

山东能源集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行

永续期公司债券（第二期）

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕11023 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及其拟发行的 2024 年度面向专业投资者公开发行人续期公司债券（第二期）的信用状况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 2024 年面向专业投资者公开发行人续期公司债券（第二期）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

评级总监：

二〇二四年十二月二日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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。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股份有限公司（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、本报告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。

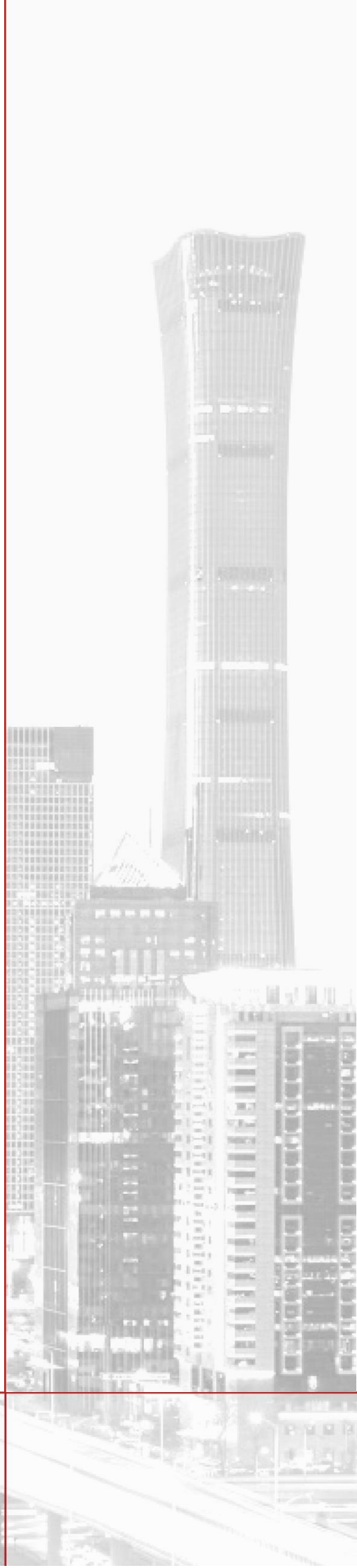
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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

2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）

信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/02

债项概况

山东能源集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期债项”）发行规模不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元）。本期债项分为两个品种，品种一期限为 2+N（2）年，品种二期限为 3+N（3）年，均按年付息，到期一次性偿还本金。本期债项募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还

有息债务。

本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

评级观点

山东能源集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省人民政府国有资产监督管理委员会下属煤炭生产企业，在资源储量及生产能力方面保持明显的规模优势，综合竞争力非常强。公司法人治理结构完善，管理水平较高。经营方面，2021 年以来，随着产能提升，公司煤炭产销量均持续增加；贸易业务收入规模持续扩大。同时，公司完成对中泰证券股份有限公司和淄博齐翔石油化工有限公司的收购，公司业务愈加多元化。财务方面，公司资产总额持续增加，货币资金较为充裕，资产受限比例较低，整体资产质量非常高；公司债务规模持续扩大，但权益规模非常大。2021 年以来，公司营业总收入持续增长，受煤价波动、合并范围变化等因素影响，盈利指标和经营获现规模波动较大。整体看，公司盈利能力很强，整体偿债能力指标表现非常好。

本期债项的发行对公司现有债务水平影响非常小。本期债项发行后，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对调整后长期债务的保障能力很强；经营活动现金流量净额对调整后长期债务的保障能力一般。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司现有在建项目的后续投资压力小。未来，随着在建项目的逐步投产，公司业务规模将进一步扩大，综合竞争力将有所提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：国内外煤炭景气度持续下行或公司主要矿产项目停产或中断，导致公司盈利能力和现金流情况明显弱化；公司债务负担明显加重，整体偿债能力指标恶化等其他不利因素。

优势

- **煤炭资源及业务规模优势显著。**截至 2023 年底，公司煤炭资源总量 901.61 亿吨，可采储量为 179.54 亿吨，煤炭产能 3.48 亿吨/年。公司具备甲醇 513.50 万吨/年、醋酸 100.00 万吨/年、尿素 92.00 万吨/年和焦炭 715.00 万吨/年生产能力。
- **公司经营业绩表现良好；经营获现能力很强。**2021—2023 年，公司利润总额波动增长，年均复合增长 28.64%，利润总额分别为 233.52 亿元、423.59 亿元和 386.45 亿元，经营活动现金流量净额分别为 544.87 亿元、988.89 亿元和 552.77 亿元，现金收入比分别为 110.60%、103.91%和 109.42%。
- **偿债能力指标表现非常好。**2021—2023 年末，公司流动比率分别为 94.95%、110.25%和 93.73%；现金短期债务比分别为 0.75 倍、1.07 倍和 0.89 倍；经营现金流动负债比率分别为 22.88%、26.82%和 13.20%；EBITDA 利息倍数分别为 3.76 倍、5.11 倍和 4.81 倍；全部债务/EBITDA 分别为 6.01 倍、5.03 倍和 5.77 倍。

关注

- **公司存在较大海外经营风险；安全生产压力较大。**公司海外业务规模较大，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、管理风险及汇兑损失等风险。2021 年以来，公司发生多起安全生产事故，同时考虑到煤炭生产为地下开采作业，存在一定发生水、火、顶板、瓦斯、煤尘等安全事故的可能性，安全生产管理压力较大。
- **公司归母净利润占比低；债务规模持续扩大。**2023 年，公司净利润 226.51 亿元，其中归属于母公司股东的净利润 58.73 亿元。如将永续债调入长期债务，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，分别为 3862.45 亿元、4767.73 亿元和 5069.74 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 煤炭企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 煤炭企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		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
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：不适用。

外部支持变动说明：不适用。

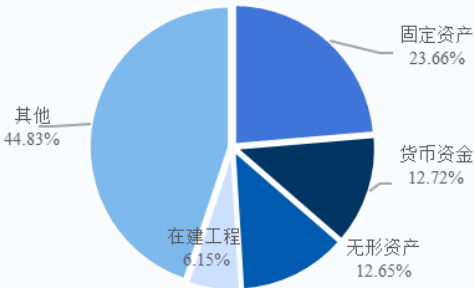
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	1069.52	2061.48	1864.21	1889.74
资产总额（亿元）	7007.81	9525.95	10020.41	10051.15
所有者权益（亿元）	2230.34	2854.97	2762.84	2800.71
短期债务（亿元）	1418.83	1925.46	2101.78	/
长期债务（亿元）	2154.28	2582.90	2651.26	/
全部债务（亿元）	3573.12	4508.36	4753.04	/
营业总收入（亿元）	7538.99	8347.15	8663.80	2040.90
利润总额（亿元）	233.52	423.59	386.45	65.86
EBITDA（亿元）	594.64	895.63	823.08	--
经营性净现金流（亿元）	544.87	988.89	552.77	74.80
营业利润率（%）	10.76	15.37	11.04	8.98
净资产收益率（%）	6.28	8.43	8.20	--
资产负债率（%）	68.17	70.03	72.43	72.14
全部债务资本化比率（%）	61.57	61.23	63.24	/
流动比率（%）	94.95	110.25	93.73	101.62
经营现金流动负债比（%）	22.88	26.82	13.20	--
现金短期债务比（倍）	0.75	1.07	0.89	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	5.11	4.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.01	5.03	5.77	--

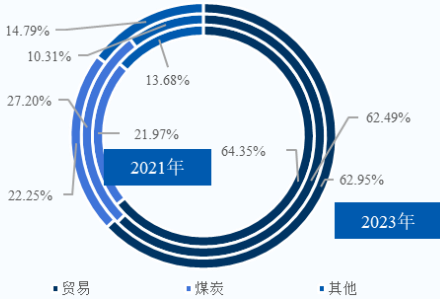
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1826.04	1888.65	1908.16	1909.97
所有者权益（亿元）	668.04	605.72	691.84	676.19
全部债务（亿元）	1004.58	1152.59	1118.67	1144.48
营业总收入（亿元）	0.61	0.73	0.80	0.06
利润总额（亿元）	-42.51	3.75	115.19	-9.95
资产负债率（%）	63.42	67.93	63.74	64.60
全部债务资本化比率（%）	60.06	65.55	61.79	62.86
流动比率（%）	133.53	100.56	72.77	74.47
经营现金流动负债比（%）	1.43	0.26	1.33	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，2021—2022 年数据分别采用 2022 年期初数和 2023 年期初数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径已将其他流动负债计息部分、拆入资金和卖出回购金融资产款计入短期债务；已将长期应付款、其他非流动负债计息部分计入长期债务；4. “/”表示数据未获取；“--”表示数据无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

