信用评级公告

联合〔2021〕4675号

联合资信评估股份有限公司通过对山东能源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，确定维持山东能源集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“21兖矿MTN003”“21兖矿MTN002”“21兖矿MTN001A”“21兖矿MTN001B”“20兖矿MTN005”“20兖矿MTN003”“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”和“18兖矿MTN009”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东能源集团有限公司
2021 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
山东能源集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	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

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
21 兖矿 MTN003	5 亿元	5 亿元	2024/03/18
21 兖矿 MTN002	20 亿元	20 亿元	2024/03/12
21 兖矿 MTN001B	5 亿元	5 亿元	2024/01/22
21 兖矿 MTN001A	15 亿元	15 亿元	2023/01/22
20 兖矿 MTN005	20 亿元	20 亿元	2023/11/25
20 兖矿 MTN003	15 亿元	15 亿元	2023/09/24
19 兖矿 MTN008*	10 亿元	10 亿元	2022/12/27
19 兖矿 MTN007*	10 亿元	10 亿元	2022/12/06
19 兖矿 MTN005*	20 亿元	20 亿元	2022/10/16
19 兖矿 MTN004*	20 亿元	20 亿元	2022/08/26
19 兖矿 MTN002	20 亿元	20 亿元	2022/04/11
18 兖矿 MTN015*	10 亿元	10 亿元	2021/12/18
18 兖矿 MTN014*	10 亿元	10 亿元	2021/11/14
18 兖矿 MTN011*	15 亿元	15 亿元	2021/10/12
18 兖矿 MTN009*	10 亿元	10 亿元	2021/07/16

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

评级观点

跟踪期内，原兖矿集团有限公司完成与原山东能源集团有限公司的重组，并作为存续单位，更名为山东能源集团有限公司（以下简称“公司”）。重组完成后，公司成为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”）辖下唯一开展煤炭业务的集团企业，煤炭资源和生产规模优势大幅提升。跟踪期内，公司整体经营模式无明显变化，2020 年，受疫情因素影响，公司煤炭和主要煤化工产品价格下降，该板块盈利能力有所下降，但贸易业务规模的扩大，带动营业总收入同比增长，并保持了很大的经营活动现金净流入规模。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主要产品价格波动较大、低毛利率的贸易业务占比提升、债务负担重、非经常性损益对公司利润影响较大，以及部分矿井存在安全生产风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。

未来，随着公司在建项目逐步投产以及主要产品价格的回升，公司业务规模有望进一步扩张，带动收入及盈利水平逐步提高。

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“21 兖矿 MTN003”“21 兖矿 MTN002”“21 兖矿 MTN001A”“21 兖矿 MTN001B”“20 兖矿 MTN005”“20 兖矿 MTN003”“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”和“18 兖矿 MTN009”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司获得股东支持力度大，行业地位高。**跟踪期内，公司完成与原山东能源集团有限公司重组，作为存续公司，成为山东省国资委辖下唯一大型煤炭集团企业，公司行业地位进一步提高，区域竞争力强。

评级时间：2021 年 6 月 22 日

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	B	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	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	盈利能力	2
			现金流量	1
			资产质量	1
		资本结构		1
		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　　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

2. **公司主营业务资源和规模优势明显。**截至 2020 年底，公司拥有煤炭地质储量 924 亿吨，可采储量 208 亿吨；具备年产煤炭 3.50 亿吨的生产能力。同期，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 万吨的生产能力。
3. **公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。**截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为本年度剩余到期债券余额的 4.48 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为待偿债券本金峰值（230.78 亿元）的 32.67 倍和 2.29 倍。

关注

1. **2020 年，公司主营业务盈利水平有所下降。**一方面由于主要煤炭和煤化工产品价格下降，另一方面由于低毛利率的贸易业务收入占比提高，公司主营业务盈利水平有所下降。2020 年，公司营业利润率同比下降 3.22 个百分点。
2. **公司非经常性损益对公司利润影响大。**2020 年，公司实现投资收益 95.60 亿元，其中因长期股权投资公允价值重新计量增加收益 44.74 亿元；同期，公司将沃特岗矿业有限公司重新纳入合并范围，一次性确认非现金损失 68.44 亿元。公司非经营性损益规模较大，但连续性较弱。
3. **跟踪期内，公司债务规模增加，债务负担加重。公司所有者权益中含有较大规模的可续期债券，若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。**截至 2020 年底，公司全部债务 3407.75 亿元，较年初增长 11.07%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.98%和 60.10%。截至 2020 年底，公司存量可续期债券合计 280.86 亿元，若将其调整为债务后，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别上升至 71.08%和 65.05%。
4. **公司安全生产执行力度有待加强。**跟踪期内，原山东能源集团有限公司旗下矿井先后发生冲击地压、煤尘爆炸和冒顶事故等 3 起安全生产事故，共造成 14 人死亡，公司整体安全生产管理工作水平有待加强。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	549.00	814.13	794.41	826.82
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	6932.46
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2292.45
短期债务（亿元）	675.53	1482.23	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3068.05	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	1688.63
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	36.58
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	58.54
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.44
净资产收益率（%）	5.71	8.07	4.94	--
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.93
全部债务资本化比率（%）	63.93	59.51	60.10	/
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	97.76
经营现金流动负债比（%）	15.28	13.11	12.56	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.55	0.53	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.88	3.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.84	5.06	6.44	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1708.01
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	697.60
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	907.00
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.01
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	-9.37
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	59.16
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	56.52
流动比率（%）	82.79	69.69	106.15	110.37
经营现金流动负债比（%）	0.18	-3.06	-9.78	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务调整至长短期债务核算，母公司口径下，已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2021 年一季度债务调整数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2021/03/11	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	2021/03/05	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2020/11/10	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2020/09/16	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
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	AAA	稳定	2020/07/09	黄露 柳丝丝 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	2019/12/13	黄露 石梦遥	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	2019/11/11	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2019/09/20	黄露 李博恒	煤炭企业信用评级方法/煤炭企业主体信用评级模型	阅读全文
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	2019/07/24	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
19 兖矿 MTN002	AAA	稳定	2019/03/11	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN015	AAA	稳定	2018/11/30	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN014	AAA	稳定	2018/11/01	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN011	AAA	稳定	2018/08/27	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	阅读全文
18 兖矿 MTN009	AAA	稳定	2018/05/29	黄露 李博恒	煤炭行业信用评级方法	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山东能源集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（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。

山东能源集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

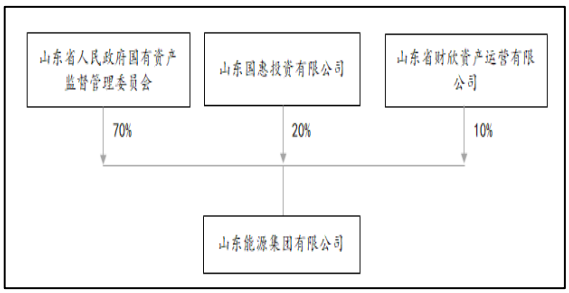
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东能源集团有限公司（原兖矿集团有限公司，以下简称“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

公司前身系成立于1976年的兖州矿务局。1996 年 3 月，兖州矿务局改制为国有独资公司，并于 1999 年正式更名为兖矿集团有限公司。历经多次增资及股权变更，截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 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”）持有公司 70%股权，山东国惠投资有限公司持有公司 20%股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 10%股权。

2020 年 8 月，经上述三股东批准同意，公司与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）实施合并重组，公司将更名为山东能源集团有限公司作为存续公司，自 2020 年 11 月 30 日予以合并交割。2021 年 1 月 27 日，公司股东山东省社会保障基金理事会变更为山东省财欣资产运营有限公司，持有公司 10%股权。2021 年 3 月 31 日，原山东能源完成注销手续，公司正式更为现用名，注册资本变更为 247 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 247 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70%股权，为公司控股股东及实际控制人。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司完成合并重组，成为山东省国资委旗下唯一煤炭集团企业。公司主营业务范围及经营模式无明显变化，资源与规模优势大幅提升。

截至 2021 年 3 月底，公司本部设有 11 个职能部门和 11 个业务中心；公司合并范围内二级子公司 61 家，主要包括兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”）、枣庄矿业（集团）有限责任公司（以下简称“枣庄矿业”）、临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临沂矿业”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）等。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 6851.03 亿元，所有者权益 2262.51 亿元（含少数股东权益 1138.82 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 6752.40 亿元，利润总额 170.07 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 6932.46 亿元，所有者权益 2292.45 亿元（含少数股东权益 1171.44 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1688.63 亿元，利润总额 36.58 亿元。

