

信用评级公告

联合〔2021〕1696号

联合资信评估股份有限公司通过对兖矿集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的兖矿集团有限公司 2021 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定兖矿集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，兖矿集团有限公司 2021 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年三月十一日



兖矿集团有限公司

2021 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行额度 5 亿元，发行额度上限 20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息，到期还本

募集资金用途：偿还公司本部有息债务

评级时间：2021 年 3 月 11 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（打分表）	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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对兖矿集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为山东省属大型煤炭企业，在资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具有明显优势。2017—2019 年，公司收入规模和利润水平大幅提升。公司煤炭储量及产能优势明显，依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长。同时，联合资信也关注到公司债务负担较重、资产减值损失侵蚀公司利润等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

随着煤矿和煤化工领域在建工程项目顺利投产，公司资产和收入规模或将进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司股东背景优良，具备资源和规模优势。公司原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”）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。2020 年 8 月以来，公司与山东能源集团有限公司签署协议推动战略重组，重组完成后，公司将成为山东省国资委下唯一的煤炭集团企业，资源和规模优势将大幅提升。
2. 公司煤炭产品的销量、营业总收入及利润总额快速增长。2017—2019 年，公司煤炭产品销量、营业总收入及利润总额年均复合增长率分别为 14.14%、19.71%和 62.19%。2020 年上半年，公司经营状况正常，营业总收入和利润总额分别同比增长 9.37%和 1.16%。
3. 公司经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度上限的 6.30 倍、8.54 倍和 8.12 倍；同期，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度上限的 9.90 倍、13.76 倍和 15.49 倍。

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

关注

1. 公司以煤炭和煤化工业务作为主业，受行业政策和景气度影响较大。煤炭与煤化工为周期性行业，受经济运行情况影响大。
2. 近年来公司清理僵尸企业并计提大额资产减值准备，对利润构成侵蚀。2017—2019年，公司资产减值损失分别占利润总额的126.08%、51.02%和28.52%。
3. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属于母公司的净利润低。截至2020年6月底，公司少数股东权益占所有者权益65.53%。2017—2019年，归属于母公司所有者的净利润分别为-18.93亿元、-17.07亿元和18.99亿元。
4. 公司债务负担较重；所有者权益中含有较大规模的永续债券，若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。截至2020年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.49%、62.93%和49.30%；截至2020年6月底，公司永续债账面价值238.89亿元，占归属于母公司权益的66.03%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产 (亿元)	523.63	547.33	471.15	524.10
资产总额 (亿元)	2877.70	3074.10	3185.48	3331.33
所有者权益合计 (亿元)	760.12	905.98	1007.35	1049.70
短期债务 (亿元)	749.18	677.86	739.93	761.57
长期债务 (亿元)	930.21	928.83	937.96	1020.60
全部债务 (亿元)	1679.39	1606.69	1677.88	1782.16
营业总收入 (亿元)	1992.00	2572.28	2854.80	1508.10
利润总额 (亿元)	48.60	101.69	127.83	63.02
EBITDA (亿元)	198.03	275.10	309.74	--
经营性净现金流 (亿元)	125.91	170.82	162.48	59.02
营业利润率 (%)	13.89	14.50	11.68	8.60
净资产收益率 (%)	2.59	5.71	8.88	--
资产负债率 (%)	73.59	70.53	68.38	68.49
全部债务资本化比率 (%)	68.84	63.94	62.49	62.93
流动比率 (%)	101.24	105.16	105.96	114.59
经营现金流负债比 (%)	11.85	15.29	14.28	--
现金短期债务比 (倍)	0.70	0.81	0.64	0.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	3.22	3.98	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.48	5.84	5.42	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	719.70	774.94	831.63	844.07
所有者权益 (亿元)	61.60	90.84	173.51	217.56
全部债务 (亿元)	522.66	553.25	490.35	473.65
营业总收入 (亿元)	15.79	8.78	4.72	2.03
利润总额 (亿元)	-29.57	-5.63	-5.37	27.00
资产负债率 (%)	91.44	88.28	79.14	74.22
全部债务资本化比率 (%)	89.46	85.90	73.86	68.52
流动比率 (%)	98.89	82.79	92.46	93.33
经营现金流负债比 (%)	0.14	0.18	-4.83	--

注: 1. 2020 年半年度财务数据未经审计; 2. 合并口径其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已调整至债务核算; 3. 公司权益中包含永续债券
资料来源: 公司财务报告

主体评级历史:

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
AAA	稳定	2021/3/5	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
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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

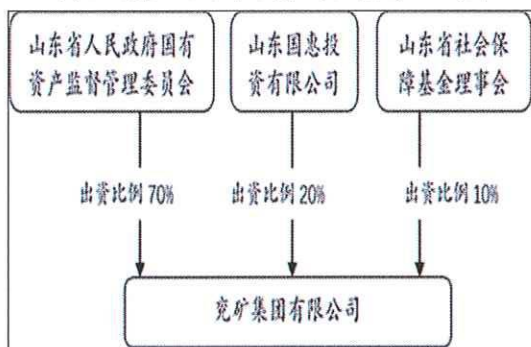
兖矿集团有限公司

2021 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖矿集团有限公司（以下简称“公司”或“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。截至 2017 年底，公司注册资本 33.53 亿元，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）出资 23.47 亿元，占注册资本的 70%；2018 年 5 月 18 日，公司进行股权变更和注册资本变更，公司注册资本增加至 77.69 亿元，山东省国资委出资 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%。截至 2020 年 6 月底，上述股权结构无变化。

图 1 截至 2020 年 6 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明显规模优势。目前，公司与山东能源

集团有限公司（以下简称“山东能源”）正在实施战略重组，重组事项全部完成后，公司将成为山东省国资委下唯一的煤炭集团企业，资源与规模优势将大幅提升。

截至 2020 年 6 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、财务管理部等多个机关部室，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）等多个管理服务中心。

截至 2020 年 6 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”）和陕西未来能源化工有限公司（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：“01171.HK”）和上海证券交易所（股票代码：“600188.SH”）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，所有者权益合计 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 6 月底，公司合并资产总额 3331.33 亿元，所有者权益合计 1049.70 亿元（含少数股东权益 687.89 亿元）；2020 年 1—6

月，公司实现营业总收入1508.10亿元，利润总额63.02亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司已于2020年成功注册TDFI(中市协注(2020)TDFI75号)，本期拟发行兖矿集团有限公司2021年度第三期中期票据(以下简称“本期中期票据”)。本期中期票据基础发行额度5亿元，发行额度上限20亿元，期限为3年，按年付息，到期一次性还本。本期中期票据募集资金将用于偿还公司本部有息债务。

本期中期票据无担保。

三、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1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	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，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

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 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 and 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控制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。

四、行业分析

1. 煤炭行业概况

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家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，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，但分布不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。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。

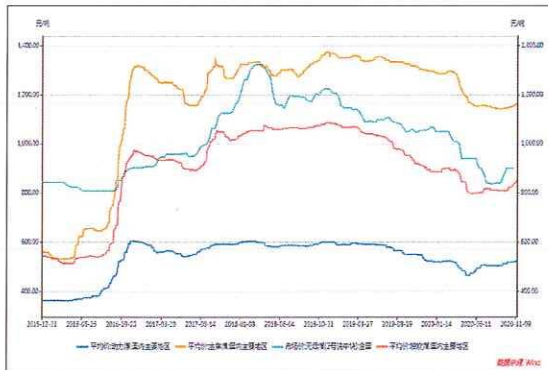
煤炭价格

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。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。

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

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（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%。

进入5月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平逐步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，截至2020年8月底，主焦煤价格（国内主要地区）和喷吹煤价格（国内主要地区）分别为1142元/吨和810元/吨，较4月底分别下降4.36%和3.91%；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%。