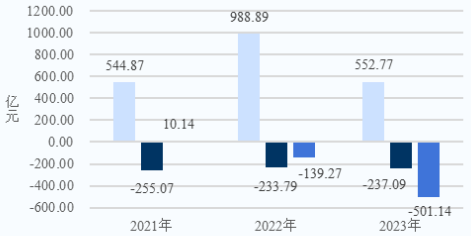
2023 年底公司资产构成



2021—2023 年公司收入构成

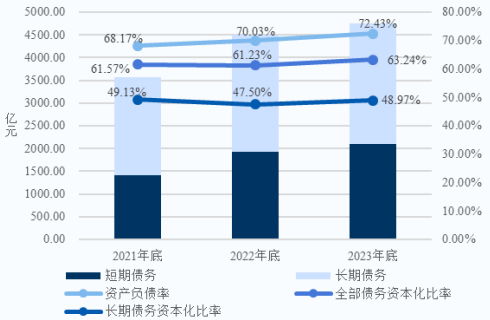


2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务
 — 资产负债率 — 全部债务资本化比率

同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	可采储量 (亿吨)	煤炭产量 (亿吨)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本 化 比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	179.54	2.74	10020.41	2762.84	8663.80	386.45	11.04	72.43	63.24	5.77	4.81
中煤集团	AAA	439.96	2.43	5252.01	2315.89	2503.50	452.71	25.03	55.90	41.83	2.45	11.32
晋控煤业	AAA	228.37	1.98	5070.86	1093.08	1700.23	85.63	18.26	78.44	71.58	8.92	3.05

注：中国中煤能源集团有限公司简称为中煤集团，晋能控股煤业集团有限公司简称为晋控煤业
资料来源：联合资信根据公司财务数据及公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/10/14	王皓 马金星	煤炭企业信用评级方法 V4.0.202208 煤炭企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2007/03/29	夏阳 朱海峰	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 皓 wanghao@lhratings.com

项目组成员：马金星 majx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、主体概况

山东能源集团有限公司（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（以下简称“原兖矿集团”）。2020 年 8 月，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并作为存续公司，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。截至 2024 年 3 月底，公司实收资本为 302.22 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”）为公司控股股东及实际控制人。

公司主营业务为煤炭和贸易业务，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 10020.41 亿元，所有者权益 2762.84 亿元（含少数股东权益 1674.45 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 8663.80 亿元，利润总额 386.45 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 10051.15 亿元，所有者权益 2800.71 亿元（含少数股东权益 1701.95 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2040.90 亿元，利润总额 65.86 亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区舜华路 28 号；法定代表人：李伟。

二、本期债项概况

1 基本发行条款

公司于 2024 年 8 月 21 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意山东能源集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2024〕1194 号），注册规模为不超过 300 亿元，本期拟发行“山东能源集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行金额为不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），分为两个品种。本期债项引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债项发行申购情况，在总发行金额内决定是否行使品种间回拨选择权。

本期债项分为两个品种，品种一以每 2 个计息年度为一个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债项品种一的期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项；品种二以每 3 个计息年度为一个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债项品种二的期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。

在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，本期债项采用单利计息，付息频率为按年付息。若公司未行使续期选择权，本期债项到期一次性偿还本金。

本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务。

本期债项不设定增信措施。

2 特殊发行条款

（1）续期选择权

本期债项品种一以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债项期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。本期债项品种二以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债项期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

（2）递延支付利息选择权

本期债项附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本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，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布《递延支付利息公告》。

（3）强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

（4）利息递延下的限制事项

若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

（5）初始票面利率确定方式

本期债项首次发行票面利率在首个周期内保持不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差。其中，品种一初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网（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）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；品种二初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网（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）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，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%）。

（6）票面利率调整机制

重新定价周期适用的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。

如果公司行使续期选择权，本期债项后续每个周期的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。品种一后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网（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）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。品种二后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网（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）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，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%）。

（7）偿付顺序

本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

（8）赎回选择权

除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债项。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债项。赎回的支付方式与本期债项到期本息支付相同，将按照本期债项登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

情形 1：公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债项的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债项进行赎回。

情形 2：公司因会计准则变更进行赎回

根据财政部《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）等相关规定，公司将本期债项计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债项计入权益时，公司有权对本期债项进行赎回。

公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日前 20 个交易日公告（会计政策变更正式实施日距年度末少于 20 个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债项。赎回的支付方式与本期债项到期本息支付相同，将按照本期债项登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本期债项将继续存续。

联合资信通过对以上条款的分析，认为本期债项一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。但考虑到公司经营情况良好，公司递延付息以及行使续期选择权的可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度，国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年三季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

随着国家发改委指导价格的出台、长协签约率及履约率的提升，煤炭价格尤其是动力煤价格趋于稳定。2023 年，煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2024 年，煤炭市场供需有望保持平衡态势，煤炭价格将趋于稳定且可控，煤炭行业有望实现持续盈利。但非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等对煤炭行业的影响仍需持续关注。完整版行业分析详见[《2024 年煤炭行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司在资源储量及生产能力方面保持明显的规模优势，综合竞争力非常强。

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。截至 2023 年底，公司煤炭资源总量 901.61 亿吨，可采储量为 179.54 亿吨，煤炭产能 3.48 亿吨/年。公司具备甲醇 513.50 万吨/年、醋酸 100.00 万吨/年、尿素 92.00 万吨/年和焦炭 715.00 万吨/年生产能力，在煤化工业务方面也具备一定的规模优势。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，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，区域竞争力极强。公司靠近国内和国际两大煤炭消费区域，与国内煤炭生产企业相比，距离中国经济最发达、煤炭需求最多的华东地区最近；与国际煤炭出口商相比，距离全球大型煤炭消费中心日本、韩国及台湾地区最近。优越的地理位置有利于降低公司运输成本，公司综合竞争力非常强。

图表 1 • 2023 年同行业对比

对比指标	公司	中国中煤能源集团有限公司	晋能控股煤业集团有限公司
可采储量（亿吨）	179.54	439.96	228.37
煤炭产量（亿吨）	2.74	2.43	1.98
资产总额（亿元）	10020.41	5252.01	5070.86
所有者权益（亿元）	2762.84	2315.89	1093.08
营业总收入（亿元）	8663.80	2503.50	1700.23
利润总额（亿元）	386.45	452.71	85.63

资料来源：公司提供、公开资料、联合资信整理

2 人员素质

公司管理人员经验丰富，能够满足公司日常经营需要。

截至 2024 年 3 月底，公司董事和高级管理人员共 12 人。

公司董事长兼党委书记李伟先生，1966 年 7 月生，中共党员，在职研究生，工学博士；历任兖矿集团鲍店煤矿矿长、党委副书记，兖矿集团南屯煤矿矿长、党委副书记，兖矿集团副总工程师、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、总经理等职务。

公司党委副书记、董事兼总经理周鸿先生，1970 年 5 月生，中共党员，经济学学士，正高级会计师，正高级经济师，教授级高级政工师。周鸿先生曾任原兖矿集团人力资源部部长、经营管理部部长、党委组织部（人力资源部）部长、总经理助理、党委常委，公司党委常委兼总审计师，滨州市委常委、组织部部长、统战部部长等职务

3 信用记录

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2024 年 8 月 29 日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清债务中，关注类贷款 9 项，不良类贷款 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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，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、山东省国资委有关规定，制定《公司章程》。公司设股东会、董事会、职工监事及高级管理人员。

根据《中国共产党章程》规定，公司设立中国共产党山东能源集团有限公司委员会及其常务委员会。公司党委领导班子成员为 5~9 人，设党委书记 1 人、副书记 1~2 人，设纪委书记 1 人。公司党委发挥领导作用，依照规定讨论和决定公司重大事项。重大经营管理事项须经党委前置研究讨论后，再由董事会或者经理层按照职权和规定程序作出决定。

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，对股东会负责。公司董事会由 9 名董事组成，包括 5 名外部董事和 1 名职工董事。因原董事岳宝德、丁海成另有调任，目前已不再担任公司董事，新任董事仍在选任中，截至本报告出具日公司董事仍缺任 2 名。公司外部董事人选由山东省国资委依法聘任或者推荐派出。职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设董事长 1 名，按照企业领导人员管理权限任免。董事每届任期 3 年。除另有规定外，任期届满，经委派或者选举可以连任。外部董事在同一企业连续任职一般不得超过两届。董事任期届满或者在任期内辞职被免职，一般应在 3 个月内更换新的董事。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会人数低于《中华人民共和国公司法》规定的最低人数的，在新的董事就任前，原董事仍应当依照法律法规和本章程的规定，履行董事职务。

根据《公司章程》，公司不设监事会，设职工监事 1 名，由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、经理层成员、财务总监不得兼任监事。监事的任期每届三年。任期届满，连选可以连任。监事任期届满未及时改选，或者监事在任期内辞职，在改选出的监事就任前，原监事应当依照法律法规和公司章程的规定，履行监事职务。

公司设总经理 1 人、副总经理若干名。经理层是公司的执行机构，对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事的监督。公司设财务总监 1 人，由山东省国资委委派或者向董事会推荐。财务总监是公司财务负责人，直接分管或者协助董事长、总经理分管财务及相关工作，依法履行财务管理、财务监督职责，对山东省国资委和董事会负责。