公司地址：山东省济南市高新区工业南路 57-1号高新万达J3写字楼19层；法定代表人：李希勇[1]。

[1] 2021 年 4 月 10 日，公司董事长李希勇先生因病逝世，截至报

三、存续债券情况

截至目前，由联合资信评定的存续债券共15只，余额共计205亿元。跟踪期内，各债券募集资金均按照规定用途使用，除尚未到首个付息日的债券外，其余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	债券余额	起息日	到期兑付日
21 兖矿 MTN003	5	2021/03/18	2024/03/18
21 兖矿 MTN002	20	2021/03/12	2024/03/12
21 兖矿 MTN001B	5	2021/01/22	2024/01/22
21 兖矿 MTN001A	15	2021/01/22	2023/01/22
20 兖矿 MTN005	20	2020/11/25	2023/11/25
20 兖矿 MTN003	15	2020/09/24	2023/09/24
19 兖矿 MTN008*	10	2019/12/27	2022/12/27
19 兖矿 MTN007*	10	2019/12/06	2022/12/06
19 兖矿 MTN005*	20	2019/10/16	2022/10/16
19 兖矿 MTN004*	20	2019/08/26	2022/08/26
19 兖矿 MTN002	20	2019/04/11	2022/04/11
18 兖矿 MTN015*	10	2018/12/18	2021/12/18
18 兖矿 MTN014*	10	2018/11/14	2021/11/14
18 兖矿 MTN011*	15	2018/10/12	2021/10/12
18 兖矿 MTN009*	10	2018/07/16	2021/07/16
合计	**205**	--	--

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. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2017－2020 年中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降

告出具日，公司尚未新任董事长，且未完成法定代表人工商变更

2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万

亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

（一） 煤炭行业

1. 行业运行

2020 年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于 2019 年，行业经济效益有所下降。2021 年初，煤炭价格延续 2020 年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。

煤炭产量方面，2020 年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020 年全国原煤产量 38.44 亿吨，同比增长 2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比

重为 78.29%，同比上升 1.45 个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表 3　2017 年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

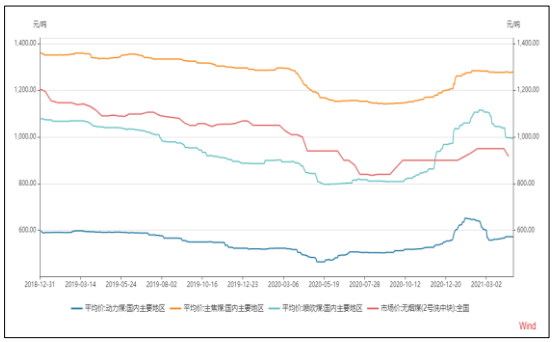
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	**246922.40**	**263299.70**	**287818.80**	**300928.10**
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	**71.67**	**74.25**	**76.84**	**78.29**

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长 0.6%，增速较上年下降 0.4 个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的 56.8%，比上年下降 0.9 个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。

图 2　国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

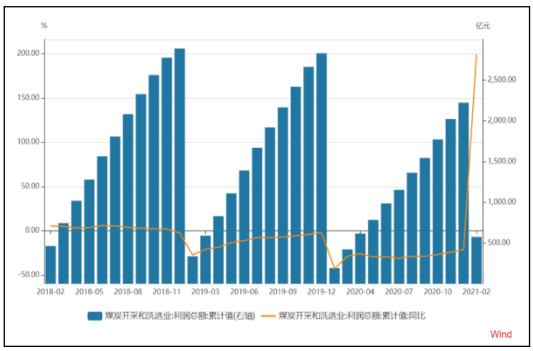
2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月30日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5－8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31日，动力煤（国内主要地区均价）、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565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、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641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分

别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图3　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

行业经济效益方面，2020 年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额 222.70 亿元，同比下降 21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021 年 1－2 月，煤炭行业实现利润总额 574.70 亿元，同比大幅增长 199.32%，创近三年新高。

2.　行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

近年来，煤炭产能持续向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，同时，中国在环保领域的执法力度持续加强，煤炭开采面临的环境约束条件愈加严苛。

受限于资源赋存条件，我国煤炭开采方式中井工开采比例大。井工矿在开采过程中普遍面临水、火、瓦斯、煤尘、顶板、冲击地压等安全隐患。而随着开采深度每增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例将逐渐加大。行业性安全生产压力将长期存在。

非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来的压力

煤炭企业经营时间普遍较长，由于历史上的体制转换问题和不合理的多元化扩展，煤炭企业往往存在一定的非经营性负担。煤炭企业的非经营性负担主要包括人员负担和低效资产。煤炭行业供给侧改革之后，煤炭价格回归合理水平，煤炭生产业务盈利水平普遍较高，但部分企业的盈利水平相对较差，主要系人员负担较重或存在较多盈利水平差的低效资产所致。非经营性负担重不利于提升企业抵御周期性波动的能力，影响企业的可持续发展。在煤炭价格下行阶段，尤其需要关注非经营性负担重的煤炭企业信用风险暴露的可能性。

新能源技术的持续进步以及碳减排趋势带动新能源快速发展，挤压传统能源发展空间

近年来，随着新能源技术的持续进步，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成电持续下降，在世界部分国家，已经具备了和传统能源竞争的优势，同时叠加全球气候变暖带来的碳减排压力，新能源发展得到了世界各国的重视和鼓励。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2020年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比上升1.2个百分点。

3.　行业展望

历经“十三五”时期的供给侧改革，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将持续提升。

习近平总书记2020年9月在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到我国的资源禀赋和新能源电力的间歇性特征，新能源对煤炭的替代过程是渐进

的。此外，炼焦煤和喷吹煤在钢铁中的应用尚未出现替代品，现代煤化工的发展亦增加了对煤炭的消耗。煤炭行业在我国仍具有长期发展空间。

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。

（二） 煤化工行业（甲醇）

近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游甲醇制烯烃产能的增长对甲醇需求形成支撑，但行业开工率较低，存在一定产能过剩。2020年，受疫情影响，甲醇价格波动较大。2021年一季度，甲醇平均价格已恢复并超过了疫情前期水平。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸、二甲醚和甲醇燃料等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场增长的引擎。2020年，甲醇制烯烃占中国甲醇下游消费的比例约为52%。

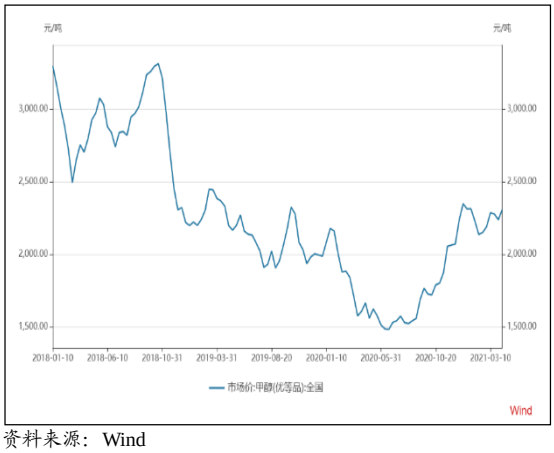
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料，煤制甲醇产能占比达到75%。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，甲醇产能扩张最为迅速；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度有所放缓。

近年来国内甲醇产能产量持续增长。2020年，中国甲醇产能新增 517 万吨，均为煤制甲醇。截至 2020 年底，我国甲醇总产能达到 9100 万吨，同比增长 3%。2020 年，中国甲醇产量 6385 万吨，同比增长 9%，甲醇装置全年平均开工率约为 70%。

从进口量来看，2020 年，我国甲醇进口量为 1300.91 万吨，同比增长 19.40%。我国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次为阿联酋和阿曼。

图 4 甲醇价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，由于进口量较大、产能增长较多等因素影响，甲醇呈现供过于求的格局，整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移，2019年甲醇（优等品）全年均价为2145.69元/吨，同比下降25.49%。2020年初，由于疫情影响导致下游需求不振和国际油价下跌，甲醇价格快速下跌。2020年5月至2021年2月，甲醇价格触底反弹，随后开始高位震荡。2021年一季度，国内甲醇优等品的平均价格为2237元/吨，同比增长16%。2021年，国内甲醇新增产能预计约1055万吨，同时国外预计新增产能600万吨，甲醇供给端将持续趋于宽松。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 247.00 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70%股权，为公司控股股东和实际控制人。

2．企业规模

重组完成后，公司成为山东省国资委旗下唯一煤炭集团企业，主营业务资源和规模优势大幅提升，产品区域竞争力强。

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唯一煤炭集团企业，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，除在山东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。公司煤炭品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等，可以生产各级别的精煤、块煤、经筛选原煤、混煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤等品种，资源保障优势强。同时，公司提出“以煤为本，煤与非煤并重”的发展战略，逐步形成以煤炭为主，兼营煤化工、电力、非煤贸易、新能源和装备制造等业务的经营格局。