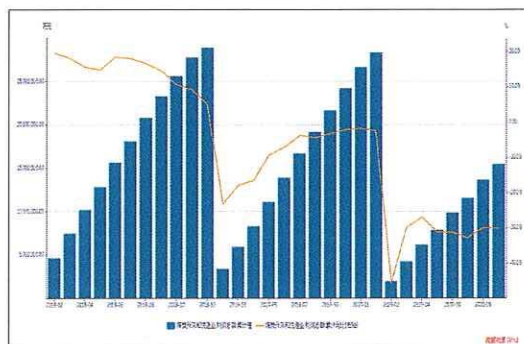
2020年9月至今，随着宏观经济增速的提升，煤炭行业下游需求不断回暖，叠加供暖季的逐步到来和进口煤政策的趋严，煤炭价格开始持续回升。截至2020年11月12日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为524元/吨、1167元/吨、850元/吨和900元/吨，较8月底分别上升4.17%、2.19%、4.94%和11.11%，但与去年同期比仍有所下滑。

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，中国煤炭价格快速下降，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年前三季度，受疫情影响，煤炭价格和销量同比去年均有所下降，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额1544.00亿元，同比下降30.10%。

2. 煤炭行业关注

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

根据国家发展改革委发布的《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。

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. 煤炭行业展望

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 6 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

公司为华东地区大型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。

公司为华东地区大型煤炭生产商和出口企业,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。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、内蒙以及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 2020 年 6 月底,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。目前,公司与山东能源正在实施战略重组,重组完成后,公司将成为山东省国资委下唯一的煤炭集团企业,资源与规模优势将大幅提升。

3. 人员素质

公司管理人员经验丰富,员工构成合理,能够满足公司日常经营需要。

截至 2019 年底,公司董事会成员 9 人,高级管理人员 7 人,包括总经理 1 名、副总经理 4 名、财务总监 1 名、总工程师 1 名。

李希勇先生,53 岁,大学学历,硕士学位,中共党员,现任公司党委书记、董事长;曾任

山东新汶矿务局华丰煤矿副矿长、矿长，新汶矿业集团有限责任公司副总经理、董事长、党委书记，山东能源副董事长，公司总经理、党委副书记。

李伟先生，51岁，博士研究生学历，博士学位，中共党员，现任公司总经理；曾任兖州煤业鲍店煤矿综采队副队长、队长、副矿长，兖矿战略资源开发部重组处处长，兖矿锡林能化有限公司董事长、党委书记、总经理，兖州煤业鲍店煤矿矿长，兖州煤业南屯煤矿矿长，公司副总工程师、副总经理兼安全监察局局长。

截至2019年底，公司拥有员工82816人。按员工文化素质划分，本科及以上学历人员占21.20%，大专学历人员占21.30%，中专及高中人员占30.91%，高中以下人员占26.59%；按专业划分，生产人员占65.35%，技术人员占9.08%，财务人员占1.44%，行政人员占8.85%，其他人员占15.28%。

4. 技术水平

公司技术水平先进，具有一定竞争优势。

技术方面，公司坚持走自主创新和新型工业化的科技兴煤之路，大力实施“科技强企”战略，建立了国家级企业技术中心、水煤浆气化及煤化工国家工程研究中心、煤液化及煤化工国家重点实验室、博士后科研工作站，科研水平位居行业前列。

2017—2019年，公司7项课题列入国家重点研发计划，103项成果通过上级技术鉴定。深井建设攻克世界级难题，开展深厚富水软岩立井冻结施工关键技术攻关，创造了国内同类型矿井建设最快速度；攻克特厚表土层深井建设世界级难题，荣获2016年度煤炭行业“太阳杯”工程。围绕陕蒙基地“千人千万吨”矿井建设，研发应用3~4m、5.5m、6.8m、8.2m大采高、超大采高综采，和5.5m、7.0m大采高、超大采高综放开采技术与系列装备，形成了多项具有自主知识产权国际领先的安全高

效开采技术。突出“低碳环保绿色”，积极研发具有自主知识产权的煤炭高效清洁利用核心技术，突破煤炭前端清洁加工和提质改性、中端燃烧过程控制和环保节能炉具研制、后端污染物超低排放治理三项关键技术。公司完成国家863项目“日处理3000吨煤大型高效水煤浆气化过程关键技术”，“高效大型水煤浆气化技术”荣获2016年度国家科技进步二等奖；国家2017年重点研发计划单炉日处理煤4000吨级“大规模水煤浆气化技术开发及示范”，2019年底建成示范装置，水煤浆气化技术居于世界前列。

2017—2019年，公司共获得省部级以上科技奖113项，其中，国家科技进步二等奖1项，中国煤炭工业科技进步特等奖1项、一等奖10项，山东省科技进步一等奖1项。

公司在煤炭生产、洁净煤、煤化工等领域掌握一批具有世界领先水平的核心技术。在煤炭生产方面，综合机械化放顶煤技术是目前世界上最先进的厚煤层开采技术；在洁净煤方面，公司开发出了高质量、低成本的水煤浆添加剂；在煤化工方面，公司拥有具备世界先进水平的德士古气化技术和自主知识产权的对置式气化炉技术、甲醇低压羰基合成醋酸技术。公司重视从生产到消费的全过程清洁管理，控制和减少各个环节的污染物排放，先后获得“首届低碳中国突出贡献企业”和“中华环境友好煤炭示范矿区”等荣誉。

5. 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2月3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。

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。

六、重大事项

1. 增加注册资本及大股东股权转让

公司增加注册资本有助于提高公司资本实力及权益稳定性，同时公司实际控制人未发生变化，股权转让不会对公司正常运营造成影响。

2018年3月16日山东省人民政府作出《山东省人民政府关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》（鲁政字〔2018〕55号文）规定：将省社保基金理事会持有的省属企业20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东国惠投资有限公司。2018年4月13日，公司股东会作出决议：一是增加出资44.16亿元，增资后公司注册资本为77.69亿元。二是将山东省社保基金理事会持有的公司20%股权划转至山东国惠投资有限公司。股权调整后，山东省国资委仍持有公司70%的股份，山东国惠投资有限公司持股比例20%，山东省社会保障基金理事会持股比例10%。2018年5月18日，公司在山东省工商行政管理局进行了变更登记。

2. 兖煤澳洲在香港联交所上市

兖煤澳洲实现香港联交所上市，有利于公司进一步拓宽直接融资渠道，并为后续资源扩张补充资金，同时并未影响公司对兖煤澳洲控制权。

兖州煤业于2018年6月29日召开第七届董事会第十五次会议，审议批准兖煤澳洲向香港联交所保密递交上市申请。2018年12月6日，兖煤澳洲于香港联交所成功挂牌上市，股票代码“3668”，发行价23.48港元/股，募集资金13.96亿港元，主要用于偿还债务、为收购莫拉本合营企业权益及其他潜在收购提供资金以及拨付营运资金。兖煤澳洲成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司。上市完成后，兖州煤业所持兖煤澳洲股份比例由65.45%变更为62.26%。

3. 公司与山东能源战略重组

战略重组完成后，公司将成为山东省国资委下唯一的煤炭集团企业，公司资源与规模优势将大幅提升。

公司与山东能源正在实施战略重组。2020年8月14日，公司股东山东省国资委、山东国惠投资有限公司及山东省社会保障基金理事会批准同意合并及相关事宜。同日，公司与山东能源签署了《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》。根据协议，公司更名为“山东能源集团有限公司”作为存续公司，自合并交割日起，合并前山东能源和公司的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由存续公司承继、承接或享有，合并前山东能源和公司的下属分支机构及下属企业股权和权益归属于存续公司。2020年11月30日，公司与山东能源签署了《交割确认书》，本次重组于当日予以交割。截至2020年底，公司已完成山东能源债券继承工作，未来将由公司按照原发行条款和条件履行相关义务。

4. 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。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，公司发布《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）。

5. 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，但标的公司内蒙古矿业（集团）有限责任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。

