

信用评级公告

联合〔2021〕10233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长期信用状况及其拟发行的 2021 年度第八期中期票据进行综合分析和评估，确定山东能源集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东能源集团有限公司 2021 年度第八期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十一月十日

山东能源集团有限公司

2021 年度第八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 0 元，发行额度上限 20 亿元

本期中期票据期限：3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2021 年 11 月 10 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	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

评级观点

山东能源集团有限公司（以下简称“公司”）是经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”）、山东国惠投资有限公司持有公司及山东省社会保障基金理事会批准同意，由原兖矿集团有限公司更名并做为存续单位，与原山东能源集团有限公司进行重组后形成的山东省国资委辖下唯一开展煤炭业务的集团企业。重组完成后，公司煤炭资源和生产规模优势大幅提升。

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公司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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据发行对现有债务规模影响很小，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据的保障能力极强。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，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. 公司已成为山东省国资下属唯一的煤炭集团企业，行业地位进一步提高，山东省政府对公司的支持力度大。2020 年，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。

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。
3. **公司现金类资产充裕，现金流状况佳，整体盈利水平高。**截至2021年6月底，公司现金类资产897.41亿元；2020年，公司实现经营活动现金净流入312.88亿元，实现利润总额170.07亿元。
4. **公司EBITDA及经营活动现金流量对本期中期票据的保障能力极强。**2018—2020年，公司经营活动净现金流量分别为本期中期票据拟发行额度上限的8.54倍、16.23倍和15.64倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行额度上限的13.75倍、30.31倍和26.48倍。

关注

1. **2020年，公司主营业务盈利水平有所下降。**由于主要煤炭和煤化工产品价格下降，及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. **公司债务规模大，债务负担重，且公司所有者权益中含有较大规模的永续期债券。**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，公司存量永续期债券合计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。**2020年以来，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 6 月
现金类资产（亿元）	549.00	861.59	832.87	897.41
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	7041.81
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2326.60
短期债务（亿元）	675.53	1483.73	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3069.55	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	3982.38
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	105.50
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	149.29
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.14
净资产收益率（%）	5.71	8.07	4.94	--
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.96
全部债务资本化比率（%）	63.93	59.52	60.10	/
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	98.48
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	0.58	0.56	/
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 6 月
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1689.32
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	727.24
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	897.95
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.16
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	1.82
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	56.95
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	55.25
流动比率（%）	82.79	74.11	111.76	111.59
经营现金流动负债比（%）	0.18	-3.06	-9.78	--

注：1. 2021 年上半年财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其其他流动负债、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. 公司未提供合并口径 2021 年上半年债务调整数据；5. “/”代表数据未获取，“--”表示无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	2021/09/28	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（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、联合资信控股股东联合信用管理公司的控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、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。

四、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。

五、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。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

山东能源集团有限公司

2021 年度第八期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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”）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 6 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。

公司主营业务包括煤炭采选、非煤贸易和煤化工等。2020 年，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，资源与规模优势大幅提升。

截至 2021 年 6 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 62 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 6 月底，公司合并资产总额 7041.81 亿元，所有者权益 2326.60 亿元（含少数股东权益 1178.51 亿元）；2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 3982.38 亿元，利润总额 105.50 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：李伟。

二、本期中期票据概况

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司已于 2020 年成功注册 TDFI（中市协注〔2020〕TDFI75 号），本期拟发行山东能源集团有限公司 2021 年度第八期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行额度为 0 元，发行额度上限为 20.00 亿元，募集资金将全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

期限方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据

发行条款的约定赎回时到期，期间为 3+N（3）年。公司有权在票面利率重置日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息和孳息）赎回本期中期票据。此外，当满足以下特定条件时公司具有赎回选择权。根据已发布的会计政策，公司拟将本期中期票据计入权益，若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类永续票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回。公司有权在该中期票据由权益重分类为金融负债之日的周期末行使赎回权。如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指本期票据付息日前 12 个月内，如公司向普通股股东分红（按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外）或公司减少注册资本，公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在有利息递延支付的情形下，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红或减少注册资本。

