

信用等级公告

联合〔2020〕2084号

联合资信评估有限公司通过对兖矿集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持“20 兖矿(疫情防控债)CP001”的信用等级为 A-1,并维持“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”“19 兖矿 MTN004”“19 兖矿 MTN002”“18 兖矿 MTN015”“18 兖矿 MTN014”“18 兖矿 MTN011”“18 兖矿 MTN009”“18 兖矿 MTN007”“18 兖矿 MTN006”“18 兖矿 MTN005”“18 兖矿 MTN004”“18 兖矿 MTN003”和“18 兖矿 MTN001”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月九日



兖矿集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
兖矿集团有限 公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿(疫情 防控债)CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN015	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN014	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN009	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 兖矿 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

评级观点

兖矿集团有限公司(以下简称“公司”)为山东省属大型煤炭企业,跟踪期内,公司保持其在资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具备的优势,收入规模和利润水平大幅提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“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等因素对公司信用基本面的不利影响。

公司经营活动现金流入量和现金类资产对联合资信评定的存续债券的覆盖程度高。

未来随着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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“20 兖矿(疫情防控债)CP001”的信用等级为 A-1,维持“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”“19 兖矿 MTN004”“19 兖矿 MTN002”“18 兖矿 MTN015”“18 兖矿 MTN014”“18 兖矿 MTN011”“18 兖矿 MTN009”“18 兖矿 MTN007”“18 兖矿 MTN006”“18 兖矿 MTN005”“18 兖矿 MTN004”“18 兖矿 MTN003”和“18 兖矿 MTN001”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景优良,具备资源和规模优势。公司是山东省人民政府国有资产监督管理委员会下两大煤炭集团之一;截至 2019 年底,公司煤炭剩余可采储量为 61.52 亿吨,原煤核定产能为 2.28 亿吨/年。
2. 跟踪期内,公司营业总收入及利润总额快速增长。2019 年,公司营业总收入及利润总额分别同比增长 10.98%和 25.70%。
3. 跟踪期内,公司煤炭和煤化工产品的销量增长较快。2019 年,公司煤炭及煤化工销量分别同比增长 10.53%和 7.53%。
4. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对联合资信评定的存续债券覆盖程度高。截至 2020 年 3 月底,公司现金类资产为 532.71 亿元,对联合资信评定的存续债券总额的覆盖倍数为 2.56 倍。2019 年,公司

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 兖矿(疫情防控债)CP001	10	10	2021-02-27
19 兖矿 MTN008*	10	10	2022-12-27
19 兖矿 MTN007*	10	10	2022-12-06
19 兖矿 MTN005*	20	20	2022-10-16
19 兖矿 MTN004*	20	20	2022-08-26
19 兖矿 MTN002	20	20	2022-04-11
18 兖矿 MTN015*	10	10	2021-12-18
18 兖矿 MTN014*	10	10	2021-11-14
18 兖矿 MTN011*	15	15	2021-10-12
18 兖矿 MTN009*	10	10	2021-07-16
18 兖矿 MTN007	15	15	2021-04-27
18 兖矿 MTN006	10	3.55	2021-04-11
18 兖矿 MTN005*	10	10	2021-03-28
18 兖矿 MTN004	15	14.8	2021-03-20
18 兖矿 MTN003	10	10	2021-03-14
18 兖矿 MTN001	20	20	2021-02-09

注: 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券; *为永续期中期票据

经营活动产生的现金流入量对联合资信评定的存续债券总额的覆盖倍数为 15.35 倍。

关注

1. 跟踪期内, 公司清理僵尸企业并计提大额资产减值准备, 对公司利润造成较大侵蚀。2019 年, 公司资产减值损失为 36.46 亿元, 占利润总额的 28.52%。
2. 公司贸易业务占比高, 且贸易业务盈利能力弱。2019 年, 公司以贸易业务为主的其他业务收入占比 42.56%, 毛利率为 1.11%。
3. 公司少数股东权益占比高。截至 2020 年 3 月底, 公司少数股东权益占所有者权益 65.00%。
4. 跟踪期内, 公司负债水平有所降低, 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, 若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。截至 2019 年底, 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 68.38%、62.49% 和 48.22%; 截至 2019 年底, 公司永续债账面价值 219.61 亿元, 占归属于母公司权益 63.85%。

评级时间：2020年7月9日

主要财务数据：

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
煤炭企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	1
			现金流量	1
			资产质量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：黄露 柳丝丝 石梦遥

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

项目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	523.63	547.33	439.98	532.71
资产总额(亿元)	2877.70	3074.10	3185.48	3334.75
所有者权益合计(亿元)	760.12	905.98	1007.35	1050.49
短期债务(亿元)	749.18	677.86	739.93	773.62
长期债务(亿元)	930.21	928.83	937.96	968.04
全部债务(亿元)	1679.39	1606.68	1677.88	1741.66
营业收入(亿元)	1992.00	2572.28	2854.80	630.56
利润总额(亿元)	48.60	101.69	127.83	25.21
EBITDA(亿元)	198.03	275.10	304.90	0.00
经营性净现金流(亿元)	125.91	170.82	162.48	30.47
营业利润率(%)	13.89	14.50	11.68	10.71
净资产收益率(%)	2.59	5.71	8.88	--
资产负债率(%)	73.59	70.53	68.38	68.50
全部债务资本化比率(%)	68.84	63.94	62.49	62.38
流动比率(%)	101.24	105.16	105.96	112.14
经营现金流动负债比(%)	11.85	15.29	14.28	2.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	3.22	4.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	5.84	5.50	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	719.70	774.94	831.63	829.30
所有者权益（亿元）	61.60	90.84	173.51	186.37
全部债务(亿元)	522.66	452.10	490.35	509.73
营业收入(亿元)	15.79	8.78	4.72	1.08
利润总额(亿元)	-29.57	-5.63	-5.37	-4.62
资产负债率(%)	91.44	88.28	79.14	77.53
全部债务资本化比率(%)	89.46	83.27	73.86	73.23
流动比率(%)	98.89	82.79	92.46	95.87
经营现金流动负债比(%)	0.14	0.18	-4.83	--