6. 境外控股子公司合并范围发生变化

由于海外子公司合并范围变动，将亏损子公司沃特岗矿业有限公司重新纳入合并范围，兖煤澳洲盈利能力和现金流状况将受到不利影响，同时公司对其财务资助将造成一定的资

金占用。此外，未来沃特岗矿业有限公司是否仍将继续亏损存在一定不确定性，且公司是否需要进行资金支出进行沃特岗矿区养护亦存在不确定性。

历史背景

公司海外子公司兖煤澳洲于 2015 年成立沃特岗矿业有限公司（以下简称“沃特岗”），2016 年 2 月，兖煤澳洲与相关合同方签订债券认购协议（连同其他协议统称“沃特岗协议”），将兖煤澳洲三家 100%拥有的新南威尔士煤炭开采运营的权益（即澳斯达、艾诗顿及唐纳森煤矿，统称三矿）转让给沃特岗，转让价 13.63 亿澳元（相当于转让时三矿的账面价值）。转让价款通过兖煤澳洲向沃特岗提供的贷款 13.63 亿澳元拨付，该贷款按 BBSY 加 7.06% 的利率计息，到期日为 2025 年 4 月 1 日，由公司就该贷款的尚未偿还利息和本金作出担保。该交易的完成日期为 2016 年 3 月 31 日。

交易完成后，沃特岗发行为期约九年的 7.75 亿美元有抵押债券给三名外部债券持有人。债券持有人就债券未支付面值收取利息，包括固定利率部分及与沃特岗的 EBITDA 表现挂钩的可变利率部分。

根据沃特岗协议相关条款，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，因此自交易完成日起兖煤澳洲终止合并沃特岗。但由于兖煤澳洲对沃特岗保留有重大影响，故兖煤澳洲将沃特岗做为联营企业按照权益法核算。

2019 年债券转让

2019 年 1 月 4 日，中银国际证券有限责任公司（以下简称“中银国际”）（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。因此，公司于 2019 年 4 月 1 日购买了该债券，成为该债券的持有人。由于该债券面值的比例不足 50.1%，兖煤澳洲截至 2019 年 12 月 31 日并没有重新取得对沃特岗的控制权。因此，澳洲公司继续以权益法核算对

沃特岗的权益。

沃特岗资产状况及减值情况

根据兖州煤业 2019 年年报显示，截至 2019 年底，沃特岗净资产为-12.94 亿澳元，2019 年度沃特岗非流动资产减值损失 9.73 亿澳元，资产减值主要原因为：2020 年 1 月 24 日，澳斯达矿向员工宣布，矿山将于 2020 年 3 月 31 日停止生产，并过渡到闭矿养护阶段；艾什顿矿在未来的采矿活动中面临着岩土工程方面的挑战，以及在东南露天煤矿收购土地时存在困难；唐纳森矿仍处于闭矿养护的状态。

虽然沃特岗累计亏损超过兖煤澳洲的投资价值，但由于兖煤澳洲没有法律或推定义务向沃特岗提供财务支持，因此兖煤澳洲未确认沃特岗产生的亏损。

沃特岗重新纳入澳洲公司合并范围

2020 年 12 月 16 日，根据兖州煤业发布的《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》显示，2020 年 12 月 16 日，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，由公司或其指定主体回购其持有的 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《债券认购协议补充协议》《认沽期权协议补充协议》的约定，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，同时兖煤澳洲重新取得委任 1 名或多名董事的权利。

因此，根据前述安排，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。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。

2020 年 12 月 16 日，公司与兖煤澳洲签署《再融资协议》，约定公司向兖煤澳洲提供 7.75 亿美元财务资助，期限为六年，财务资助

利率水平前 36 个月为 4.65%。根据《再融资协议》及相关协议的约定，兖煤澳洲在取得前述财务资助后将把该等资金提供给沃特岗专项用于沃特岗赎回公司或其指定主体持有的 7.75 亿美元沃特岗债。

因沃特岗所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后，将导致兖煤澳洲 2020 年度确认一次性非现金损失约 13~15 亿澳元。

联合资信认为，由于近期来沃特岗的持续亏损，加之并表后对兖煤澳洲可能造成非现金损失，将影响兖煤澳洲和兖州煤业整体财务报表的表现。上文所提及的公司向兖煤澳洲的 7.75 亿美元的财务资助，亦将形成资金占用。由于沃特岗所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。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律法规要求。

公司依据《中华人民共和国公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》制定《公司章程》，不断完善公司法人治理结构，制定相关的配套制度，规范股东会、董事会、监事会的议事规则和程序，明确股东会、董事会、董事长及总经理的各级职权。

公司设立股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设立董事会，董事会由 9 名董事组成，分别是：4 名执行董事、4 名外部董事和 1 名职工董事。公司外部董事人选由各股东提出，山东省国资委提名 3 位，省社保基金理事会提名 1 位。职工董事由公司工会根据自荐、推荐情况，在充分听取职工意见的基础上，推荐职

工董事候选人，经公司职工代表大会或其他形式选举产生。公司设董事长 1 人，按照企业领导人员管理权限任免。公司董事每届任期 3 年，任期届满，获得连续委派或者连续当选可以连任。

公司监事会应由 5 名监事组成，分别是：股东代表监事 2 名、专职监事 1 名和职工监事 2 名，每届任期 3 年。但由于《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42 号）规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会。

公司设总经理 1 人、副总经理 5 人（含总工程师、安全监察局局长、总法律顾问）、财务总监 1 人。高级管理人员任期与同届董事会一致，每届任期 3 年，任期届满，经董事会依照章程规定的程序聘任可继续担任。副总经理等经理层人员对总经理负责，协助总经理抓好分管范围内的工作。总经理可在任期届满前，以书面形式向董事会提出辞职。副总经理等经理层人员可在任期届满前，以书面形式向董事会或总经理提出辞职。

2. 管理制度

公司已经建立了完善的管理制度，有助于公司防范运营风险。

公司根据《公司法》和《公司章程》建立了各项规章制度。

财务管理方面，公司制定了《兖矿集团资金结算中心会计核算（试行）办法》（兖矿集团发〔1998〕63 号），引入银行管理机制，实行了集团内部的资金集中管理。为了规范化、化解资产风险，真实地反映企业的资产状况、经营成果，公司执行《企业会计制度》。为了加强会计信息的调度，及时解决生产经营中出现的问题，财务部门建立了月度例会制度、经济活动分析制度、报表快报制度和月度报表制度。

投资管理方面，公司制定了《兖矿集团有限公司投资管理办法》（兖矿集团计发〔2006〕197 号），强化了企业投资管理，规范管理程序，明晰责任主体，细化了投资决策程序等。公司投资管理实行分工负责制，集团公司负责投资决策，对投资实施管理、监督和考核。专业公司及所属单位负责投资的具体实施和管理，定期向集团公司报告投资有关信息，开展投资分析，加强投资管理，规避投资风险，实现投资目标。

对外担保方面，公司制定了《兖矿集团有限公司担保管理暂行办法》（兖矿集团财发〔2006〕191 号），制定了严格的担保内控决策程序，明确了担保的相关要求，细化了担保的标准，加强对被担保公司的贷款资格、财务状况、贷款用途和资金运用等方面的审查力度。公司对外担保高度谨慎，从严控制，一般不对外担保。如需对外提供担保，被担保单位也仅为财务状况和资信情况良好的省管大型企业，但必须经省国资委批准，同时必须要求被担保单位提供反担保。

融资管理方面，公司对融资活动进行统一管理，权属各子公司未经公司批准，严禁对外融资；对外融资实行统一管理制度，公司财务管理部为筹资管理的牵头部门，负责统一核定授信规模、选择融资产品、选定金融机构，子公司上报融资需求，由财务管理部审核融资的必要性，额度的合理性，并按照融资产品、融资渠道的相关规定，由集团公司和所属公司分别负责承贷。

安全生产方面，公司细化并制定了《兖矿集团有限公司董事局关于加强安全基础管理实现安全发展的意见》（兖矿集团董发〔2006〕74 号）、《兖矿集团有限公司安全生产责任制》（兖矿集团安发〔2011〕270 号），有效推进了公司安全法治化建设进程，细化了各级各部门的安全生产职责，进一步健全、规范了安全生产管理运行机制和程序，强化了安全生产责任，发挥了各级安全生产部门职能，建立