本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变；前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差¹；如公司选择不

赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 3 个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

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，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需

认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司

求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济

增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现

逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比

增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00%左右。

四、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2016-2018 年，随着去产能政策的推行，煤炭行业产能过剩矛盾逐步得到化解，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。2019-2020 年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021 年以来，煤炭价格持续高位运行，行业经济效益明显改善。

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²。“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行业（约占54%）、钢铁行业（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，除上海以外其他各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、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，不同煤种的占比大概是烟煤占73%、无烟煤占8%、褐煤占7%、未分类煤种占12%。烟煤中，不粘煤占26%，长焰煤占22%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20%，其中焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占8%。

煤炭生产和下游需求

2016—2018年，国家在煤炭和钢铁行业推行去产能政策，煤炭行业累计退出落后产能8.1亿吨，同时新增产能在等量/减量置换的政策约束下亦受到抑制。据煤炭运销协会统计，

2016年，中国原煤产量33.64亿吨，同比下降8.71%，延续了2014年以来的下降趋势且下降幅度明显扩大，主要系煤炭生产“276工作日”限产政策的实施和部分落后产能关停所致。2017年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量开始缓步上升。2016—2020年，全国原煤产量年均复合增长3.39%，分别为33.64亿吨、34.45亿吨、35.46亿吨、37.46亿吨和38.44亿吨。

煤炭行业供给侧改革推行以来，中东部及南方地区开采条件差、单井规模小的矿井受到的影响大于晋陕蒙及西北地区的大型矿井，同时产能置换和新增先进产能也多位于晋陕蒙及西北地区。2017—2020年，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重逐年提升，分别为71.67%、74.25%、76.84%和78.29%。

表2 2017年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况
(单位：万吨、%)

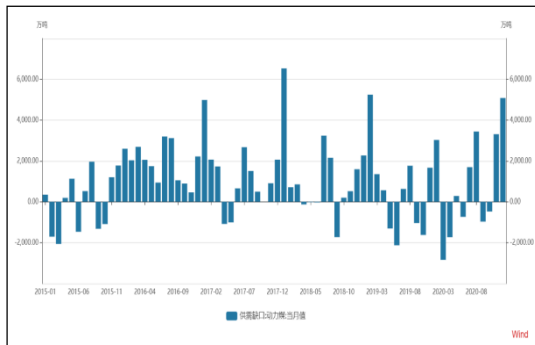
区域	2017年	2018年	2019年	2020年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84	78.29

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

2016—2020年，煤炭下游需求增速大于煤炭产量增速；以动力煤为例，作为动力煤主要的下游需求，2016—2020年，中国火电发电量持续增长，分别为4.44万亿千瓦时、4.75万亿千瓦时、5.10万亿千瓦时、5.22万亿千瓦时和5.33万亿千瓦时，年均复合增速为4.69%，高于原煤产量的增速，导致自2016年开始，动力煤出现供需缺口的月份明显增加。煤炭行业自2012年开始出现的产能过剩矛盾逐步得到化解。

²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1 2015年以来动力煤月度供需缺口

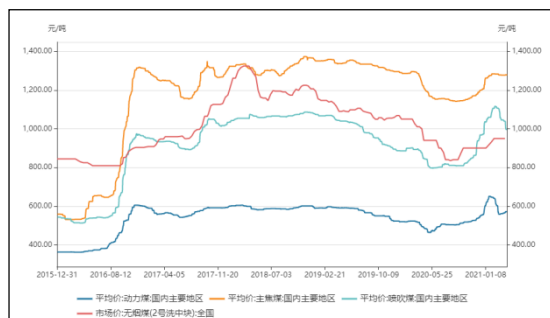


资料来源：Wind

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。

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，煤炭供需趋于紧平衡状态，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，无烟煤价格于

2017年至2018年上半年呈现快速上涨走势。

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

2020年，国内煤炭价格呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。2020年年初，受新冠肺炎疫情影响，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元/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，随着国内新冠肺炎疫情得到控制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、