2 管理水平

公司内部控制制度健全，管理水平较高。

截至 2024 年 3 月底，公司本部下设多个职能部门和业务中心。

公司下属参、控股子公司非常多。公司对全资子公司实行资产经营责任制；对控股子公司坚持“产权管住，经营放开，约束到位”的管理原则，主要通过委派的产权代表行使对控股子公司的管理权。控股子公司实行自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束，在人财物、产供销等日常生产经营管理上享有自主权，并可以根据公司发展战略和规划以及自身实际，自主决定经营范围，制定生产经营计划，但计划需报公司备案。公司根据出资比例向控股子公司派出相应数额的产权代表，代表公司行使出资者的权利，同时派出财务总监。对参股公司的管理方面，公司可根据自身发展需要，有选择地选取符合国家产业政策、有发展前景、有较高投资回报率的企业或项目进行参股。

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《财务管理与会计核算办法》，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。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》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，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，防范经营风险和财务风险，公司于 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制决策程序，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。

七、重大事项

公司完成对中泰证券、齐翔集团及下属上市公司齐翔腾达的收购，业务类型愈加多元化。

中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”）原控股股东为莱芜钢铁集团有限公司（以下简称“莱钢集团”）。2022 年，莱钢集团将其持有的中泰证券 1815254297 股股份（占总股本的 26.05%）通过非公开协议转让方式转让至公司下属子公司枣庄矿业（集团）有限责任公司（以下简称“枣矿集团”）；公司将其持有的中泰证券 458091900 股股份（占总股本的 6.57%）无偿划转至枣矿集团。2022 年 7 月，上述股权已完成变更过户手续，变更后枣矿集团合计持有中泰证券 2273346197 股股份（占总股本的 32.62%），枣矿集团与其一致行动人新汶矿业集团有限责任公司（以下简称“新矿集团”）合计持有中泰证券 2515083497 股股份（占总股本的 36.09%），公司作为枣矿集团和新矿集团的控股股东，将中泰证券纳入合并报表范围。

2022 年 10 月 31 日，经公司第一届董事会第 48 次会议审议，同意子公司山东能源集团新材料有限公司（以下简称“山能新材料”）作为重整投资人，参与淄博齐翔石油化工有限公司（以下简称“齐翔集团”）破产重整并履行参与重整投资所触发的全面要约收购义务。2022 年 11 月，淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”）发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于收到要约收购报告书摘要的提示性公告》，齐翔腾达收到山能新材料出具的《淄博齐翔腾达化工股份有限公司要约收购报告书摘要》。本次要约收购系山能新材料作为重整投资人通过重整程序取得齐翔集团 80% 股权，进而间接控制齐翔集团所持有的上市公司齐翔腾达 45.91% 股份而触发。本次要约收购范围为齐翔腾达除齐翔集团以外的所有股东所持有的无限售条件流通股，要约价格 7.14 元/股，最大收购数量 1458648203 股，所需最高资金总额为 104.15 亿元。本次要约收购的资金全部来源于山能新材料的自有资金或自筹资金。本次要约收购完成后，齐翔腾达的股权分布符合上市条件，上市地位不受影响。

截至 2023 年 5 月 31 日，齐翔腾达发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于法院裁定控股股东重整计划执行完毕的公告》，法院已出具《民事裁定书》，确认《淄博齐翔石油化工有限公司重整计划》执行完毕，并终结齐翔集团重整程序。截至 2023 年 6 月底，公司已将齐翔集团纳入公司合并范围。

截至 2023 年底，齐翔腾达资产总额 267.80 亿元，所有者权益 123.15 亿元（含少数股东权益 5.14 亿元）；2023 年，齐翔腾达实现营业总收入 269.18 亿元，利润总额-5.11 亿元。截至 2024 年 3 月底，齐翔腾达资产总额 266.27 亿元，所有者权益 123.11 亿元（含少数股东权益 5.10 亿元）；2024 年 1—3 月，齐翔腾达实现营业总收入 54.80 亿元，利润总额 0.47 亿元。

八、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司收入规模持续扩大，综合毛利率波动下降。其中，煤炭业务收入和盈利受煤价波动影响波动较大；贸易业务规模持续增加，但毛利率水平很低；其他业务收入波动增长。

公司主营业务收入主要来源于煤炭和贸易业务。2021—2023 年，公司营业总收入持续增长。其中，受煤价波动影响，公司煤炭业务收入波动增长；公司不断扩大贸易业务规模，贸易业务规模占比很高。公司其他业务收入主要包含化工和金融业务。2021—2023 年，公司其他业务收入波动较大。2023 年，受益于齐翔集团及下属上市公司齐翔腾达纳入公司合并范围以及中泰证券经营业绩提升，公司其他业务收入同比大幅增长。

毛利率方面，2021—2023 年，公司煤炭业务毛利率受煤炭周期性影响波动下降；贸易业务毛利率波动提升，但其毛利率水平很低；其他业务毛利率波动下降，该业务收入规模较大，对公司利润形成有力补充。综上，公司利润受煤价波动影响较大，2021—2023 年，公司综合毛利率波动下降。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	1700.86	21.97%	41.08%	2270.68	27.20%	51.80%	1928.09	22.25%	39.07%	456.60	22.37%	32.19%
贸易	4981.53	64.35%	0.26%	5216.19	62.49%	0.39%	5454.17	62.95%	0.35%	1297.83	63.59%	0.34%
其他业务	1058.80	13.68%	22.77%	860.28	10.31%	24.95%	1281.54	14.79%	21.64%	286.47	14.04%	19.95%
合计	7741.19	100.00%	12.31%	8347.15	100.00%	16.91%	8663.80	100.00%	12.12%	2040.90	100.00%	10.22%

注：1.上表未对 2021 年数据进行追溯调整；2.公司其他业务主要包括金融、化工、电力、供热、机械、房地产、材料销售、运输业务、工程劳务、商业服务、餐饮服务、通信等；3.按金融企业列示的利息收入、手续费及佣金收入列入营业总收入，利息支出、手续费及佣金支出已计入营业成本
资料来源：公司提供

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 6.00%；随着煤价进一步下跌，公司综合毛利率水平进一步降低。

2 业务经营分析

（1）煤炭业务

2021 年以来，随着煤炭产能提升，公司煤炭产量持续增加，国内吨煤生产成本持续减少，但受拉尼娜天气周期影响，充煤澳洲吨煤生产成本持续增加。因部分煤炭自用于煤化工生产，煤炭产销率较低；2022 年以来，受国内外煤炭市场变化影响，公司煤炭销售均价持续下降。

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。公司煤炭业务主要运营主体包含充矿能源集团股份有限公司、新汶矿业集团有限责任公司、山东能源集团西北矿业有限公司、枣庄矿业（集团）有限责任公司等子公司。

2021 年以来，随着公司在内蒙古、新疆、陕西、澳大利亚等地区的新建矿井顺利竣工投产，公司的原煤生产能力不断提升，煤炭产量持续增加；受山东省内煤炭资源压覆等因素影响，煤炭产能利用率维持在 80%左右。生产成本方面，公司吨煤成本主要构成为材料、薪酬、电力等。2021—2023 年，随着煤矿智能化水平提升，公司国内产能的吨煤生产成本持续下降，但充煤澳大利亚有限公司（以下简称“充煤澳洲”）受拉尼娜天气周期影响，吨煤生产成本持续增加。

图表 3 • 公司煤炭产销情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（亿吨/年）	3.12	3.24	3.48	3.48

产量（亿吨）	2.55	2.65	2.74	0.65
产能利用率	81.73%	81.79%	78.74%	74.71%
国内吨煤生产成本（元/吨）	346.42	318.32	308.52	398.74
兖煤澳洲吨煤生产成本（元/吨）	331.80	448.40	464.42	447.94
销量（亿吨）	1.91	2.00	2.01	0.52
产销率	74.90%	75.47%	73.36%	80.00%
销售均价（元/吨）	697.51	943.97	753.61	658.06

资料来源：公司提供

煤炭销售方面，公司构建了国际化营销体系，贴近市场进行销售，并与境内外周边企业建立战略联盟。公司国外市场主要是日本、韩国、澳大利亚等地区。2023 年，公司海外煤炭销售收入 412.97 亿元，占公司煤炭业务收入的 21.42%，海外经营业务规模较大，面临一定的跨区域经营风险、管理风险以及汇兑损失风险。公司国内市场以华东和华北地区为主，其中山东省内销售规模较大。2021—2023 年，公司煤炭销量持续增长；因部分煤炭自用于煤化工生产，煤炭产销率较低。销售价格方面，2022 年以来，受国内外煤炭市场变化影响，公司煤炭销售均价持续下降。2022—2023 年，公司煤炭板块前五大客户销售金额分别占煤炭业务收入的 6.50%和 5.51%，对单一客户依赖程度很低。

（2）贸易业务

2021 年以来，公司贸易业务规模不断扩大，前五大贸易业务供应商和客户集中度均很低。公司贸易业务规模很大且毛利率很低，在业务运营过程面临一定市场变化、信用及资金风险等。