注 1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已调整至长短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 尧矿(疫情防控债)CP001	AAA	稳定	2020/2/21	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法(V3.0.201907) 煤炭企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 尧矿 MTN008*	AAA	稳定	2019/12/13	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法(V3.0.201907) 煤炭企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 尧矿 MTN007*	AAA	稳定	2019/11/11	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法(V3.0.201907) 煤炭企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 尧矿 MTN005*	AAA	稳定	2019/9/20	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法(V3.0.201907) 煤炭企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
19 尧矿 MTN004*	AAA	稳定	2019/7/24	黄露 李博恒	煤炭行业企业信用评级方法	阅读全文
19 尧矿 MTN002 18 尧矿 MTN015* 18 尧矿 MTN014* 18 尧矿 MTN011* 18 尧矿 MTN009* 18 尧矿 MTN007 18 尧矿 MTN006 18 尧矿 MTN005* 18 尧矿 MTN004 18 尧矿 MTN003 18 尧矿 MTN001	AAA	稳定	2019/7/24	黄露 李博恒	煤炭行业企业信用评级方法	阅读全文
19 尧矿 MTN002	AAA	稳定	2019/3/11	黄露 李博恒	煤炭行业企业信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN015*	AAA	稳定	2018/11/30	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN014*	AAA	稳定	2018/11/1	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN011*	AAA	稳定	2018/8/27	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN009*	AAA	稳定	2018/5/29	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN007	AAA	稳定	2018/4/18	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN006	AAA	稳定	2018/3/26	黄露 李博恒	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN005*	AAA	稳定	2018/3/5	张博 李博恒 黄露	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN004	AAA	稳定	2018/3/12	张博 李博恒 黄露	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN003	AAA	稳定	2018/3/2	张博 李博恒 黄露	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
18 尧矿 MTN001	AAA	稳定	2018/1/30	张博 李博恒 黄露	煤炭行业企业主体信用评级方法	阅读全文
主体	AAA	稳定	2007/3/29	夏阳 朱海峰	主体评级方法总论(2013)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；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 2020 年度跟踪评级报告

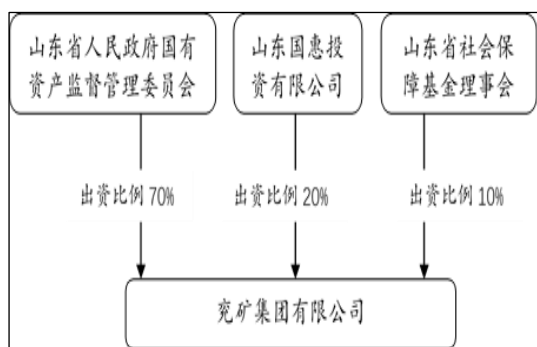
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于兖矿集团有限公司（以下简称“公司”或“兖矿集团”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

兖矿集团前身系成立于 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。历经多次增资及股权变更，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 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%。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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煤炭采选、煤化工、贸易等业务，其中在煤炭业务方面拥有较强的规模优势。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设董事会秘书处（政策研究室）、党委组织部（人力资源部）、投资发展部、运营管理部、财务管理部等 10 个机关部室，以及决策咨询中心、工程监督中心、国际业务中心、审计中心、法务中心（律师中心）等 11 个管理服务中心。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并报表范围全资及直接控股子公司合计 45 家。公司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 2019 年底，公司合并资产总额 3185.48 亿元，所有者权益 1007.35 亿元（含少数股东权益 663.40 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 2854.80 亿元，利润总额 127.83 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 3334.75 亿元，所有者权益 1050.49 亿元（含少数股东权益 682.80 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 630.56 亿元，利润总额 25.21 亿元。

公司地址：山东省邹城市鳧山南路 298 号；法定代表人：李希勇。

三、存续债券情况

截至目前，由联合资信评定的存续债券

共16只，余额共计208.35亿元。跟踪期内，各债券募资资金均按照规定用途使用，剔除尚

未到首个付息日的债券外，存续债券均正常付息。

表1 联合资信评定的公司存续期内债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	到期兑付日
20 瓷矿(疫情防控债)CP001	10	10	2020-02-27	2021-02-27
19 瓷矿 MTN008*	10	10	2019-12-27	2022-12-27
19 瓷矿 MTN007*	10	10	2019-12-06	2022-12-06
19 瓷矿 MTN005*	20	20	2019-10-16	2022-10-16
19 瓷矿 MTN004*	20	20	2019-08-26	2022-08-26
19 瓷矿 MTN002	20	20	2019-04-11	2022-04-11
18 瓷矿 MTN015*	10	10	2018-12-18	2021-12-18
18 瓷矿 MTN014*	10	10	2018-11-14	2021-11-14
18 瓷矿 MTN011*	15	15	2018-10-12	2021-10-12
18 瓷矿 MTN009*	10	10	2018-07-16	2021-07-16
18 瓷矿 MTN007	15	15	2018-04-27	2021-04-27
18 瓷矿 MTN006	10	3.55	2018-04-11	2021-04-11
18 瓷矿 MTN005*	10	10	2018-03-28	2021-03-28
18 瓷矿 MTN004	15	14.8	2018-03-20	2021-03-20
18 瓷矿 MTN003	10	10	2018-03-14	2021-03-14
18 瓷矿 MTN001	20	20	2018-02-09	2021-02-09
合计	215	208.35	--	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；*为永续中期票据，其到期兑付日为首个行权赎回日
资料来源:Wind, 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经

济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4

进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资(不含农户)同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和

53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数(CPI)同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，

2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机

制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再

贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、 行业分析

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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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 58%，大幅高于 27% 的世界平均水平¹。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国国家“石油为主，

¹数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 68 版中文版，为 2018 年数据

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，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占54%）、钢铁（约占18%）、建材行业（约占12%）、化工行业（约占7%），其余主要为民用煤等其他行业。

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在贵州、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。2002—2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009—2015年，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，叠加宏观经济趋缓导致下游煤炭需求增速放缓，

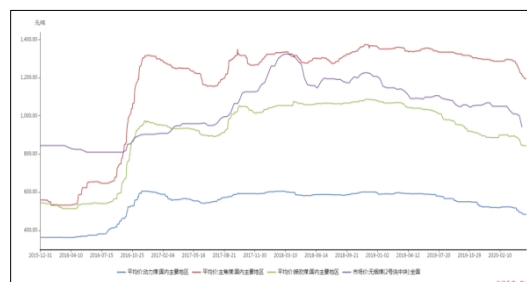
2012年以来国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭价格持续快速下降，导致煤炭行业出现普遍性亏损，煤炭企业生存出现困难。2016年以来，国家在包括煤炭行业在内的过剩行业推行去产能政策，2016—2018年，煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨，行业供求失衡矛盾得到缓解，煤炭价格触底回升，煤炭行业逐步走出前期低谷，进入平稳发展阶段。

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、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因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，2012—2015年，煤炭价格步入深度调整阶段。据WIND资讯统计，截至2015年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为362元/吨、559元/吨、545元/吨和844元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

2016年以来，受益于煤炭行业去产能政策推进，煤炭行情大幅复苏，截至2016年底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为600元/吨、1312元/吨、962元/吨和903元/吨，分别较2015年底增长65.75%、134.70%、76.51%和6.99%。

2017—2018年，煤炭行业仍处在去产能阶段，行业先进产能释放有限，叠加下游需求回暖，煤炭供需整体处于紧平衡状态，煤炭各品种价格总体呈现高位震荡走势。其中，受需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施影响，无烟煤价格自2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

2019年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至2019年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤均价（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为523元/吨、1296元/吨、887元/吨和1068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

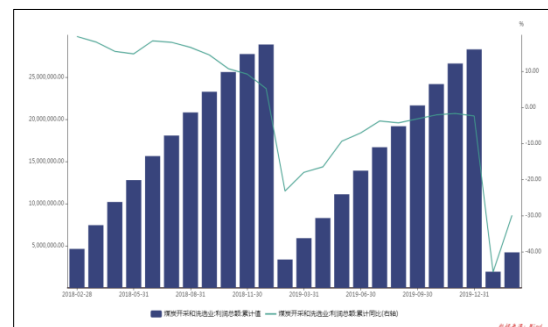
2020年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。考虑到动力煤价格下探至470元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