安全生产技术管理快捷高效的运行模式。截至2019年底，公司已实现连续安全生产4933天，未发生安全生产事故，百万吨死亡率为0。

八、经营分析

1. 经营现状

受益于煤炭业务和贸易业务规模扩大，公司营业总收入快速增长；公司毛利率水平持续下降。

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。2017—2019年，公司营业总收入规模快速扩张，年均复合增长率为19.71%，各业务板块均不同程度实现规模扩张。从收入结构看，煤炭业务是公司的核心业务，2017—2019年，公司煤炭板块收入规模在公司营业总收入中占比均在50%以上。受益于公司产能扩张、外购煤炭贸易业务开展和煤炭价格波动上升，公司煤炭业务板块收入持续增长，2017—2019年，公司煤炭销售收入年均复合增长19.89%。2017—2019年，公司煤化工业务收入波动增长，年均复合增长8.16%。其

他业务收入主要包括贸易收入（非煤贸易、兖州煤业之外的煤炭贸易）、工程施工收入、房地产销售收入、医疗服务收入等，较为分散。

盈利能力方面，2017—2019年，公司毛利率水平持续下降。2018年公司整体毛利率水平同比变化不大，煤炭、煤化工业务毛利率有所增长的同时，其他业务毛利率出现一定程度下降。2019年，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所致；煤化工业务及其他业务毛利率保持稳定。

2020年1—6月，公司实现营业总收入1508.10亿元，同比增长9.37%，主要由于煤炭销量和贸易业务量同比增长带动煤炭和其他板块业务收入增长。当期，公司综合毛利率为9.67%，较2019年下降3.15个百分点，主要由于疫情影响下驻外矿井产品盈利能力下降导致煤炭业务毛利率较2019年下降5.92个百分点。2020年上半年，公司整体收入结构和利润贡献情况较2019年变化不大。

表2 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6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	772.77	51.24	16.54
煤化工	157.06	7.88	12.63	220.45	8.57	13.60	183.75	6.44	13.86	91.69	6.08	10.10
其他	821.97	41.26	2.60	1039.32	40.40	1.16	1215.12	42.56	1.11	643.64	42.68	1.36
合计	1992.00	100.00	15.81	2572.28	100.00	15.76	2854.80	100.00	12.82	1508.10	100.00	9.67

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
资料来源：公司提供

2. 煤炭业务

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；受销售均价及吨煤成本波动影响，该板块毛利率波动下降。

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。

公司煤炭业务主要集中在子公司兖州煤业、贵州能化、新疆能化和未来能源。其中兖州煤业境内煤炭经营主体则包括兖州煤业本部、兖州煤业山西能化有限公司、兖煤菏泽能化有限公司、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司，境外煤炭业务由兖煤澳洲和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。

截至2020年6月底，公司共拥有37对主要矿井，原煤核定产能为2.28亿吨/年（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 41.76 亿吨。

公司煤炭以兖州煤业下属资源为主，截至 2020 年 6 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 6 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 3 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—6 月
产能	21005	22651	22781	22781
产量	13511	16148	16602	8183
产能利用率	64.32	71.29	72.88	35.92
销量	11473	13522	14946	7398
产销率	84.92	83.74	90.03	90.41
本部销售均价	441.74	518.62	492.92	516.13
本部吨煤生产成本	230.48	251.87	277.09	248.15
兖煤澳洲吨煤生产成本	343.78	322.28	318.28	279.92

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

2017—2019 年底，公司煤炭产能持续上升，煤炭年产能已达到国内行业前列。2017—2019 年，公司煤炭产品产量年均复合增长 14.14%。2019 年，公司主要煤产品产量 1.66 亿吨，同比增长 2.81%，产能利用率为 72.88%，同比变化不大。

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，公司可以生产各级别的精煤、块煤、经筛选原煤、混煤、半硬焦煤、半软焦煤、喷吹煤、动力煤等品种。公司目前煤炭大多是先洗选、加工，然后对外销售。在

煤炭采选和加工方面，公司成功研发了厚煤层综采放顶煤技术、薄煤层机械化开采技术、新型两柱掩护式放顶煤液压支架等先进技术和设备，基本实现了采煤、放煤、运输等生产环节的智能化、自动化、机械化。

生产成本方面，2017—2019 年，兖煤澳洲吨煤生产成本持续下降；公司本部吨煤成本持续上涨，主要为上调职工薪酬，人工成本增加所致。2020 年上半年，公司加强成本控制，且大力推行智能化矿井建设，带动吨煤生产成本整体呈下降趋势。

表 4 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—6 月
销售量	8826	9967	12742	6523
销售均价	638	730	640	654
销售收入	563.30	727.59	815.48	426.60
煤炭板块整体销售收入	1012.97	1312.57	1455.94	772.77
外购煤占煤炭收入的占比	55.61	55.44	56.01	55.20

资料来源：公司提供

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。运输方面，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。此外，子公司兖州煤业 2017 年以 19.425 亿元收购淮东铁路 25% 股权，为公司内蒙古煤炭外运拓宽了渠道。澳洲矿区方面，普力马煤矿与西澳洲政府的维福电厂签署了长期供应合同，煤炭通过皮带运输到发电站，通过铁路运至当地用户；澳洲东部煤炭通过第三方铁路网运至纽卡斯尔港和格拉德斯通港，再通过海运出口至韩国、日本和其他地区。

2017—2019 年，公司自产煤销售总量稳步增长，分别为 1.15 亿吨、1.35 亿吨和 1.49 亿吨（包含澳洲部分参股、合营公司煤炭销量），

产销率分别为 84.92%、83.74%和 90.03%，保持较高水平。同期，公司外购煤销量呈快速增长趋势，分别为 0.88 亿吨、1.00 亿吨和 1.27 亿吨，外购煤收入贡献占比分别为 55.61%、55.44%和 56.01%，占比较高。2020 年上半年，公司自产煤和外购煤销量分别为 0.74 亿吨和 0.65 亿吨，分别为 2019 年销量的 49.50%和 51.19%，外购煤收入贡献占比仍较高。

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。2017 年以来，公司自产煤和外购煤炭销售均价均波动上升，2019 年分别为 492.92 元/吨和 640.00 元/吨；2020 年上半年进一步提升至 516.13 元/吨和 654.00 元/吨。

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。作为山东省大型煤炭生产企业之一，公司产品 60%以上销售在华东地区，销售收入占比较为稳定。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。公司主要客户信誉良好、资金实力雄厚。公司与上述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。2019 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 6.54%，公司对单一客户依赖程度很低。

3. 煤化工业务

公司部分煤化工产品产能提升，产品产销量整体增长，但受价格波动影响，该板块收入波动增长，综合盈利能力小幅提升。

煤化工业务方面，该板块主要产品包括甲醇、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 2020 年 6 月底，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，截至 2019 年底，尿素产能较上年下降 20 万吨/年，主要由于市场景气度下降，兖矿鲁南化工有限公司尿素装置关停，并将部分产能转为生产合成氨；醋酸和甲醇产能有所提高，主要系荣信二期项目、榆林甲醇厂二期项目部分投产及兖矿鲁南化工有限公司醋酸装置提产改造释放产能所致。2020 年上半年，公司主要煤化工产品产能较为稳定。

公司是国家“煤液化及煤化工”重点实验室，拥有世界先进水平的德士古气化技术和自主知识产权的多喷嘴对置式水煤浆气化、煤气化发电与甲醇联产（IGCC）、粉煤加压气化、低压羰基合成醋酸等技术，且已掌握煤炭间接液化技术，科研水平较高。公司重视全过程清洁管理，控制和减少各个环节的污染物排放，先后获得“首届低碳中国突出贡献企业”和“中华环境友好煤炭示范矿区”等荣誉。