公司贸易业务主要运营主体为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、中垠物产有限公司和青岛中充有限公司。公司贸易销售模式主要为订货方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自身利润后，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，订货方验收合格后，订货方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，由订货方按约定方式回款，业务结算周期一般在 30 天内。公司采购业务包括国内采购和进口、转口采购。首先由客户提供需求，在签订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，然后相对应的贸易业务运营主体形成销售，业务周期为 3 个月。公司贸易业务结算方式主要为现汇、银行承兑汇票和信用证。2021 年以来，公司在稳固发展煤炭开采主业的同时，不断扩大油品、矿产品等贸易品种业务规模，以满足下游客户对不同产品的需求。考虑到贸易业务规模很大且毛利率很低，公司在贸易业务运营过程面临一定市场变化、信用及资金等风险。

公司贸易业务供应商和客户较为分散，2022—2023 年，公司贸易业务前五大供应商采购金额分别占贸易业务采购金额的 11.29%和 13.81%；前五大客户的销售金额分别占当期贸易业务收入的 12.35%和 11.09%，采购和销售集中度很低。

图表 4 • 公司贸易收入构成情况（单位：亿元）

产品类型	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
有色金属及钢材	3860.24	3949.35	3418.11	758.36
油品	222.23	370.93	561.80	134.96
矿产品	587.05	675.19	832.83	265.22
化工产品	106.22	23.83	322.31	56.00
林业产品	18.95	42.53	13.02	3.83
其他	186.84	154.36	306.10	79.46
合计	4981.53	5216.19	5454.17	1297.83

资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务主要包含化工和其他类业务（包含金融和新材料业务）。2021—2023 年，公司煤化工主要产品产销量持续增加，但其销售价格受市场变化影响波动较大。2023 年，因完成对齐翔集团的收购，叠加中泰证券经营业绩提升，公司其他类业务收入同比大幅增加。

公司其他业务收入主要包括化工、房地产、装备制造、工程施工以及其他类业务收入。公司其他类业务包含金融、新材料业务等，业务类型多元化。公司其他业务中化工及其他类业务占比较高，2021—2023 年公司其他业务收入波动增长。2023 年，公司完

成齐翔集团及下属上市公司齐翔腾达的收购，同时中泰证券经营业绩提升，公司其他类业务收入同比大幅增加。

图表 5 • 公司其他业务收入构成情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工	384.51	36.32%	448.38	52.12%	432.98	33.79%	98.82	34.50%
房地产	82.29	7.77%	19.20	2.23%	16.06	1.25%	0.53	0.19%
装备制造	55.77	5.27%	39.97	4.65%	34.65	2.70%	5.50	1.92%
工程施工	22.24	2.10%	14.54	1.69%	12.47	0.97%	2.71	0.95%
其他类	513.99	48.54%	338.19	39.31%	785.38	61.28%	178.91	62.45%
合计	1058.80	100.00%	860.28	100.00%	1281.54	100.00%	286.47	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

化工业务方面，公司布局了山东鲁南、陕西榆林、贵州开阳、新疆乌鲁木齐及内蒙古鄂尔多斯五大化工产业基地。2021—2023 年，公司甲醇和醋酸产能利用水平均非常高。2021—2022 年，公司尿素和焦炭产能利用率分别维持在 110%和 83%以上；2023 年，公司尿素和焦炭产能均明显提升；受新增产能尚未完全释放影响，尿素和焦炭产能利用率分别下降至 64.13%和 73.15%。销售方面，2021 年，公司甲醇产销率较低，2022 年以来产销水平有所提升；因公司部分醋酸产品用于内部其他化工产品的生产，产销率较低；尿素和焦炭产销率均保持高水平。2021—2023 年，受市场行情变化影响，甲醇、尿素和焦炭产品销售价格均波动下跌，醋酸产品价格持续下跌，其中 2023 年甲醇和焦炭毛利率分别为-2.34%和-1.75%。

图表 6 • 公司煤化工产品产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

产品 类型	2021 年				2022 年				2023 年			
	产能	产量	销量	销售价格	产能	产量	销量	销售价格	产能	产量	销量	销售价格
甲醇	535.00	516.53	400.72	1992.85	531.00	531.29	508.81	2064.13	513.50	561.32	518.84	1878.56
醋酸	100.00	109.16	75.72	5645.66	100.00	103.58	71.16	3447.68	100.00	113.94	73.84	2785.53
尿素	52.00	59.84	59.89	1970.33	52.00	62.79	63.27	2081.20	92.00	59.00	61.55	1725.48
焦炭	435.00	383.51	395.10	2360.87	563.00	468.01	493.17	2661.80	715.00	523.00	518.79	2054.35
合计	--	1069.04	931.43	--	--	1165.67	1136.41	--	--	1257.26	1173.02	--

资料来源：公司提供

金融业务方面，中泰证券拥有中国证券业协会会员资格、上海证券交易所会员资格和深圳证券交易所会员资格。中泰证券的业务主要包括财富管理业务、证券及另类投资业务、投资银行业务、期货业务、资产管理业务等。中泰证券的业务主要包括财富管理业务、证券及另类投资业务、投资银行业务、期货业务、资产管理业务等。2023 年，中泰证券实现营业收入 127.62 亿元，同比大幅增长 36.86%；实现利润总额 25.57 亿元，同比显著增长 226.99%

3 经营效率

公司经营效率指标表现好。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 23.51 次、21.92 次和 21.49 次，持续下降；存货周转次数分别为 13.59 次、21.74 次和 25.90 次，持续增长，其中 2022 年增幅较大主要系对 2021 年数据追溯调整后，自制半成品及产成品同比大幅减少使得存货净值减少所致；2023 年同比增长主要系营业成本增加，但期末存货净值减少所致。2021—2023 年，公司总资产周转次数分别为 1.09 次、1.01 次和 0.89 次，持续下降。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现好。

图表 7 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	中国中煤能源集团有限公司	晋能控股煤业集团有限公司
销售债权周转次数（次）	21.49	11.96	8.05
存货周转次数（次）	25.90	12.60	6.37
总资产周转次数（次）	0.89	0.49	0.34

资料来源：联合资信根据公开数据整理

4 未来发展

公司整体投资压力小。未来，相关项目投产将有利于公司业务规模的扩大及业务的多元化。

截至 2023 年底，公司在建项目主要为煤炭、新能源及化工新材料项目，2024 年计划投资 29.35 亿元。公司拟建项目主要围绕煤炭、化工及发电业务，2024 年计划投资 96.91 亿元，整体投资压力小。

图表 8 • 截至 2023 年底主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	设计产能或 装机容量	计划 总投资金额	截至 2023 年底已 投资金额	2024 年拟投资 金额	截至 2023 年底建设进度
万福煤矿及选煤厂	180 万吨/年	81.50	60.68	13.19	完成进尺 5672 米
长城二矿二期项目	400 万吨/年	30.81	20.32	0.31	完成进尺 1060 米
鲁新煤矿	500 万吨/年	50.10	64.41	0.10	具备联合试运转条件
油房壕矿井	500 万吨/年	54.42	20.30	7.46	风井已完工
阿拉善 400MW 风电项目	400MW	24.51	17.85	5.75	全容量建成并网
玻纤 30 万吨高性能玻纤智造项目	30 万吨/年	36.64	15.81	2.54	一期建成试生产
合计	--	277.98	199.37	29.35	--

资料来源：公司提供

图表 9 • 截至 2023 年底主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	设计产能或装机容量	计划总投资	2024 年拟投资额
准东五彩湾四号露天矿	1000 万吨/年	65.83	33.96
五彩湾 80 万吨/年烯烃项目	80 万吨/年	198.24	5.24
鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目	6 万吨/年	12.72	3.59
新泰 2×60 万千瓦级燃煤发电项目	1320MW	65.13	15.55
渤中海上风电 B1 场址项目	100MW	10.77	5.00
渤中海上 G 场址风电项目	700MW	78.94	33.57
合计	--	431.63	96.91

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 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，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2022 年，公司合并范围内子公司较上年新增 8 家，减少 3 家。2023 年，公司合并范围内新增 3 家二级子公司，减少 3 家二级子公司。因公司发生会计前期差错更正和重要会计政策变更，为保障财务数据可比性，本报告财务分析部分 2021 年和 2022 年数据分别使用 2022 年和 2023 年期初数。

1 资产质量

公司资产规模持续扩大，资产结构以非流动资产为主。公司货币资金较为充裕，资产受限比例较低，整体资产质量非常高。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 19.58%。截至 2022 年底，受合并中泰证券影响，公司货币资金、交易性金融资产、其他流动资产、拆出资金等科目均大幅增加，使得公司资产总额较年初大幅增长。截至 2023 年底，公司资产总额较年初增长 5.19%；资产结构以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2023 年底，公司流动资产较年初下降 3.46%。其中，货币资金较年初下降 12.60%。货币资金中有 294.43 亿元受限资金，受限比例为 23.10%；交易性金融资产较年初变化不大；其他应收款账面价值较年初增长 21.98%，主要系与政府之间的往来款、备用金、保证金、抵押金等增加所致，累计计提坏账 352.25 亿元。截至 2023 年底，公司其他应收款账面余额主要分布在 1 年以内（含 1 年，占 21.85%）、1~2 年（占 19.07%）、2~3 年（占 14.54%）和 5 年以上（占 37.89%）；按欠款方归集的前五名其他应收款期末余额分别为肥城矿业集团杨营能源有限责任公司 18.18 亿元、兖矿峰山化工有限公司 17.43 亿元、兖矿铝业国际贸易有限公司（以下简称“兖矿铝业”）14.70 亿元、华远资源投资有限公司 14.16 亿元和深圳市奥园实业发展有限公司 12.41 亿元。