截至 2020 年底，公司已占有和控制的煤炭地质储量 924 亿吨，可采储量 208 亿吨；产能达到 32941 万吨/年。同时，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 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。

公司产品区域竞争力强。公司为山东省唯一大型煤炭生产企业，境内煤炭销售以山东省内为主。山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大，省内产业结构可对公司未来经营业绩的巩固和提升形成有力支持。

3．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 2021 年 5 月 11 日，公司未结清债务均正常，已结清债务中，关注类账户 8 项，不良类账户 2 项。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司实施合并重组，法人治理结构和管理体制无明显变化，但主要高级管理人员变动较大。

截至目前，公司董事和高级管理人员共 10 人。其中，董事兼高级管理人员 3 人、外部董事 4 人、高级管理人员 3 人。根据《公司章程》，公司董事会应由 9 名董事组成，2021 年 4 月 10 日，公司原董事长因病去世，目前尚未确定新任董事长；同时，公司尚余 1 名职工董事未能就任。

公司党委副书记、董事兼总经理满慎刚先生，1969 年 3 月出生，中共党员，中央党校研究生学历；曾任肥城矿业集团有限责任公司（以下简称“肥城矿业”）董事、党委常委，枣庄矿业党委书记、总经理、董事长，原山东能源党委常委。

公司外部董事兼财务总监茹刚先生，1972 年 3 月出生，大学学历，硕士学位，民建会员；曾任中国新技术创业投资公司山东证券管理总部财务部副经理、研究发展部经理，山东中创软件工程股份公司资本市场研究中心主任，山东视网联媒介发展股份公司董事、董事会秘书，淄博矿业集团有限责任公司外部董事、财务总监，兖矿集团有限公司外部董事、财务总监。

八、重大事项

1．集团内子公司股权转让

本次交易为公司合并范围内子公司股权转让，对公司生产经营、财务状况及偿债能力不构成重大不利影响，且进一步提高了子公司的业务规模优势。联合资信将持续关注本次交

易进展及兖州煤业与标的公司整合后协同效用情况。

2020 年 10 月 30 日，原兖矿集团发布《关于兖矿集团有限公司签订重大合同的公告》称，公司已于 2020 年 9 月 30 日与兖州煤业签署《股权及资产转让协议》，拟以约 183.55 亿元现金向兖州煤业出售陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能源”）49.315%股权、兖矿榆林精细化工有限公司 100%股权、兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“鲁南化工”）100%股权、兖矿济宁化工装备有限公司 100%股权、兖矿煤化供销有限公司 100%股权、山东兖矿济三电力有限公司 99%股权以及信息化中心相关资产。根据约定，兖州煤业将于协议生效后五个工作日内一次性向公司支付交易价款的 40%；于 2021 年 6 月底前向公司支付转让价款的 30%及对应利息；于协议生效后的十二个月内向公司支付转让价款的 30%及对应利息。2020 年 12 月 15 日，公司与兖州煤业签署了《交割确认书》，本次股权转让于当日予以交割（交割审计基准日为 2020 年 11 月 30 日）。

2. 通过增资进行煤炭资源整合

兖州煤业积极进行国内煤炭资源整合，收购内蒙古矿业集团增加了公司可控煤炭资源，但该公司目前仍处于亏损状态，其未来盈利能力亦取决于兖州煤业整合情况、后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。

2020 年 9 月 4 日，兖州煤业发布《兖州煤业股份有限公司关于拟通过公开摘牌方式参与内蒙古矿业（集团）有限责任公司增资项目的公告》，兖州煤业拟通过在内蒙古产权交易中心公开摘牌方式参与内蒙古矿业（集团）有限责任公司（“内蒙古矿业集团”）增资项目，获得内蒙古矿业集团 51%股权，拟增资价格不高于人民币 396228.95 万元。内蒙古矿业集团持有营盘壕井田资源量 9.8411 亿吨，资源占比 43.47%，通过内蒙古矿业集团增资项目，可以确保兖州煤业对营盘壕公司的绝对控股。根据兖州煤业显示：内蒙古矿业集团目前仍处于亏损状态，其未来盈利能力亦取决于兖州煤业整合情况、后续整体经营情况、市场环境等多方面因素。根据公告信息，截至 2018 年底，内蒙古矿业集团净资产为-44.71 亿元，2018 年净利润为-9.64 亿元；截至 2019 年 10 月底，内蒙古矿业集团净资产为-25.56 亿元，2019 年 1－10 月，净利润为-9.71 亿元。

3. 境外控股子公司合并范围发生变化

公司于 2020 年底将亏损子公司沃特岗重新纳入合并范围，造成当期一次性非现金损失 68.44 亿元。由于沃特岗下属澳思达和唐纳森煤矿的养护结束时间尚不明确，沃特岗存在继续亏损的可能性，且公司对沃特岗所属煤矿的养护是否仍需大规模资金支出，亦存在不确定性。

沃特岗矿业有限公司（以下简称“沃特岗”）为兖煤澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）于 2015 年在境外实施资产证券化业务而设立的子公司。2016 年，沃特岗发行为期约 9 年的 7.75 亿美元有抵押债券给三名外部债券持有人，债券持有人通过委任大多数董事，获得对沃特岗董事会的控制权，取得对沃特岗的主要运营及战略决策权，因此自交易完成日（2016 年 3 月 31 日）起兖煤澳洲终止合并沃特岗。

2019 年 1 月 4 日，中银国际证券有限责任公司（债券持有人之一）通知沃特岗及公司行使对 2 亿美元债券的认沽期权。公司于 2019 年 4 月 1 日购买了该债券，成为该债券的持有人。

2020 年 12 月 16 日，兖州煤业发布《兖州煤业股份有限公司关于境外控股子公司合并报表范围发生变化的公告》，公司、兖煤澳洲、沃特岗、债券持有人等主体签署《债券认购协议补充协议》《认沽期权协议补充协议》等协议，约定剩余两名债券持有人在上述协议签署

后行使认沽期权，由公司回购其持有的 5.75 亿美元沃特岗债券，进而成为沃特岗债券唯一持有人。根据相关协议约定，原债券持有人提名的沃特岗董事将自债券持有人行使认沽期权之日起辞职，公司作为沃特岗债券唯一持有人无法委任董事，兖煤澳洲获得对沃特岗董事会的控制权，取得对沃特岗主要运营及战略决策权。因此，沃特岗自 2020 年 12 月 16 日起重新被纳入兖煤澳洲合并报表范围，并由兖煤澳洲将其纳入交叉担保。

因沃特岗下属澳思达和唐纳森煤矿处于养护状态，仅艾诗顿煤矿在产，2019 年和 2020 年上半年，沃特岗分别实现营业收入 2.77 亿澳元和 1.50 亿澳元，亏损 1.12 亿澳元和 1.54 亿澳元。因负债价值预计高于资产估值，重新合并沃特岗财务报表致公司 2020 年度确认一次性非现金损失 68.44 亿元。

4. 下属矿业公司发生多起安全事故

原山东能源旗下矿区发生多起安全事故，公司生产安全管理能力亟待加强。

2020 年 2 月 22 日，原山东能源旗下山东新巨龙能源有限责任公司 2305S 工作面上平巷发生冲击地压事故，造成 4 人死亡。事故直接原因为事故区域煤层及其顶底板具有冲击倾向性，煤岩体埋藏深，FD8 断层与工作面形成三角区，FD8 与 FD6 断层形成楔形地堑结构，工作面见方及上覆岩层大范围悬顶造成局部高应力聚集；大区域构造应力调整及工作面开采扰动，诱发冲击地压事故发生。事故发生后原山能集团已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2020年8月20日，原山能集团旗下肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司35003工作面发生煤尘爆炸事故，造成7人死亡，9人受伤。山东煤矿安全监察局2021年2月批复了《肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司“8.20”较大煤尘爆炸事故调查报告》。事故直接原因为该矿35003综放工作面采煤机截割过程中滚筒截齿与中间巷金属支护材料（锚杆、锚索、钢带）机械摩擦产生的火花，引燃截割中间巷松软煤体扬起的煤尘（悬浮尘），导致煤尘爆炸。事故发生后原山能集团已按照国家有关部门要求进行整改落实。

2021 年 5 月 27 日，原山东能源旗下枣庄矿业集团新安煤业有限公司掘进工作面突发冒顶事故，造成 6 人被困。事故发生后，济宁市和山东省相关部门单位迅速启动应急预案，第一时间调集专业救援力量组织抢险救援，已有 3 人被救。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，受贸易业务规模扩大因素带动，公司营业总收入持续增长；2020 年，由于煤炭销售均价下降且低毛利贸易业务占比提高，公司综合毛利率水平有所下降。