生产方面，2017—2019 年，受益于新建产线投产以及升级改造项目完工，公司煤化工产品整体产量有所提升。2019 年，公司主要煤化工产品产量合计 728.34 万吨。其中，醋酸和尿素产量增长较快，分别同比增长 29.75%和 19.32%。2020 年上半年，公司主要煤化工产品产量合计 416.73 万吨，为 2019 年合计产量的 57.22%。其中，甲醇新增产线运营稳定，带动该产品产量提升至 247.60 万吨，为 2019 年该产品全年产量的 68.48%；同期，尿素产量仅为 2019 年的 36.27%。

上游原材料方面，公司煤化工产品主要原材料包括无烟煤、神木煤、混煤、动力煤、蒸汽和水等。从原材料供应来看，公司主要供应商为兖州煤业、山东能源等。兖州煤业是集团内部供应商，有内部调拨计划，价格参照市场公允价格，可以保证煤炭的供应。公司与上游

供应商结算方式主要采用电汇和银行承兑汇票。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6.98%，公司对单一供应商依赖程度很低。

销售方面，除部分甲醇和醋酸产品作为下游加工原料外，公司其他主要产品产销率保持高水平。2017—2019年，公司煤化工主要产品销量波动增长，2019年销量合计637.32万吨，同比增长7.53%，主要系醋酸销量增长所致。销售价格方面，2017—2019年，甲醇销售价格波动下降；醋酸、尿素和焦炭销售价格均波动增长。2020年上半年，公司主要煤化工产品产销率保持高水平，但销售均价均较2019年有

所下滑。公司与下游客户结算方式主要采用电汇和银行承兑汇票。2019年，公司前五大客户销售金额占该板块总销售金额的15.92%，公司对单一客户依赖程度低。

毛利率方面，2018年，公司各产品销售价格均不同程度上涨，同时公司对煤化工业务加强成本管控，板块毛利率上升至13.60%。2019年以来，公司煤化工产品销售价格均有所下降，但由于2019年生产成本下降，该板块毛利率水平较上年保持稳定，为13.86%。2020年上半年，该板块综合毛利率为10.10%，较2019年下降3.76个百分点。

表5 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—6月
甲醇	产能	310.00	310.00	491.00	491.00
	产量	341.84	344.24	361.57	247.60
	销量	301.73	297.69	304.00	209.23
	产销率	88.27	86.48	84.08	84.50
	含税销售价	1980.00	2179.00	1660.00	1324.00
醋酸	产能	70.00	70.00	100.00	100.00
	产量	79.59	79.61	103.29	49.99
	销量	58.16	50.88	74.72	36.91
	产销率	73.07	63.91	72.34	73.83
	含税销售价	2484.00	3764.00	2502.00	2025.00
尿素	产能	90.00	90.00	70.00	70.00
	产量	75.88	56.05	66.88	24.26
	销量	76.02	53.39	61.72	22.82
	产销率	100.18	95.25	92.28	94.06
	含税销售价	1295.00	1561.00	1475.00	1270.00
焦炭	产能	175.00	175.00	175.00	175.00
	产量	180.30	191.83	196.60	94.88
	销量	180.73	190.75	196.88	95.10
	产销率	100.24	99.44	100.14	100.23
	含税销售价	1612.00	1906.00	1795.00	1742.00

资料来源：公司提供

公司荣信二期项目、榆林甲醇厂二期项目、4万吨聚甲醛项目已逐步投产，30万吨己内酰胺项目稳步推进。全部项目顺利投产后，公司煤化工板块收入规模有望进一步提高。

4. 其他业务

受益于贸易规模快速增长，以贸易为主的其他业务收入快速增长，但毛利率维持较低水平，该板块利润贡献度低。

公司其他业务主要包括非煤贸易、房地产、工程施工以及其他业务等收入，其中贸易收入为其主要组成部分。公司的其他业务较为分散，占比较大的为贸易业务、房地产业务、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，占比分别为 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%。

公司贸易业务主要运营主体包括山东中垠国际贸易有限公司、青岛中充贸易有限公司、青岛中垠瑞丰有限公司及充煤国际等；基本运作模式为从上游客户购买煤炭、铁矿石、有色金属、橡胶、燃料油等产品销往下游贸易商实体单位；结算方式主要为现汇和银承。公司在稳固发展煤炭开采主业的同时，充分利用丰富的人力、技术、市场和管理资源，大力发展贸易业务以满足下游客户的不同产品需求。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数波动上升，分别为 20.75 次、19.58 次和 22.18 次；

同期，公司存货周转次数持续上升，分别为 7.53 次、8.17 次和 8.20 次；总资产周转次数持续增长，分别为 0.77 次、0.86 次和 0.91 次。与中国中煤能源股份有限公司及晋能控股煤业集团有限公司相比，公司经营效率较高。

表 6 2019 年经营效率指标同业对比情况（单位：次）

项目	兖矿集团有限公司	中国中煤能源股份有限公司	晋能控股煤业集团有限公司
销售债权周转次数	22.18	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

6. 在建工程

公司在建项目集中在煤矿项目和煤化工项目，对外融资压力可控。

截至 2020 年 6 月底，公司在建项目集中于煤矿项目和煤化工项目，预计总投资 377.90 亿元，已完成投资 277.32 亿元，预计 2021 年投资 36.97 亿元（煤矿项目预计投资 10.38 亿元，煤化工项目预计投资 26.59 亿元），投资压力尚可。

表 7 截至 2020 年 6 月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 2020 年 6 月底已投资额	预计 2021 年投资额	建设进度
龙凤煤矿	120 万吨/年	13.30	10.17	--	处于在建阶段，预计 2021 年完工
营盘壕煤矿	1200 万吨/年	96.45	81.68	--	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	65.65	2.98	先期建设甲醇及乙二醇装置已竣工，DMMn 项目暂未实施
石拉乌素煤矿	1000 万吨/年	56.42	44.83	--	已于 2017 年投产
万福煤矿	180 万吨/年	38.02	34.70	10.38	截至 2019 年底，矿井工程-820m 井底车场已完成，四条暗斜井正常掘进。其中，轨道暗斜井进入-950m 水平，永久压风、供电、通风等系统已形成，地面工程建筑物已完成 80%，选煤厂基本完工
榆林甲醇厂二期项目	甲醇 80 万吨/年，DMMn 50 万吨/年	45.96	33.11	2.66	截至 2019 年底，甲醇装置已竣工
4 万吨聚甲醛项目	4 万吨/年	7.50	5.15	0.60	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	40.45	2.03	20.35	2019 年 6 月开工, 预计 2021 年 9 月建成试车
合计	--	377.90	277.32	36.97	--

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
资料来源: 公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—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报告。公司提供的 2020 年上半年财务数据未经审计。

截至 2020 年 6 月底, 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, 2018 年, 不再纳入公司合并范围的子公司 3 家, 新纳入合并范围子公司 3 家。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。2020 年上半年, 公司合并范围较 2019 年底无变化。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额 3185.48 亿元, 所有者权益合计 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 6 月底, 公司合并资产总额 3331.33 亿元, 所有者权益合计 1049.70 亿元(含少数股东权益 687.89 亿元); 2020 年 1—6 月, 公司实现营业总收入 1508.10 亿元, 利润总额 63.02 亿元。

2. 资产质量

公司受限资产规模较大, 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。

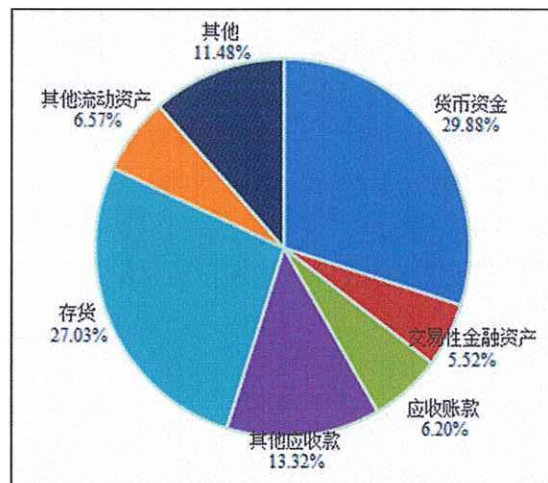
2017—2019 年底, 公司资产总额有所增长, 年均复合增长 5.21%。截至 2019 年底, 公司合并资产总额为 3185.48 亿元, 较上年底增长 3.62%。从构成来看, 流动资产占 37.84%, 非流动资产占 62.61%, 公司资产构成以非流