¹, 其中兖矿铝业累计计提坏账准备 13.57 亿元, 其余均全额计提坏账准备。截至 2023 年底, 公司其他流动资产较年初增长 16.64%, 主要系土地塌陷、复原、重整及环保费和存出保证金增加所致; 拆出资金较年初增长 7.27%。

非流动资产方面, 截至 2023 年底, 公司非流动资产较年初增长 11.63%。其中, 长期股权投资较年初增长 12.33%, 主要系公司分别对山东裕龙石化有限公司、水发能源集团有限公司和山东汇荣恒鑫投资合伙企业(有限合伙)追加投资 23.82 亿元、20.00 亿元和 15.00 亿元所致。截至 2023 年底, 公司固定资产较年初增长 17.06%, 主要由房屋及建筑物(1218.96 亿元)和机器设备(1049.35 亿元)构成, 累计计提折旧 1727.41 亿元; 固定资产成新率 58.29%, 成新率尚可。截至 2023 年底, 随着在建项目投入增加, 公司在建工程较年初增长 15.56%; 无形资产较年初增长 3.32%, 主要由采(探)矿权(975.78 亿元)、土地使用权(201.86 亿元)和产能置换(49.60 亿元)构成。

截至 2024 年 3 月底, 公司资产总额和资产结构均较上年底变化不大。

图表 10 • 公司主要资产情况 (单位: 亿元)

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	2261.08	32.27%	4065.48	42.68%	3924.95	39.17%	4038.46	40.18%
货币资金	822.52	11.74%	1458.38	15.31%	1274.59	12.72%	1305.15	12.99%
交易性金融资产	59.84	0.85%	421.86	4.43%	419.09	4.18%	457.33	4.55%
其他应收款	287.03	4.10%	325.74	3.42%	397.33	3.97%	395.16	3.93%
其他流动资产	164.20	2.34%	325.77	3.42%	379.99	3.79%	427.30	4.25%
拆出资金	0.00	0.00%	309.63	3.25%	332.13	3.31%	310.45	3.09%
非流动资产	4746.74	67.73%	5460.47	57.32%	6095.47	60.83%	6012.69	59.82%
长期股权投资	334.16	4.77%	441.41	4.63%	495.84	4.95%	495.84	4.93%
固定资产	1895.37	27.05%	2025.29	21.26%	2370.82	23.66%	2316.42	23.05%
在建工程	457.34	6.53%	540.43	5.67%	624.52	6.23%	642.49	6.39%
无形资产	1237.87	17.66%	1226.78	12.88%	1267.47	12.65%	1247.31	12.41%
资产总额	7007.81	100.00%	9525.95	100.00%	10020.41	100.00%	10051.15	100.00%

注: 表中其他应收款包含应收利息和应收股利, 固定资产包含固定资产清理, 在建工程包含工程物资
 资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年底, 公司受限资产占资产总额的比例较低。

图表 11 • 截至 2023 年底公司受限资产情况 (单位: 亿元)

项目	账面价值	占比	受限原因
货币资金	294.43	2.94%	保证金、冻结资金、专项资金、监管资金、治理资金等
应收票据	4.64	0.05%	质押
应收账款	0.01	0.00%	冻结
应收款项融资	16.10	0.16%	票据质押、保函
存货	5.13	0.05%	抵押担保、法院强制执行
固定资产	63.73	0.64%	融资抵押、质押、售后回租、查封
无形资产	17.74	0.18%	融资抵押、查封
在建工程	20.43	0.20%	融资抵押
债权投资	4.78	0.05%	融资抵押
长期应收款	41.11	0.41%	质押
投资性房地产	6.74	0.07%	融资抵押
长期股权投资	105.56	1.05%	质押、冻结
其他债权投资	174.52	1.74%	融资质押

¹兖矿峰山化工有限公司和兖矿铝业为公司参股企业。

交易性金融资产	112.31	1.12%	融资质押、限售股
其他权益工具投资	4.06	0.04%	转融通担保
普力马煤矿总资产	94.35	0.94%	抵押贷款
兖煤澳大利亚有限公司净资产	88.60	0.88%	长期借款质押
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	523.80	5.23%	银行授信额度抵押
合计	1578.04	15.75%	—

注：尾差系数据四舍五入所致
 资料来源：公司年报

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模非常大，权益结构稳定性有待提升。

2021—2023 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 11.30%。其中，因中泰证券纳入公司合并范围，2022 年末公司少数股东权益大幅增加，使得公司所有者权益较年初增长 28.01%。截至 2023 年底，公司所有者权益较年初下降 3.23%，主要系利润分配导致期末留存减少所致。其中，少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比高，公司权益结构稳定性不佳。截至 2023 年底，公司永续债发行规模增加，其他权益工具较年初增长 22.10%。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益和权益结构均较上年底变化不大。

图表 12 • 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	302.22	13.55%	302.22	10.59%	302.22	10.94%	302.22	10.79%
其他权益工具	289.34	12.97%	259.38	9.09%	316.70	11.46%	316.70	11.31%
资本公积	194.44	8.72%	191.16	6.70%	246.97	8.94%	246.47	8.80%
其他综合收益	-31.77	-1.42%	-39.65	-1.39%	-36.41	-1.32%	-40.47	-1.45%
未分配利润	255.77	11.47%	240.44	8.42%	211.78	7.67%	216.18	7.72%
归属于公司本部所有者权益合计	1072.32	48.08%	1006.96	35.27%	1088.39	39.39%	1098.76	39.23%
少数股东权益	1158.02	51.92%	1848.01	64.73%	1674.45	60.61%	1701.95	60.77%
所有者权益合计	2230.34	100.00%	2854.97	100.00%	2762.84	100.00%	2800.71	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

（2）负债

公司负债和有息债务规模均持续扩大；2022 年末，因合并中泰证券，公司负债和有息债务均增幅较大。整体看，公司债务结构和资产结构较为匹配，债务负担较重。

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 23.25%。其中，截至 2022 年底，因收购中泰证券，公司新增大量卖出回购债券业务及证券经纪业务，使得卖出回购金融资产款和代理买卖证券款分别较年初大幅增长，同时使得短期借款及应付债券等有息债务规模增加，公司负债总额较年初大幅增长 39.63%。截至 2023 年底，公司负债总额较年初增长 8.79%；负债结构相对均衡。

流动负债方面，截至 2023 年底，公司流动负债较年初增长 13.56%。其中，公司短期借款较年初有所下降；应付账款较年初增幅较大，主要系贸易业务规模增加以及年末在建项目集中挂账跨年度付款所致；其他应付款较年初大幅增长 53.37%，主要系储备资源、缴纳政府保证金、村庄搬迁项目等因素导致往来款金额大幅增加所致；一年内到期的非流动负债较年初大幅增长 50.56%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。截至 2023 年底，公司代理买卖证券款较年初下降 6.20%。非流动负债方面，截至 2023 年底，公司非流动负债较年初变化不大。其中，公司长期借款较年初增长 29.18%；应付债券较年初下降 21.32%。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额和负债结构均较上年底变化不大。其中，应付票据较上年底下降 27.74%；长期借款较上年底增长 13.59%。

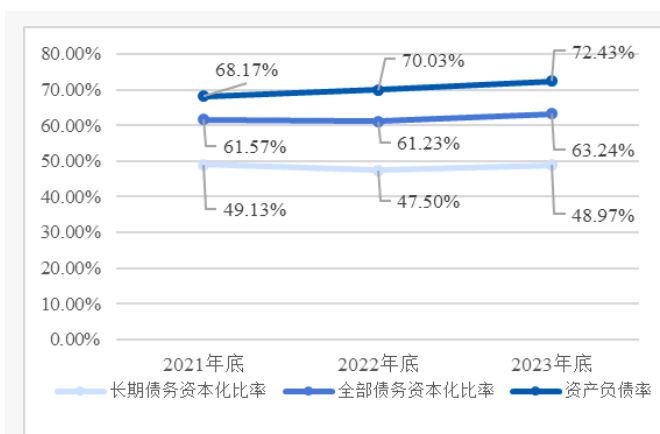
图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	2381.21	49.84%	3687.45	55.28%	4187.50	57.70%	3974.05	54.81%
短期借款	577.02	12.08%	706.59	10.59%	649.90	8.95%	703.59	9.70%
应付票据	350.20	7.33%	452.29	6.78%	479.13	6.60%	346.22	4.78%
应付账款	323.54	6.77%	324.67	4.87%	537.37	7.40%	490.73	6.77%
其他应付款	292.88	6.13%	319.36	4.79%	489.79	6.75%	457.64	6.31%
一年内到期的非流动负债	379.64	7.95%	451.33	6.77%	679.54	9.36%	647.88	8.94%
卖出回购金融资产款	0.50	0.01%	253.20	3.80%	257.19	3.54%	257.95	3.56%
代理买卖证券款	0.27	0.01%	624.35	9.36%	585.61	8.07%	612.78	8.45%
非流动负债	2396.26	50.16%	2983.52	44.72%	3070.08	42.30%	3276.39	45.19%
长期借款	1126.80	23.59%	1185.02	17.76%	1530.79	21.09%	1738.76	23.98%
应付债券	949.15	19.87%	1304.52	19.56%	1026.44	14.14%	1023.00	14.11%
负债总额	4777.47	100.00%	6670.98	100.00%	7257.57	100.00%	7250.44	100.00%

