

信用评级公告

联合〔2022〕6413号

联合资信评估股份有限公司通过对山东能源集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东能源集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“22 鲁能源 MTN002”“21 鲁能源 MTN008”“21 鲁能源 MTN007”“21 鲁能源 MTN006”“21 鲁能源 GN005(碳中和债)”“21 兖矿 MTN003”“21 兖矿 MTN002”“21 兖矿 MTN001B”“21 兖矿 MTN001A”“20 兖矿 MTN005”“20 兖矿 MTN003”“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”和“19 兖矿 MTN004”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

二〇二二年七月十五日

山东能源集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东能源集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 鲁能源 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 鲁能源 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
21 鲁能源 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
21 鲁能源 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
21 鲁能源 GN005 (碳中和债)	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 鲁能源 MTN002	5 亿元	5 亿元	2032/03/24
21 鲁能源 MTN008*	20 亿元	20 亿元	2024/12/10
21 鲁能源 MTN007	20 亿元	20 亿元	2024/11/23
21 鲁能源 MTN006	25 亿元	25 亿元	2024/10/12
21 鲁能源 GN005 (碳中和债)	10 亿元	10 亿元	2024/08/20
21 兖矿 MTN003	5 亿元	5 亿元	2024/03/18
21 兖矿 MTN002	20 亿元	20 亿元	2024/03/12
21 兖矿 MTN001B	5 亿元	5 亿元	2024/01/22
21 兖矿 MTN001A	15 亿元	15 亿元	2023/01/22
20 兖矿 MTN005	20 亿元	20 亿元	2023/11/25
20 兖矿 MTN003	15 亿元	15 亿元	2023/09/24
19 兖矿 MTN008*	10 亿元	10 亿元	2022/12/27
19 兖矿 MTN007*	10 亿元	10 亿元	2022/12/06
19 兖矿 MTN005*	20 亿元	20 亿元	2022/10/16
19 兖矿 MTN004*	20 亿元	20 亿元	2022/08/26

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

评级观点：

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对山东能源集团有限公司(以下简称“公司”)的跟踪评级反映了公司作为山东省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“山东省国资委”)辖下唯一开展煤炭业务的集团企业,在煤炭资源储备和生产规模具备很强的竞争优势。跟踪期内,随着煤炭及主要化工产品价格的大幅上涨,公司营业总收入同比显著增长,盈利水平同比有所提升,经营活动现金净流入规模同比大幅增长。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高、债务负担重、非经常性损益对公司利润影响大、公司面临安全生产风险,以及由于海外经营规模大,可能面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险等因素可能对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对待偿债券本金峰值及本报告所跟踪债券余额的覆盖程度均很高。

未来,随着公司在建项目逐步投产,公司业务规模有望进一步扩张,带动收入及盈利水平逐步提高。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“22 鲁能源 MTN002”“21 鲁能源 MTN008”“21 鲁能源 MTN007”“21 鲁能源 MTN006”“21 鲁能源 GN005(碳中和债)”“21 兖矿 MTN003”“21 兖矿 MTN002”“21 兖矿 MTN001B”“21 兖矿 MTN001A”“20 兖矿 MTN005”“20 兖矿 MTN003”“19 兖矿 MTN008”“19 兖矿 MTN007”“19 兖矿 MTN005”和“19 兖矿 MTN004”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

评级时间：2022 年 7 月 15 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	V3.1.202205
煤炭企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202205

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	资产质量	1
			现金流量	1
			盈利能力	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
—				—

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

分析师：余瑞娟 李晨

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

优势

1. 公司主营业务资源和规模优势明显。截至 2021 年底，公司拥有煤炭地质储量 910.34 亿吨，剩余可采储量 190.43 亿吨，产能达到 31225 万吨/年。同时，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 435 万吨的生产能力。
2. 2021 年公司整体经营业绩水平大幅提升，经营活动产生的现金净流入规模明显扩大。2021 年，公司实现营业总收入 7741.19 亿元，同比增长 14.46%；实现利润总额 241.11 亿元，同比大幅增长 43.10%；经营活动现金净额 540.79 亿元，同比大幅增长 72.49%。

关注

1. 公司非经常性损益对公司利润影响大。2021 年，公司信用减值损失等非经常性损益共 165.77 亿元，合计占营业利润的比重为 66.70%。
2. 跟踪期内，公司债务规模增加，债务负担加重。公司所有者权益中含有较大规模的可续期债券，若行使赎回权将进一步加大公司偿债压力。截至 2021 年底，公司全部债务 3712.66 亿元，较年初增长 8.61%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.96%和 60.66%。截至 2021 年底，公司存量可续期债券合计 289.34 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 71.81%和 65.39%。
3. 公司海外资产规模大，面临一定海外经营风险。公司海外投资规模大，在境外业务开展过程中由于所处的国家经济环境及法律法规不同，公司或面临一定的跨区域经营管理风险及汇兑损失等风险。
4. 公司安全生产执行力度有待加强。跟踪期内，原山东能源集团有限公司旗下矿井掘进工作面突发冒顶事故，造成 3 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	861.59	832.05	1138.89	978.21
资产总额（亿元）	6281.26	6862.25	7514.02	7027.41
所有者权益（亿元）	2087.47	2255.04	2407.35	2290.85
短期债务（亿元）	1483.73	1498.82	1462.59	/
长期债务（亿元）	1585.82	1919.64	2250.07	/
全部债务（亿元）	3069.55	3418.46	3712.66	/
营业总收入（亿元）	6070.64	6763.18	7741.19	1780.30
利润总额（亿元）	257.82	168.49	241.11	75.45
EBITDA（亿元）	606.27	527.98	613.84	--
经营性净现金流（亿元）	324.57	313.53	540.79	85.63
营业利润率（%）	11.55	8.32	10.89	11.03
净资产收益率（%）	8.07	4.89	6.00	--
资产负债率（%）	66.77	67.14	67.96	67.40
全部债务资本化比率（%）	59.52	60.25	60.66	/
流动比率（%）	87.58	92.23	104.83	94.29
经营现金流动负债比（%）	13.11	12.55	20.53	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.56	0.78	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.35	3.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.06	6.47	6.05	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1519.48	1658.79	1826.04	1821.86
所有者权益（亿元）	568.89	722.04	668.04	666.45
全部债务（亿元）	842.48	899.76	1084.58	/
营业总收入（亿元）	4.82	3.61	0.61	0.09
利润总额（亿元）	-6.33	139.24	-42.51	-10.72
资产负债率（%）	62.56	56.47	63.42	63.42
全部债务资本化比率（%）	59.69	55.48	61.88	/
流动比率（%）	74.11	112.79	133.53	112.38
经营现金流动负债比（%）	-3.06	-9.86	1.43	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；2022 年一季度财务数据未经审计；2. 合并口径下，已将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务调整至短期与长期债务核算；母公司口径下，已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2022 年一季度债务调整数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 鲁能源 MTN002	AAA	稳定	2022/03/16	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
21 鲁能源 MTN008	AAA	稳定	2021/11/10	黄露 石梦遥		阅读全文
21 鲁能源 MTN007	AAA	稳定	2021/11/10	黄露 石梦遥		阅读全文
21 鲁能源 MTN006	AAA	稳定	2021/09/28	黄露 石梦遥		阅读全文
21 鲁能源 GN005 (碳中和债)	AAA	稳定	2021/08/02	黄露 石梦遥		阅读全文
21 兖矿 MTN003 21 兖矿 MTN002 21 兖矿 MTN001B 21 兖矿 MTN001A 20 兖矿 MTN005 20 兖矿 MTN003 19 兖矿 MTN008 19 兖矿 MTN007 19 兖矿 MTN005 19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	2021/06/22	黄露 石梦遥		阅读全文
21 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2021/03/11	黄露 石梦遥		阅读全文
21 兖矿 MTN002	AAA	稳定	2021/03/05	黄露 石梦遥		阅读全文
21 兖矿 MTN001B	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥		阅读全文
21 兖矿 MTN001A	AAA	稳定	2021/01/08	黄露 石梦遥		阅读全文
20 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2020/11/10	黄露 石梦遥		阅读全文
20 兖矿 MTN003	AAA	稳定	2020/09/16	黄露 石梦遥		阅读全文
19 兖矿 MTN008	AAA	稳定	2019/12/13	黄露 石梦遥		阅读全文
19 兖矿 MTN007	AAA	稳定	2019/11/11	黄露 李博恒		阅读全文
19 兖矿 MTN005	AAA	稳定	2019/09/20	黄露 李博恒		阅读全文
19 兖矿 MTN004	AAA	稳定	2019/07/24	黄露 李博恒	煤炭行业信用评 级方法	阅读全文