因公司重组事项所涉资产规模大，且重组时间较短，以致截至目前公司尚未对 2018－2019 年所有经营数据进行合并追溯调整。本报告经营分析部分中，除特殊说明外，2018－2019 年数据均为重组前两集团数据直接加总合计。

公司主要业务包含煤炭采销、非煤贸易及煤化工等，其中煤炭和贸易收入占比高。2020 年，受贸易业务规模扩大因素带动，公司实现营业总收入 6752.40 亿元，同比增长 11.23%。收入构成看，2020 年，公司煤炭板块收入同比下降 7.64%至 1467.79 亿元，主要由于疫情影响国内煤炭销售价格下降所致；贸易板块收入同比提升 18.12%至 4439.90 亿元，主要系贸易业务规模扩大以及占比最高的有色金属价格提升所致。公司其他业务包括煤化工、房地产、煤机制造、工程施工等。2020 年，煤化工业务实现收入 247.82 亿元，同比下降 7.79%，主要由于煤化工产品价格的下降。但相比于煤炭和贸易板块，煤化工业务收入占比小，对公司收

入和利润的影响有限。

盈利能力方面，受煤炭销售价格下降影响，公司煤炭板块毛利率同比下降 6.76 个百分点；公司贸易业务规模较大，但盈利水平低，2020 年该板块毛利率为 0.31%。综上，受煤炭毛利率下降以及低毛利率的贸易业务占比提高影响，公司综合毛利率同比下降 3.28 个百分点至 9.55%。

表 4　公司营业总收入情况　（单位：亿元、%）

项　目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	1573.50	27.37	39.95	1589.29	26.18	36.74	1467.79	21.74	29.98
贸易	3389.34	58.96	0.43	3758.90	61.92	0.35	4439.90	65.75	0.31
其他	785.51	13.66	25.79	722.45	11.90	25.17	844.71	12.51	22.65
合计	**5748.35**	**100.00**	**14.71**	**6070.64**	**100.00**	**12.83**	**6752.40**	**100.00**	**9.55**

注：已根据合并口径对 2018－2019 年收入构成做追溯调整
资料来源：公司提供

2021 年一季度，公司实现营业总收入 1688.63 亿元，同比提高 33.08%，主要系上年同期受疫情影响，公司贸易业务规模较小，而本期公司贸易业务规模扩大所致。在主要产品价格回升以及低毛利率的贸易业务规模扩大的双重影响下，公司当期毛利率较 2020 年小幅提高 0.04 个百分点。

2.　煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭业务经营模式无明显变化。2020 年，公司煤炭产销量均同比小幅下降；同期，由于煤炭销售价格下降影响，该板块盈利能力有所下降。

煤炭业务是公司的核心业务，是公司最主要的利润来源。公司已建立起完整的“资源储备→技术研发→煤炭采选→产品加工→运输→销售体系”业务链。

公司煤炭业务主要由子公司兖州煤业、新疆能化、临沂矿业、枣庄矿业等负责运营。公司按照“稳本部、增新区、拓海外”的战略，借助国内外煤炭产业扩张平台，在稳定本部煤炭产量的同时，不断开发西部煤炭资源和海外煤炭资源，增强煤炭资源储备。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。截至 2020 年底，公司已占有和控制的煤炭地质储量为 924 亿吨，可采储量为 208 亿吨，为公司的持续发展奠定了资源基础。其中，境内剩余可采储量为 173.10 亿吨，主要分布在山东、鄂尔多斯、新疆、贵州、陕西地区；境外煤炭可采储量 18.89 亿吨，全部集中于澳大利亚。

受代管矿井退出以及冲击地压风险导致的部分矿井产能核减影响，截至 2020 年底，公司煤炭产能合计 3.50 亿吨/年，较上年底下降 11.39%。

表 5　公司主要煤产品产销情况
（单位：亿吨/年、亿吨、%、元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	3.73	3.95	3.50
产量	2.73	2.78	2.70
产能利用率	73.30	70.35	77.25
销量	2.21	2.21	2.20
产销率	80.97	79.65	81.65
销售均价	533.38	513.20	429.50
本部吨煤生产成本	329.95	335.92	309.22
兖煤澳洲吨煤生产成本	270.53	270.51	285.25

注：2019 年产能中含部分托管矿井产能；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

跟踪期内，公司煤炭开采销售模式无明显变化。2020 年，公司生产煤炭 2.70 亿吨，同比下降 2.77%，但产能利用率同比提高 6.90 个百分点至 77.25%。

生产成本方面，2020 年，公司本部吨煤生产成本同比下降 7.95%至 309.22 元/吨，主要

由于公司相应国家政策，降低社保缴纳数额；同期，劳务费用支出增加导致兖煤澳洲吨煤生产成本同比增长 5.45%。

煤炭销售方面，2020年，公司自产煤销售2.20亿吨，产销率同比小幅提高2.00个百分点。销售价格方面，2020年，受行业波动影响，煤炭价格整体下行，公司煤炭销售均价同比下降16.31%，导致该板块盈利水平的下降。

公司构建了国际化营销体系，贴近市场进行销售，与境内外周边企业建立战略联盟，形成了稳固的合作关系，推进营销一体化策略的实施。区域客户方面，公司境内煤炭销售以山东省内为主，山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大。作为山东省唯一大型煤炭生产企业，公司产品区域竞争力强，华东地区销售收入占比较高。公司商品煤主要为炼焦用气精煤和动力煤，其中气精煤主要销往宝山钢铁股份有限公司和山东钢铁集团有限公司等，动力煤主要销往华电国际电力股份有限公司等。公司主要客户多为特大型国有企业，信用水平高。公司与境内合作客户的主要结算方式为现汇和票据。公司境外煤炭目标市场为日本、韩国和澳大利亚等地，并与多个境外电厂和钢铁公司形成良好的合作伙伴关系。公司与上述境外合作客户的主要结算方式为现汇。2020年，公司煤炭板块前五大客户销售金额合计占该板块总销售金额的7.37%，公司煤炭业务对单一客户依赖程度很低。

3. 贸易业务

跟踪期内，贸易规模快速增长带动公司收入持续增长，但该板块毛利率维持较低水平，对利润贡献度低。

非煤贸易业务占公司营业总收入的比重约 60%~70%。公司贸易业务主要从事有色金属、油品、矿产品等物资的批发销售，既包括集团产品的销售，也包括集团外商品的贸易。公司贸易业务主要运营主体包括山东能源国际贸易有限公司、山东能源集团煤炭营销有限公司、山东中垠国际贸易有限公司、青岛中兖贸易有限公司等。跟踪期内，公司整体贸易业务的运营模式无明显变化。传统贸易业务方面，客户向公司下达采购订单，选定生产厂家；公司结合挂牌价及市场实际成交价格与上游供应商锁定供货价格及公司利润后确认订单；订单确认后，公司发采购订单至上游供应商，同时锁定资源，申请付款；上游供应商根据公司发货通知单发货至指定地点，公司跟进现场验收，验收合格后，客户开具到货回执给送货方，开具收货单交公司为结算依据；每月 20 号为结算日，对账后公司开具发票，由客户按约定方式回款，业务结算周期为 1 个月。代理采购业务方面，公司业务包括国内代理采购和进口、转口代理采购，由客户提供需求，在签订代理采购合同并交纳相应保证金后，由公司负责进行采购，并按合同约定与客户进行货权的交接和结算，贸易业务运作主体形成销售，获得采购价差形式的代理费用，业务周期为 3 个月。公司贸易业务供应商和客户较为分散，2020 年前五名供应商和客户采销金额占比分别为 6.76%和 10.00%。

公司贸易产品主要为铜、镍、钢材等有色金属，2020 年，有色金属贸易收入占 76.09%。

表 6　公司贸易业务情况（单位：亿元）

产品种类	2018 年	2019 年	2020 年
有色金属	2171.66	2593.17	3378.53
油品	249.81	367.98	490.17
矿产品	201.96	269.56	296.08
化工产品	88.03	4.89	5.21
林业产品	0.00	0.00	41.36
其他	677.88	523.30	228.55
合计	**3389.34**	**3758.90**	**4439.90**