注：其他应付款包含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

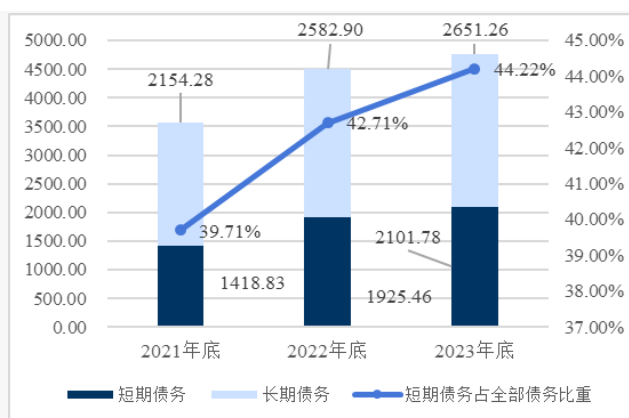
有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 15.34%。若将拆入资金、卖出回购金融资产款计入短期债务，截至 2023 年底，公司全部债务 4753.04 亿元，较年初增长 5.43%；债务结构相对均衡。其中，短期债务较年初增长 9.16%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务较年初变化不大。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别提高 2.40 个百分点、2.01 个百分点和 1.47 个百分点，债务负担加重。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 5069.74 亿元。债务结构方面，短期债务 2101.78 亿元（占 41.46%），长期债务 2967.96 亿元（占 58.54%）。从债务指标看，截至 2023 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 75.59%、67.45%和 54.82%，较调整前分别上升 3.16 个百分点、4.21 个百分点和 5.85 个百分点。

图表 14 • 公司杠杆指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 15 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



注：本报告已将拆入资金、卖出回购金融资产款计入短期债务
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

3 盈利能力

2021 年以来，公司收入规模持续扩大；受煤价波动、合并范围变化及减值损失等因素影响，利润总额波动较大。公司归母净利润占比低，但整体盈利水平很高。

2021—2023 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长。从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 17.69%；公司期间费用率分别为 6.12%、7.83%和 7.38%。非经常性损益方面，2022 年，受合并中泰证券影响，公司投资收益同比大幅增加，占营业利润比重为 10.86%。同期，公司确认大额资产减值损失和信用减值损失，同时由于公司海外资产规模较大，

2022 年确认 11.08 亿元净敞口套期损失，资产减值损失、信用减值损失和净敞口套期损失对公司当期营业利润形成较大侵蚀。2023 年，公司投资收益同比增长 4.90%；资产减值损失同比明显减少，信用减值损失由-84.31 亿元转为 5.00 亿元。综上，2021—2023 年，公司利润总额和净利润均波动增长，其中归属于母公司股东的净利润占比低。盈利指标方面，2021—2023 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动提升。整体看，公司盈利指标表现很好。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 6.00%；营业利润率同比下降 3.42 个百分点。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

科目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	7538.99	8347.15	8663.80	2040.90
营业成本	6627.01	6921.93	7589.64	1826.43
期间费用	461.65	653.18	639.46	138.63
投资收益	24.99	47.37	49.69	7.80
资产减值损失	-44.40	-123.22	-5.72	-0.04
信用减值损失	-84.27	-84.31	5.00	-6.55
利润总额	233.52	423.59	386.45	65.86
净利润	140.00	240.56	226.51	42.37
其中：归属母公司股东的净利润	10.68	2.25	58.73	8.95
营业利润率	10.76%	15.37%	11.04%	8.98%
总资本收益率	4.85%	5.63%	5.16%	--
净资产收益率	6.28%	8.43%	8.20%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

与所选同行业其他公司比较，公司盈利指标表现较好。

图表 17 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	中国中煤能源集团有限公司	晋能控股煤业集团有限公司
营业总收入（亿元）	8663.80	2503.50	1700.23
销售毛利率	10.22%	29.46%	22.24%
总资产报酬率	5.47%	9.72%	3.57%
净资产收益率	8.20%	14.85%	3.94%

资料来源：联合资信根据公开数据整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金保持大规模净流入状态，可满足公司对外投资需求；同时，公司收入实现质量非常高。

2021—2023 年，公司经营活动现金保持大规模净流入状态，其净流入量波动增长；公司现金收入比维持在 100%以上，收入实现质量非常高。2021—2023 年，公司陆续完成对中泰证券和齐翔集团的收购，同时随着在建项目持续投入，公司投资活动现金持续净流出，经营活动产生的现金可满足公司对外投资支出。从筹资活动来看，2022 年，公司偿付较多债务，使得筹资活动现金流由净流入转为净流出；2023 年，公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金和支付其他筹资活动有关的现金同比分别大幅增加 231.27 亿元和 123.31 亿元，使得筹资活动现金净流出量同比大幅增加。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入量同比下降 38.73%，无法覆盖当期对外投资支出，公司对外融资需求明显增加。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流量净额	544.87	988.89	552.77	74.80
投资活动现金流量净额	-255.07	-233.79	-237.09	-107.42
筹资活动前现金流量净额	289.80	755.10	315.68	-32.62

筹资活动现金流量净额	10.14	-139.27	-501.14	213.35
现金收入比	110.60%	103.91%	109.42%	115.58%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

5 偿债指标

受经营业绩波动影响，公司各项偿债能力指标有所波动；考虑到公司再融资能力极强，整体偿债能力非常强。

图表 19 • 公司偿债能力指标情况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率	94.95%	110.25%	93.73%	101.62%
	速动比率	81.21%	101.86%	87.12%	93.35%
	经营现金流动负债比	22.88%	26.82%	13.20%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.38	0.51	0.26	--
	现金短期债务比（倍）	0.75	1.07	0.89	0.83
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	594.64	895.63	823.08	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.01	5.03	5.77	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	5.11	4.81	--

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数据整理

2021—2023 年末，公司各项偿债能力指标均有所波动。截至 2023 年底，公司流动负债较年初增加，流动比率与速动比率均较年初有所下降。2023 年，公司经营活动净流入同比大幅减少，使得公司经营现金流动负债比和经营现金/短期债务指标表现均有所弱化。同时，受短期债务增加影响，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。2023 年，公司 EBITDA 同比减少，有息债务规模扩大，EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度均有所降低。考虑到公司再融资能力极强，整体偿债能力非常强。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保（不含对子公司的担保）金额为 322.92 亿元，担保比率为 11.69%。

图表 20 • 截至 2023 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	是否存在关联关系	担保金额	担保起始日	担保到期日	担保方式
山东裕龙石化有限公司	是	191.37	2022.03.11	2025.03.10	连带责任保证
山东国欣颐养集团智城房地产有限公司	是	5.30	2019.09.20	2026.09.19	连带责任保证
上海地利置业有限公司	是	18.00	2020.10.30	2030.10.29	连带责任保证
中垠地产有限公司	是	54.00	2019.12.20	2024.12.29	连带责任保证
水发集团有限公司	是	13.75	2023.09.28	2026.09.21	连带责任保证
伊犁新天煤化工有限责任公司	是	32.31	2018.07.30	2033.07.31	连带责任保证
泰安市国泰民安融资性担保有限公司	否	0.05	2020.06.17	2025.06.17	抵押
山东颐养健康集团颐和发展有限公司	是	1.86	2017.02.23	2034.02.23	连带责任保证
青岛中筑置业有限公司	否	0.88	2020.07.30	2026.12.31	连带责任保证
内蒙古锦联铝材有限公司	是	0.90	2015.12.16	2025.12.16	连带责任保证
陕西靖神铁路有限责任公司	是	3.14	2018.07.26	2043.07.25	连带责任保证
烟台金正环保科技有限公司	是	1.37	2023.03.10	2026.05.09	连带责任保证
合计	--	322.92	--	--	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司存在多起未决诉讼，其中涉诉金额较大主要为以下 2 起案件：