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，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。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，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，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

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。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，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

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，用煤旺季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。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。随着去产能目标的完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

新能源技术的快速发展挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电技术度电成本持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势。中国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，其中，非化石能源发电装机占比约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，其中，非化石能源发电量占全口径发电量的31.13%，同比增长1.54个百分点。

3. 行业展望

历经2002—2011年的快速发展期和2012—2015年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

六、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为77.69亿元，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。

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，在煤炭开采及煤化工产品生产方面具有规模优势。

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。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、房地产及工程施工等业务的经营格局。

截至 2019 年底，公司共拥有国内外主要矿井 37 对，原煤核定产能达 2.28 亿吨/年。其集约化生产模式在全国多个矿区得到推广，与国内外同行业企业相比，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。同时，公司具备年产甲醇 491 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 70 万吨、焦炭 175 万吨的生产能力，在煤化工业务方面也具备一定的规模优势。

七、 管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、主要高级管理人员等方面无重大变化。

八、 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受益于煤炭业务及贸易业务规模增长，公司营业总收入快速增长；但煤炭销售均价下降且低毛利贸易业务占比提高，导致公司综合毛利率水平有所下降。

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。2019 年，公司营业总收入规模快速增长，为 2854.80 亿元，同比增长 10.98%。从收入结构看，煤炭业务是公司的核心业务，2019 年，该板块实现收入 1455.94 亿元，占营业总收入 51.00%，同比增长 10.93%，主要是 2019 年公司自产煤炭销量及煤炭贸易量增长所致。同期，公司煤化工业务收入为 183.75 亿元，同比下降 16.65%，主要是煤化工产品售价下降所致。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、房地产销售收入等，2019 年实现收入 1215.12 亿元，同比增长 16.91%，主要是贸易业务收入增长所致。

盈利能力方面，2019 年，公司综合毛利率同比下降 2.94 个百分点至 12.82%，主要由于煤炭销售均价的下降以及低毛利的煤炭贸易业务占比的提高导致煤炭业务板块毛利率同比下降 5.22 个百分点；同期，煤化工业务及其他业务毛利率保持稳定。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 630.56 亿元，同比增长 8.56%，综合毛利率为 11.83%，较 2019 年全年下降 0.99 个百分点。公司整体收入结构和利润贡献情况较 2019 年变化不大。

表 3 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	1012.97	50.85	27.02	1312.51	51.03	27.68	1455.94	51.00	22.46	329.62	52.27	19.27
煤化工	157.06	7.88	12.63	220.45	8.57	13.60	183.75	6.44	13.86	38.92	6.17	12.72

其他	821.97	41.26	2.60	1039.32	40.40	1.16	1215.12	42.56	1.11	262.02	41.56	2.34
合计	1992.00	100.00	15.81	2572.28	100.00	15.76	2854.80	100.00	12.82	630.56	100.00	11.83

注：毛利率=(1-营业成本/营业总收入)×100%；受统计口径变更影响，公司部分经营数据有所变更；2020年1-3月数据未经审计
资料来源：公司提供

1. 煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭资源丰富，自产煤销量及煤炭贸易规模增长带动煤炭业务收入增长；但煤炭销售均价下降以及吨煤成本上升，导致该板块毛利率下降。

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。

公司煤炭业务仍主要由子公司兖州煤业、贵州能化、新疆能化和未来能源负责。

截至2019年底，公司共拥有37对主要矿井，原煤核定产能为2.28亿吨/年，其中兖

州煤业为2.04亿吨/年，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2020年3月底，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80%。其中，境内剩余可采储量为29.43亿吨，主要分布在鄂尔多斯、新疆、贵州、陕西地区；境外煤炭资源全部分布于澳大利亚地区。

截至2020年3月底，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。

表4 公司主要煤产品及成本情况(单位:万吨/年、万吨、元/吨、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
产能	21005	22651	22781	22781
产量	13511	16148	16602	3734
产能利用率	64.32	71.29	72.88	16.39
销量	11473	13522	14946	3455
产销率	84.92	83.74	90.03	92.53
销售均价	441.74	518.62	492.92	442.99
本部吨煤生产成本	230.48	251.87	277.09	/
兖煤澳洲吨煤生产成本	343.78	322.28	318.28	/

注：公司产销量为自产原煤统计量(不含外购煤)，销售均价为商品煤销售均价
资料来源：公司提供

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。2019年，公司主要煤产品产量16602万吨，同比增长2.81%，产能利用率为72.88%，较上年变化不大。

生产成本方面，2019年，公司本部吨煤生产成本同比增长10.01%至277.09元/吨，兖煤澳洲吨煤生产成本略有下降。

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方式运到华北和华东地区。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。

2019年，公司自产煤销售总量达到1.49

亿吨（包含澳洲部分参股、合营公司煤炭销量），同比增长 10.53%；产销率为 90.03%，保持较高水平，较上年增长 6.29 个百分点。同期，公司外购煤销量 1.27 亿吨，同比增长 27.84%。2019 年，煤炭业务实现收入 1455.94 亿元，其中外购煤收入贡献占比为 56.01%，同比增长 0.57 个百分点。销售价格方面，外购煤中精煤占比较高，导致外购煤销售均价整体高于自产煤销售均价；2019 年，公司煤炭销售价格整体下降，其中，自产煤销售均价为 492.92 元/吨，同比下降 4.96%，外购煤销售均价为 640 元/吨，同比下降 12.33%。

表 5 公司外购煤炭经营销售情况
(单位: 万吨、元/吨、亿元、%)

外购煤炭	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
销量	8826	9967	12742	3186
销售均价	638	730	640	576
销售收入	563.30	727.59	815.48	183.51
煤炭板块整体销售收入	1012.97	1312.57	1455.94	329.62
外购煤占煤炭收入的占比	55.61	55.44	56.01	55.67

资料来源: 公司提供

2. 煤化工业务

跟踪期内，公司煤化工产品销量增长较快，但销售价格下降导致该板块收入下降较快。

煤化工业务方面，该业务主要产品包括甲醇、醋酸、尿素和焦炭等，主要产能分布山东鲁南、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 年底，公司已具备年产甲醇 491 万吨、醋

酸 100 万吨、尿素 70 万吨、焦炭 175 万吨的生产能力。其中，尿素产能较上年下降 20 万吨/年，主要为鲁南化工尿素装置关停；醋酸和甲醇产能有所提高，主要系荣信化工、榆林甲醇厂二期甲醇投产及鲁南化工醋酸装置提产改造释放产能所致。2019 年，伴随产能释放，公司各煤化工产品产量均有所增长，其中，醋酸和尿素增长较快，分别同比增长 29.75% 和 19.32%。

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；主要供应商为陕西榆林能源集团榆神煤电有限公司、贵研铂业股份有限公司等公司。2019 年，公司前五大原材料供应商采购金额占公司总采购额的 7.00%，对主要供应商依赖程度很低。