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东能源集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山东能源集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

公司前身系成立于 1976 年的兖州矿务局。1996 年 3 月，兖州矿务局改制为国有独资公司，并于 1999 年正式更名为兖矿集团有限公司。历经多次增资及股权变更，截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 77.69 亿元，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）持有公司 70% 股权，山东国惠投资控股集团有限公司持有公司 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“原山能集团”）实施合并重组，公司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，公司股东由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，原山能集团完成注销手续，公司正式更为现用名，注册资本增加至 247 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 247 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70% 股权，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务及经营模式无重大变化。

截至 2022 年 3 月底，公司本部设有 11 个职能部门和 11 个业务中心；截至 2021 年底，

公司合并范围内二级子公司 71 家，主要包括兖矿能源集团股份有限公司（证券简称：兖矿能源，证券代码：600188.SH）、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 2021 年底，公司合并资产总额 7514.02 亿元，所有者权益 2407.35 亿元（含少数股东权益 1294.57 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 7741.19 亿元，利润总额 241.11 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 7027.41 亿元，所有者权益 2290.85 亿元（含少数股东权益 1188.15 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1780.30 亿元，利润总额 75.45 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。

三、存续债券情况

截至报告出具日，由联合资信评定的存续债券共 15 只，余额共计 220 亿元。跟踪期内，各债券募集资金均按照规定用途使用，除尚未到首个付息日的债券外，其余存续债券均正常付息。

表1 联合资信评定的公司存续期内债券明细

（单位：亿元）

债券简称	债券余额	起息日	到期兑付日
22 鲁能源 MTN002	5.00	2022-3-24	2032-3-24
21 鲁能源 MTN008*	20.00	2021-12-10	2024-12-10
21 鲁能源 MTN007	20.00	2021-11-23	2024-11-23
21 鲁能源 MTN006	25.00	2021-10-12	2024-10-12
21 鲁能源 GN005 （碳中和债）	10.00	2021-8-20	2024-8-20
21 兖矿 MTN003	5.00	2021-3-18	2024-3-18
21 兖矿 MTN002	20.00	2021-3-12	2024-3-12

21 兖矿 MTN001B	5.00	2021-1-22	2024-1-22
21 兖矿 MTN001A	15.00	2021-1-22	2023-1-22
20 兖矿 MTN005	20.00	2020-11-25	2023-11-25
20 兖矿 MTN003	15.00	2020-9-24	2023-9-24
19 兖矿 MTN008*	10.00	2019-12-27	2022-12-27
19 兖矿 MTN007*	10.00	2019-12-6	2022-12-6
19 兖矿 MTN005*	20.00	2019-10-16	2022-10-16
19 兖矿 MTN004*	20.00	2019-8-26	2022-8-26
合计	220.00	--	--

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

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增

加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

¹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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，

财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需

求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业运行

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。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，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

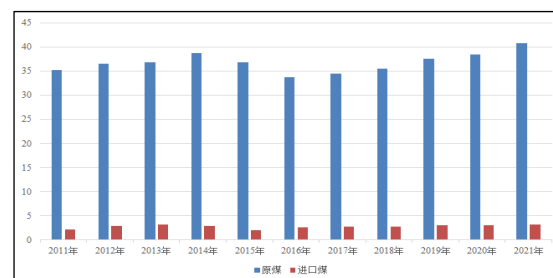
中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 57%，大幅高于 27% 的世界平均水平²。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。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，全国原煤产量稳步提升。据国家统

计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

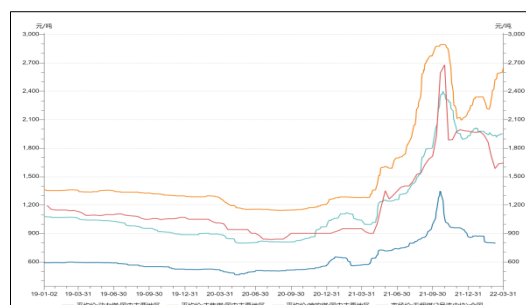
图 1 煤炭产量变化情况（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局

中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。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但我国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降³，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

²数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据

³2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上

工业企业水电发电量同比下降 2.5%

2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

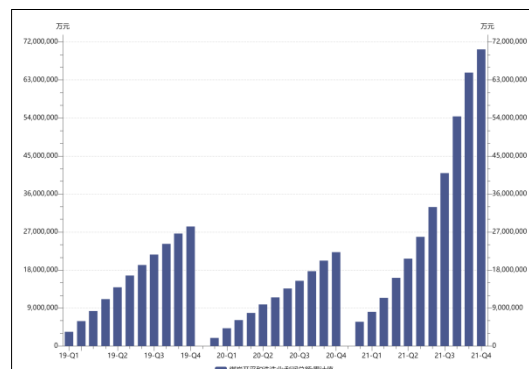
为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。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，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。

2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3 2019年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源：Wind

2. 行业政策及关注

煤炭市场价格形成机制进一步完善

在煤炭价格大幅波动和火电行业经营压力加大的背景下，国家发改委于2022年2月24日对外发布了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确要综合运用市场化、法制化手段引导煤炭（动力煤）价格在合理区间运行。秦皇岛港下水煤（5500千卡）中长期交易价格的合理区间为每吨570~770元（含税）⁴，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间分别为每吨370元~570元、320元~520元、260元~460元，蒙东煤炭（3500千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨200元~300元。煤炭中长期交易价格在合理区间内运行时，燃煤发电企业可在现行机制（基准价+上下浮动不超过20%，高耗能行业不限）下通过市场化方式充分传导燃料成本变化。为引导煤炭价格运行在合理区间，国家发改委提出在三个方面健全煤炭价格调控机制。首先，提升供需调节能力。保障煤炭产能合理充裕，完善煤炭中长期合同制度，进一步增强政府可调度储煤能力，完善储备调节机制。其次，强化市场预期管理。健全成本调查和价格监测制度，规范煤炭价格指数编制发布行为。煤炭价

⁴ 2017—2021年为470~600元/吨

格超出合理区间时，充分运用《价格法》等法律法规规定的手段和措施，引导煤炭价格回归。第三，加强市场监管。严禁对合理区间内运行的煤、电价格进行不当干预，加强煤、电中长期合同履行监管，强化期现货市场联动监管和反垄断监管，及时查处价格违法违规行。

煤炭进口全面实行零关税

除了立足国内煤矿增产保供，为进一步加强能源供应保障，2022年4月28日，国务院关税税则委员会发布公告，自2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为0的进口暂定税率。在进口煤价格高位运行的背景下，煤炭进口关税的全面取消有助于降低进口煤采购成本，刺激煤炭进口量的增长，缓解国内煤炭供需紧张态势，助力煤炭价格运行在合理区间。

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。

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。

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，火电（煤炭下游需求的主要行业）的发展空间受到一定程度挤占。截至2021年底，中国全口径非化石能源发电装机容量合计11.2亿千瓦，同比增长13.4%，占全口径发电装机容量的比重为47.0%，比上年底提高2.3个百分点，历史上首次超过煤电装机比重；2021年，全口径非化石能源发电量同比增长12.0%至2.90万亿千瓦时，占全口径发电量的34.6%，占比同比上升0.7个百分点。其中全口径并网太阳能发电、风电发电量同比分别增长25.2%和40.5%。

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持续提升，行业竞争格局日趋稳定。

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。按照我国加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系相关文件的指引，2030年和2060年，非化石能源消费占比将达到25%和80%左右。作为传统化石能源，煤炭消费量面临一定长期萎缩压力。