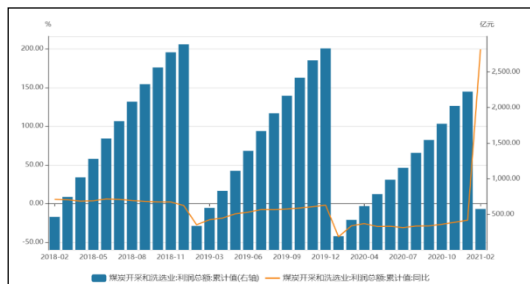
1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

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，除无烟煤因供需格局较好而价格持稳，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。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。煤炭产品属于标准化、同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年煤炭行业大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年下半年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，大中型企业已基本实现扭亏。2017—2018年，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 2018年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下降影响，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，受新冠肺炎疫情影响，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%。随着国内新冠肺炎疫情受控，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10~20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。

去产能政策步入新阶段

2016—2018年，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，煤炭行业逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，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

煤炭企业的经营历史普遍较长,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,煤炭价格逐步回归合理水平,煤炭生产业务盈利水平普遍较高,但部分企业的整体盈利水平相对较差,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,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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 6 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 3.50 亿吨/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. 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。

公司董事和高级管理人员共 12 人。其中，董事兼高级管理人员 4 人、外部董事 4 人、职工董事 1 人、高级管理人员 3 人。

2021 年 7 月 12 日，公司发布《山东能源集团有限公司关于董事长和总经理发生变动的公告》，根据山东省委任命文件，省委决定：李伟同志任公司党委书记、董事长，张宝才同志任公司党委副书记、董事、总经理。因工作需要，满慎刚同志另有任用。上述人事变动已于 2021 年 7 月 27 日完成工商变更登记。

公司董事长李伟先生，1966 年 7 月生，中共党员，在职研究生，工学博士；历任原兖矿集团有限公司鲍店煤矿矿长、党委副书记，原兖矿集团有限公司南屯煤矿矿长、党委副书记，原兖矿集团有限公司副总工程师、副总经理、董事、总经理、党委副书记，安全监察局副局长、局长，华鲁控股集团有限公司党委副书记、董事、总经理。

公司总经理张宝才先生，1967 年 4 月生，中共党员，大学学历，工商管理硕士；历任原兖矿集团有限公司财务部科长，兖州煤业财务部副部长、计划财务部部长、董事、董事会秘书、董事会秘书处处长、副总经理，兖州煤业澳大利亚有限公司副董事长、执行委员会主席，原兖矿集团财务有限公司董事长，原兖矿集团有限公司党委常委、董事、总法律顾问，公司党委常委、副总经理。

截至 2020 年底，公司拥有员工 23.71 万人。按员工文化素质划分，本科及以上学历人员占 23.36%，大专学历人员占 19.16%，中专及高中人员占 27.63%，高中以下人员占 29.85%；按专业划分，生产人员占 79.21%，技术人员占 11.72%，财务人员占 1.49%，行政人员占 5.77%，其他人员占 1.81%。

4. 过往债务履约情况

公司过往履约情况良好。

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 10 月 13 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 1 项。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、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）。截至报告出具日，上述交易价款已全部支付完毕。

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。

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。

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业国有资产法》等法律法规和山东省人民政府、山东省人民政府国有资产监督管理委员会有关规定，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，包括5名外部董事和1名职工董事。外部董事人选由省国资委提出。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民主选举产生。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，公司不再设立省属企业监事会。

公司设总经理1人、副总经理若干、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，为加强财务监管，强化公司财务管控体系建设，提高财务管理水平，规范企业的会计核算，根据《中华人民共和国会计法》《企业会计制度》及国家其他有关法律和法规，公司结合实际情况制定了《兖矿集团有限公司财务管理与会计核算办法》（兖矿集