销量方面，除部分甲醇和醋酸产品用于生产下游加工原料外，公司其他主要产品产销率均保持较高水平。2019 年，公司煤化工主要产品销量合计 637.32 万吨，同比增长 7.53%，主要是醋酸和甲醇销量增长所致。

销售价格方面，煤化工产品的含税销售价格较上年均有所下降。其中，2019 年，甲醇含税销售价格同比下降 23.82% 至 1660 元/吨，醋酸含税销售价格同比下降 33.53% 至 2502 元/吨，下降幅度较大。

毛利率方面，2019 年，公司煤化工产品销售价格及生产成本均有所下降，该板块毛利率水平较上年保持稳定，为 13.86%。2020 年 1-3 月，该板块综合毛利率为 12.72%，较 2019 年下降了 1.14 个百分点。

表 6 煤化工主要产品产销情况 (单位: 万吨/年、万吨、元/吨)

产品	项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
甲醇	产能	310.00	310.00	491.00	491
	产量	341.84	344.24	361.57	113.57
	销量	301.73	297.69	304.00	89.94
	含税销售价	1980.00	2179.00	1660.00	/
醋酸	产能	70.00	70.00	100.00	100
	产量	79.59	79.61	103.29	22.75

	销量	58.16	50.88	74.72	16.02
	含税销售价	2484.00	3764.00	2502.00	/
尿素	产能	90.00	90.00	70.00	70
	产量	75.88	56.05	66.88	7.34
	销量	76.02	53.39	61.72	5.82
	销售均价	1295.00	1561.00	1475.00	/
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175
	产量	180.30	191.83	196.60	47.93
	销量	180.73	190.75	196.88	49.12
	含税销售价	1612.00	1906.00	1795.00	/

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二期建设、榆林甲醇厂二期、4万吨甲醛项目和30万吨己内酰胺项目，合计投资额170.22亿元，截至2019年底已累计投入98.49亿元，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响梁工业园区，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，截至2019年底已累计投入60.51亿元，先期建设甲醇及乙二醇装置截至2019年底已竣工。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年底已累计投入30.77亿元，已竣工。上述项目顺利投产后，公司煤化工板块收入规模有望进一步提高。

3. 其他业务

公司其他业务板块收入主要来源于贸易业务，跟踪期内，贸易业务收入快速增长。

公司非主营业务涉及板块较为分散，其中占比较大的为贸易业务、房地产业务和材料销售业务，2019年上述业务分别实现销售收入961.76亿元、15.58亿元和14.87亿元，分别占比79.15%、1.28%和1.22%；其中，贸易业务增幅较大，2019年同比增长22.53%。

2019年，公司其他业务合计实现收入1215.12亿元，占营业总收入的42.56%，收入贡献大，但由于贸易业务盈利能力弱且收入占

比高，其他业务合计利润贡献小。

4. 经营效率

公司经营效率较高。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为25.23次、8.20次和0.91次。与中国中煤能源股份有限公司及大同煤矿集团有限责任公司相比，公司经营效率较高。

表7 2019年经营效率指标同业对比情况（单位：次）

公司名称	公司	中国中煤能源股份有限公司	大同煤矿集团有限责任公司
销售债权周转次数	25.23	21.20	19.32
存货周转次数	8.20	11.35	11.93
总资产周转次数	0.91	0.48	0.53

资料来源：联合资信整理

5. 在建工程

公司在建项目集中在煤化工工程，对外融资压力尚可。

截至2019年底，公司仍有较大投资需求的在建工程主要集中于新建煤化工项目。其中，在建煤化工项目包括设计产能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、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。截至2019年底，公司主要在建工程计划总投资374.41亿元，已完成投资261.51亿元，尚余投资112.90亿元。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建工程情况 (单位: 亿元)

项目	设计产能	计划总投资	截至 2019 年底已投资额	截至 2019 年底建设进度
龙凤煤矿	120 万吨/年	13.30	8.77	处于在建阶段, 预计 2020 年完工
营盘壕煤矿	1200 万吨/年	96.45	78.81	已获列国家能源局首批实施减量置换新建煤矿项目, 已于 2017 年投产
荣信二期建设	甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn 30 万吨/年	79.80	60.51	先期建设甲醇及乙二醇装置处于在建阶段
石拉乌素煤矿	1000 万吨/年	56.42	43.09	项目于 2013 年 2 月开工, 并于 2017 年 1 月开始投入商业运营
万福煤矿	180 万吨/年	38.02	32.35	已获得国家发改委项目核准
榆林甲醇厂二期项目	甲醇 80 万吨/年, DMMn 50 万吨/年	45.96	30.77	截至 2019 年底已竣工
4 万吨聚甲醛项目	4 万吨/年	6.91	6.19	2019 年 1 月开工, 已于 2020 年 2 月主装置单体试车
30 万吨己内酰胺项目	30 万吨/年	37.55	1.02	2019 年 6 月开工, 预计 2020 年 10 月建成试车
合计	--	374.41	261.51	--

注: 本表列示的是总投资额, 营盘壕煤矿和石拉乌素煤矿投产部分已转出在建工程, 其中转入固定资产 76.46 亿元, 转入无形资产 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

公司提供了 2019 年财务报告, 中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2019 年底, 公司合并范围全资及直接控股子公司合计 45 家。合并范围变化方面, 2019 年, 不再纳入合并范围的子公司 2 家, 新纳入合并范围的子公司 6 家。截至 2020 年 3 月底, 公司合并范围较 2019 年底无变动。整体看, 公司合并范围变化对财务数据影响小, 公司财务数据连续性和可比性强。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额 3185.48 亿元, 所有者权益 1007.35 亿元(含少数股东权益 663.40 亿元); 2019 年, 公司实现营业总收入 2854.80 亿元, 利润总额 127.83 亿元。

截至 2020 年 3 月底, 公司合并资产总额 3334.75 亿元, 所有者权益 1050.49 亿元(含少数股东权益 682.80 亿元); 2020 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 630.56 亿元, 利润总额 25.21 亿元。

2. 资产质量

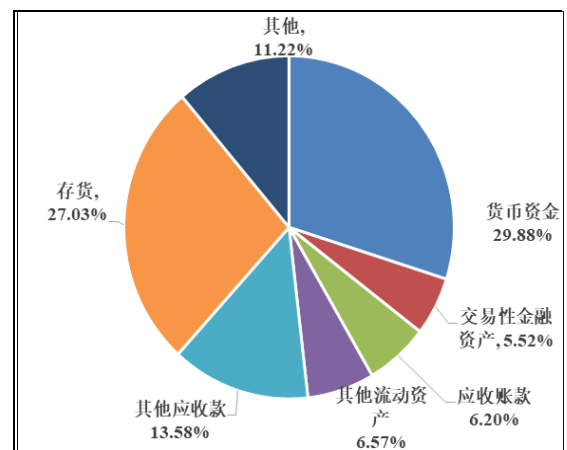
跟踪期内, 公司受限规模较大, 对公司资产流动性造成一定影响; 公司清理内部僵尸企业, 其他应收款不断增长。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额为 3185.48 亿元, 较上年底增长 3.62%。从构成来看, 流动资产占 37.84%, 非流动资产占 62.61%, 公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2019 年底, 公司流动资产 1205.38 亿元, 主要由货币资金(占 29.88%)、存货(占 27.03%)和其他应收款(占 13.58%)构成。