考虑到中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中长期的发展空间。

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 247.00 亿元，实收资本 302.22 亿元，山东省国资委直接持有公司 70% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司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显著，具备极强的区域市场竞争力优势。

公司为华东地区最大煤炭生产商和出口企业之一，是煤炭行业第一个建立现代企业制度的国有大型集团公司，是山东省国资委下辖唯一煤炭集团企业，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，还在贵州、山西、陕西、新疆、内蒙、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 2021 年底，公司拥有煤炭地质储量 910.34 亿吨，剩余可采储量 190.43 亿吨；产能

达到 31225 万吨/年。同时，公司具备年产甲醇 535 万吨、醋酸 100 万吨、尿素 52 万吨、焦炭 435 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极强。公司为山东省唯一大型煤炭生产企业，境内煤炭销售以山东省内为主。山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大，省内产业结构可对公司未来经营业绩的巩固和提升形成有力支持。

3. 过往债务履约情况

根据公司提供的法人客户信用报告（统一社会信用代码：91370000166120002R），截至 2022 年 6 月 27 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，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理人员发生变化，但对公司生产经营无重大影响；公司修订和完善了对外担保制度。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化，主要高级管理人员陆续到位。截至目前，公司董事和高级管理人员共 14 人。

表 3 2021 年以来公司新任管理人员情况

姓名	现任职务	任期
李 伟	党委书记、董事长	2021.07 至今
张宝才	党委副书记、董事、总经理	2021.07 至今
邸建友	董事	2021.09 至今
丁海成	外部董事	2021.06 至今
刘 健	党委常委、副总经理	2021.01 至今
茹 刚	副总经理	2022.03 至今
刘 强	党委常委、副总经理	2022.03 至今
杨再昌	财务总监	2022.05 至今

资料来源：公司提供

公司党委书记、董事长李伟先生，汉族，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（以下简称“原兖矿集团”）鲍店煤矿矿长、党委副书记，原兖矿集团南屯煤矿矿长、党委副书记，原兖矿集团副总工程师兼安全监察局副局长原兖矿集团副总经理、安全监察局局长，原兖矿集团董事、总经理、党委副书记，华鲁控股集团有限公司党委副书记、董事、总经理等职务；2021年7月以来任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记、董事、总经理张宝才先生，汉族，1967年4月生，中共党员，在职大学学历，高级管理人员工商管理硕士；历任原兖州煤业股份有限公司计划财务部部长、董事、董事会秘书、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，原兖矿集团党委常委、董事、总法律顾问，公司党委常委、副总经理等职务；2021年7月以来任公司党委副书记、董事、总经理。

制度方面，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。《担保管理办法》规定公司及各级出资企业为其持股比例不低于34%的控制企业提供担保，担保额原则上应按出资比例确定，担保责任余额不得超过对被担保企业享有的净资产；为持股比例34%以下的企业以及参股企业提供担保，须全体股东同意并按出资比例提供担保，担保责任余额不得超过对被担保企业的出资额。

担保预算方面，公司也采取了较为严格的管理控制措施。年度预算内单项金额30亿元以上的担保事项提交公司党委会、总经理办公会决策，年度预算内金额30亿元以下担保事

项提交总经理办公会决策。预算额度外的内部担保事项经公司资金管理领导小组审议后，提交公司党委会、总经理办公会和董事会履行决策程序。

担保形式和反担保方面，公司做出了详细的规定。公司及各出资企业对公司内部企业提供担保可采取保证、抵押或质押等担保形式；对公司外部企业提供担保的，担保方式以一般保证担保为主。反担保的方式主要包括保证、抵押、质押等。

担保职责和审批程序方面，公司的规定明确且详细。公司和各权属企业对担保管理工作的有不同的职责规定。公司对担保业务实行统一管理，各权属企业作为担保申请行为的实际发起人应结合担保目的、担保内容向上级公司提交书面申请报告，并对报告内容的真实性、准确性和完整性负责。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，得益于煤炭及主要化工产品价格的大幅上涨，公司收入规模明显扩大，毛利率水平有所提升。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，收入仍以煤炭和贸易为主。2021年，得益于煤炭及主要化工产品价格的大幅上涨，公司实现营业收入7741.19亿元，同比增长14.46%。从收入构成看，2021年，公司煤炭板块收入同比增长15.88%至1700.86亿元，主要系煤炭价格大幅上涨所致；贸易板块收入同比增长12.20%至4981.53亿元，主要系大宗商品价格上涨所致。2021年，公司其他业务包括煤化工、房地产、煤机制造、工程施工等。其中，煤化工业务实现收入384.51亿元，同比大幅增长55.16%，主要系煤化工产品价格上涨所致。

毛利率方面，受煤炭销售价格上升影响，公司煤炭板块毛利率同比上升11.10个百分点至41.08%；公司贸易业务规模大，但盈利水平低，2021年该板块毛利率为0.26%，较上年略

有下降。综上，主要受煤炭毛利率上升影响，12.31%。
公司综合毛利率同比上升 2.76 个百分点至

表 4 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	1589.29	26.18	36.74	1467.79	21.74	29.98	1700.86	21.97	41.08
贸易	3758.90	61.92	0.35	4439.90	65.75	0.31	4981.53	64.35	0.26
其他	722.45	11.90	25.17	844.71	12.51	22.65	1058.80	13.68	22.77
合计	6070.64	100.00	12.83	6752.40	100.00	9.55	7741.19	100.00	12.31

注：已根据合并口径对 2019—2020 年营业总收入构成做追溯调整
资料来源：公司提供

2022 年一季度，公司实现营业总收入 1780.30 亿元，同比增长 5.43%，主要系煤炭及主要化工产品价格同比上涨所致。公司煤炭业务毛利率较上年全年下降 13.79 个百分点，主要系春节期间煤炭产量较低导致单位固定成本较高所致，但由于毛利率较低的贸易业务占比下降，2022 年一季度，公司综合毛利率为 12.69%，较上年全年变化不大。

2. 煤炭业务

2021 年，公司煤炭产销量均有所下降，但销售价格大幅上涨带动公司煤炭板块收入大幅增长；同时公司煤炭生产成本亦有所上升。此外，由于海外煤炭业务规模大，公司可能面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险。

跟踪期内，公司煤炭业务经营模式无明显变化。

跟踪期内，公司继续按照“稳本部、增新区、拓海外”的战略，在稳定本部煤炭产量的同时，不断开发西部煤炭资源和海外煤炭资源，增强煤炭资源储备。公司煤炭品种主要为动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等。截至 2021 年底，公司控股的煤炭地质储量为 910.34 亿吨，剩余可采储量为 190.43 亿吨，为公司的持续发展奠定了资源基础。其中，公司在陕蒙基地拥有煤炭可采储量 56.72 亿吨，在澳大利亚控制的煤炭可采储量 18.89 亿吨。由于海外经营规模大，公司可能面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险。

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 2021 年底，公司煤炭产能合计 3.12 亿吨/年，较上年底减少 0.38 亿吨/年。

表 5 公司煤炭产品产销情况

（单位：亿吨/年、亿吨、%、元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
产能	3.95	3.50	3.12
产量	2.78	2.70	2.55
产能利用率	70.35	77.25	81.73
销量	2.21	2.20	1.91
销售均价	513.20	429.50	888.65
本部吨煤生产成本	335.92	309.22	346.42
兖煤澳洲吨煤生产成本	270.51	285.25	331.80

注：2019 年产能中含部分托管矿井产能；公司产销量为自产原煤统计量（不含外购煤）；销售均价为商品煤销售均价
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司煤炭开采销售模式无明显变化。2021 年，公司生产煤炭 2.55 亿吨，同比下降 5.56%，主要系产能减少及 2021 年以来内蒙地区安全环保趋严导致阶段性停产所致，产能利用率同比提高 4.48 个百分点至 81.73%。

生产成本方面，2021 年，受职工薪酬和材料成本上升等影响，公司吨煤销售成本有所上升，其中本部吨煤生产成本同比上升 12.03%至 346.42 元/吨，兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）吨煤生产成本同比增长 16.32%至 331.80 元/吨。