注：有色金属主要包括铜、镍、钢材、锌、铝等，矿产品主要包括铁矿石、锰矿、铬矿等
资料来源：公司提供

4. 煤化工业务

跟踪期内，公司煤化工产品产能利用率和产销率保持较高水平，但产销量均同比下降。

同时，由于主要产品价格的下降，该板块收入和盈利水平有所下降。

跟踪期内，公司煤化工业务经营模式无明显变化。2020 年，公司煤化工板块实现营业收入 247.82 亿元，同比下降 7.79%。

公司煤化工板块主要产品包括甲醇、醋酸、尿素和焦炭等，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 2020 年底，公司已具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 495 万吨的生产能力。其中，尿素和焦炭产能分别较上年底下降 25.71%和 23.20%，主要由于鲁南化工根据市场销售情况调整产线，退出部分尿素产能；山东同泰能化有限公司根据省政府安排退出部分焦炭产能。2020 年，公司煤化工产品总产量同比下降 5.10%。但甲醇产品受上年新投产线产能释放带动产量同比提高 20.10%。

销量方面，公司部分甲醇和醋酸产品用于内部其他化工产品的生产，产品外销占比较低。2020 年，公司完成焦炭销售 370.99 万吨，同比下降 36.79%，焦炭产销率同比下降 17.62 个百分点，主要系 2020 年疫情期间，下游需求明显减弱，以及部分产线于 2020 年投入试生产，试生产产品未纳入销售量统计所致。销售价格方面，煤化工产品整体销售均价同比有所下降。其中，2020 年，甲醇销售价格同比下降 19.93%至 1346.27 元/吨；尿素销售价格同比下降 13.16%至 2233.66 元/吨，均大幅下降；公司焦炭销售价格同比提高 19.25%，主要系焦化企业产能出清以及下半年钢铁高炉开工率提升，导致焦炭产品供不应求所致。

表 7　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	2018 年	2019 年	2020 年
甲醇	产能	373.00	544.00	535.00
	产量	401.47	422.23	507.09
	产能利用率	107.63	77.62	94.78
	销量	355.49	365.16	359.34
	产销率	88.55	86.48	70.86
	含税销售价	2204.78	1681.46	1346.27
醋酸	产能	70.00	100.00	100.00
	产量	79.61	103.29	107.23
	产能利用率	113.73	103.29	107.23
	销量	50.88	74.72	75.92
	产销率	63.91	72.34	70.80
	含税销售价	3764.00	2501.41	2233.66
尿素	产能	90.00	70.00	52.00
	产量	56.05	66.88	54.50
	产能利用率	62.28	95.54	104.81
	销量	53.39	61.72	54.50
	产销率	95.25	92.28	100.00
	含税销售价	1561.00	1475.41	1281.22
焦炭	产能	585.00	585.00	495.00
	产量	576.63	589.10	452.42
	产能利用率	98.57	100.70	91.40
	销量	568.34	586.88	370.99
	产销率	98.56	99.62	82.00
	含税销售价	1712.78	1615.77	1926.82

资料来源：公司提供

公司煤化工板块客户较为分散。2020 年，煤化工板块前五大客户销售金额合计占该板块总销售金额的 5.81%，公司煤化工业务对单一客户依赖程度很低。

5.　经营效率

公司经营效率较高。

2020 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均同比有所下降，分别为 21.43 次、9.80 次和 1.03 次。与中国中煤能源集团有限公司及陕西煤业化工集团有限责任公司相比，公司经营效率较高。

表 8　2020 年经营效率指标同业对比情况（单位：次）

项目	山东能源集团有限公司	中国中煤能源集团有限公司	陕西煤业化工集团有限责任公司
销售债权周转次数	21.43	8.18	12.18
存货周转次数	9.80	7.78	14.27
总资产周转次数	1.03	0.46	0.59

资料来源：联合资信整理

6. 在建工程

公司在建项目主要为煤炭和煤化工项目，整体投资压力尚可。

截至 2020 年底，公司在建项目集中于煤炭和煤化工项目建设，在建项目预计总投资 454.97 亿元，已完成投资 297.80 亿元；预计 2021 年投资 94.44 亿元，2022 年投资 41.00 亿元。公司整体投资压力尚可。

表 9 截至 2020 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	设计产能	总投资	截至2020年底已投资额	2021 年拟投资额	2022 年拟投资额
荣信二期建设	甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、DMMn 30 万吨/年	73.36	66.87	2.99	0.00
万福煤矿及选煤厂	180 万吨	50.35	40.55	8.87	2.00
榆林甲醇厂二期项目	甲醇装置 80 万吨/年，DMMn 装置 50 万吨/年	45.96	38.46	2.66	0.00
4 万吨聚甲醛项目	4 万吨聚甲醛	7.50	6.90	0.60	0.00
30 万吨己内酰胺项目	年产能 30 万吨己内酰胺	40.45	16.97	20.35	0.00
长城二矿二期项目	400 万吨	26.41	15.74	2.82	3.00
鲁新煤矿	500 万吨	30.25	47.63	2.03	0.00
油房壕煤矿	500 万吨	42.72	12.35	4.48	4.00
邵寨煤矿	120 万吨	32.67	31.09	6.49	0.00
锦源煤矿	600 万吨	38.80	9.51	11.55	9.00
聊城祥光热电联产工程	2×660MW	66.50	11.73	31.60	23.00
合计	--	**454.97**	**297.80**	**94.44**	**41.00**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2020年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

公司完成重组，合并范围变化大，已对2019年底数据做追溯调整。2020年，公司新纳入合并范围的子公司63家，不再纳入合并范围的子公司39家。截至2020年底，公司纳入合并范围的二级子公司61家。2021年一季度，公司合并范围无变化。

截至2020年底，公司合并资产总额6851.03亿元，所有者权益2262.51亿元（含少数股东权益1138.82亿元）；2020年，公司实现营业总收入6752.40亿元，利润总额170.07亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额6932.46亿元，所有者权益2292.45亿元（含少数股东权益1171.44亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入1688.63亿元，利润总额36.58亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，结构以非流动资产为主；货币资金较为充裕，整体资产受限比例较低，公司资产质量好。

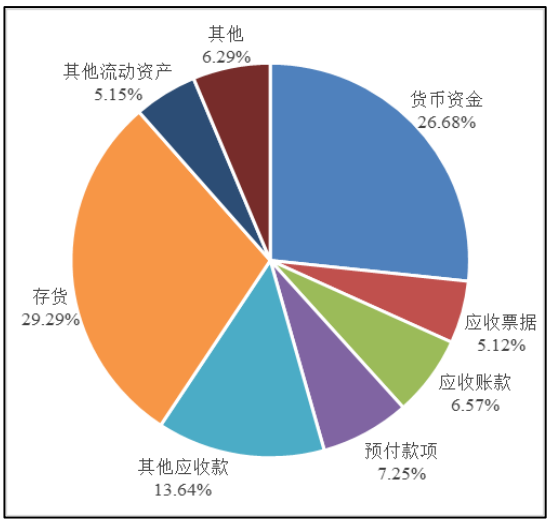
截至 2020 年底，公司合并资产总额 6851.03 亿元，较年初增长 9.07%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 33.82%，非流动资产占 66.18%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至2020年底，流动资产2317.12亿元，较年初增长9.30%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占26.68%）、其他应收款（占13.58%）和存货（占29.29%）

构成。

图5　截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金618.24亿元，较年初变化不大。其中，受限货币资金216.51亿元，占比35.02%，主要为票据及信用保证金。

截至2020年底，公司应收票据118.72亿元，较年初下降23.75%，主要系2020年煤款回款中的现金回款比例增加所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值152.33亿元，较年初增长12.80%，主要系公司贸易业务产生的应收账款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账24.83亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为12.45亿元，占比为6.39%，集中度低。

截至2020年底，公司预付款项168.08亿元，较年初增长38.35%，主要系贸易业务预付款项增加所致。

截至2020年底，公司存货678.63亿元，较年初增长19.53%，主要系2020年合并山东国欣颐养健康产业发展集团有限公司，导致存货增加所致。存货主要由自制半成品及在产品构成（占58.24%）和库存商品（占27.98%），累计计提跌价准备3.53亿元，计提比例为0.52%。

截至2020年底，公司其他流动资产119.29亿元，较年初增长11.00%，主要系土地塌陷、复原、重整及环保费以及待抵扣进项税及预交税金增加所致。

非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产4533.91亿元，较年初增长8.95%，主要由长期股权投资（占6.76%）、固定资产（占37.12%）、在建工程（占14.83%）和无形资产（占26.34%）构成。

截至2020年底，公司长期应收款43.50亿元，较年初下降46.36%，主要系2020年12月将沃特岗重新纳入合并范围，减少其长期应收款43.99亿元所致。

截至2020年底，公司长期股权投资306.37亿元，较年初增长35.91%，一方面由于对中泰证券转为权益法核算增加长期股权投资；另一方面，兖州煤业并购内蒙古矿业导致对联营企业投资增加40.49亿元。