图 4 截至 2019 年底公司流动资产结构



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金 360.20 亿元，较上年底下降 20.27%。截至 2019 年底，公司货币资金以银行存款（262.44 亿元）为主；受限资金规模 103.93 亿元，占货币资金的 28.85%，主要为各类保证金和被质押或冻结的存款等，受限规模较大。

截至 2019 年底，公司应收账款 74.71 亿元，较上年底下降 0.79%。从账龄看，1 年以内占 75.71%，1~2 年占 6.16%，2~3 年占 5.22%，3 年以上占 12.91%。公司根据账龄分析法对应收账款计提坏账准备 8.68 亿元，计提率为 10.14%。整体看，公司应收账款综合账龄适宜，坏账计提较为充分。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 163.72 亿元，较上年底增长 53.52%，主要为应收苏宁易购集团股份有限公司采购中心和山东地矿集团有限公司往来款增加，兖煤澳洲应收澳大利亚税务局款项以及公司原子公司注销等致内部借款转入所致。公司共计提坏账准备 100.87 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 67.30 亿元，主要为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 4.98%，1~2 年的占 29.89%，2 年以上占 65.13%；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 19.60 亿元（计提坏账 14.07 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、苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心，账面余额合计为 64.33 亿元，占其他应收款总额的 24.62%，集中度一般。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，对公司收益造成较大影响。

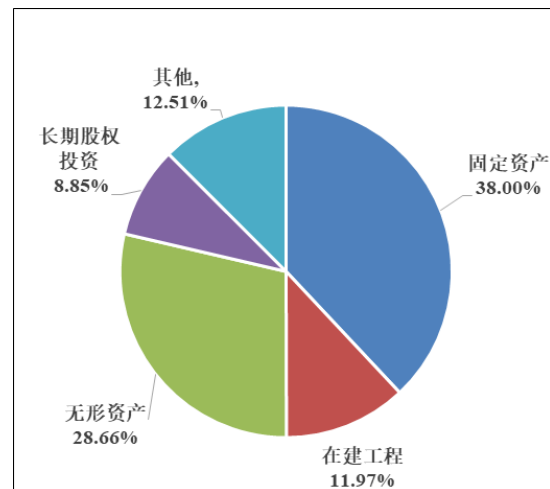
截至 2019 年底，公司存货账面价值 325.79 亿元，较上年底增长 15.72%，主要为库存商品大幅增长所致。其中在建房地产开发产品 148.80 亿元，库存商品 106.10 亿元，工程施工（已完工未结算款）32.37 亿元。截至 2019 年底，公司计提存货跌价准备 0.51 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 79.17 亿元，较上年底下降 4.69%，主要为土地塌陷、复原、重整及环保费，应收企业借款，待抵扣进项税及预缴税金。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 1980.10 亿元，较上年底增长 4.24%。从构成来看，以固定资产（占 38.00%）、无形资产（占 28.66%）和在建工程（占 11.97%）为主。

图 5 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司固定资产账面原值为 1265.97 亿元，累计计提折旧 509.61 亿元，固定资产成新率 59.75%，成新率一般。公司部分房屋建筑物产权证书尚未办妥。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 752.53 亿元，主要由机器设备和房屋及建筑物构成，占比分别为 46.23% 和 49.63%；共计提固定资产减值准备 3.83 亿元，已抵押固定资产 1.96 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程为 237.03

亿元，较上年底增长 50.70%，主要系荣信甲醇厂二期等项目投资增加所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 567.51 亿元，较上年底增长 7.57%。截至 2019 年底，公司无形资产以采矿权（占 74.60%）、土地使用权（占 9.76%）为主。公司未办妥产权证书的土地使用权合计 35.10 亿元，账面价值 12.88 亿元的采矿权和 2.85 亿元的煤矿处于抵押状态。

截至 2019 年底，公司资产受限规模为 693.10 亿元，以兖煤澳洲与联合煤炭工业有限公司总资产 314.30 亿元借款抵押和货币资金受限规模 103.93 亿元等为主，受限资产占总资产的 21.76%，资产受限比例尚可，但受限规模较大。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 3334.75 亿元，较 2019 年底增长 4.69%，流动资产占比 40.55%。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 468.13 亿元，较 2019 年底增长 29.96%；应收账款 129.98 亿元，较 2019 年底增长 73.97%，主要是受疫情影响，部分单位资金紧张，结算滞后；其他应收款 180.48 亿元，较 2019 年底增长 10.24%。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益中，永续债及少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益较上年底增长 11.19% 至 1007.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益较上年底增长 6.90% 至 343.95 亿元，主要系专项储备、其他权益工具大幅增长所致。归属于母公司所有者权益以实收资本（占 22.59%）、其它权益工具（63.85%）、资本公积（占 14.84%）和专项储备（占 7.74%）为主。截至 2019 年底，公司少数股东权益 663.40 亿元，占所有者权益 65.86%。

截至 2019 年底，公司资本公积 51.05 亿

元，较上年底下降 14.46%，主要由于公司将市政公益资产无偿移交给地方、子公司股权稀释以及子公司职工撤资。

截至 2019 年底，公司其他权益工具合计 219.61 亿元，较上年底增长 91.88%，全部为各类永续债券及可续期式债权投资。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 1050.49 亿元，较 2019 年底增长 4.28%，主要由于其他权益工具和专项储备的增长，权益构成较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司少数股东权益 682.80 亿元，占所有者权益 65.00%。

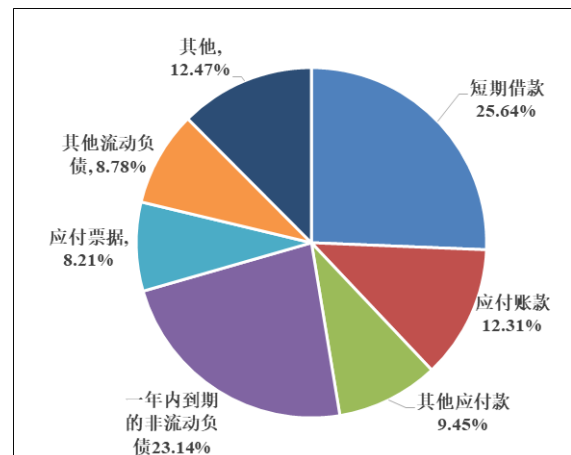
负债

跟踪期内，公司债务负担有所下降，但存在一定短期偿债压力。如考虑永续债的债权特征，公司整体债务负担仍较重。

截至 2019 年底，公司负债总额 2178.13 亿元，较上年底增长 0.46%。负债构成中流动负债占 52.23%，非流动资产占 47.77%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 1137.53 亿元，较上年底增长 1.84%。流动负债主要由短期借款（占 25.64%）、应付票据（占 8.21%）应付账款（占 12.31%）、其他应付款（占 9.45%）、一年内到期的非流动负债（占 23.14%）和其他流动负债（占 8.78%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司短期借款 291.70 亿元，较上年底增长 2.70%。构成上，公司短期