安全生产方面，2021 年 5 月 26 日，原山能集团下属子公司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，最终造成 3

人死亡，公司安全生产执行力度有待加强。

煤炭销售方面，2021年，公司自产煤销售1.91亿吨，同比下降13.18%。销售价格方面，2021年以来，得益于煤炭市场价格的上行，公司煤炭销售价格同比大幅上涨1.07倍至888.65元/吨。

公司构建了国际化营销体系，贴近市场进行销售，与境内外周边企业建立战略联盟，形成了稳固的合作关系，推进营销一体化策略的实施。区域客户方面，公司境内煤炭销售以山东省内为主，山东省经济结构以钢铁、化工、机械制造等重工业为主，钢铁和电力对煤炭需求较大。作为山东省唯一大型煤炭生产企业，公司产品区域竞争力极强，华东地区销售收入占比较高。公司商品煤主要为炼焦用气精煤和动力煤。其中，气精煤主要销往宝山钢铁股份有限公司和山东钢铁集团有限公司等，动力煤主要销往华电国际电力股份有限公司等。公司主要客户多为特大型国有企业，信用水平高。公司与境内合作客户的主要结算方式为现汇和票据。公司境外煤炭目标市场为日本、韩国和澳大利亚等地，并与多个境外电厂和钢铁公司形成良好的合作伙伴关系。公司与国外下游客户结算方式以信用证为主，一般在交付产品时（通常为装船时或船只靠港时）确认收入，离付款期仍有一段时间，通常不超过21天。2021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6.70%，公司煤炭业务对单一客户依赖程度很低。

3. 贸易业务

跟踪期内，得益于大宗商品价格的上涨，公司贸易业务收入同比大幅增长，但该板块毛利率维持低水平，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、青岛中充贸易有限公司等。跟踪期内，公司整体贸易业务的运营模式无明显变化。公司贸易业务供应商和客户较为分散，2021年前五名供应商和客户采购金额占比分别为11.94%和12.49%。

公司贸易产品主要为铜、镍、钢材等。2021年，得益于主要大宗商品价格的大幅上涨，公司有色金属及钢材贸易收入同比增长14.26%，收入占77.49%。此外，2021年以来，公司考虑到化工产品行情较好且青岛保税区支持力度大，增加了橡胶等化工产品的贸易量，公司2021年化工产品贸易收入同比增加101.01亿元。

表6 公司贸易业务开展情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
有色金属及钢材	2593.17	3378.53	3860.24
油品	367.98	490.17	222.23
矿产品	269.56	296.08	587.05
化工产品	4.89	5.21	106.22
林业产品	0.00	41.36	18.95
其他	523.30	228.55	186.84
合计	3758.90	4439.90	4981.53

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

4. 煤化工业务

跟踪期内，公司煤化工产品产能利用率和产销率保持较高水平，主要化工产品价格大幅上涨。

跟踪期内，公司煤化工业务经营模式无明显变化。2021年，公司煤化工板块实现营业收入384.51亿元，同比增长55.16%，主要系各产品销售价格大幅上涨所致。

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2021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435万吨的生产能力。除焦炭受

子公司去产能影响有所下降外，其他产品产能均未发生变化。

2021 年，除尿素和焦炭外，公司各类化工产品产量均同比变化不大。其中尿素产量同比增长 9.80%，主要系 2021 年以来尿素价格高位，公司加大产能利用程度所致，公司当年尿素产能利用率达到 115.08%；公司焦炭产量同比下降 15.23%，主要系产能减少所致。公司各产品产能利用率维持在较高水平。

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。2021 年，公司完成焦炭销售 395.10 万吨，同比增长 6.50%，焦炭产销率同比上升 21.02 个百分点，主要系 2020 年疫情期间，下游需求明显减弱，以及当年部分产线试生产产品未纳入销售量统计所致。销售价格方面，2021 年，受疫情后下游需求增长影响，煤化工产品整体销售均价同比均大幅上升，甲醇、醋酸、尿素和焦炭的销售均价分别同比上升 48.03%、152.75%、53.79%和 22.53%。

表 7 煤化工主要产品产销情况

(单位：万吨/年、万吨、%、元/吨)

产品	项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
甲醇	产能	544.00	535.00	535.00
	产量	422.23	507.09	516.53
	产能利用率	77.62	94.78	92.40
	销量	365.16	359.34	400.72
	产销率	86.48	70.86	77.58
	含税销售价	1681.46	1346.27	1992.85
醋酸	产能	100.00	100.00	100.00
	产量	103.29	107.23	109.16
	产能利用率	103.29	107.23	109.16
	销量	74.72	75.92	75.72
	产销率	72.34	70.80	69.37
	含税销售价	2501.41	2233.66	5645.66
尿素	产能	70.00	52.00	52.00
	产量	66.88	54.50	59.84
	产能利用率	95.54	104.81	115.08
	销量	61.72	54.50	59.89
	产销率	92.28	100.00	100.08

表 9 截至 2021 年底公司主要在建工程情况 (单位：亿元)

	含税销售价	1475.41	1281.22	1970.33
焦炭	产能	585.00	495.00	435.00
	产量	589.10	452.42	383.51
	产能利用率	100.70	91.40	88.61
	销量	586.88	370.99	395.10
	产销率	99.62	82.00	103.02
	含税销售价	1615.77	1926.82	2360.87

资料来源：公司提供

公司煤化工板块客户较为分散。2021 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 7.45%，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。

2021 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同比均有所上升，分别为 23.44 次、10.20 次和 1.08 次，分别较上年提高 1.34 次、0.13 次和 0.05 次。与中国中煤能源集团有限公司及陕西煤业化工集团有限责任公司相比，公司经营效率较高。

表 8 2021 年经营效率指标同业对比情况

(单位：次)

项目	公司	中煤集团	陕煤化集团
销售债权周转次数	23.44	14.46	13.72
存货周转次数	10.20	15.09	13.25
总资产周转次数	1.08	0.70	0.63

注：中国中煤能源集团有限公司简称“中煤集团”，陕西煤业化工集团有限责任公司简称“陕煤化集团”，下同

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，整体投资压力较小；相关项目投产后，有利于公司业务规模的扩大及产业链的进一步完善。

截至 2021 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 297.44 亿元，已完成投资 229.17 亿元；预计 2022 年内投资 42.27 亿元。公司整体投资压力较小。

序号	项目名称	设计产能	计划总投资	截至 2021 年底已投资	2022 年拟投资	建设进度	是否存在停建缓建及在建工程减值测试情况	截至 2021 年底是否从在建工程科目转出
1	万福煤矿及选煤厂	180 万吨	50.35	47.60	11.14	矿建二期工程基本完成, 2021 年完成进尺 4460 米	否	否
2	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	42.55	1.42	DMMN 主装置基本完工	否	2021 年转入固定资产 30.38 亿元
3	30 万吨己内酰胺项目	年产能 30 万吨己内酰胺	40.45	39.03	1.42	已于 2021 年 10 月 31 日产出己内酰胺优等品, 正式投放市场	否	2021 年转入固定资产 32.97 亿元
4	长城二矿二期项目	400 万吨	25.66	17.87	3.44	井筒工程已完工, 正在进行设备安装	否	否
5	鲁新煤矿	500 万吨	30.25	52.03	4.37	矿井基本建成, 首采工作面 2019 年 12 月装备完成	否	2021 年转入固定资产 0.04 亿元
6	油房壕矿井	500 万吨	42.72	13.03	4.63	在建	否	否
7	锦源煤矿	600 万吨	38.80	15.98	9.00	在建	否	否
8	阿拉善 400MW 风电项目	400MW	23.25	1.08	6.85	完成总承包单位、监理单位、风电机组招标工作	否	否
合计	--	--	297.44	229.17	42.27	--	--	--

资料来源: 公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年财务报告, 中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年, 公司合并新增子公司34家, 多为新成立子公司, 减少子公司6家, 主要为处置或者注销; 截至2021年底, 公司纳入合并范围的二级子公司71家。2022年一季度, 公司合并范围新增1家子公司, 并减少1家子公司。跟踪期内, 公司合并范围变动较大, 但多为新成立子公司, 且公司主营业务未发生变化, 财务数据可比性强。