表10　截至2020年底长期股权投资情况

被投资单位	期末余额（亿元）
浙商银行股份有限公司	51.16
内蒙古锦联铝材有限公司	39.11
临商银行股份有限公司	23.37
中泰证券股份有限公司	33.55
内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司	21.16
合计	**168.35**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司固定资产账面原值2984.18亿元，较年初变化不大，主要由房屋及建筑物（占48.13%）和机器设备（占45.93%）构成，累计计提折旧1284.48亿元；固定资产成新率78.16%，成新率较好。截至2020年底，公司固定资产1682.82亿元，较年初变化不大。

截至2020年底，公司在建工程672.28亿元，较年初增长6.94%，主要系对30万吨/年己内酰胺项目投资增加所致。

截至2020年底，公司无形资产1194.23亿元，较年初增长6.78%，主要由于当期收购莫拉本煤炭合营企业和内蒙古矿业带动的采矿

权的增长。公司无形资产累计摊销228.05亿元，计提减值准备38.44亿元。

截至2020年底，公司其他非流动资产231.15亿元，较年初增长271.01%，主要系兖州煤业2020年非同一控制下合并内蒙古矿业，取得煤炭资源探矿权146.38亿元，钼矿探矿权14.73亿元所致。

截至2020年底，公司受限资产合计1042.59亿元，占总资产的15.22%，受限比例较低。

表11 截至2020年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
存货	89.13	借款抵押
固定资产	64.64	借款抵押
货币资金	216.51	保证金等
其他流动资产	0.83	借款质押
投资性房地产	6.89	借款抵押
无形资产	55.26	借款抵押
应收款项融资	13.40	借款质押、开具银行承兑汇票及保函、信用证押汇
应收票据	16.53	借款质押、开具应付票据抵押
长期股权投资	100.20	融资租赁质押、长期借款抵押和诉讼冻结
长期应收款	5.88	长期借款质押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	56.36	长期借款质押
普力马煤矿总资产	75.63	长期借款抵押
兖煤澳大利亚资源有限公司与联合煤炭工业有限公司总资产	285.05	银行授信额度质押
在建工程	1.21	诉讼查封
一年内到期的非流动资产	2.25	长期借款质押
使用权资产	9.06	融资租赁抵押
其他非流动资产	43.77	长期借款质押
合计	**1042.59**	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额6932.46亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占34.81%，非流动资产占65.19%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，但其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益2262.51亿元，较年初增长8.38%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为49.67%，少数股东权益占比为50.33%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占26.90%、其他权益工具占24.99%、资本公积占18.18%、未分配利润占27.32%，其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益2292.45亿元，较上年底增长1.32%，所有者权益构成较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，受新增长期借款及发行债券因素带动，公司负债规模明显上升，债务结构和公司资产结构较为匹配，但债务负担重。

截至2020年底，公司负债总额4588.52亿元，较年初增长9.41%，主要系长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占54.29%，非流动负债占45.71%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比有所提高。

截至2020年底，公司流动负债2491.05亿元，较年初变化不大，主要由短期借款（占30.00%）、应付票据（占12.54%）、应付账款（占14.60%）和一年内到期的非流动负债（占15.60%）构成。

截至2020年底，公司短期借款747.19亿元，较年初增长31.00%，主要系公司根据业务发展需要新增信用类借款所致；公司其他应付款236.86亿元，较年初下降17.57%，主要系往来款和应付工程及设备款减少所致；公司一年内到期的非流动负债388.53亿元，较年初下降24.12%，主要系公司一年内到期的长期借款减少所致；同期，公司其他流动

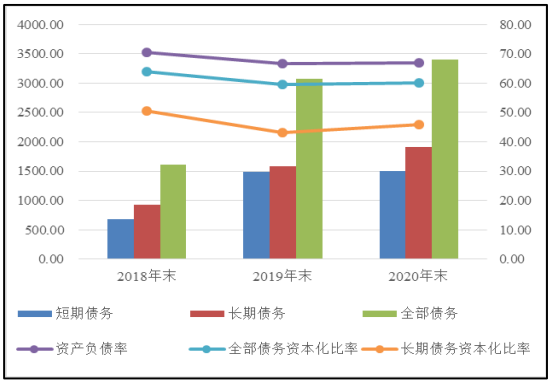
负债较年初下降 50.71%，主要系部分短期融资券和超短期融资券到期兑付所致。

公司非流动负债 2097.47 亿元，较年初增长 22.02%，主要系长期借款及应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 50.12%）和应付债券（占 38.05%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 1051.32 亿元，较年初增长 16.22%；公司应付债券 798.16 亿元，较年初增长 32.41%；主要系公司根据经营需要增加融资所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 3407.75 亿元，较年初增长 11.07%，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 43.87%，长期债务占 56.13%，债务结构较为合理。从债务指标来看，截至 2020 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较年初提高 0.21 个百分点、0.59 个百分点和 2.64 个百分点至 66.98%、60.10%和 45.81%。公司债务负担小幅增长。公司永续期债券规模较大，若考虑将永续期债券调整至长期债务，公司调整后全部债务将上升至 3688.61 亿元，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 71.08%、65.05%和 52.54%，公司债务负担重。

图6　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 4640.01 亿元，较上年底变化不大，但长短期借款及债券均较上年底有所增长。其中，流动负债占 53.20%，非流动负债占 46.80%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大，资产负债率为 66.93%，较上年底基本保持稳定。

4．盈利能力

2020年，公司营业收入明显增长，但受低毛利的贸易业务规模扩大以及重新将沃特岗纳入合并范围产生的营业外支出导致公司盈利规模明显下降。2021年一季度，公司收入和利润均同比提高，盈利能力有所回升。公司整体费用控制能力强。

2020年，公司实现营业收入6752.40亿元，同比增长11.23%，主要系贸易业务规模扩大所致；同期，公司营业成本6107.42亿元，同比增长15.42%，增幅高于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比下降3.22个百分点。

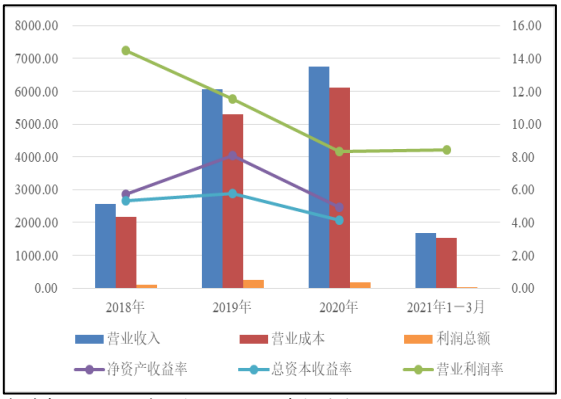
期间费用方面，2020 年，公司费用总额为 427.83 亿元，规模及结构同比变化不大，主要由管理费用（占 45.08%）和财务费用（占 24.63%）构成。2020 年，公司期间费用率为 6.34%，同比下降 0.85 个百分点，费用控制能力保持较高水平。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 95.60 亿元，同比增长 186.36%，主要系长期股权投资公允价值重新计量增量较大（44.74 亿元）所致，占公司利润总额的 56.21%；其他收益 20.04 亿元，同比增长 68.35%，主要系政府补助增长所致，占公司利润总额的 11.78%；营业外收入 32.23 亿元，同比增长 52.15%，主要为获得收购利得 12.95 亿元，占公司利润总额的 18.95%；营业外支出 89.92 亿元，同比增长 320.09%，主要为沃特岗重新并表确认一次性损失 68.44 亿元，占公司利润总额的 52.87%。总体看，公司非经常性损益对公司利润影响大。

受上述因素综合影响，2020 年，公司实现利润总额 170.07 亿元，同比下降 34.03%。盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率

和净资产收益率分别同比下降 1.63 个百分点和 3.13 个百分点至 4.16%和 4.94%，公司盈利能力有所下降。

图 7　公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年一季度，公司实现营业收入 1688.63亿元，同比增长33.08%，主要由于2020年一季度疫情影响下贸易业务收入较低；同期，受益于煤炭和煤化工产品价格上涨，公司实现利润总额36.58%，同比增长27.07%；营业利润率较2020年小幅增长至8.44%。2021年一季度，公司盈利能力有所回升。

5．现金流

2020 年，受业务规模增长影响，公司经营活动现金收支均同比增长，经营活动现金净流入规模同比小幅下降，但收入实现质量仍进一步提高；公司投资活动现金支出同比下降，筹资活动前现金流量净额同比增加 43.38 亿元，表明公司经营活动现金净流入规模对投资活动的支持程度进一步提升，但考虑到公司短期债务规模较大的情况，公司仍存在一定规模的筹资需求，以满足短期债务的滚动所需。