借款以保证借款（48.80 亿元）和信用借款（240.85 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司应付账款为 140.02 亿元，较上年底下降 7.02%，账龄 1 年内的应付账款 117.98 亿元，超过 1 年的应付账款主要是未达结算条件所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 101.44 亿元，主要为押金、保证金、往来款和代收款项等；较上年底下降 30.14%，主要是应付投资款、工程款减少所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 263.28 亿元，主要为 163.69 亿元一年内到期的长期借款和 93.28 亿元一年内到期的应付债券。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 99.88 亿元，较上年底下降 18.53%，主要为短期融资券及利息。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 1040.60 亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 52.46%）和应付债券（占 36.14%）构成。

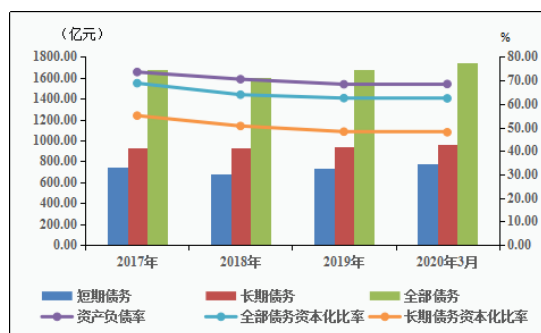
截至 2019 年底，公司长期借款 545.94 亿元，较上年底下降 6.75%。公司长期借款包括美元借款 13.03 亿美元（截至 2019 年底折合人民币 90.89 亿元）和澳元借款 0.22 亿澳元（截至 2019 年底折合人民币 1.09 亿元）。公司人民币长期借款借款利率在 4.51% 至 6.00% 之间；外币美元借款利率在 3 个月 Libor+3.10% 至 6 个月 Libor+2.10% 之间。公司外币借款规模较大，存在一定的汇兑损益风险。

截至 2019 年底，公司应付债券 376.10 亿元，较上年底增长 14.27%，主要由于公司新发行债券所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款为 28.84 亿元，较上年底增长 93.18%。其中，1.36 亿元融资租赁款、1.20 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，截至 2019 年底，公司全部债务为 1677.88 亿元，较上年底增长 4.43%。构成来看，短期债务占 44.10%，长期债务占 55.90%，长期债务比例有所下降。债务指标方面，截至 2019 年底，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 68.38%、62.49% 和 48.22%，债务负担较上年底略有下降。

图 7 公司债务负担指标情况（未调整永续债券）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

若考虑将公司发行的永续债券调整为长期债务测算，截至 2019 年底，公司调整后全部债务将增长至 1897.50 亿元；公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.27%、70.66% 和 59.51%。从有息债务期限分布看，公司一年内到期债务规模较大，存在一定短期偿债压力。

表 9 截至 2019 年底公司有息债务期限分布

期限	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内 (含 1 年)	739.93	44.10
1~3 年 (含 3 年)	377.29	22.49
3~5 年 (含 5 年)	406.06	24.20
5 年以上	154.6	9.21
合计	1677.88	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 2284.26 亿元，较 2019 年底增长 4.87%。其中短期借款增长 19.64% 至 348.99 亿元；一年以内到期的非流动负债下降 13.63% 至 227.40 亿元，主要为公司偿还到期债务所致；应付债

券较上年底增长 6.06%至 398.90 亿元；长期借款较上年底增长 4.25%至 569.15 亿元。有息债务方面，公司全部债务为 1741.66 亿元，较 2019 年底增长 3.80%；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 68.50%、62.38%和 47.96%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入及利润总额快速增长，费用控制能力有所提升；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。公司综合盈利能力强。

2019 年，公司实现营业总收入 2854.80 亿元，同比增长 10.98%，主要由于煤炭销量提升和贸易业务规模扩大；同期营业成本为 2488.88 亿元，同比增长 14.86%。

2019 年，公司期间费用为 200.13 亿元，同比下降 11.45%，主要由于管理费用和财务费用下降所致。同期，公司期间费用率为 7.01%，较上年下降 1.78 个百分点，公司成本费用控制能力有所提升。

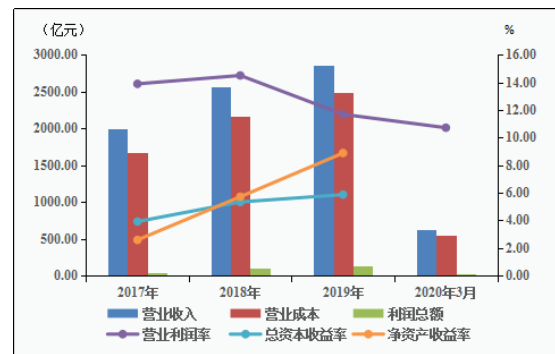
2019 年，公司资产减值损失为 36.46 亿元，同比下降 29.73%。公司 2019 年计提资产减值损失规模较大，主要为清理僵尸企业造成公司其他应收款坏账损失较大所致。

2019 年，公司投资收益为 25.75 亿元，同比增长 11.51%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益增长所致。

2019 年，公司营业外收入 7.90 亿元，同比增长 19.26%，主要为政府补助、违约赔偿收入和核销无法偿付的应付款，分别为 2.94 亿元、1.89 亿元和 1.32 亿元。

2019 年，公司实现利润总额 127.83 亿元，同比增长 25.70%。净利润 89.45 亿元，同比大幅增长 72.79%。公司净利润中，归属于母公司所有者的净利润为 18.99 亿元。

图 8 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 11.68%、5.87%和 8.88%，较上年分别下降 2.82 个百分点、增长 0.53 个百分点和增长 3.17 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 630.56 亿元，同比增长 8.56%；利润总额为 25.21 亿元，同比增长 2.90%；公司营业利润率为 10.71%，较 2018 年下降 0.97 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入基本能覆盖投资活动现金流出，考虑到公司持续性偿债需要，仍存在一定对外融资压力。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	3391.65	3198.12	661.19
经营活动现金流出小计	3220.83	3035.64	630.72
销售商品、提供劳务收到的现金	2837.98	3163.15	659.21
购买商品、接受劳务支付的现金	2184.80	2588.70	570.80
经营活动产生的净现金流量	170.82	162.48	30.47
投资活动现金流入小计	119.48	77.18	15.33
投资活动现金流出小计	376.33	239.07	14.19
投资活动产生的净现金流量	-256.85	-161.88	1.14
筹资活动前净现金流量	-86.04	0.59	31.60
筹资活动现金流入小计	1108.07	1066.39	223.13
筹资活动现金流出小计	927.21	1167.00	150.34
筹资活动产生的净现金流量	180.85	-100.61	72.80

资料来源：公司财务报表

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为3198.12亿元，同比下降5.17%，主要系收到其他与经营活动相关的现金大幅下降所致。同期，经营活动现金流出为3035.64亿元，同比下降5.75%，其中购买商品、提供劳务支付的现金为2588.70亿元，同比增长18.49%。2019年，公司经营活动现金净流量同比下降4.88%至162.48亿元。从收入实现质量看，2019年公司现金收入比为110.80%，公司收入实现质量高，获现能力强。