动资产为主。

流动资产

2017—2019 年底, 公司流动资产有所增长, 年均复合增长 5.84%。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(合计)(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

2017—2019 年底, 公司货币资金波动中有所下降, 年均复合下降 6.17%。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。

2017—2019 年底, 公司应收账款波动增长, 年均复合增长 33.76%。截至 2019 年底, 公司应收账款 74.71 亿元, 较上年底变化不大。从账龄看, 1 年以内应收款占 75.71%, 1~2 年应收款占 6.16%, 2~3 年应收款占

5.22%，3 年以上应收款占 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。

2017—2019 年底，公司其他应收款项快速增长，年均复合增长 33.56%。截至 2019 年底，公司其他应收款为 160.51 亿元，较上年底增长 50.51%，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 38.59%。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中，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）和苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心（4.42 亿元），账面余额合计为 64.33 亿元，占其他应收款总额的 24.61%，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。

2017—2019 年底，公司存货不断增长，年均复合增长 14.38%。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

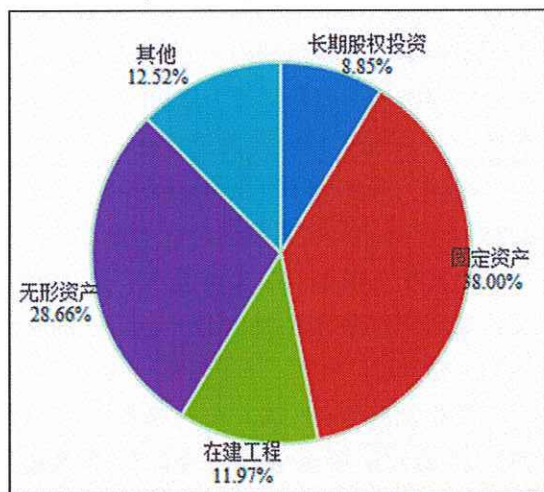
跌价准备 0.51 亿元。

2017—2019 年底，公司其他流动资产波动中有所增长，年均复合增长 11.06%。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

2017—2019 年底，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 4.84%。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，公司非流动资产以固定资产（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

2017—2019 年底，公司固定资产有所下降，年均复合下降 3.23%。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。

2017—2019 年底，公司在建工程快速增长，年均复合增长 58.21%。截至 2019 年底，公司在建工程为 237.03 亿元，较上年底增长 50.70%，主要系荣信二期、榆林甲醇厂二期等项目投资增加所致。

2017—2019 年底，公司无形资产有所波动，年均复合增长 1.52%。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%，受限规模较大。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 3331.33 亿元，较上年底增长 4.58%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。其中，流动资产占 40.62%，非流动资产占 59.38%，资产结构较上年底变化不大。截至 2020 年 6 月底，公司流动资产 1353.28 亿元，较上年底增长 12.27%。其中，货币资金 410.45 亿元，较上年底增长 13.95%，主要系公司为保障资金流动性增加借款规模，同时减少投资现金支出所致；公司其他应收款 192.79 亿元，较上年底增长 20.11%，主要系贸易单位应收款项增加所致。同期，公司非流动资产 1978.05 亿元，规模及结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

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。

2017—2019 年底，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 15.12%。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，占所有者权益的 65.86%。

2017—2019 年底，公司资本公积快速下降，年均复合下降 20.05%。除资本公积转增实收资本外，2018 年公司子公司山东兖矿煤化国际焦化有限公司实施债转股及兖矿鲁南化肥厂破产清算共减少资本公积 6.62 亿元；公司发行可交换债券，2018 年转股 2.67 亿股，增计资本公积 32.55 亿元。上述因素共同影响下，截至 2018 年底，公司资本公积为 59.68 亿元，较上年底下降 25.28%。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。

2017—2019 年底，公司未分配利润分别为 26.26 亿元、0.45 亿元和 4.36 亿元。其中，2018 年公司未分配利润大幅下降主要系公司持兖州煤业股权减少使未分配利润减少 24.18 亿元、兖州煤业计提永续债利息下降 3.15 亿元所致。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益 1049.70 亿元，较 2019 年底增长 4.20%，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 6 月底，公司永续债账面价值 238.89 亿元，占归属于母公司权益的 66.03%；公司少数股东权益 687.89 亿元，占所有者权益的 65.53%。

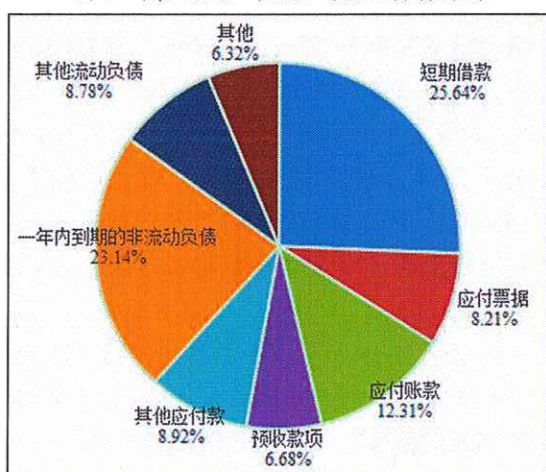
负债

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

2017—2019 年底，公司负债合计相对稳定，年均复合增长 1.42%。截至 2019 年底，公司负债总额 2178.13 亿元。其中，流动负债占 52.23%，非流动资产占 47.77%，负债结构相对均衡。

2017—2019 年底，公司流动负债有所增长，年均复合增长 3.45%。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%）、应付账款（占 12.31%）和一年内到期的非流动负债（占 23.14%）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

2017—2019 年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降 10.50%。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。

2017—2019 年底，公司应付账款波动增长，年均复合增长 21.72%。截至 2018 年底，公司应付账款 150.59 亿元，较上年底增长 59.35%，主要由于公司业务规模扩大带动应付款增加及账期加长以及在建项目推进带动的应付工程材料及设备款增加。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。

2017—2019 年底，公司其他应付款波动幅度较大。截至 2018 年底，公司其他应付款 145.21 亿元，较上年底增长 44.51%，主要由于资金往来款大幅增长。截至 2019 年底，公司其他应付款 101.44 亿元，主要为押金、保证金、往来款和代收款等；较上年底下降 30.14%，主要系应付投资款、工程款减少所致。

2017—2019 年底，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 31.20%。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。

2017—2019 年底，公司其他流动负债快速下降，年均复合下降 29.43%。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。

2017—2019 年底，公司非流动负债相对稳定，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。

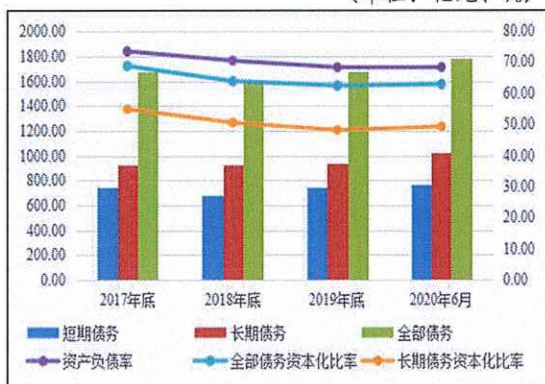
2017—2019 年底，公司长期借款有所下降，年均复合下降 7.96%。截至 2019 年底，公司长期借款 545.94 亿元，较上年底下降 6.75%。公司长期借款包括美元借款 13.03 亿美元（截至 2019 年底折合人民币 90.89 亿元）和澳元借款 0.22 亿澳元（截至 2019 年底折合人民币 1.09 亿元）。公司人民币长期借款利率在 4.51%至 6.00%之间；外币美元借款利率在 3 个月 Libor+3.10%至 6 个月 Libor+2.10%之间。公司外币借款规模较大，存在一定的汇兑损益风险。

