

信用评级公告

联合〔2021〕10418号

联合资信评估股份有限公司通过对兖州煤业股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的兖州煤业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定兖州煤业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，兖州煤业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年十一月十七日

兖州煤业股份有限公司

2021年度第二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：基础发行金额为10亿元，发行金额上限为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：公司有权选择在本期中期票据每个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

募集资金用途：偿还公司有息债务和补充公司流动资金

评级时间：2021年11月17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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对兖州煤业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为我国重要的煤炭生产基地，在煤炭生产规模及资源储量方面具备很强的规模优势。近年来，伴随煤化工和贸易业务的拓展，公司收入规模快速增长，且保持很强的获现能力。此外，控股股东原兖矿集团有限公司（以下简称“原兖矿集团”）与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）完成合并，成为山东省人民政府国有资产管理委员会（以下简称“山东省国资委”）旗下唯一的煤炭集团企业，伴随集团内资源整合，公司资源与规模优势将大幅提升。但联合资信也关注到公司经营业绩易受行业景气度波动影响；因海外经营规模大，公司可能面临监管风险、经营风险、管理风险以及汇兑损失风险；2020年公司重新将海外亏损子公司纳入合并范围，造成较大规模非现金损失等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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公司现有债务规模与结构影响很小，公司经营活动现金流量及EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

未来，随着公司控股股东规模优势的进一步体现及公司煤炭及化工业务整合，公司产业链将进一步延伸，主营业务结构将进一步优化，并带动资产规模及收入规模增加。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 煤炭行业在能源消费中比重大，可对公司产品市场需求形成保障。煤炭行业是国民经济重要的基础能源行业，在能源消费中占绝对比重，可对公司产品需求形成保障。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师：黄 露

石梦遥

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

- 公司在煤炭采掘规模及资源储量方面具备很强的规模优势。公司是华东地区大型煤炭生产企业之一，煤炭资源分布于山东、山西、陕蒙和澳洲四个基地，煤田分布区域较广，煤炭资源储量丰富，具有很强的规模优势。
- 公司控股股东与原山东能源完成合并，实现资源整合。公司控股股东原兖矿集团与原山东能源完成合并，成为山东省国资委旗下唯一的煤炭集团企业，伴随集团内资源整合，公司资源与规模优势大幅提升。
- 公司收入规模逐年增长，并保持很强的获现能力。2018—2020 年，公司营业收入分别为 1630.08 亿元、2146.88 亿元和 2149.92 亿元；同期，经营活动现金净流入量分别为 224.32 亿元、281.27 亿元和 222.33 亿元。
- 公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行金额上限的 11.22 倍、14.06 倍和 11.12 倍；同期，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行金额上限的 12.51 倍、14.28 倍和 11.17 倍。

关注

- 公司经营业绩易受行业周期波动影响。煤炭和煤化工行业周期性较强，价格波动大，公司经营业绩受煤炭行业景气度影响较大。
- 公司海外资产规模较大，面临一定海外经营风险。公司海外投资规模较大，境外经营所处的国家经济环境及法律法规不同，面临一定的监管风险、经营风险、管理风险以及汇兑损失风险等。
- 公司因资源整合可能面临一定的经营相关风险。公司积极进行国内外煤炭和煤化工资源整合，但标的公司未来盈利能力亦取决于公司整合情况、整体经营情况、市场环境等多方面因素。2020 年，公司将海外亏损子公司重新纳入合并范围，造成一次性非现金损失。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	372.86	330.35	280.03	275.61
资产总额（亿元）	2036.80	2362.25	2589.10	2576.73
所有者权益（亿元）	849.53	979.83	797.82	774.95
短期债务（亿元）	233.21	375.45	430.82	469.18
长期债务（亿元）	486.23	495.08	628.82	650.91
全部债务（亿元）	719.44	870.53	1059.64	1120.10
营业收入（亿元）	1630.08	2146.88	2149.92	310.56
利润总额（亿元）	150.43	163.43	92.54	28.62
EBITDA（亿元）	250.14	285.65	223.48	--
经营性净现金流（亿元）	224.32	281.27	222.33	31.59
营业利润率（%）	18.01	14.08	11.63	20.18
净资产收益率（%）	12.54	13.20	8.57	--
资产负债率（%）	58.29	58.52	69.19	69.93
全部债务资本化比率（%）	45.85	47.05	57.05	59.11
流动比率（%）	111.52	88.28	56.89	58.76
经营现金流流动负债比（%）	37.98	35.38	21.78	--
现金短期债务比（倍）	1.60	0.88	0.65	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	7.36	8.00	8.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.88	3.05	4.74	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1455.13	1419.21	1615.65	1597.11
所有者权益（亿元）	650.97	641.33	532.51	488.63
全部债务（亿元）	536.59	478.63	657.15	675.31
营业收入（亿元）	248.37	248.20	223.48	46.82
利润总额（亿元）	54.73	81.88	72.56	8.95
资产负债率（%）	55.26	54.81	67.04	69.41
全部债务资本化比率（%）	45.18	42.74	55.24	58.02
流动比率（%）	128.73	128.36	82.32	78.48
经营现金流流动负债比（%）	18.14	25.14	9.33	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；合并口径下，将其他流动负债中的短期融资券部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债和其他非流动负债中的资产专项计划部分纳入长期债务核算