截至 2021 年底, 公司合并资产总额 7514.02 亿元, 所有者权益 2407.35 亿元(含

少数股东权益 1294.57 亿元); 2021 年, 公司实现营业总收入 7741.19 亿元, 利润总额 241.11 亿元。

截至2022年3月底, 公司合并资产总额 7027.41亿元, 所有者权益2290.85亿元(含少数股东权益1188.15亿元); 2022年1—3月, 公司实现营业总收入1780.30亿元, 利润总额 75.45亿元。

2. 资产质量

跟踪期内, 公司资产规模有所增长, 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 2021 年底, 公司合并资产总额 7514.02 亿元, 较年初增长 9.50%, 主要系流动资产增加所致。其中, 流动资产占 36.75%, 非流动资产占 63.25%。公司资产以非流动资产为主, 资产结构较年初变化不大。

表 10 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	2167.35	34.51	2303.95	33.57	2761.66	36.75	2233.86	31.79
货币资金	606.98	28.01	619.84	26.90	891.99	32.30	715.82	32.04

应收账款	135.05	6.23	133.96	5.81	182.22	6.60	179.31	8.03
应收款项融资	31.58	1.46	148.59	6.45	181.43	6.57	203.07	9.09
预付款项	121.49	5.61	168.29	7.30	177.89	6.44	213.57	9.56
其他应收款	337.62	15.58	304.90	13.23	318.75	11.54	0.00	0.00
存货	567.76	26.20	647.98	28.12	683.28	24.74	373.76	16.73
其他流动资产	107.47	4.96	120.75	5.24	178.59	6.47	101.17	4.53
非流动资产	4113.91	65.49	4558.30	66.43	4752.36	63.25	4793.56	68.21
长期股权投资	225.41	5.48	305.93	6.71	363.70	7.65	491.84	10.26
固定资产	1633.83	39.71	1683.18	36.93	1941.25	40.85	0.00	0.00
在建工程	628.67	15.28	673.85	14.78	464.14	9.77	0.00	0.00
无形资产	1118.39	27.19	1195.01	26.22	1246.95	26.24	1225.27	25.56
其他非流动资产	62.30	1.51	231.15	5.07	237.79	5.00	232.92	4.86
资产总额	6281.26	100.00	6862.25	100.00	7514.02	100.00	7027.41	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产2761.66亿元，较年初明显增长19.87%，主要系货币资金、应收账款及其他流动资产增加所致。

截至2021年底，公司货币资金891.99亿元，较年初大幅增长43.91%，主要系经营获现留存增加所致。其中受限资金占比26.29%，主要为银行承兑汇票保证金、票据及信用证保证金和定期存款等。

截至2021年底，公司应收账款账面价值182.22亿元，较年初大幅增长36.02%，主要系兖煤澳洲收入增长带动结算期内应收账款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主（占71.36%），累计计提坏账36.45亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为19.63亿元，占比为8.98%，集中度低。

截至2021年底，公司应收款项融资181.43亿元，较年初大幅增长22.10%，主要系公司收入规模扩大所致。公司预付款项177.89亿元，较年初增长5.70%，主要系预付货款增加所致。公司其他应收款318.75亿元，较年初增长4.54%。公司其他应收款共计计提坏账准备350.14亿元，主要为因公司下属部分僵尸企业破产清算并清退员工产生的其他应收款项确认无法收回而计提的坏账准备，公司其他应收款前五名余额合计占比16.94%，其中原兖矿鲁南化肥厂（账面

余额29.57亿元）和肥城矿业集团张家口能源有限公司（21.09亿元）均全额计提坏账准备。

截至2021年底，公司存货683.28亿元，较年初增长5.45%。存货主要由自制半成品及在产品（占55.52%）和库存商品（占33.65%）构成，累计计提跌价准备20.41亿元。

截至2021年底，公司其他流动资产178.59亿元，较年初增长47.90%，主要系待抵扣进项税和预缴税金增加所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产4752.36亿元，较年初增长4.26%。

截至2021年底，公司长期股权投资363.70亿元，较年初增长18.88%，主要系追加对山东裕龙石化有限公司的投资所致。2021年，公司对长期股权投资确认的投资收益为17.37亿元，宣告发放的现金股利或利润为7.53亿元。

表11 截至2021年底公司主要长期股权投资情况

被投资单位	期末余额（亿元）
浙商银行股份有限公司	54.63
山东裕龙石化有限公司	49.85
内蒙古锦联铝材有限公司	44.57
临商银行股份有限公司	21.45
中泰证券股份有限公司	35.93
内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司	21.66
合计	228.09

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司固定资产账面价值1941.25亿元，较年初增长15.33%，主要系荣信甲醇厂二期等在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧1386.73亿元；固定资产成新率56.80%，成新率一般。

截至2021年底，公司在建工程464.14亿元，较年初下降31.12%，主要系部分在建工程转固所致。公司无形资产1246.95亿元，较年初增长4.35%；公司无形资产主要由采矿权和土地使用权构成，累计摊销243.42亿元，计提减值准备54.72亿元。公司其他非流动资产237.79亿元，较年初增长2.87%。

截至2021年底，公司受限资产合计1003.32亿元，占总资产的13.35%，受限比例较低。

表 12 截至 2021 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

项目	金额	受限原因
货币资金	234.50	保证金、冻结资金、专项资金、监管资金等
应收账款	26.58	融资抵押
应收款项融资	40.87	融资抵押、承担被追索责任
存货	70.33	融资抵押
一年内到期的非流动资产	2.11	融资抵押
长期应收款	18.94	融资抵押
固定资产	72.86	融资抵押
无形资产	3.08	融资抵押
投资性房地产	1.71	融资抵押
在建工程	5.62	融资抵押
对鲁医控股(乐陵)有限公司股权	1.25	融资抵押
对陕西未来能源的股权	45.43	融资抵押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	61.46	融资抵押
普力马煤矿总资产	76.92	融资抵押
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	341.64	融资抵押
合计	1003.32	--

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司合并资产总额7027.41亿元，较上年底下降6.48%，主要系存货和其他流动资产减少所致。其中，流动资产占31.79%，非流动资产占68.21%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益中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 年底，公司所有者权益 2407.35 亿元，较年初增长 6.75%，主要系少数股东损益增加带动少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.22%，少数股东权益占比为 53.78%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、专项储备和未分配利润分别占 27.16%、18.51%、26.00%、5.20%和 25.59%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 2290.85 亿元，较上年底下降 4.84%，主要系少数股东权益减少所致，规模及构成均较上年底变化不大。

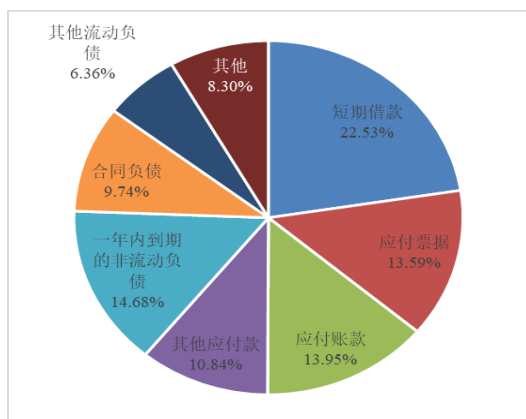
(2) 负债

跟踪期内，公司债务结构和资产结构较为匹配，但受新增长期借款及发行债券影响，公司负债规模明显上升，整体债务负担重。

截至 2021 年底，公司负债总额 5106.67 亿元，较年初增长 10.84%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 51.59%，非流动负债占 48.41%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 2634.32 亿元，较年初增长 5.46%，主要系应付票据、其他应付款、合同负债及其他流动负债增加所致，公司流动负债构成如下图所示。

图 4 截至 2021 年底公司流动负债构成情况



注：合计差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司短期借款 593.54 亿元，较年初大幅下降 20.82%，主要系公司将 2020 年底因同一控制下企业合并化工资产产生的短期借款置换为长期借款所致。公司应付票据 357.93 亿元，较年初增长 14.12%。公司应付账款 367.59 亿元，较年初下降 1.01%。公司其他应付款 285.66 亿元，较年初增长 17.70%，主要系往来款增加所致。公司一年内到期的非