2017—2019 年底，公司应付债券快速增长，年均复合增长 20.24%。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。

2017—2019 年底，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长 6.01%。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，2017—2019 年底，公司全部债务有所波动。截至 2019 年底，公司全部债务为 1677.88 亿元，较上年底增长 4.43%。从构成来看，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，2017—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三年加权平均值分别为 70.21%、64.45%和 50.70%；2019 年分别为 68.38%、62.49%和 48.22%；公司债务负担略有下降。

图 7 公司债务负担指标情况（未调整永续债券）
（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

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 8 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 6 月底，公司负债总额 2281.63 亿元，较上年底增长 4.75%，主要系短期借款和应付债券增长所致。其中，流动负债占 51.76%，非流动负债占 48.24%，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，公司全部债务为 1782.16 亿元，较上年底增长 6.22%；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 68.49%、62.93% 和 49.30%。若考虑将公司发行的永续债券调整为长期债务测算，截至 2020 年 6 月底，公司调整后全部债务将增长至 2021.05 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 75.66%、71.37% 和 60.84%。

4. 盈利能力

2017—2019 年，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；资产减值损失规模大，侵蚀公司利润；投资收益在利润总额的占比较高。总体看，公司综合盈利能力极强。

2017—2019 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 19.71%，同期，营业成本年均复合增长 21.82%，营业成本增速高于营业总收入增速，导致营业利润率波动下降。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所致；同期，营业成本为 2488.88 亿元，同比增长 14.86%；营业利润率同比下降 2.82 个百分点。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用波动幅度较大；2018 年为 226.01 亿元，同比增长 19.29%，主要系销售规模增加导致运输费、港务费和保险费增加，及公司社会保险纳入济宁市统筹管理并一次性计提社会保险费导致管理费用增加所致。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。2017—2019 年,公司期间费用率受营业总收入快速增长影响而呈现下降趋势,分别为 9.51%、8.79%和 7.01%,公司成本费用控制能力有所提升。

2017—2019 年,公司资产减值损失快速下降,年均复合下降 22.86%,但其规模较大,分别占公司利润总额的 126.08%、51.02%和 28.52%,侵蚀公司利润。公司计提资产减值损失主要为清理僵尸企业造成公司其他应收款的坏账损失。

2017—2019 年,公司投资收益快速增长,2018 年为 23.09 亿元,同比增长 136.21%,主要系公司权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产在持有期间的投资收益及处置可供出售金融资产取得的投资收益同比增幅较大所致,其中权益法核算的长期股权投资收益增幅较大,主要系 2018 年参股浙商银行股份有限公司获得投资收益 7.64 亿元和参股内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司获得投资收益 1.96 亿元。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。2017—2019 年,公司投资收益占利润总额 20.12%、22.71%和 20.14%。

2017—2019 年,公司营业外收入波动下降,主要为政府补助、非流动资产处置利得和其他。2018 年,公司营业外支出为 13.81 亿元,较上年 1.57 亿元明显增长,主要系公司赔偿金、违约金及各种罚款支出大幅增加及公司原自行管理的医疗工伤和生育保险纳入济宁市统筹管理系统,需交纳 2.80 亿元过渡性社会保险费所致。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。

2017—2019 年,公司利润总额快速增长,年均复合增长 62.19%。同期,公司净利润中,

归属于母公司所有者的净利润为-18.93 亿元、-17.07 亿元和 18.99 亿元。

图 8 公司盈利能力指标情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司财务报告

盈利指标方面,2017—2019 年,公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率加权平均值分别为 12.97%、5.41%和 6.67%,2019 年分别为 11.68%、6.05%和 8.88%,较上年分别下降 2.82 个百分点、增长 0.71 个百分点和增长 3.17 个百分点。

2020 年 1—6 月,公司实现营业总收入 1508.10 亿元,同比增长 9.37%;利润总额为 63.02 亿元,同比增长 1.16%;公司营业利润率为 8.60%,较 2019 年下降 3.08 个百分点。

5. 现金流

公司投资活动资本支出较高,存在一定对外融资压力。

经营活动方面,2017—2019 年,公司经营现金流量有所波动。2019 年,公司经营现金流量流入量为 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%。2017—2019 年,公司经营现金流量净流量波动中有所增长,2019 年同比下降 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，经营获现能力强。

2017—2019 年，公司投资活动现金流入量波动中有所下降，2019 年为 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）。2017—2019 年，公司投资活动现金流出量波动下降，2019 年为 239.07 亿元，同比下降 36.48%。2017—2019 年，公司投资活动现金持续净流出，但规模有所缩减，2019 年为-161.88 亿元。

2017—2019 年，公司筹资活动前现金流量分别为-156.36 亿元、-86.04 亿元和 0.59 亿元，经营活动现金流入无法满足投资活动现金流出，存在一定融资压力。

2017—2019 年，公司筹资活动现金流净额分别为 187.38 亿元、180.85 亿元和-100.61 亿元。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入量	3102.38	3391.65	3198.12	1704.80
经营活动现金流出量	2976.47	3220.83	3035.64	1645.77
经营活动现金流量净额	125.91	170.82	162.48	59.02
投资活动现金流入量	90.51	119.48	77.18	51.86
投资活动现金流出量	372.79	376.33	239.07	61.16
投资活动现金流量净额	-282.28	-256.85	-161.88	-9.30
筹资活动前现金流量净额	-156.36	-86.04	0.59	49.72
筹资活动现金流入量	1288.05	1108.07	1066.39	450.30
筹资活动现金流出量	1100.67	927.21	1167.00	423.48
筹资活动现金流量净额	187.38	180.85	-100.61	26.81
现金收入比	120.05	110.33	110.80	112.28

资料来源：公司财务报表

2020 年 1—6 月，经营活动净现金流为 59.02 亿元；同期，公司增加融资规模，缩减投资规模，投资活动现金净流出大幅缩减至 9.30 亿元，筹资活动现金转为净流入 26.81 亿元。

6. 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，2017—2019 年底，公司流动比率小幅增长，速动比率有所波动，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0.80个百分点和下降2.63个百分点。截至2020年6月底，公司流动比率及速动比率分别为114.59%和83.60%，均较2019年底有所提升。2017—2019年，公司经营现金流动负债比波动增长，分别为11.85%、15.29%和14.28%。截至2020年6月底，公司现金短期债务比为0.69倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2017—2019年，公司EBITDA持续增长，分别为198.03亿元、275.10亿元和309.74亿元；同期，公司全部债务/EBITDA呈下降趋势，2019年为5.42倍；EBITDA利息倍数持续增长，2019年为3.98倍。公司长期偿债能力强。

截至2020年6月底，公司对外担保余额2.89亿元，担保比率0.28%，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2020年6月底，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1353.86亿元，尚余授信1343.44亿元，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。

7. 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晋能控股煤业集团有限公司，公司资产规模、债务负担均处于中等水平，营业收入规模较高，利润水平较低。

表 10 2019 年同业对比数据情况（单位：亿元、%）

项目	兖矿集团有 限公司	中国中煤能源股 份有限公司	晋能控股煤业集 团有限公司
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

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营及财务状况，以及公司在股东实力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、母公司财务分析

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，2017—2019 年底，母公司资产总额年均复合增长 7.51%。截至 2019 年底为 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，其中其他应收款和长期股权投资占比高，截至 2019 年底分别为 279.40 亿元和 331.67 亿元。

权益方面，2017—2019 年底，母公司所有者权益年均复合增长 67.84%，主要是其他权益工具增长所致。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，母公司实收资本占比 44.78%，其他权益工具占比 126.57%。2017—2019 年底，母公司未分配利润持续为负。截至 2019 年底，母公司未分配利润为-126.36 亿元。

