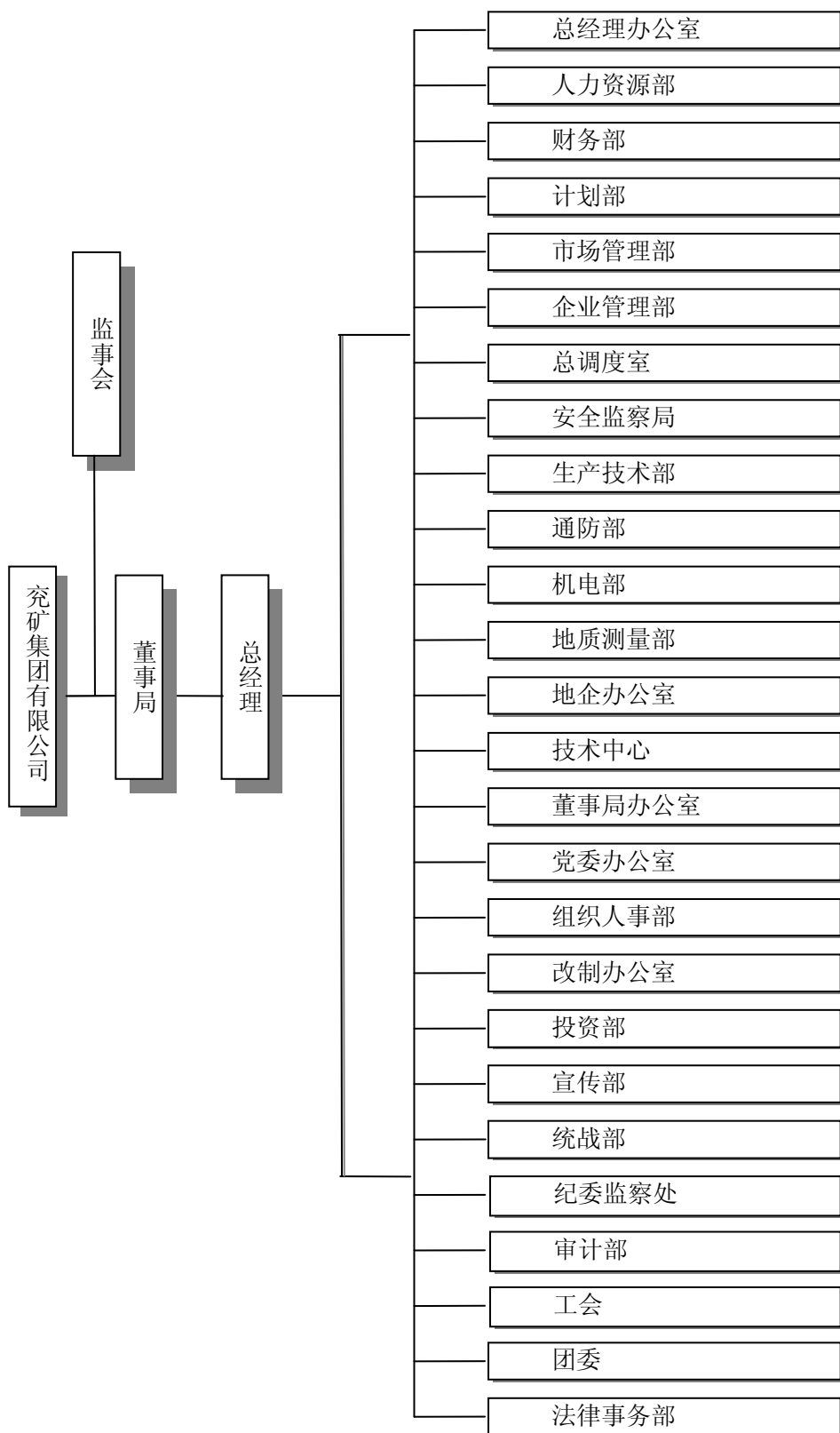
公司存续期内中期票据额度共计 44 亿元，2009 年公司经营性净现金流、经营活动现金流入量及 EBITDA 对其保护倍数分别为 1.25 倍、9.76 倍和 2.18 倍；截至 2010 年 3 月底现金类资产对其保护倍数是 5.19 倍，保护程度仍较高。