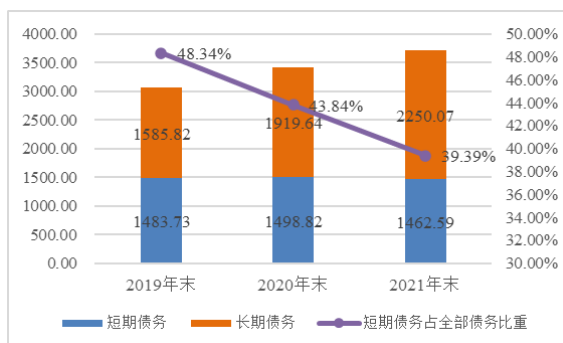
流动负债 386.64 亿元，较年初下降 0.52%。公司合同负债 256.70 亿元，较年初大幅增长 27.25%，主要系预收售楼款、工程款及产品销售款增加所致。公司合同负债主要由预收售楼款（19.28 亿元）、预收工程款（53.54 亿元）和预收产品销售款（183.31 亿元）构成。公司其他流动负债 167.54 亿元，较年初显著增长 155.58%，主要系公司发行短期及超短期融资券所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 2472.36 亿元，较年初增长 17.22%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 49.40%）和应付债券（占 38.39%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 1221.24 亿元，较年初增长 16.13%；长期借款主要由信用借款和保证借款构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 949.15 亿元，较年初增长 17.93%，主要系新发行公司债及中期票据所致。

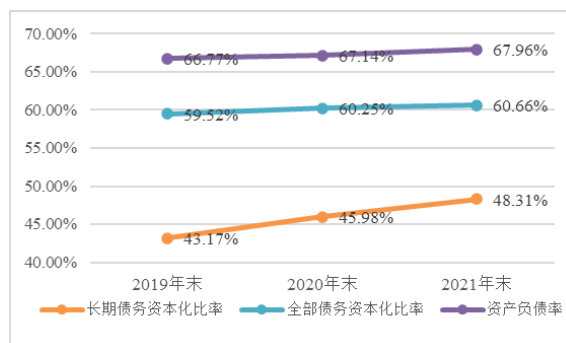
图 5 2019 - 2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司全部债务 3712.66 亿元，较年初增长 8.61%，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 39.39%，长期债务占 60.61%，以长期债务为主。其中，短期债务 1462.59 亿元，较年初下降 2.42%；长期债务 2250.07 亿元，较年初增长 17.21%。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.96%、60.66%和 48.31%，

图 6 2019 - 2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

较年初分别提高 0.82 个百分点、0.41 个百分点和 2.33 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，公司全部债务增至 4002.00 亿元。债务结构方面，短期债务 1462.59 亿元（占 36.55%），长期债务 2539.41 亿元（占 63.45%）。从债务指标看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.81%、65.39%和 54.52%，较调整前

分别上升 3.85 个百分点、4.73 个百分点和 6.21 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 4736.56 亿元，较上年底下降 7.25%，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，得益于煤炭及主要化工产品价格的大幅上涨，公司盈利能力有所提升，但非经常性损益对公司利润形成较大侵蚀。

2021 年，公司实现营业总收入 7741.19 亿元，同比增长 14.46%，主要系煤炭及主要化工产品价格上涨所致；营业成本 6788.28 亿元，同比增长 10.95%，增幅小于营业总收入增幅，公司营业利润率同比上升 2.57 个百分点至 10.89%。

期间费用方面，2021 年，公司费用总额为 486.89 亿元，同比增长 13.42%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 14.36%、47.73%、10.28% 和 27.63%。其中，销售费用为 69.90 亿元，同比下降 27.24%；管理费用为 232.41 亿元，同比增长 19.65%，主要系鄂尔多斯市营盘壕煤炭有限公司和内蒙古昊盛煤业有限公司因内蒙古区域安全监管趋严阶段性停产而计提停产损失所致；研发费用为 50.05 亿元，同比增长 49.28%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 134.53 亿元，同比增长 27.58%，主要系公司因收购内蒙古矿业（集团）有限责任公司（以下简称“内蒙古矿业”）导致债务规模于 2020 年第四季度大幅增加所致。2021 年，公司期间费用率为 6.29%，同比变动不大。考虑到持续开展的大规模贸易业务，公司费用控制能力一般。

表 13 2020 - 2021 年公司非经常性损益情况
(单位: 亿元)

科目	2020 年	2021 年	2021 年占营业利润比重
资产减值损失	20.58	44.87	18.06%
信用减值损失	0.16	86.03	34.61%
投资收益	95.65	26.71	10.75%
其他收益	20.05	8.16	3.28%

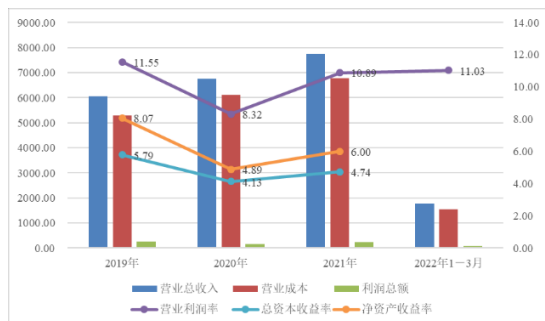
小计	136.44	165.77	66.70%
科目	2020 年	2021 年	2021 年占利润总额比重
营业外收入	32.27	13.93	5.78%
营业外支出	89.94	21.38	8.87%
小计	-57.67	-7.45	-3.09%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2021 年，公司信用减值损失为 86.03 亿元，主要为对其他应收款计提的坏账损失 84.81 亿元，占营业利润的比重为 34.61%；公司资产减值损失为 44.87 亿元，主要为存货跌价准备 17.57 亿元、固定资产减值损失 11.97 亿元、在建工程减值损失 7.80 亿元及无形资产减值损失 7.33 亿元，公司资产减值损失占营业利润的比重为 18.06%。2021 年，公司实现投资收益 26.71 亿元，同比下降 72.08%，主要系 2020 年公司获得莫拉本煤炭合营企业的控制权，确认投资收益规模较大所致，投资收益占营业利润比重为 10.75%；其他收益 8.16 亿元，同比下降 59.30%，主要系政府补助同比大幅减少所致，其他收益占营业利润比重为 3.28%，对营业利润影响不大；营业外收入 13.93 亿元，同比下降 56.83%，主要系 2020 年收购莫拉本煤炭合营企业 10% 权益以及内蒙古矿业 51% 权益，一次性确认收购利得合计 13.25 亿元所致，营业外收入占利润总额比重为 5.78%，对利润影响不大；营业外支出 21.38 亿元，同比下降 76.22%，主要系 2020 年重新将沃特岗矿业有限公司纳入合并范围，一次性确认非现金损失 68.44 亿元所致，营业外支出占利润总额比重为 8.87%。总体看，2021 年，公司非经常性损益对公司利润影响大。此外，由于公司海外资产规模大，2020—2021 年，公司分别确认 8.86 亿元和 8.15 亿元净敞口套期损失，公司面临一定汇率波动风险。

受上述因素综合影响，2021 年，公司各盈利指标有所提升，其中总资产收益率和净资产收益率分别为 4.74% 和 6.00%，同比分别提高 0.61 个百分点和 1.11 个百分点。

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

与同行业所选公司相比，公司整体盈利处较低水平。

表 14 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬 率 (%)	净资产收益 率 (%)
公司	7738.02	12.27	5.15	6.00
中煤集团	3010.03	20.99	7.53	9.79
陕煤化集团	3924.78	23.69	8.81	12.78

资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1780.30 亿元，同比增长 5.43%，主要系煤炭及主要化工产品价格同比上升所致；公司实现利润总额 75.45 亿元，同比大幅增长 106.27%。