团发〔2008〕118号），明确了财务管理与会计核算的基础工作、主要会计科目的核算要求、财务报表和财务信息化等，规定集团公司内部各单位应结合组织机构设置及生产经营特点确定会计主体，明确各会计主体处理的交易和事项的对象和范围，并记录和反映特定范围内的经济活动。同时，为加强联合重组期间重大财务事项的管理，规范财务行为，做好财务预警，防范经营风险，公司制定了《关于做好重大财务事项报告的通知》（山能集团便发〔2020〕53号），明确了重大财务事项报告的内容以及各级单位对报告的责任人，并将组织有关专家对重大财务事项进行论证，确保按期账务处理，财务信息真实可靠。

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）和《关于进一步加强经营投资合规管理工作的意见》（山能集团发〔2020〕15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，为规范担保行为，切实防范经营风险和财务风险，公司2021年3月修订并印发了《山东能源集团有限公司担保管理办法》（山能集团发〔2021〕31号），制订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。

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，为有效管控安全生产风险和治理消除隐患、加强生产监督检查工作、以及提升标准化生产的内在质量和创建水平，公司细化并制定了《山东能源集团有限公司生产安全事故综合应急预案》（山能集团发〔2020〕18号）、《安全风险管控和隐患排查治理管理办法》（山能集团发〔2021〕3号）、《安全生产监督检查办法（试行）》（山能集团发〔2021〕35号）和《安全生产标准化管理办法》（山能集团发〔2021〕36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。2020年以来，原山东能源旗下矿区发生多起安全事故，公司生产安全管理办法执行情况及管理能力亟待加强。

八、经营分析

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。故本报告经营分析主要以2020年数据为主，除特殊说明外，2018—2019年数据，均为重组前两集团数据直接加和。

1. 经营现状

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。

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，公司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 3 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年上半年		
	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	1573.50	27.37	39.95	1589.29	26.18	36.74	1467.79	21.74	29.98	817.19	20.52	28.27
贸易	3389.34	58.96	0.43	3758.90	61.92	0.35	4439.90	65.75	0.31	2569.06	64.51	0.16
其他	785.51	13.66	25.79	722.45	11.90	25.17	844.71	12.51	22.65	596.13	14.97	22.02
合计	5748.36	100.00	14.71	6070.64	100.00	12.83	6752.40	100.00	9.55	3982.38	100.00	9.20

注：已根据合并口径对 2018—2019 年收入构成做追溯调整，部分尾数差异由四舍五入导致

资料来源：公司提供

2021 年上半年，公司实现营业总收入 3982.38 亿元，同比提高 37.63%，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综合影响下，公司当期毛利率较 2020 年下降 0.35 个百分点。

2. 煤炭业务

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。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 4 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

公司煤炭年产能已达到国内行业前列，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%。

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。煤种及产品种类丰富，可满足区域内多行业类型下游企业的需求。

公司目前所售煤炭产品多经洗选、加工后，方对外销售。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，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。

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。在铁路运输通道方面，2017年，公司子公司兖州煤业收购淮东铁路25%股权³，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；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。

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。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，业务合作风险小。

在销售结算方面，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8.62%，公司煤炭业务对单一客户依赖程度低。

3. 贸易业务

公司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。

公司以“营贸服务实体、实体支撑营贸”为根本原则，以“上控资源，中控物流，下控渠道”为行动准则，以营销、贸易、物流、大宗商品交易平台为主要业务布局，以“专业化、智慧化、平台化、协同化”为基本导向，推动营贸一体化建设。

³ 2020年1月1日，内蒙古伊泰呼准铁路有限公司完成对内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司的吸收合并。合并完成后，公司原持有内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司25%股权置换为持有内蒙古伊泰呼准铁路有限公司18.94%股权

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购金额占比分别为 6.77% 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 5 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

2020 年，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。

2019—2020 年，公司煤化工板块分别实现营业收入 268.77 亿元和 247.82 亿元。

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下降 25.71% 和 15.38%，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 6 煤化工主要产品产销情况