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	2021/06/01	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（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由兖州煤业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

兖州煤业股份有限公司

2021 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

兖州煤业股份有限公司（以下简称“公司”或“兖州煤业”）成立于 1997 年 9 月，是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生（1997）154 号文件批准，由原兖矿集团有限公司（以下简称“原兖矿集团”）作为主发起人成立的股份有限公司。公司设立时总股本为 16.70 亿元。1998 年 3 月，经国务院证券委证委发（1997）12 号文件批准，公司向香港及国际投资者发行面值 8.20 亿元的 H 股，美国承销商行使超额配售权，公司追加发行 0.30 亿元 H 股，上述股份于 1998 年 4 月 1 日在香港联交所上市交易，公司的美国存托股份于 1998 年 3 月 31 日在纽约证券交易所上市交易。此次募集资金后，公司总股本变更为 25.20 亿元。

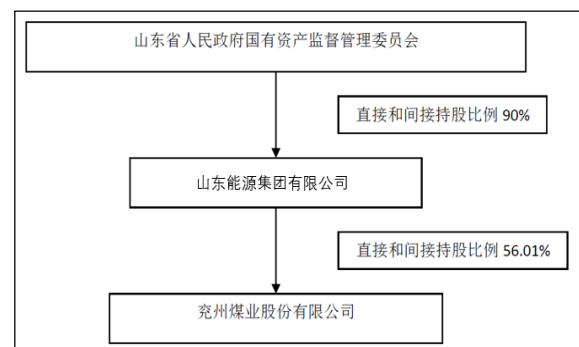
1998 年 6 月，公司发行 0.80 亿股 A 股，并于 1998 年 7 月 1 日起在上海证券交易所上市交易（股票简称“兖州煤业”、股票代码“600188.SH”），2012 年公司控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）取代格罗斯特煤炭有限公司于澳大利亚证券交易所上市交易，公司成为中国首家在境内外三地（香港、上海和澳洲）拥有上市平台的煤炭企业。

经 A 股和 H 股增发、股权分置改革、回购和资本公积转增等股本发生变动后，截至 2020 年底，公司股本 48.60 亿元。原兖矿集团直接和间接持有公司 56.01% 股权，为公司控股股东；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”）直接和间接持有原兖矿集团 90% 股权，为公司实际控制人。

2021 年 3 月 31 日，原兖矿集团与原山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源”）完成战略重组，原山东能源注销，原兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”（以下简称“新山能集团”）。公司控股股东战略重组事项未造

成公司股权及实际控制人变化。截至 2021 年 3 月底，公司股本 48.60 亿元，新山能集团直接和间接持有公司 56.01% 股权，为公司控股股东，山东省国资委直接和间接持有新山能集团 90% 股权，为公司实际控制人。截至报告出具日，公司无已质押或冻结的股权。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司总部位于中国山东省境内，在中国山东省、陕西省、山西省和内蒙古自治区以及澳大利亚拥有煤炭资源和煤炭深加工项目，并在加拿大拥有钾矿资源，是以煤炭、煤化工、电力和钾矿为一体的国际化矿业集团。

截至 2020 年底，公司本部内设综合办公室、财务管理部、投资发展部、审计风险部、经营管理部等多个职能部门（详见附件 1-1）；拥有在职员工 6.39 万人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2589.10 亿元，所有者权益 797.82 亿元（含少数股东权益 256.64 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 2149.92 亿元，利润总额 92.54 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2576.73 亿元，所有者权益 774.95 亿元（含少数股东权益 259.87 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 310.56 亿元，利润总额 28.62 亿元。

公司注册地址：山东省邹城市凫山南路 298 号；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 2021 年成功注册 DFI（中市协注（2021）DFI12 号），本期拟发行兖州煤业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行金额为 10 亿元，发行金额上限为 20 亿元，募集资金将用于偿还公司有息债务及补充公司流动资金。

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，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中期票据计入权益时，公司有权对本期中期票据进行赎回。如公司选择赎回，则于赎回日前 20 个工作日通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》。

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，且不受到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（国有独资

企业上缴利润除外）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¹加上初始利差；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 2 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。从分红角度分析，2018—2020 年，公司分别实现现金分红 26.52 亿元、77.31 亿元和 48.74 亿元。近年来，公司经营情况良好且持续分红，递延付息的可能性小。