5. 现金流

2021 年，在保持较高经营获现能力的前提下，公司经营业绩的提升带动经营活动净现金流入规模的大幅增长；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，用以满足短期债务的滚动所需。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	7557.19	8719.82	1792.14
经营活动现金流出量	7243.67	8179.03	1706.51
经营活动现金流净额	313.53	540.79	85.63
投资活动现金流入量	201.53	414.38	40.25
投资活动现金流出量	451.81	675.03	123.83
投资活动现金流净额	-250.28	-260.65	-83.58
筹资活动前现金流净额	63.25	280.14	2.05
筹资活动现金流入量	2166.28	2410.36	306.90

筹资活动现金流出量	2243.25	2432.37	400.23
筹资活动现金流净额	-76.97	-22.00	-93.34
现金收入比	109.33	110.44	99.63

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，2021 年，得益于公司收入规模的扩大带动成本的增加，公司经营活动现金收支分别同比增长 15.38% 和 12.91%。公司经营活动现金流保持大规模净流入，2021 年为 540.79 亿元，同比大幅增长 72.49%。同期，公司现金收入比同比提高 1.12 个百分点至 110.44%，公司收入实现质量好。

从投资活动看，2021 年，公司投资活动现金流入量和流出量同比均增加明显，分别同比大幅增长 105.61% 和 49.41%，公司投资活动净现金流同比变化不大，仍为大规模净流出。

公司经营活动净现金流入可较好地覆盖投资活动现金净流出，2021 年公司筹资活动前净现金流为 280.14 亿元，公司外部筹资压力不大。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入和流出均保持较大规模，但仍持续净流出。

2022 年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为 85.63 亿元、-83.58 亿元和 -93.34 亿元。

6. 偿债能力指标

跟踪期内，公司偿债能力指标明显提升，同时作为山东省内唯一国有大型煤炭企业，公司行业地位高、产能规模大，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	87.58	92.23	104.83
	速动比率 (%)	64.63	66.29	78.90
	经营现金流动负债比 (%)	13.11	12.55	20.53
	经营现金/短期债务 (倍)	0.22	0.21	0.37
	现金短期债务比 (倍)	0.58	0.56	0.78
长期 偿债	EBITDA (亿元)	606.27	527.98	613.84
	全部债务/EBITDA (倍)	5.06	6.47	6.05

能力指标	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.09	0.15
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.35	3.79
	经营现金/利息支出（倍）	2.08	1.99	3.34

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司短期偿债能力指标较年初均有提升，其中流动比率和速动比率分别较年初提高12.60个百分点和12.61个百分点，现金短期债务比较年初提高0.22倍至0.78倍；截至2022年3月底，公司流动比率和速动比率分别为94.29%和78.51%，仍保持在较高水平。整体看，公司短期偿债能力指标有所提高。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为613.84亿元，同比增长16.26%。2021年，公司经营现金/全部债务、EBITDA利息倍数和经营现金/利息支出分别较上年上升0.05倍、0.44倍和1.35倍。整体看，公司长期偿债能力指标略有提升。

截至2021年底，公司对外担保合计51.12亿元，占期末净资产的比例为2.12%。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，公司代偿风险较小。

截至2021年底，公司存在多起未决诉讼，其中，涉及金额较大的为内蒙古新长江矿业投资有限公司（以下简称“新长江”）与兖矿能源仲裁案等诉讼案。2018年4月，新长江以兖矿能源违反双方有关股权转让协议为由，向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）提出仲裁申请，要求兖州煤业支付股权转让价款人民币7.49亿元，相应违约金人民币6.56亿元及本案涉及的律师费、仲裁费、保全费等共合计约14.35亿元。该案件于2018年10月12日、2018年12月17日两次开庭审理本案，未做出裁决；2019年4月，新长江将仲裁请求变更为解除股权转让协议，并获得中国贸仲的许可，中国贸仲于2019年8月和12月分别第三次和第四次开庭审理此案，尚未作出裁决。2020年12月30日，中国贸仲做出中止审理裁定。

由于上述案件尚未做出裁决或已终止审理裁定，尚无法判断对公司的影响，联合资信将持续关注案件后续进展。

截至2022年3月底，公司在各家银行授信总额度为5076.41亿元，其中已使用授信额度2596.15亿元，未使用授信额度2480.26亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司所有者权益中未分配利润亏损幅度进一步扩大，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，利润依赖于子公司投资收益，但由于母公司承担了一定的融资功能，财务费用规模较大，母公司盈利能力弱。

截至2021年底，母公司资产总额1826.04亿元，较年初增长10.08%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产724.18亿元（占39.66%），非流动资产1101.86亿元（占60.34%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占28.08%）、其他应收款（合计）（占62.50%）和一年内到期的非流动资产（占5.53%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占7.08%）和长期股权投资（占80.28%）构成。

截至2021年底，母公司负债总额1157.99亿元，较年初增长23.62%。其中，流动负债542.31亿元（占46.83%），非流动负债615.68亿元（占53.17%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占44.54%）、其他应付款（合计）（占12.14%）、一年内到期的非流动负债（占27.65%）和其他流动负债（占14.89%）构成；非流动负债主要由长期借款（占42.49%）和应付债券（占57.08%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为63.42%，较年初提高6.94个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务1084.58亿元。其中，短期债务占43.47%、长期债务占56.53%。截至2021年底，母公司短期债务

为 471.50 亿元。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 61.88%，母公司债务负担重。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 668.04 亿元，较年初下降 7.48%，主要系未分配利润亏损进一步增加所致。在扣除掉未分配利润（-72.04 亿元）的所有者权益中，实收资本占 45.24%、资本公积占 21.48%、盈余公积占 0.58%，其他权益工具占 43.31%，母公司所有者权益中未分配利润及其他权益工具占比高，权益稳定性弱。

母公司主要履行管理职能及部分融资职能，2021 年，母公司营业总收入为 0.61 亿元，利润总额为 -42.51 亿元。2021 年，母公司财务费用 26.96 亿元，信用减值损失 35.56 亿元。同期，母公司投资收益为 31.46 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 7.76 亿元，投资活动现金流净额 -4.18 亿元，筹资活动现金流净额 94.40 亿元。

十、外部支持

公司行业地位显著，政府支持力度大。

2020 年 8 月，公司与原山能集团实施合并重组，重组完成后，公司成为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，在山东省地方经济发展中占有重要地位，充分享受了各级政府在资源收购、产业整合、项目审批、信贷支持等方面所给予的政策支持。

2021 年，公司获得与日常经营活动无关的政府补贴 2.59 亿元，三供一业移交补助资金 2.00 亿元，城镇建设资金 1.94 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、净流入量和 EBITDA 对待偿债券本金峰值及本报告所跟踪债券余额的覆盖程度均很高。

截至 2022 年 7 月 2 日，公司存续债券合计 697.29 亿元。其中，本年度剩余到期债券合计 166.80 亿元；存续债券待偿本金峰值合计 190.99 亿元（2023 年为偿债高峰期）。截至 2022 年 3 月底，公司现金类资产 978.21 亿元，为本年度剩余到期债券余额的 5.86 倍；2021 年，公司经营活动现金流入量、净流量和 EBITDA 分别为 8719.82 亿元、540.79 亿元和 613.84 亿元，分别为待偿债券本金峰值（190.99 亿元）的 45.65 倍、2.83 倍和 3.21 倍。

表 17 截至 2022 年 7 月 2 日公司存续期内债券情况

到期年限	债券余额（亿元）
2022 年	166.80
2023 年	190.99
2024 年	174.00
2025 年	112.00
2026 年	20.00
2027 年	15.00
2028 年	5.50
2030 年	8.00
2032 年	5.00
合计	697.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

本报告所跟踪债券余额合计 220.00 亿元，公司 2021 年经营活动现金流入量、净流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度均很高。

表 18 公司长期债务及债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务（亿元）	2539.41
经营现金流入/长期债务（倍）	3.43
经营现金/长期债务（倍）	0.21
长期债务/EBITDA（倍）	4.14
本报告所跟踪债券余额	220.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	39.64
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	2.46
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.36