（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

产品	项目名称	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 7 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 8 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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—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2021年上半年财务数据未经审计。

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年上半年，公司合并范围新增1家子公司。因合并范围变化导致财务连续性及可比性弱，本报告重点分析公司2020年情况。

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6月底，公司合并资产总额7041.81亿元，所有者权益2326.60亿元（含少数股东权益1178.51亿元）；2021年1—6月，公司实现营业总收入3982.38亿元，利润总额105.50亿元。

2. 资产质量

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。

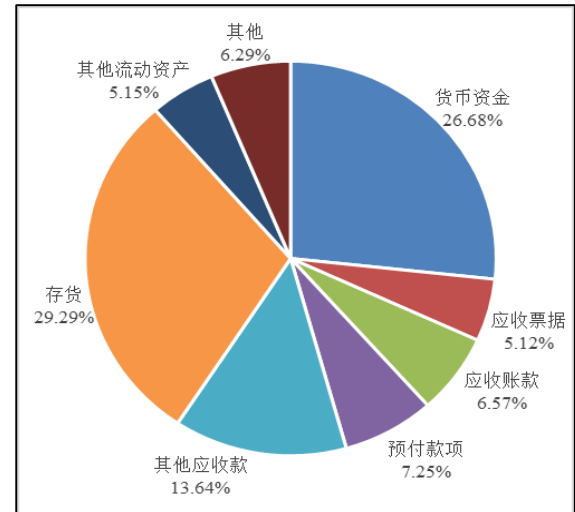
截至2020年底，公司合并资产总额6851.03亿元，较年初增长9.07%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占33.82%，非流动资产占66.18%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

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9 截至2020年底公司长期股权投资情况

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2021年6月底，公司合并资产总额7041.81亿元，整体规模及结构较上年底变化不大。截至2021年6月底，公司流动资产2488.90亿元，较上年底增长7.41%。受煤炭价格提高带动公司获现积累以及贸易业务规模持续扩大影响，公司货币资金和预付款项分别较上年底增长11.68%和62.00%。

截至2021年6月底，公司受限资产合计1042.59亿元，占总资产的14.81%，受限比例较低。

表10 截至2021年6月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

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益保持增长，但少数股东权益规模较大，且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 6 月底，公司所有者权益 2326.60 亿元，较上年底增长 2.83%，所有者权益构成较上年底变化不大。

(2) 负债

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

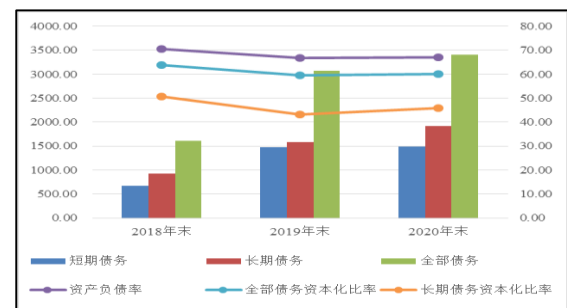
资券和超短期融资券到期兑付所致。

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，其中公司本部年内发行 9 笔中期票据（合计 157 亿元）、2 笔企业债（合计 20 亿元）和 1 笔定向工具（15 亿元）。

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。公司所有者权益内，存在较大规模的永续期债务，若将相关永续期债券调整至长期债务后，公司全部债务将增至 3688.61 亿元，调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 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 6 月底，公司负债总额 4715.21 亿元，整体规模及结构较上年底变化不大，但长期借款较上年底增长 9.89%。

4. 盈利能力

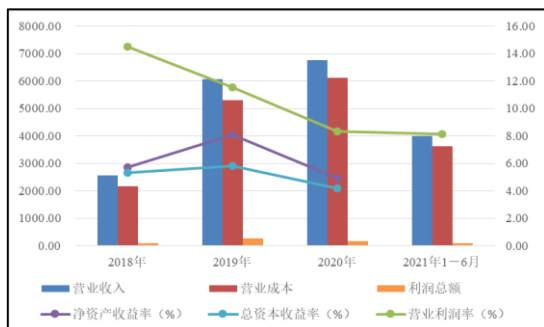
2020年，公司营业收入明显增长，但受低毛利的贸易业务规模扩大以及重新将沃特岗纳入合并范围产生的营业外支出导致公司盈利规模明显下降。2021年一季度，公司收入和利润均同比提高，盈利能力有所回升。公司整体费用控制能力强。