表 12　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入量	5974.39	7540.73	1766.91
经营活动现金流出量	5649.82	7227.85	1708.37
经营活动现金流净额	**324.57**	**312.88**	**58.54**
投资活动现金流入量	121.26	201.42	31.83
投资活动现金流出量	426.43	451.51	75.77
投资活动现金流净额	**-305.16**	**-250.09**	**-43.95**
筹资活动前现金流净额	**19.41**	**62.79**	**14.59**
筹资活动现金流入量	1847.29	2164.58	541.03
筹资活动现金流出量	2020.70	2241.68	527.96
筹资活动现金流净额	**-173.40**	**-77.10**	**13.08**
现金收入比	95.44	109.29	102.10

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，2020 年，伴随贸易业务规模的扩大，公司经营活动现金收支同比增幅较大。公司经营活动现金流保持较大规模净流入，2020 年为 312.88 亿元。同期，公司现金收入比同比提高 13.85 个百分点至 109.29%，公司收入实现质量好。

从投资活动看，2020 年，公司投资活动现金流入量同比大幅增长 66.10%，主要由于收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金同比增长所致。其中，其他与投资活动有关的现金收支均同比大幅增长，主要为子公司购买结构性理财规模较大。同期，公司投资活动现金流出量同比变化不大，导致投资活动现金净流出规模同比缩减至 250.09 亿元。2020 年，公司筹资活动前现金流净额同比增加至 62.79 亿元，经营活动现金流入对投资活动现金支持力进一步提升。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流仍主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金。2020 年，公司筹资活动现金净流出 77.10 亿元，同比下降 55.54%，主要系公司在基本满足营运资金需求的基础上采取了适度控制融资规模，降低负债水平的经营策略所致，但考虑到公司短期债务规模较大的情况，公司仍存在一定规模的筹资需求，以满足短期债务的滚动所需

2021 年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 58.54 亿元、-43.95 亿元和 13.08 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力指标保持较高水平，同时考虑经与原山东能源整合后，公司作为山东省内唯一国有大型煤炭企业，行业地位高、产能规模大，以及融资渠道畅通等有利因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别较年初提高5.44个百分点和1.14个百分点至93.02%和65.77%；截至2021年3月底，上述指标进一步提高至97.76%和69.99%。2020年和2021年3月底，公司现金短期债务比分别为0.53倍和0.57倍。2020年，公司经营现金流动负债比同比小幅下降至12.56%。整体看，公司短期偿债能力指标有所提高。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 529.56 亿元，同比下降 12.65%，主要由于重新将沃特岗纳入合并范围产生的营业外支出较大导致公司利润总额同比下降 34.03%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 33.64%）、摊销（占 10.78%）、计入财务费用的利息支出（占 23.47%）和利润总额（占 32.12%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 3.36 倍；全部债务/EBITDA 提高至 6.44 倍。整体看，公司长期偿债能力指标有所下降。

截至 2020 年底，公司对外担保合计 44.66 亿元，对外担保比例为 1.97%。担保比例很低，主要被担保方均为公司参股企业，目前均正常经营，公司代偿风险小。

截至 2020 年底，是存在多起未决诉讼，但合计涉案金额很小，对公司影响很小。

截至 2020 年底，公司在各家银行授信总额度为 4844.79 亿元，其中已使用授信额度 2808.44 亿元，未使用授信额度 2036.35 亿元，间接融资渠道畅通。

7．母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长；所有者权益中未分配利润持续为负，且其他权益工具占比较高，权益稳定性弱。母公司主要履行管理职能，收入规模小，盈利水平主要依赖于子公司投资收益；目前母公司债务负担一般，考虑其对子公司控制力强，整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1656.49 亿元，较年初增长 9.02%，主要由于向兖州煤业出售未来能源等子公司股权款尚未回收导致其他应收款增长。其中，流动资产 536.58 亿元，主要由货币资金（占 19.92%）和其他应收款（占 76.28%）构成；非流动资产 1119.92 亿元，主要由持有至到期投资（占 10.59%）和长期股权投资（占 70.64%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 719.74 亿元，较年初增长 26.52%，主要系当期发行永续期债券及未分配利润大幅增长所致。母公司所有者权益中，实收资本占 41.99%、其他权益工具占 39.02%、资本公积占 20.22%，未分配利润虽大幅增长，但仍处亏损状态。整体看，母公司其他权益工具占比高，未分配利润波动大，权益结构稳定性弱。

截至 2020 年底，母公司负债总额 936.75 亿元，较年初变化不大，但受债券期限结构调整影响，公司非流动负债占比有所提高。其中，流动负债 505.48 亿元，主要由短期借款（占 45.60%）、一年内到期的非流动负债（占 37.48%）和其他流动负债（占 9.60%）构成；非流动负债 431.27 亿元，主要由长期借款（占 30.33%）和应付债券（占 68.97%）构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 888.22 亿元，债务结构较为均衡。受益于权益规模的增长，截至 2020 年底，母公司资产负债率较年初下降 6.01 个百分点至 56.55%；全部债务资本化比率较年初下降 4.45 个百分点至 55.24%，母公司债务负担有所下降。

母公司主要履行管理职能，2020 年，母公司实现营业总收入 3.61 亿元；同期，实现

投资收益 182.72 亿元，同比增长 202.24%，但主要投资收益增量来自于长期股权投资的公允价值重新计量，增量收益不具有连续性。此外，受益于资产减值损失的减少，母公司利润总额扭亏并大幅增长至 139.24 亿元。

现金流方面，2020 年，受原山东能源母公司记账方式转变影响，业务履行不再做现金抵消，导致母公司销售商品、接受劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均同比大幅增长；同期，受往来款缩减影响，母公司其他与经营活动有关的现金收支规模均同比下降。2020 年，母公司出售部分子公司股权，带动当期收回投资收到的现金同比大幅增长；同期由于母公司对子公司放贷规模较大，其他与投资活动有关的现金流收支均同比大幅增长；2020 年，母公司投资活动现金净流入 89.26 亿元。受 2020 年中长期债券集中到期，母公司偿还本息规模较大导致当期支付其他与筹资活动有关的现金同比增幅明显，母公司筹资活动现金净流出-32.34 亿元。

十一、 存续债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强，经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对存续债券待偿本金峰值保障能力强。

根据原山东能源 2021 年 1 月 4 日出具的《山东能源集团有限公司关于完成债务继承事项的公告》，2020 年 12 月 30 日，银行间市场清算所股份有限公司出具了《债务承继确认书》，确认重组完成后，公司承接了原山东能源全部债券债务。截至 2021 年 6 月 5 日，公司存续债券合计 683.94 亿元。其中，本年度剩余到期债券合计 184.69 亿元；存续债券待偿本金峰值合计 230.78 亿元（2022 年为偿债高峰期）。截至 2021 年 3 底，公司现金类资产 826.82 亿元，为本年度剩余到期债券余额的 4.48 倍；2020 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为 7540.73 亿元、312.88 亿元和 529.56 亿元，分别为待偿债券本金峰值（230.78 亿元）的 32.67 倍、1.36 倍和 2.29 倍。

表 13 截至 2021 年 6 月 5 日公司存续期内债券情况

到期年限	债券余额（亿元）
2021 年	184.69
2022 年	230.78
2023 年	178.05
2024 年	50.42
2025 年	32.00
2030 年	8.00
合计	**683.94**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