2019年，公司投资活动现金流入77.18亿元，同比大幅下降35.40%，主要为收回投资收到的现金（41.72亿元）和收到其他与投资活动有关的现金（22.43亿元）。同期，公司投资活动现金流出为239.07亿元，同比下降36.48%。2019年，公司投资活动现金流净额为-161.88亿元。

2019年，公司筹资活动前现金流量表现为净流入0.59亿元，经营活动现金流入基本能覆盖投资需求。

2019年，公司筹资活动产生的现金表现为净流出，现金流量净额为-100.61亿元。

2020年1—3月，经营活动净现金流为30.47亿元，投资活动净现金流为1.14亿元；筹资活动净现金流为72.80亿元。

6. 母公司口径财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长，其他应收款和长期股权投资占比高。所有者权益中未分配利润持续为负，且永续债务占比较高，权益稳定性弱。同期，母公司债务负担重，且短期债务占比较高。母公司实际经营业务规模小，但承担了较重的财务费用支出和资产减值损失，盈利能力弱；现金流入主要依赖于对外筹资。

母公司为控股管理型，实际经营业务为供电和技术服务。

资产方面，截至2019年底，母公司资产总额为831.63亿元，较上年底增长7.32%。

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（合计）和长期股权投资占比高，截至2019年底分别为279.40亿元和74.97亿元。截至2020年3月底，公司母公司口径资产829.30亿元，较2019年底变化不大。

权益方面，截至2019年底，母公司所有者权益173.51亿元，较上年底增长91.01%，主要是母公司新增发行永续债券，计入其他权益工具科目。截至2019年底，母公司未分配利润为-126.36亿元。截至2020年3月底，母公司所有者权益合计186.37亿元，较上年底增长7.41%，主要系其他权益工具增长所致。

截至2019年底，公司母公司口径负债为658.12亿元，同比下降3.80%。债务结构方面，母公司流动负债占比为63.96%，较上年底下降4.45个百分点，但流动负债占比仍较高。截至2019年底，公司母公司短期债务257.79亿元，长期债务232.56亿元，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79.14%、73.86%和57.27%；如考虑将永续债券调整为有息债务，公司母公司债务负担很重。截至2020年3月底，公司母公司负债合计642.93亿元，较2019年底下降2.31%。

营收方面，2019年，母公司实现营业收入4.72亿元，同比下降46.19%，营业成本为3.66亿元，营业利润率为14.90%。2019年，母公司实现投资收益44.60亿元，但由于财务费用及资产减值损失较高，母公司利润总额为-5.37亿元。2020年1—3月，母公司实现营业收入1.08亿元；利润总额为-4.62亿元，较上年同期增长0.75亿元。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流入量为195.79亿元，以收到其他与经营活动有关的现金（191.31亿元）为主；经营活动产生的现金流量净额为-20.31亿元，表现为净流出。同期，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-43.35亿元和86.13亿元。2020年1—3月，母公司经营活动产生的现金流量净额为-1.08亿元，投资活动产生的现金流量净额为18.05亿元，筹资活动产生的现金流量净额为24.12亿元。

7. 偿债能力

公司偿债能力指标好，同时考虑公司融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

短期偿债能力指标方面，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为105.96%和77.32%，较上年底分别增长0.81个百分点和下降2.63个百分点。截至2020年3月底，公司流动比率及速动比率分别为112.14%和84.12%，均较2019年底有所提升。2019年，公司经营现金流动负债比为14.28%，同比下降1.01个百分点。截至2020年3月底，公司现金短期债务比为0.80倍。整体看，公司短期偿债能力好。

从长期偿债能力看，2019年，公司EBITDA为304.90亿元；同期，公司全部债务/EBITDA较上年下降至5.53倍；EBITDA利息倍数增长至4.18倍。公司长期偿债能力强。

截至2019年底，公司对外担保余额2.89亿元，担保比率0.29%，被担保单位为南京锦安中垠房地产开发有限公司。相较公司权益规模，公司或有负债风险很低。

截至2019年底，公司共获得银行包括意向性授信的各类授信额度合计2697.30亿元，已使用授信额度1360.69亿元，尚余授信1336.61亿元，公司间接融资渠道畅通。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。

8. 同业对比

同业对比方面，相比于中国中煤能源股份有限公司和大同煤矿集团有限责任公司，公司资产规模、盈利能力、债务负担均处于中等水平，营业收入规模较高。

表11 2019年同业对比数据情况(单位:亿元、%)

	公司	中国中煤能源股份有限公司	大同煤矿集团有限责任公司
资产总额	3185.48	2724.83	3693.89
所有者权益	1007.35	1173.69	843.75
资产负债率	68.38	56.93	77.16
营业收入	2854.80	1292.94	1903.73
利润总额	127.83	121.45	24.33
营业利润率	11.68	24.92	15.09

资料来源:联合资信整理

9. 过往债务履约情况

根据公司提供的法人客户信用报告(统一社会信用代码:91370000166120002R),截至2020年4月22日,公司未结清债务均正常,已结清债务中,关注类账户9项,不良类账户1项。

10. 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及资源禀赋等方面所具备的综合优势,公司整体抗风险能力极强。

十、 存续债券偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流入量和现金类资产对联合资信评定的存续债券以及峰值偿还额度保障程度高。

截至目前,联合资信评定的存续债券包括短期融资券“20 兖矿(疫情防控债)CP001”和中期票据“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”“19 兖矿 MTN004”“19 兖矿 MTN002”“18 兖矿 MTN015”“18 兖矿 MTN014”“18 兖矿 MTN011”“18 兖矿 MTN009”“18 兖矿 MTN007”“18 兖矿 MTN006”“18 兖矿 MTN005”“18 兖矿 MTN004”“18 兖矿 MTN003”“18 兖矿 MTN001”,余额总计208.35亿元。截至2019年底,公司现金类资产439.98亿元,对联合资信评定的存续债券总额的覆盖倍数为2.11倍。截至2020年3月底,公司现金类资产为532.71亿元,对联合