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。

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

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，公司总资产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。同业对比看，公司整体盈利能力偏弱。

表11 盈利能力同业对比

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公司
营业利润率	8.33%	24.26%	13.97%
净资产收益率	4.94%	6.49%	6.89%

资料来源：联合资信整理

2021年上半年，公司实现营业总收入3982.38亿元，同比增长37.63%，主要由于2020年同期疫情影响下贸易业务收入较低；此外，受益于煤炭和煤化工产品价格上涨，公司实现利润总额105.50亿元，同比增长25.76%；营业利润率较2020年小幅下降至8.14%。

5. 现金流

2020年，受业务规模增长影响，公司经营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1-6月
经营活动现金流入量	5974.39	7540.73	4078.39
经营活动现金流出量	5649.82	7227.85	3929.10
经营活动现金流净额	324.57	312.88	149.29
投资活动现金流入量	121.26	201.42	101.15
投资活动现金流出量	426.43	451.51	189.92

投资活动现金流净额	-305.16	-250.09	-88.77
筹资活动前现金流净额	19.41	62.79	60.52
筹资活动现金流入量	1847.29	2164.58	927.06
筹资活动现金流出量	2020.70	2241.68	920.56
筹资活动现金流净额	-173.40	-77.10	6.49
现金收入比	95.44	109.29	100.97

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 年上半年，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 149.29 亿元、-88.77 亿元和 6.49 亿元，筹资活动现金由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标体现较强，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6月底，上述指标进一步提高至 98.48% 和 70.80%。截至2020年底，公司现金短期债务比分别为 0.56 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，公司短期偿债能力处较强水平。

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处一般水平。

截至 2021 年 6 月底，公司对外担保合计 37.69 亿元，对外担保比例为 1.62%。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 2021 年 6 月底，公司在各家银行授信总额度为 4741.01 亿元，其中已使用授信额度 2703.24 亿元，未使用授信额度 2037.77 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

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、本期中期票据偿债能力分析

本期中期票据发行对现有债务规模影响很小，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据的保障能力极强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度为 0 元，发行额度上限为 20.00 亿元，以最高额度 20.00 亿元测算，占 2020 年底公司长期债务的 1.05%、占 2020 年底公司全部债务的 0.59%，对公司现有债务规模影响很小。

以 2020 年底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 66.98%、60.10%和 45.81%上升至 67.07%、60.24%和 46.07%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 3391.65 亿元、5974.39 亿元和 7540.73 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度上限（20.00 亿元）的 169.58 倍、298.72 倍和 377.04 倍；公司经营活动净现金流量分别为 170.82 亿元、324.57 亿元和 312.88 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度上限（20.00 亿元）的 8.54 倍、16.23 倍和 15.64 倍。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 275.08 亿元、606.27 亿元和 529.56 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度上限（20.00 亿元）的 13.75 倍、30.31 倍和 26.48 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据保障能力极强。

截至 2021 年 11 月 6 日，公司存续债券合计 715.79 亿元，考虑全部含权债券均于首个行权日全额行权，公司将于 2022 年偿付债券 289.80 亿元（以下简称“单年最高偿付额”）。2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为单年最高偿付额的 1.83 倍、26.02 倍和 1.08 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流量对单年最高偿付额的保障能力强。

表 13 截至 2021 年 11 月 6 日公司存续债券到期情况

到期年份	到期额度（亿元）	占比
2021 年	35.00	4.89%
2022 年	289.80	40.49%
2023 年	201.99	28.22%
2024 年	114.00	15.93%
2025 年	7.00	0.98%
2026 年	35.00	4.89%
2030 年	33.00	4.61%
合计	715.79	100.00%