（1）2022 年 1 月，中泰证券收到北京金融法院送达的《民事起诉状》，上海君盈资产管理合伙企业（有限合伙）等两千名证券投资者（以下简称“投资者”）向法院诉请判令乐视网向投资者支付因虚假陈述引起的投资损失之侵权赔偿款项（含投资差额损失、印花税、佣金、利息），共计 457135.72 万元，判令除乐视网外包括中泰证券在内的二十名被告对原告的上述损失承担连带赔

偿责任。中泰证券为乐视网 2016 年非公开发行股票项目的联席主承销商之一，而非保荐机构。2023 年 9 月 22 日，中泰证券收到北京金融法院送达的（2021）京 74 民初 111 号《民事判决书》，北京金融法院一审判决驳回了原告投资者对中泰证券的诉讼请求。上诉期内，中泰证券收到北京金融法院送达的《民事上诉状》，一审投资者提起上诉，请求改判二十二名被上诉人（含中泰证券）对乐视网应支付给投资者的虚假陈述侵权赔偿款项承担全额连带赔偿责任。

（2）中泰证券于 2023 年合并万家基金管理有限公司（以下简称“万家基金”），新增部分以前年度发生的未决诉讼。其中，万家基金作为被告涉案金额为 8.96 亿元。万家基金下属万家共赢资产管理有限公司（以下简称“万家共赢”）被沈阳市辽中区农村信用合作联社（以下简称“辽中信用社”）提起诉讼，判令万家共赢对辽中信用社的损失承担赔偿责任。作为管理人于 2016 年 4 月设立“万家共赢敦化一号专项资产管理计划”（以下简称“敦化一号”），该计划为单一资产管理计划，根据委托人吉林敦化农村商业银行股份有限公司（以下简称“敦化农商行”）的投资指令进行被动投资。敦化一号于 2016 年 12 月提前终止并完成现状分配和清算，敦化农商行已书面确认。2022 年 6 月 22 日，万家共赢收到沈阳市中级人民法院文书，因敦化一号项下票据收益权投资项目与第三方产生纠纷，沈阳市辽中区农村信用合作联社（以下简称“辽中信用社”）作为原告以侵权纠纷为由，起诉陆某、罗某、敦化农商行、万家共赢及广西横州桂银村镇银行股份有限公司。本案主要诉讼请求之一为判令被告万家共赢、广西桂银对辽中信用社的损失承担赔偿责任。2023 年 8 月 2 日，沈阳市中级人民法院作出《民事裁定书》，认为原告辽中信用社不能证明被骗资金实际损失，要求侵权赔偿缺乏依据，裁定驳回辽中信用社的起诉。辽中信用社不服上述裁定提出上诉，请求撤销上述裁定。辽宁省高级人民法院受理上诉案件，并于 2023 年 12 月 18 日作出《民事裁定书》，裁定撤销沈阳市中级人民法院（2022）辽 01 民初 680 号民事裁定，本案指令沈阳市中级人民法院审理。

截至 2024 年 3 月底，以上两起诉讼尚未做出裁决，联合资信将持续关注案件后续进展。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司已获得 7815.68 亿元授信额度，已使用额度 3449.34 亿元，剩余授信额度为 4366.34 亿元。

6 公司本部财务分析

公司本部所有者权益中未分配利润仍为负数且其他权益工具占比较高，权益稳定性弱。公司本部主要履行管理职能，收入规模小，利润依赖于对子公司的投资收益。公司本部债务负担很重。

2021—2023 年末，公司本部资产总额波动增长，年均复合增长 2.22%。截至 2023 年底，公司本部资产总额 1908.16 亿元。其中，流动资产占 20.79%，非流动资产占 79.21%。从构成看，截至 2023 年底，公司本部流动资产主要由货币资金（占 9.51%）和其他应收款（占 88.13%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 9.76%）和长期股权投资（占 82.35%）构成。2021—2023 年末，公司本部负债波动下降，年均复合下降 2.49%。截至 2023 年底，公司本部负债总额 1216.33 亿元，较年初下降 5.19%；负债结构仍以非流动负债为主。2021—2023 年末，公司本部所有者权益波动增长，年均复合增长 1.77%。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 691.84 亿元，较年初增长 14.22%。在所有者权益中，公司实收资本 302.22 亿元、其他权益工具 316.70 亿元、资本公积 115.65 亿元、未分配利润-47.13 亿元、盈余公积 3.86 亿元。截至 2023 年底，公司资产负债率为 63.74%，全部债务资本化比率为 61.79%。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 80.34%和 79.28%。整体看，公司本部债务负担很重。

公司本部主要履行管理职能及部分融资职能。2021—2023 年，公司本部营业总收入持续增长；2022 年，公司本部利润总额由负转正，2023 年同比大幅增长。2023 年，公司本部营业总收入为 0.80 亿元，利润总额为 115.19 亿元（包含投资收益为 145.87 亿元）。现金流方面，2021—2023 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额波动下降，投资活动产生的现金流量净额波动增长，筹资活动产生的现金流量净额波动下降。2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 7.27 亿元，投资活动现金流净额 75.92 亿元，筹资活动现金流净额-117.05 亿元。

十、ESG 分析

公司作为地方大型国有企业，在社会责任和环保责任等方面积极履责。2021 年以来，公司发生安全生产事故致人员伤亡，安全生产管理仍有待加强。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为煤炭企业，公司在煤炭开采、洗选和自利用环节均涉及能源消耗和污染物排放，存在碳排放、环保等风险，面临较大的安全生产压力。近年来，公司在生产过程中制定了完备的环保制度，设置严格遵守《中华人民共和国环境保护法》等环境保护相关法律法规，严格执行《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》等相关行业标准。为加强公司环保工作管理，公司

设置专职环保管理机构，负责日常环保监测工作，定期开展环保监督工作。公司设立环保工作任务和目标，对二氧化硫、氮氧化物、烟尘等大气污染物的排放、工业废水的排放、粉尘和灰渣、噪音等环保指标设定了达标标准。2023 年，公司暂未出现重大污染与废物排放等相关监管处罚。随着我国环保监管力度的不断增加，公司环保工作仍存在一定压力。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人。安全生产方面，公司制定了《山东能源集团有限公司生产安全事故综合应急预案》《安全风险管控和隐患排查治理管理办法》《安全生产监督检查办法（试行）》和《安全生产标准化管理办法》，安全生产管理运行机制和程序较为完善。因煤炭生产为地下开采作业，存在一定发生水、火、顶板、瓦斯、煤尘等安全事故的可能性，公司安全生产压力较大。2021 年以来，公司发生多起安全生产事故。其中，2021 年 5 月 26 日，子公司枣矿集团下属新安煤业有限公司掘进工作面突发冒顶事故，造成 3 人死亡。2022 年 3 月 22 日，子公司新矿集团下属华丰煤矿发生一起顶板事故，造成 1 人死亡、1 人受伤。2023 年 1 月 1 日，公司子公司兖矿新疆矿业有限公司硫磺沟煤矿发生一起冲击地压事故，造成 1 人死亡和 1 人受伤。2024 年 6 月 1 日，华丰煤矿发生透水事故，造成 3 人死亡。此外，公司作为省属大型国有企业，积极响应政府政策，参与地方帮扶工作。

公司治理方面，公司法人治理结构符合法律法规要求；同时，公司企业组织架构完善，内控制度较为合理。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务水平影响非常小。

公司本期债项发行金额不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），基于现行会计政策，本期债项发行后将计入公司权益，但考虑到本期债券条款设置，公司递延付息以及行使续期选择权的可能性小，因此如将本期债项和存续的永续债调入有息债务，按本期债项发行金额上限 20.00 亿元测算，其分别占公司 2023 年末调整后长期债务和全部债务的 0.67%和 0.39%，对公司现有债务结构影响非常小，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 75.59%、67.45%和 54.82%上升至 75.64%、67.54%和 54.99%，负债水平小幅提高，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

本期债项发行后，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对调整后长期债务的保障能力很强；经营活动现金流量净额对调整后长期债务的保障能力一般。

如将永续债调入长期债务，按本期债项发行金额上限 20.00 亿元测算，本期债项发行后，公司 2023 年末调整后长期债务为 2987.96 亿元（含永续债），公司 2023 年经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障能力很强，经营活动现金流量净额调整后长期债务的保障能力一般。

图表 21 • 本期债项偿还能力测算

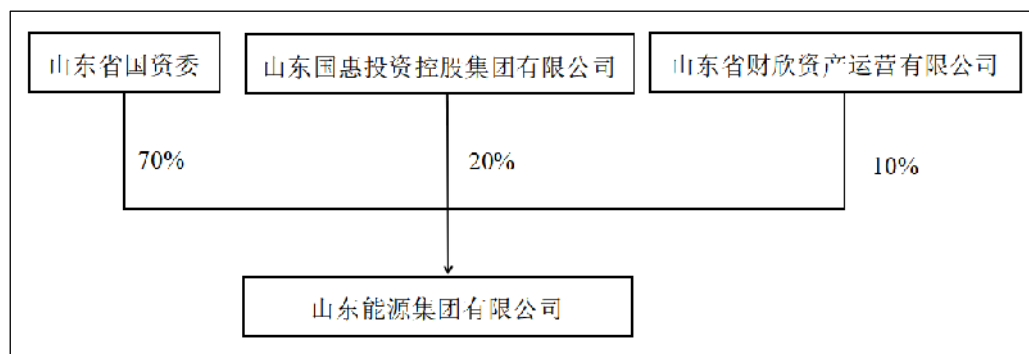
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元，含永续债）	2987.96
经营现金活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	3.36
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.18
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.63