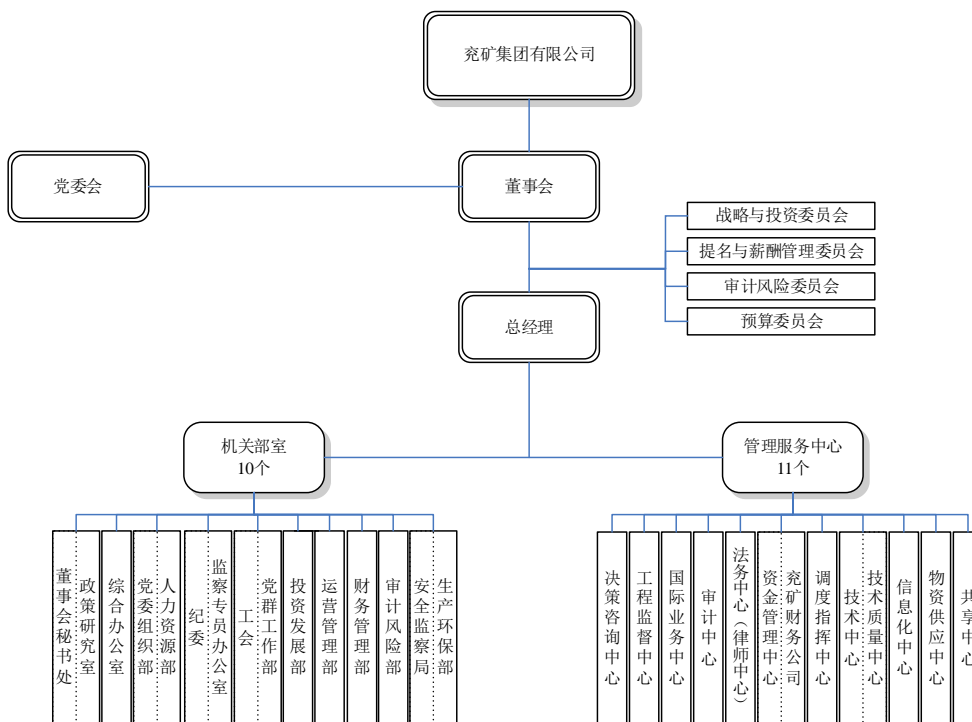
资信评定的存续债券总额的覆盖倍数为 2.56 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 3198.12 亿元和 162.48 亿元，对联合资信评定的存续债券总额的覆盖倍数分别为 15.35 倍和 0.78 倍；2019 年，公司 EBITDA 为 304.90 亿元，对联合资信评定的存续债券总额的覆盖倍数为 1.46 倍。

集中兑付方面，公司全部存续债券中 2021 年需偿还（考虑行权）的债券总额 205.55 亿元，为单年偿债额度的峰值（以下简称“峰值偿还额度”）。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产对峰值偿还额度的覆盖倍数为 2.59 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为峰值偿还额度的 15.56 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额为 129.56 亿元，为峰值偿还额度的 0.79 倍。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持兖矿集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 兖矿（疫情防控债）CP001”的信用等级为 A-1，维持“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”“19 兖矿 MTN004”“19 兖矿 MTN002”“18 兖矿 MTN015”“18 兖矿 MTN014”“18 兖矿 MTN011”“18 兖矿 MTN009”“18 兖矿 MTN007”“18 兖矿 MTN006”“18 兖矿 MTN005”“18 兖矿 MTN004”“18 兖矿 MTN003”和“18 兖矿 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2020年3月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2020 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	53.79	兖矿东华集团有限公司	100.00
邹城信联信息网络工程有限公司	100.00	北斗天地股份有限公司	53.89
邹城双叶工贸有限责任公司	100.00	上海中期期货股份有限公司	100.00
邹城市矿区典当有限责任公司	100.00	上海兖矿投资有限公司	100.00
中垠物产有限公司	100.00	上海兖矿能源科技研发有限公司	100.00
中垠融通（上海）国际贸易有限公司	100.00	上海金谷裕丰投资有限公司	100.00
中垠地产有限公司	100.00	陕西未来能源化工有限公司	75.00
兖矿榆林精细化工有限公司	100.00	山东兖矿轻合金有限公司	100.00
兖矿新疆能化有限公司	100.00	山东兖矿铝用阳极有限公司	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	山东兖矿济三电力有限公司	99.00
兖矿售电有限公司	100.00	山东兖矿国际焦化有限公司	50.00
兖矿煤化供销有限公司	100.00	山东省安泰化工压力容器检验中心	100.00
兖矿煤化工程有限公司	100.00	山东融裕金谷创业投资有限公司	60.00
兖矿铝业国际贸易有限公司	100.00	山东金瓯工矿机械贸易有限公司	100.00
兖矿鲁南化工有限公司	100.00	山东惠济工贸有限公司	100.00
兖矿科技有限公司	100.00	北京银信光华房地产开发有限公司	51.00
兖矿济宁化工装备有限公司	100.00	陕西时代能源化工有限公司	100.00
兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	100.00	兖矿集团南美有限公司	100.00
兖矿集团（香港）有限公司	100.00	兖矿中科清洁能源科技有限公司	46.00
兖矿海外能源发展有限公司	100.00	兖矿化工有限公司	100.00
兖矿国宏化工有限责任公司	99.58	兖矿（山东）股权投资管理有限责任公司	50.00
兖矿贵州能化有限公司	54.00	青岛东方盛隆实业公司	100.00
兖矿东华建设有限公司	51.72		

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	523.63	547.33	439.98	532.71
资产总额(亿元)	2877.70	3074.10	3185.48	3334.75
所有者权益(亿元)	760.12	905.98	1007.35	1050.49
短期债务(亿元)	749.18	677.86	739.93	773.62
长期债务(亿元)	930.21	928.83	937.96	968.04
全部债务(亿元)	1679.39	1606.68	1677.88	1741.66
营业总收入(亿元)	1992.00	2572.28	2854.80	630.56
利润总额(亿元)	48.60	101.69	127.83	25.21
EBITDA(亿元)	198.03	275.10	304.90	--
经营性净现金流(亿元)	125.91	170.82	162.48	30.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.75	19.58	25.23	--
存货周转次数(次)	7.53	8.17	8.20	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.86	0.91	--
现金收入比(%)	120.05	110.33	110.80	104.54
营业利润率(%)	13.89	14.50	11.68	10.71
总资本收益率(%)	3.92	5.34	5.87	--
净资产收益率(%)	2.59	5.71	8.88	--
长期债务资本化比率(%)	55.03	50.62	48.22	47.96
全部债务资本化比率(%)	68.84	63.94	62.49	62.38
资产负债率(%)	73.59	70.53	68.38	68.50
流动比率(%)	101.24	105.16	105.96	112.14
速动比率(%)	77.81	79.95	77.32	84.12
经营现金流流动负债比(%)	11.85	15.29	14.28	2.53
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	3.22	4.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	5.84	5.50	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已调整至长短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	88.75	74.68	107.76	150.73
资产总额(亿元)	719.70	774.94	831.63	829.30
所有者权益(亿元)	61.60	90.84	173.51	186.37
短期债务(亿元)	307.17	238.64	257.79	271.19
长期债务(亿元)	215.49	213.46	232.56	238.54
全部债务(亿元)	522.66	452.10	490.35	509.73
营业总收入(亿元)	15.79	8.78	4.72	1.08
利润总额(亿元)	-29.57	-5.63	-5.37	-4.62
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	0.55	0.82	-20.31	-1.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.59	9.27	4.53	--
存货周转次数(次)	23.53	15.46	16.58	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	61.16	82.44	94.83	109.79
营业利润率(%)	10.22	24.74	14.90	21.22
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	-49.02	-6.20	-3.10	--
长期债务资本化比率(%)	77.77	70.15	57.27	56.14
全部债务资本化比率(%)	89.46	83.27	73.86	73.23
资产负债率(%)	91.44	88.28	79.14	77.53
流动比率(%)	98.89	82.79	92.46	95.87
速动比率(%)	98.75	82.74	92.42	95.86
经营现金流动负债比(%)	0.14	0.18	-4.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：1. 母公司2020年一季度财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；3. 所有者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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+长期应付款中有息债务+其他非流动负债中有息债务

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

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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4 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