注：小数位差异系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十一、 结论

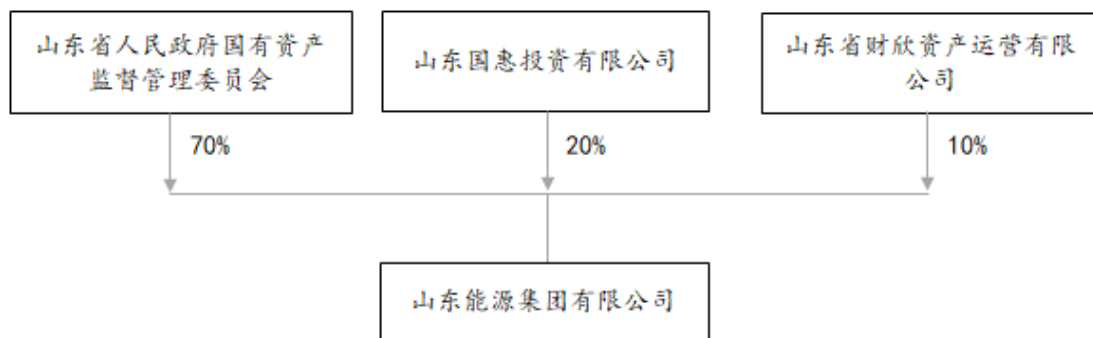
公司是经山东省国资委、山东国惠投资有限公司持有公司及山东省社会保障基金理事会批准同意，由原兖矿集团有限公司更名并做为存续单位，与原山东能源进行重组后形成的山东省国资委辖下唯一开展煤炭业务的集团企业。重组完成后，公司煤炭资源和生产规模优势大幅提升。2020 年，受疫情因素影响，公司煤炭和主要煤化工产品价格下降，该板块盈利能力有所下降，但贸易业务规模的扩大，带动营业总收入同比增长，并保持了很大的经营活动现金净流入规模。同时，联合资信也关注到公司主要产品价格波动较大、低毛利率的贸易业务占比提升、债务负担重、非经常性损益对公司利润影响较大，以及部分矿井存在安全生产风险等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据发行对现有债务规模影响很小，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据的保障能力极强。