负债方面，2017—2019 年底，母公司负

债有所波动，截至 2019 年底为 658.12 亿元，较上年底下降 3.80%。其中，母公司流动负债占比 63.96%，较上年底下降 4.45 个百分点，但流动负债占比仍较高。有息债务方面，截至 2019 年底，母公司全部债务 490.35 亿元，短期债务占比 52.57%。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.14%、73.86%和 57.27%；如考虑将永续债券调整为有息债务，母公司债务负担很重。

营收方面，2017—2019 年，母公司营业总收入快速下降，年均复合下降 45.30%。2019 年，母公司实现营业总收入 4.72 亿元，同比下降 46.19%；营业成本为 3.66 亿元，同比增长 14.86%；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。

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。

十一、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据对公司现有债务规模与结构影响很小。

以本期中期票据发行额度上限 20 亿元测算，截至 2020 年 6 月底，本期中期票据占公司全部债务的 1.12%，占公司长期债务的 1.96%。截至 2020 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.49%、62.93%和 49.30%。以公司 2020 年 6 月底报表财务数据为基础，不考

虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 68.68%、63.19%和 49.78%，公司债务负担有所加重。考虑到募集资金全部用于偿还公司本部有息债务，公司实际债务负担或低于预期水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

以本期中期票据发行额度上限 20 亿元测算，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 3102.38 亿元、3391.65 亿元和 3198.12 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 155.12 倍、169.58 倍和 159.91 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 125.91 亿元、170.82 亿元和 162.48 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 6.30 倍、8.54 倍和 8.12 倍；公司 EBITDA 分别为 198.03 亿元、275.10 亿元和 309.74 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 9.90 倍、13.76 倍和 15.49 倍。公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度很高。

集中兑付方面，截至2021年3月7日，公司全部存续债券合计650.00亿元，其中2021—2023年，每年均存在一定集中偿付压力，其中2023年需偿还的债券总额198.05亿元，为单年最高偿债额度（以下简称“单年最高偿付额”）。2019年，公司经营活动产生的现金流入量为单年最高偿付额的16.15倍；公司经营活动产生的现金流量净额为单年最高偿付额的0.82倍；同期，公司EBITDA为单年最高偿付额的1.56倍。

表 11 截至2021年3月7日公司债券到期情况

债券到期年份	债券余额（亿元）
2021 年	189.55
2022 年	196.98
2023 年	198.05
2024 年	25.42

2025 年	7.00
2030 年	33.00
合计	650.00

资料来源：Wind，联合资信整理

十二、 结论

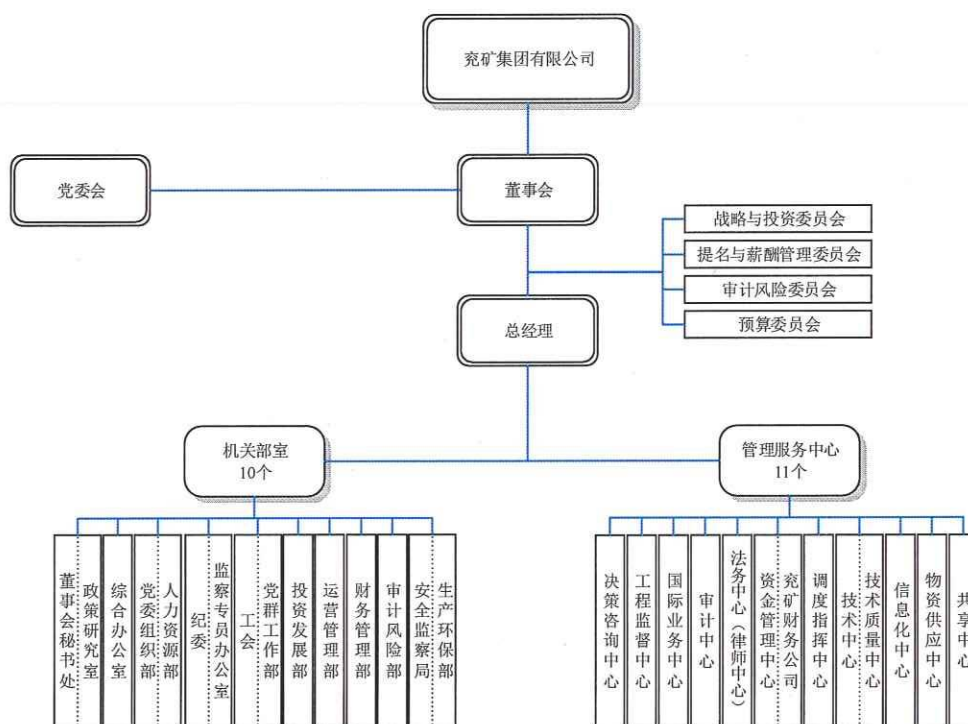
公司作为山东省属大型煤炭企业，在股东背景、资产规模、煤炭资源储量和产量等方面具有明显优势，近年来公司收入利润规模大幅提升。同时联合资信也关注到公司债务负担较重、资产减值损失对公司利润造成侵蚀、投资收益占比高等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

公司煤炭储量和产能优势明显，依托较好的区位优势，煤炭产销量稳定增长。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。

公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件1-1 截至2020年6月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 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		

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	523.63	547.33	471.15	524.10
资产总额（亿元）	2877.70	3074.10	3185.48	3331.33
所有者权益（亿元）	760.12	905.98	1007.35	1049.70
短期债务（亿元）	749.18	677.86	739.93	761.57
长期债务（亿元）	930.21	928.83	937.96	1020.60
全部债务（亿元）	1679.39	1606.69	1677.88	1782.16
营业总收入（亿元）	1992.00	2572.28	2854.80	1508.10
利润总额（亿元）	48.60	101.69	127.83	63.02
EBITDA（亿元）	198.03	275.10	309.74	--
经营性净现金流（亿元）	125.91	170.82	162.48	59.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	20.75	19.58	22.18	--
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	112.28
营业利润率（%）	13.89	14.50	11.68	8.60
总资本收益率（%）	3.92	5.34	6.05	--
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	49.30
全部债务资本化比率（%）	68.84	63.94	62.49	62.93
资产负债率（%）	73.59	70.53	68.38	68.49
流动比率（%）	101.24	105.16	105.96	114.59
速动比率（%）	77.81	79.95	77.32	83.60
经营现金流动负债比（%）	11.85	15.29	14.28	--
现金短期债务比（倍）	0.70	0.81	0.64	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	3.22	3.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.48	5.84	5.42	--

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

资料来源：公司财务报告

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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	88.75	74.15	107.76	85.38
资产总额（亿元）	719.70	774.94	831.63	844.07
所有者权益（亿元）	61.60	90.84	173.51	217.56
短期债务（亿元）	257.17	339.79	257.79	260.67
长期债务（亿元）	265.49	213.46	232.56	212.98
全部债务（亿元）	522.66	553.25	490.35	473.65
营业总收入（亿元）	15.79	8.78	4.72	2.03
利润总额（亿元）	-29.57	-5.63	-5.37	27.00
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.55	0.82	-20.31	-5.77
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	102.76
营业利润率（%）	10.22	24.74	14.90	23.94
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（%）	81.17	70.15	57.27	49.47
全部债务资本化比率（%）	89.46	85.90	73.86	68.52
资产负债率（%）	91.44	88.28	79.14	74.22
流动比率（%）	98.89	82.79	92.46	93.33
速动比率（%）	98.75	82.74	92.42	93.29
经营现金流动负债比（%）	0.14	0.18	-4.83	--
现金短期债务比（倍）	0.35	0.22	0.42	0.33
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2020 年半年度财务数据未经审计；2. 母公司所有者权益中包含永续债券；3. “/”表示未获取相关数据

资料来源：公司财务报告

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 兖矿集团有限公司

2021 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

如兖矿集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对兖矿集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与兖矿集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。