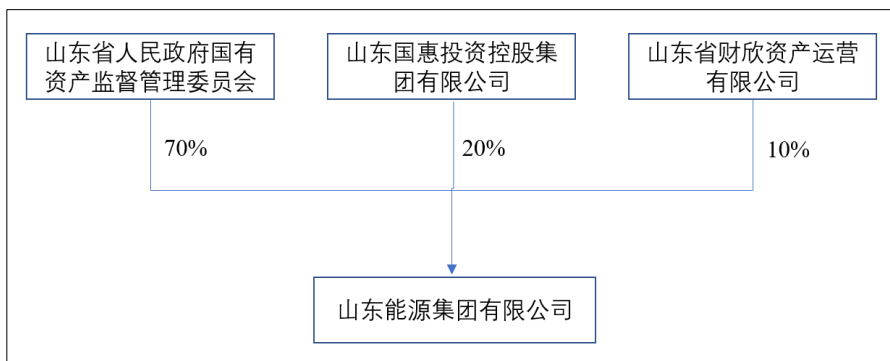
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、 结论

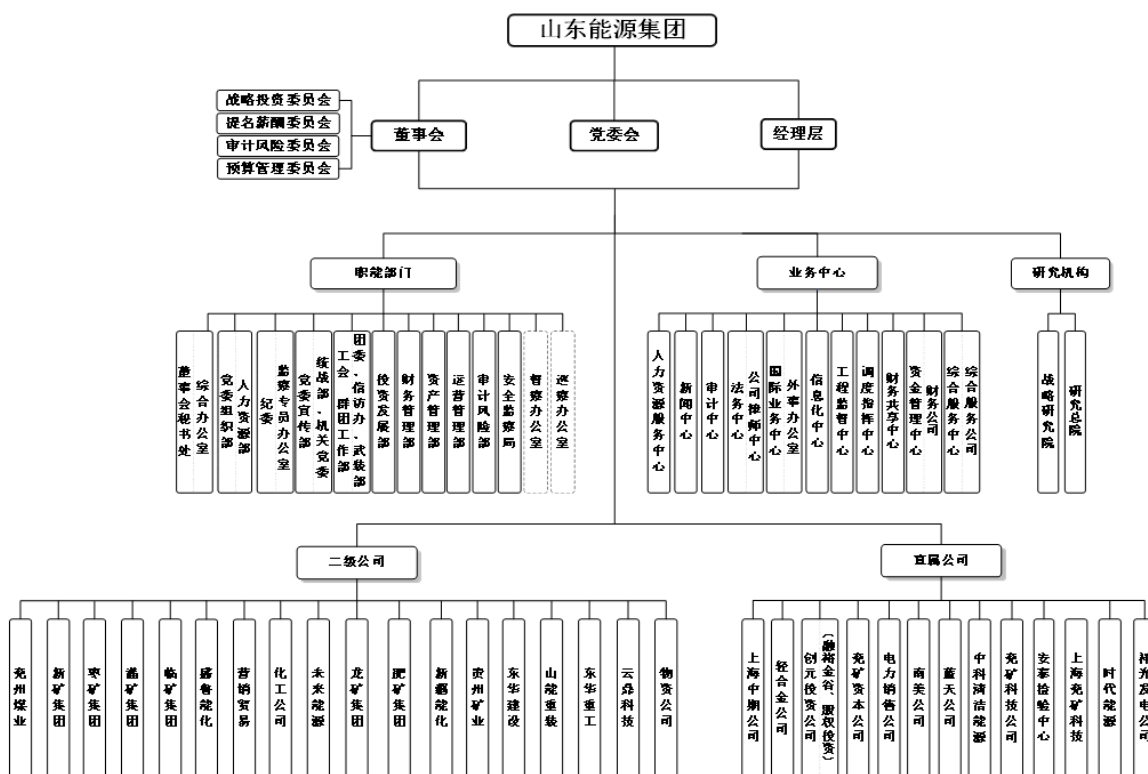
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持山东能源集团有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“22鲁能源MTN002”“21鲁能源MTN008”“21鲁能源MTN007”“21鲁能源MTN006”“21鲁能源GN005(碳中和债)”“21兖矿MTN003”“21兖矿MTN002”“21兖矿MTN001B”“21兖矿MTN001A”“20兖矿MTN005”“20兖矿MTN003”“19兖矿MTN008”“19兖矿MTN007”“19兖矿MTN005”和“19兖矿MTN004”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2022年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2022年3月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要营业收入板块	持股比例 (%)
1	兖矿能源集团股份有限公司	煤炭开采	55.76
2	兖矿新疆能化有限公司	煤炭开采	100.00
3	兖矿东华建设有限公司	建筑安装业	100.00
4	上海中期期货股份有限公司	期货市场服务	100.00
5	山东兖矿国际焦化有限公司	化工	50.00
6	山东能源集团财务有限公司	金融服务	97.10
7	新汶矿业集团有限责任公司	煤炭开采	82.17
8	枣庄矿业（集团）有限责任公司	煤炭开采	100.00
9	淄博矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00
10	肥城矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00
11	临沂矿业集团有限责任公司	煤炭开采	81.09
12	龙口矿业集团有限公司	煤炭开采	100.00
13	山东能源重型装备制造集团有限责任公司	装备制造	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	861.59	832.05	1138.89	978.21
资产总额（亿元）	6281.26	6862.25	7514.02	7027.41
所有者权益（亿元）	2087.47	2255.04	2407.35	2290.85
短期债务（亿元）	1483.73	1498.82	1462.59	/
长期债务（亿元）	1585.82	1919.64	2250.07	/
全部债务（亿元）	3069.55	3418.46	3712.66	/
营业总收入（亿元）	6070.64	6763.18	7741.19	1780.30
利润总额（亿元）	257.82	168.49	241.11	75.45
EBITDA（亿元）	606.27	527.98	613.84	--
经营性净现金流（亿元）	324.57	313.53	540.79	85.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.35	22.10	23.44	--
存货周转次数（次）	12.46	10.07	10.20	--
总资产周转次数（次）	1.30	1.03	1.08	--
现金收入比（%）	95.44	109.33	110.44	99.63
营业利润率（%）	11.55	8.32	10.89	11.03
总资本收益率（%）	5.79	4.13	4.74	--
净资产收益率（%）	8.07	4.89	6.00	--
长期债务资本化比率（%）	43.17	45.98	48.31	/
全部债务资本化比率（%）	59.52	60.25	60.66	/
资产负债率（%）	66.77	67.14	67.96	67.40
流动比率（%）	87.58	92.23	104.83	94.29
速动比率（%）	64.63	66.29	78.90	78.51
经营现金流流动负债比（%）	13.11	12.55	20.53	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.56	0.78	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.35	3.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.06	6.47	6.05	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；公司 2022 年一季度财务数据未经审计；
 2. 其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中有息债务已调整至长短期债务核算；3. 公司权益中包含永续债券；4. 公司未提供 2022 年一季度债务调整数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	131.40	136.09	229.36	137.48
资产总额（亿元）	1519.48	1658.79	1826.04	1821.86
所有者权益（亿元）	568.89	722.04	668.04	666.45
短期债务（亿元）	472.64	467.11	471.50	/
长期债务（亿元）	369.84	432.65	613.07	/
全部债务（亿元）	842.48	899.76	1084.58	/
营业总收入（亿元）	4.82	3.61	0.61	0.09
利润总额（亿元）	-6.33	139.24	-42.51	-10.72
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-17.60	-49.41	7.76	14.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.61	4.84	1.28	--
存货周转次数（次）	16.93	11.61	2.13	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	158.53	118.98	77.81	493.09
营业利润率（%）	2.13	7.19	-52.38	-172.09
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-1.11	19.28	-6.36	--
长期债务资本化比率（%）	39.40	37.47	47.85	/
全部债务资本化比率（%）	59.69	55.48	61.88	/
资产负债率（%）	62.56	56.47	63.42	63.42
流动比率（%）	74.11	112.79	133.53	112.38
速动比率（%）	74.08	112.73	133.48	112.33
经营现金流动负债比（%）	-3.06	-9.86	1.43	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.29	0.49	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告所使用 2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年及 2021 年审计报告期初数；母公司 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 母公司权益中包含永续债券；3. 已将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持