截至 2010 年 3 月底，公司对外担保总额为 4.83 亿元，担保比率为 1.65%，其中山东东岳能源有限公司占 62.18%，山东航空股份有限公司占 35.23%，淄矿集团有限公司占 2.59%。2009 年底，山东东岳能源有限公司资产总额 91.76 亿元，负债总额 69.55 亿元，2009 年营业收入 83.21 亿元，利润总额 5.64 亿元，净利润 2.57 亿元。担保对象目前均经营情况良好，公司或有负债风险小。

截至 2010 年 3 月底，公司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 1826.05 亿元，其中已使用额度为 536.94 亿元，未用额度为 1289.11 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属企业兖州煤业为上市公司，拥有直接融资渠道。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08 兖矿 MTN1”、“09 兖矿 MTN1”和“10 兖矿 MTN1”AAA 的信用级别。

附件 1 公司组织架构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
流动资产：			
货币资金	1281015.65	1689860.95	1703309.40
交易性金融资产		383551.97	380730.29
应收票据	184268.78	114470.67	201224.40
应收账款	124989.17	100886.03	91958.61
预付款项	79836.92	97331.96	93115.73
应收利息		336.09	452.67
应收股利			1606.20
其他应收款	76504.97	96330.45	92411.71
存货	484418.43	560446.68	603744.44
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	183.74	235966.50	138870.78
流动资产合计	2231217.65	3279181.28	3307424.22
非流动资产：			
可供出售金融资产	13944.72	26467.28	24769.29
持有至到期投资		5.37	5.37
长期应收款		18424.70	38424.70
长期股权投资	401681.37	326728.83	326728.83
投资性房地产	6321.39	8178.56	8172.43
固定资产	2563739.86	3523723.77	3499159.80
在建工程	1079109.79	570907.06	578374.86
工程物资	39537.17	29799.45	43705.67
固定资产清理	618.30	382.62	297.04
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	174080.46	1973655.19	1969525.63
开发支出			
商誉	40139.33	29587.94	29587.94
合并价差			
长期待摊费用	2142.25	1789.84	1573.21
递延所得税资产	48253.61	164328.33	141006.80
其他非流动资产			
非流动资产合计	4369568.25	6673978.94	6661331.58
资产总计	6600785.90	9953160.22	9968755.80

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
流动负债：			
短期借款	952071.65	945088.92	1034235.24
交易性金融负债		2833.28	2833.28
应付票据	73511.89	58284.32	73929.54
应付账款	328901.82	284044.99	128818.58
预收款项	180826.83	230115.34	162716.71
应付职工薪酬	227819.46	236116.96	243302.09
应交税费	81295.70	63854.71	95776.50
应付利息		1634.60	1548.40
应付股利	34.34		546.73
其他应付款	138308.89	166513.12	132913.06
预计负债			
一年内到期的非流动负债	80611.28	169603.91	137339.07
其他流动负债	2989.21	149670.95	4482.99
流动负债合计	2066371.05	2307761.10	2018442.20
非流动负债：			
长期借款	1872556.02	4310797.04	4335099.41
应付债券	100000.00	406655.00	540021.63
长期应付款	-12851.54	27654.11	29043.99
专项应付款	19234.94	18533.26	18133.26
预计负债	2532.98	4470.20	44574.89
递延收益			
递延所得税负债	1931.66	98253.64	54283.34
其他非流动负债	9533.53		
非流动负债合计	1992937.59	4866363.25	5021156.52
负债合计	4059308.64	7174124.34	7039598.72
所有者权益：			
实收资本(或股本)	335338.76	335338.76	335338.76
资本公积	346192.51	301266.04	301266.04
减：库存股			
专项准备		81996.63	89972.78
盈余公积	13567.01	11434.38	11434.38
未分配利润	431180.89	537632.18	588727.04
外币报表折算差额	-4239.68	3233.11	3233.11
归属于母公司权益合计	1122039.49	1270901.10	1329972.12
少数股东权益	1419437.77	1508134.78	1599184.96
所有者权益合计	2541477.26	2779035.88	2929157.08
负债和所有者权益总计	6600785.90	9953160.22	9968755.80