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

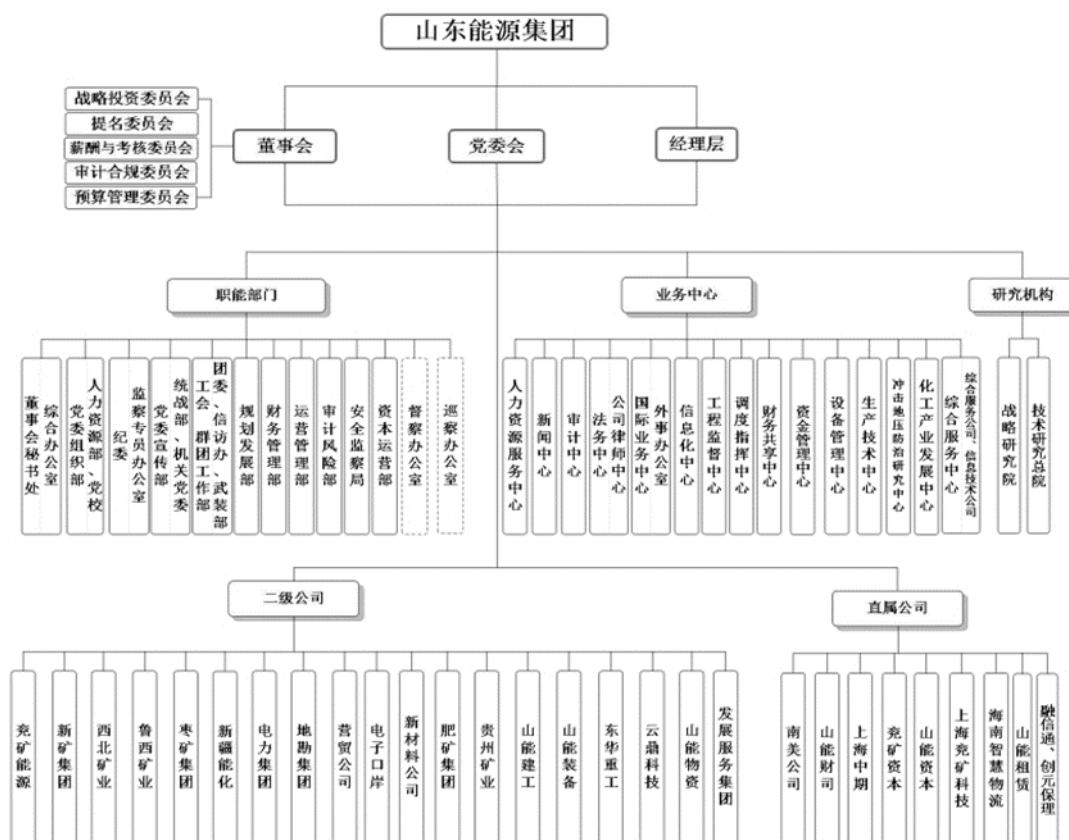
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）

山东能源集团组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例
兖矿能源集团股份有限公司	煤炭开采	54.69%
山东能源集团建工集团有限公司	建筑安装业	100.00%
山东兖矿国际焦化有限公司	化工	50.00%
山东能源集团财务有限公司	金融服务	98.56%
新汶矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00%
枣庄矿业（集团）有限责任公司	煤炭开采	86.31%
淄博矿业集团有限责任公司	煤炭开采	100.00%
山东能源集团装备制造（集团）有限公司	装备制造	100.00%
中泰证券股份有限公司	金融	36.09%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1069.52	2061.48	1864.21	1889.74
应收账款（亿元）	164.34	228.78	225.73	224.22
其他应收款（亿元）	287.03	325.74	397.33	395.16
存货（亿元）	327.40	309.51	276.63	328.86
长期股权投资（亿元）	334.16	441.41	495.84	495.84
固定资产（亿元）	1895.37	2025.29	2370.82	2316.42
在建工程（亿元）	457.34	540.43	624.52	642.49
资产总额（亿元）	7007.81	9525.95	10020.41	10051.15
实收资本（亿元）	302.22	302.22	302.22	302.22
少数股东权益（亿元）	1158.02	1848.01	1674.45	1701.95
所有者权益（亿元）	2230.34	2854.97	2762.84	2800.71
短期债务（亿元）	1418.83	1925.46	2101.78	/
长期债务（亿元）	2154.28	2582.90	2651.26	/
全部债务（亿元）	3573.12	4508.36	4753.04	/
营业总收入（亿元）	7538.99	8347.15	8663.80	2040.90
营业成本（亿元）	6627.01	6921.93	7589.64	1826.43
其他收益（亿元）	7.83	8.89	13.73	5.52
利润总额（亿元）	233.52	423.59	386.45	65.86
EBITDA（亿元）	594.64	895.63	823.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8338.00	8673.31	9480.06	2358.82
经营活动现金流入小计（亿元）	8513.65	9075.81	10026.94	2575.97
经营活动现金流量净额（亿元）	544.87	988.89	552.77	74.80
投资活动现金流量净额（亿元）	-255.07	-233.79	-237.09	-107.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.14	-139.27	-501.14	213.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	23.51	21.92	21.49	--
存货周转次数（次）	13.59	21.74	25.90	--
总资产周转次数（次）	1.09	1.01	0.89	--
现金收入比（%）	110.60	103.91	109.42	115.58
营业利润率（%）	10.76	15.37	11.04	8.98
总资本收益率（%）	4.85	5.63	5.16	--
净资产收益率（%）	6.28	8.43	8.20	--
长期债务资本化比率（%）	49.13	47.50	48.97	/
全部债务资本化比率（%）	61.57	61.23	63.24	/
资产负债率（%）	68.17	70.03	72.43	72.14
流动比率（%）	94.95	110.25	93.73	101.62
速动比率（%）	81.21	101.86	87.12	93.35
经营现金流动负债比（%）	22.88	26.82	13.20	--
现金短期债务比（倍）	0.75	1.07	0.89	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	5.11	4.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.01	5.03	5.77	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2021 年—2023 年末，公司合并口径已将其他流动负债计息部分、拆入资金和卖出回购金融资产款计入短期债务；已将长期应付款、其他非流动负债计息部分计入长期债务；3. “/”表示数据未获取；“--”表示数据无意义；4. 上表其他应收款包含应收利息和应收股利，固定资产包含固定资产清理，在建工程包含工程物资

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	229.36	90.11	45.47	59.50
应收账款（亿元）	0.15	0.14	0.22	0.21
其他应收款（亿元）	452.61	389.11	349.60	331.24
存货（亿元）	0.28	0.01	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	884.52	1156.51	1244.73	1251.01
固定资产（亿元）	28.44	26.45	40.63	40.03
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.12
资产总额（亿元）	1826.04	1888.65	1908.16	1909.97
实收资本（亿元）	302.22	302.22	302.22	302.22
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	668.04	605.72	691.84	676.19
短期债务（亿元）	391.50	427.96	497.49	487.77
长期债务（亿元）	613.07	724.62	621.18	656.71
全部债务（亿元）	1004.58	1152.59	1118.67	1144.48
营业总收入（亿元）	0.61	0.73	0.80	0.06
营业成本（亿元）	0.63	0.61	0.33	0.05
其他收益（亿元）	0.50	0.14	0.01	0.01
利润总额（亿元）	-42.51	3.75	115.19	-9.95
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.48	0.70	0.81	0.20
经营活动现金流入小计（亿元）	159.15	116.60	22.94	28.56
经营活动现金流量净额（亿元）	7.76	1.31	7.27	-9.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.18	-140.93	75.92	17.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	94.40	7.81	-117.05	1.23
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.28	1.19	1.79	--
存货周转次数（次）	2.13	4.28	76.72	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	77.81	96.33	100.86	368.30
营业利润率（%）	-52.38	-29.27	-1.46	-99.93
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	-6.36	0.62	16.65	--
长期债务资本化比率（%）	47.85	54.47	47.31	49.27
全部债务资本化比率（%）	60.06	65.55	61.79	62.86
资产负债率（%）	63.42	67.93	63.74	64.60
流动比率（%）	133.53	100.56	72.77	74.47
速动比率（%）	133.48	100.56	72.77	74.47
经营现金流动负债比（%）	1.43	0.26	1.33	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.21	0.09	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 上表固定资产包含固定资产清理；在建工程包含工程物资；其他应收款包含应收利息和应收股利；3. 上表未对公司本部其他短期债务和其他长期债务进行调整；4. “*”代表数据过大或过小，无对比意义；“/”表示数据未获取；“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
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+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、发展中等四种。

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。