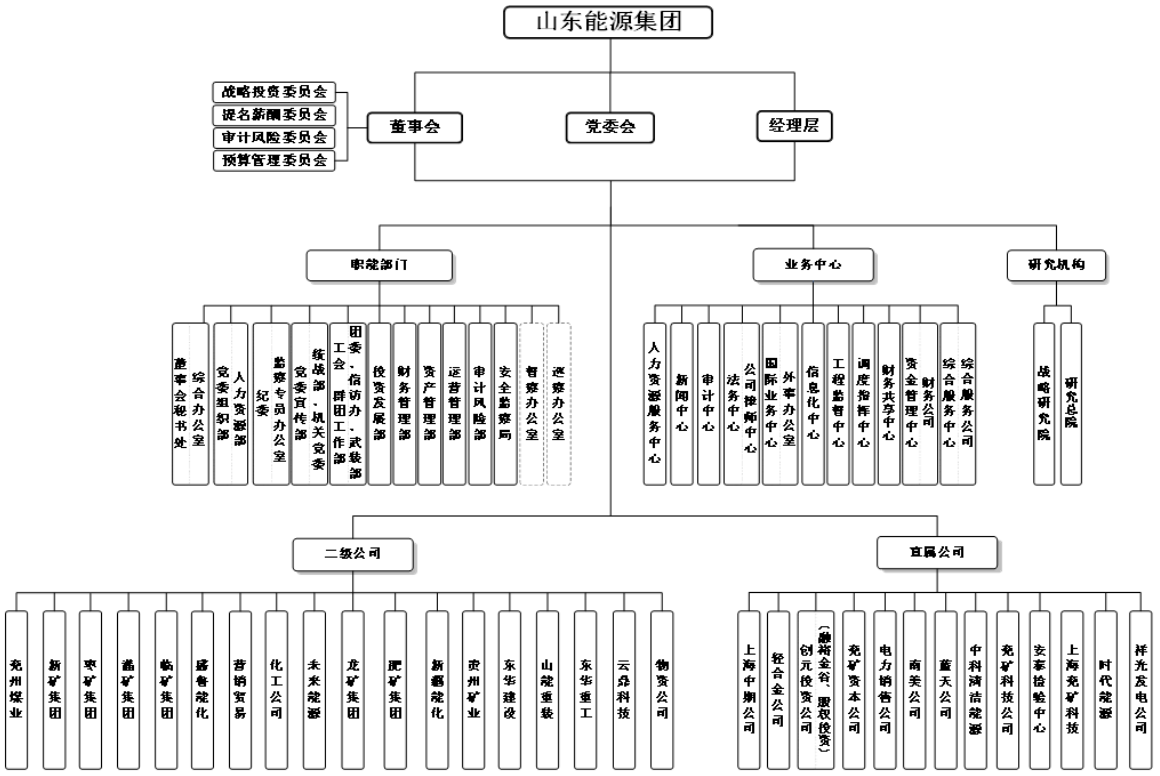
项 目	指标值
本年度剩余到期债券余额	184.69
未来待偿债券本金峰值	230.78
现金类资产/本年度剩余到期债券余额	4.48
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	32.67
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.36
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.29

注：1.本年度剩余到期债权金额-本年度已兑付债券金额；2.现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），未剔除受限资金；3.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持山东能源集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“21兖矿MTN003”“21兖矿MTN002”“21兖矿MTN001A”“21兖矿MTN001B”“20兖矿MTN005”“20兖矿MTN003”“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”和“18兖矿MTN009”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至报告出具日公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司二级子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（%）	持股比例（%）
兖州煤业股份有限公司	煤炭开采	486000.00	56.01
新汶矿业集团有限责任公司	煤炭开采	435600.97	82.17
枣庄矿业（集团）有限责任公司	煤炭开采	695297.65	95.39
淄博矿业集团有限责任公司	煤炭开采	161655.67	100.00
肥城矿业集团有限责任公司	煤炭开采	109000.00	100.00
临沂矿业集团有限责任公司	煤炭开采	464723.91	81.09
龙口矿业集团有限公司	煤炭开采	270378.10	100.00
山东能源国际贸易有限公司	批发零售	30000.00	100.00
山东能源国际物流有限公司	物流业务	30000.00	100.00
山东能源集团贵州矿业有限公司	煤炭开采	200000.00	100.00
山东能源集团内蒙古盛鲁能化有限公司	能源化工行业的投资与管理	196000.00	100.00
山东能源集团财务有限公司	金融服务	300000.00	98.00
山东能源电力销售有限公司	电力、热力的生产	51201.41	100.00
山东能源集团创元投资有限公司	投资服务	100000.00	100.00
肥城肥矿煤业有限公司	煤炭开采	50000.00	100.00
山东能源重型装备制造集团有限责任公司	装备制造	290880.85	100.00
山东颐养健康产业发展集团有限公司	健康咨询	1028083.60	59.82
山东能源集团煤炭营销有限公司	煤炭销售	50000.00	100.00
山东能源海装风电有限公司	电力、热力供应	10000.00	55.00
山东能源集团科技发展有限公司	科技推广和应用服务	20000.00	100.00
山东能源集团信息技术有限公司	软件和信息技术服务	6000.00	100.00
山东能源煤业有限责任公司	煤炭开采、加工	1000.00	100.00
山东能源大厦上海有限公司	服务业	10000.00	100.00
邹城双叶工贸有限责任公司	制造	500.00	100.00
邹城市矿区典当有限责任公司	典当	1000.00	100.00
中垠物产有限公司	商业	10000.00	100.00
中垠融通（上海）国际贸易有限公司	国际贸易	20000.00	100.00
兖矿新疆能化有限公司	煤炭开采	300000.00	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	技术开发、转让	10000.00	100.00
兖矿售电有限公司	电力供应	12000.00	100.00
兖矿煤化工程有限公司	建筑安装	13028.62	100.00
兖矿科技有限公司	科技推广和应用服务业	10000.00	100.00
兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	贸易代理	3000.00	100.00
兖矿集团（香港）有限公司	投资管理	597.82	100.00
兖矿海外能源发展有限公司	金属矿批发	5000.00	100.00

兖矿国宏化工有限责任公司	化工	277319.26	99.58
兖矿东华建设有限公司	建筑安装业	290000.00	100.00
兖矿东华集团有限公司	生产、安装	290000.00	100.00
上海中期期货股份有限公司	期货市场服务	120000.00	100.00
上海兖矿能源科技研发有限公司	科技研发	100.00	80.00
山东兖矿轻合金有限公司	铝压延加工	368700.00	100.00
山东兖矿国际焦化有限公司	化工	393000.00	50.00
山东省安泰化工压力容器检验中心	压力容器检验	100.68	100.00
山东融裕金谷创业投资有限公司	资本市场服务	20000.00	60.00
山东金瓯工矿机械贸易有限公司	机械贸易	1000.00	100.00
山东惠济工贸有限公司	设备维修	682.60	100.00
北京银信光华房地产开发有限公司	房地产开发经营	6666.00	51.00
陕西时代能源化工有限公司	制造业	6000.00	100.00
兖矿集团南美有限公司	制造业	50000.00	100.00
兖矿中科清洁能源科技有限公司	能源清洁	10000.00	56.00
兖矿化工有限公司	化工	5000.00	100.00
兖矿（山东）股权投资管理有限责任公司	商业服务	1000.00	50.00
山东融信通信息服务有限公司	互联网和相关服务行业	1000.00	80.00
山东地矿股份有限公司	综合	51093.11	16.71
山东鲁地矿业投资有限公司	投资与资产管理	18800.00	100.00
兖矿电铝（香港）有限公司	贸易	10129.46	100.00
兖矿国际贸易（山东）有限公司	贸易	5000.00	100.00
兖矿（海南）智慧物流科技有限公司	贸易	32400.00	84.88
兖矿资本管理有限公司	投资	86975.00	100.00
济宁福兴机械制造有限责任公司	装订印刷	369.00	100.00
山东鲁西发电有限公司	电力	2000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	549.00	814.13	794.41	826.82
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	6932.46
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2292.45
短期债务（亿元）	675.53	1482.23	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3068.05	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	1688.63
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	36.58
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	58.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.58	26.35	21.43	--
存货周转次数（次）	8.17	12.46	9.80	--
总资产周转次数（次）	0.86	1.30	1.03	--
现金收入比（%）	110.32	95.44	109.29	102.10
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.44
总资本收益率（%）	5.34	5.79	4.16	--
净资产收益率（%）	5.71	8.07	4.94	--
长期债务资本化比率（%）	50.65	43.17	45.81	/
全部债务资本化比率（%）	63.93	59.51	60.10	/
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.93
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	97.76
速动比率（%）	79.99	64.63	65.77	69.99
经营现金流动负债比（%）	15.28	13.11	12.56	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.55	0.53	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.88	3.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.84	5.06	6.44	--

注：1. 公司 2021 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. 公司未提供 2021 年一季度债务调整数据
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	74.15	105.93	107.06	164.29
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1708.01
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	697.60
短期债务（亿元）	384.79	472.64	459.97	466.21
长期债务（亿元）	213.46	369.84	428.26	480.79
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	947.00
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.01
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	-9.37
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.82	-17.60	-49.41	-3.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.27	4.61	4.70	--
存货周转次数（次）	15.46	16.93	11.61	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	82.44	158.53	1748.78	900.46
营业利润率（%）	24.74	2.13	7.19	-2866.54
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-6.20	-1.11	19.35	--
长期债务资本化比率（%）	70.15	39.40	37.30	40.80
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	57.58
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	59.16
流动比率（%）	82.79	69.69	106.15	110.37
速动比率（%）	82.74	69.65	106.09	110.31
经营现金流动负债比（%）	0.18	-3.06	-9.78	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.22	0.23	0.35
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 母公司权益中包含永续债券；3. 已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

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+卖出回购金融资产款

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。