附件 3 合并利润表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年 1~3 月
一、营业收入	4608081.23	4451148.89	1174334.83
减: 营业成本	3113632.53	3450779.13	798898.61
营业税金及附加	57162.85	77163.03	14226.41
销售费用	109703.13	94012.61	17201.62
管理费用	484157.32	504209.70	110488.35
财务费用	179032.47	114328.34	27948.86
资产减值损失	47288.90	44596.87	
加: 公允价值变动收益		174172.81	
投资收益	41755.39	190179.62	2897.86
其中: 对合营企业投资收益			
汇兑收益			
二、营业利润	658859.41	530411.65	208468.85
加: 营业外收入	14606.90	15208.68	697.34
减: 营业外支出	17176.11	7103.86	8793.25
其中: 非流动资产处置损失			
三、利润总额	656290.20	538516.47	200372.94
减: 所得税费用	232013.84	182778.10	58227.90
四、净利润	424276.35	355738.37	142145.04
其中: 归属于母公司的净利润	156273.99	183173.33	91050.18
少数股东损益	268002.36	172565.03	51094.86

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年 1~3 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	5255367.88	4275887.05	1029399.41
收到的税费返还		1736.27	
收到其他与经营活动有关的现金	31607.70	16136.80	8415.18
经营活动现金流入小计	5286975.58	4293760.12	1037814.59
购买商品、接受劳务支付的现金	3179028.74	2286086.23	649020.68
支付给职工以及为职工支付的现金	644667.67	757889.88	186626.80
支付的各项税费	700128.15	645939.09	172403.49
支付其他与经营活动有关的现金	60724.50	52825.22	4999.92
经营活动现金流出小计	4584549.07	3742740.43	1013050.89
经营活动产生的现金流量净额	702426.51	551019.70	24763.70
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	74875.79	462.89	
取得投资收益收到的现金	50330.98	20001.27	2897.86
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1380.64	618.67	59.17
处置子公司及其他单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金	11371.26		
投资活动现金流入小计	137958.67	21082.83	2957.03
购建固定资产、无形资产等支付的现金	411237.69	491082.76	233249.17
投资支付的现金	54275.00	34801.00	
取得子公司等支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金	3580.00		
投资活动现金流出小计	469092.69	525883.76	233249.17
投资活动产生的现金流量净额	-331134.02	-504800.93	-230292.14
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	15180.00	14799.00	
取得集团外部贷款收到的现金			362264.32
取得借款收到的现金	1678805.60	1906235.07	
发行债券收到的现金		296400.00	138740.00
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	1693985.60	2217434.07	501004.32
偿还债务支付的现金	1588459.00	1597541.68	254078.58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	212640.59	254006.36	27948.86
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	1801099.58	1851548.05	282027.43
筹资活动产生的现金流量净额	-107113.98	365886.03	218976.89
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	264178.51	412104.80	13448.45
加: 期初现金及现金等价物余额	1016837.14	1277756.15	1689860.95
六、期末现金及现金等价物余额	1281015.65	1689860.95	1703309.40

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	424276.35	355738.37	24.57
加: 资产减值准备	45700.58	44596.87	577.48
固定资产折旧及其他	254391.85	290963.35	17.40
无形资产摊销	10612.65	3727.29	-70.65
长期待摊费用摊销	2086.75	400.28	-73.63
处置固定资产、无形资产等损失	-2566.09	569.81	-86.81
固定资产报废损失			
公允价值变动损失		-174172.81	
财务费用	169171.06	114328.34	2.01
投资损失	-41755.39	-190179.62	563.28
递延所得税资产减少	-8886.74	-60671.13	
递延所得税负债增加	-6772.44	96321.98	5431.83
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-196071.81	-76585.30	73.25
经营性应收项目的减少	102723.50	43030.17	
经营性应付项目的增加	-50483.75	102952.10	
其他			
经营活动产生的现金流量净额	702426.51	551019.70	20.73

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	13.30	16.97	--
存货周转次数(次)	7.88	6.61	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.54	--
现金收入比(%)	114.05	96.06	87.66
盈利能力			
营业利润率(%)	31.19	20.74	30.76
总资本收益率(%)	10.56	5.54	--
净资产收益率(%)	16.69	12.80	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	43.70	62.93	62.47
全部债务资本化比率(%)	54.78	67.96	67.64
资产负债率(%)	61.50	72.08	70.62
偿债能力			
流动比率(%)	107.98	142.09	163.86
速动比率(%)	84.53	117.81	133.95
经营现金流动负债比(%)	33.99	23.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.42	5.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	6.15	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.19	0.37	--

附件 6 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
现金收入比	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	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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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

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

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。