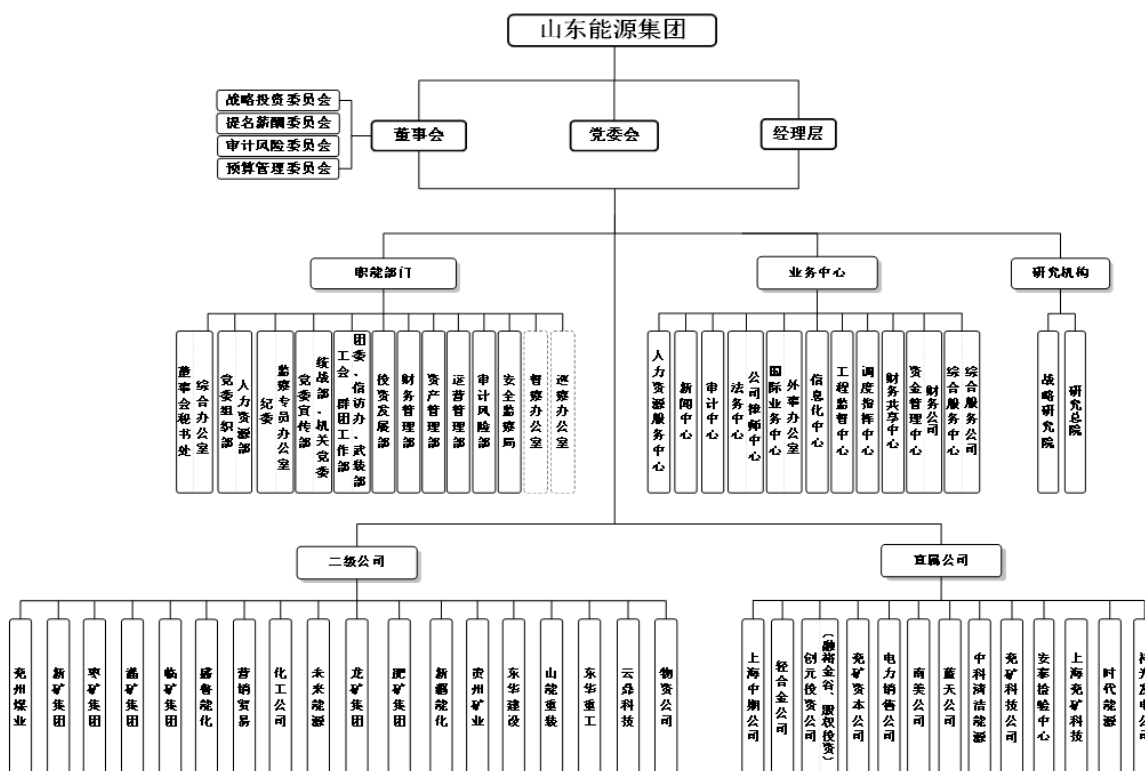
基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件1-1 截至2021年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2021年6月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 6 月底公司二级子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（万元）	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%
山东鲁华清洁能源有限公司	清洁能源	9900.00	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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	549.00	861.59	832.87	897.41
资产总额（亿元）	3078.23	6281.26	6851.03	7041.81
所有者权益（亿元）	905.94	2087.47	2262.51	2326.60
短期债务（亿元）	675.53	1483.73	1495.04	/
长期债务（亿元）	929.93	1585.82	1912.71	/
全部债务（亿元）	1605.46	3069.55	3407.75	/
营业总收入（亿元）	2572.49	6070.64	6752.40	3982.38
利润总额（亿元）	101.67	257.82	170.07	105.50
EBITDA（亿元）	275.08	606.27	529.56	--
经营性净现金流（亿元）	170.82	324.57	312.88	149.29
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	100.97
营业利润率（%）	14.50	11.55	8.33	8.14
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	59.52	60.10	/
资产负债率（%）	70.57	66.77	66.98	66.96
流动比率（%）	105.18	87.58	93.02	98.48
速动比率（%）	79.99	64.63	65.77	70.80
经营现金流流动负债比（%）	15.28	13.11	12.56	--
现金短期债务比（倍）	0.81	0.58	0.56	/
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. 2021 年上半年财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其其他流动负债、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；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2021 年上半年债务调整数据；5. “/”代表数据未获取，“--”表示无意义
 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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	74.15	131.40	135.41	212.95
资产总额（亿元）	774.94	1519.48	1656.49	1689.32
所有者权益（亿元）	90.84	568.89	719.74	727.24
短期债务（亿元）	384.79	472.64	459.97	499.02
长期债务（亿元）	213.46	369.84	428.26	398.93
全部债务（亿元）	598.25	842.48	888.22	897.95
营业总收入（亿元）	8.78	4.82	3.61	0.16
利润总额（亿元）	-5.63	-6.33	139.24	1.82
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.82	-17.60	-49.41	-2.51
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	294.35
营业利润率（%）	24.74	2.13	7.19	-174.61
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	35.42
全部债务资本化比率（%）	86.82	59.69	55.24	55.25
资产负债率（%）	88.28	62.56	56.55	56.95
流动比率（%）	82.79	74.11	111.76	111.59
速动比率（%）	82.74	74.08	111.70	111.54
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	0.28	0.29	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年上半年财务数据未经审计；2. 母公司口径下，已将其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. “/”代表数据未获取，“--”表示无意义

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
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

联合资信评估股份有限公司关于 山东能源集团有限公司 2021 年度第八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。

山东能源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。

山东能源集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对山东能源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，山东能源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山东能源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，如发现山东能源集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东能源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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东能源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山东能源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山东能源集团有限公司联系，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。

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。