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

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站（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%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值

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速增长。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、行业及区域环境分析

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、%)

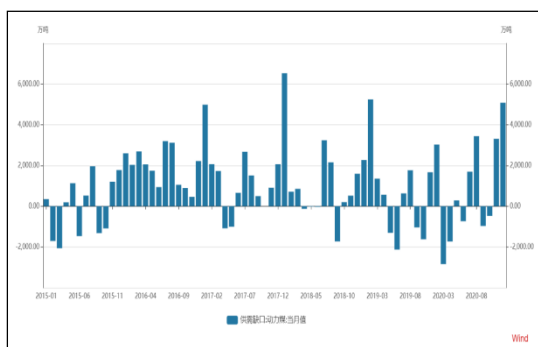
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84	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2 2015年以来动力煤月度供需缺口

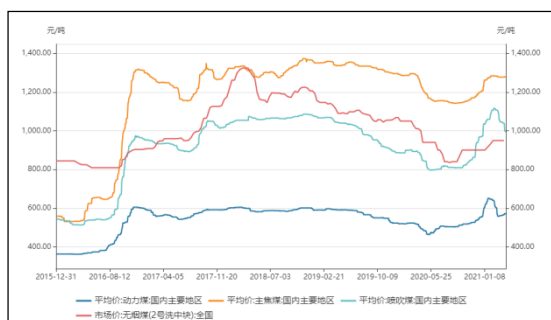


资料来源：Wind

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3 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（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%。

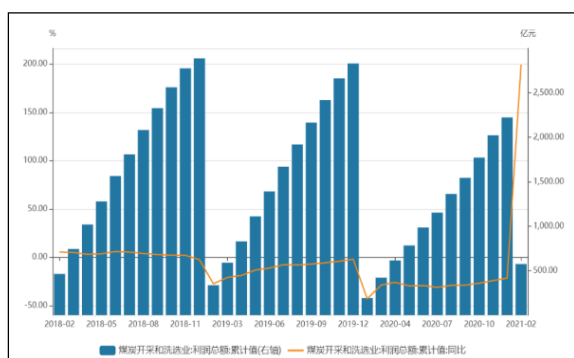
2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

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4 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司股本48.60亿元，新山能集团直接和间接持有公司56.01%股权，为公司控股股东；山东省国资委直接和间接持有新山能集团90%股权，为公司实际控制人。截至报告出具日，公司无已质押或冻结的股权。

2. 企业规模

公司为华东地区大型煤炭生产商，在煤炭开采及煤化工产品生产方面具有规模优势。

公司煤炭储量丰富，有多个矿井在鲁西煤炭基地，是我国华东地区规模最大的煤炭企业之一。公司还充分利用自身的资金、品牌、技术和管理优势，先后在山西、陕西、内蒙古、澳大利亚等地进行并购重组，控制了大量煤炭资源。丰富的战略储备资源为公司的可持续发展提供有力的资源保障。

2020年，公司以现金方式收购控股股东旗下优质煤化工及电力业务资产，实现产业链条延伸、规模当量提升，此外，公司于当期完成内蒙古矿业（集团）有限责任公司（以下简称“内蒙古矿业”）增资控股以及境外莫拉本煤炭合营企业10%权益收购，煤炭资源储量进一步提升。截至2020年底，公司境内外煤炭原地资源量合计140.45亿吨，可采储量合计31.66亿吨；2020年，公司实现煤炭产销量分别为1.20亿吨和1.48亿吨。2020年，公司分别生产甲醇182.30万吨、醋酸107.20万吨、醋酸乙酯37.20万吨、粗液体蜡41.30万吨以及其他化工产品89.60万吨。

3. 人员素质

公司管理人员从业经验丰富，员工构成合理，能够满足公司日常经营需要。

截至报告出具日，公司董事会成员 11 人，监事会成员 6 人，高级管理人员 10 人（含总经理 1 名、副总经理 5 名、财务总监 1 名、投资总监 1 名、总工程师 1 名、董事会秘书 1 名）。

公司董事长李伟先生，1966 年生，工程技术应用研究员，工学博士；历任兖矿集团鲍店煤矿副矿长、矿长、党委副书记，兖矿锡林能化有限公司董事长、党委书记、总经理，南屯煤矿矿长、党委副书记，原兖矿集团战略资源开发部重组处处长、副总工程师、副总经理、总经理、党委副书记、党委书记、董事长，公司副董事长等。

公司总经理肖耀猛先生，1972 年生，工程技术应用研究员，研究生学历；历任公司东滩矿安全监察处处长，贵州五轮山煤业有限公司董事长、总经理，兖矿贵州能化有限公司副总经理，公司济宁三号煤矿矿长，公司党委委员等。

截至 2020 年底，公司拥有员工 6.39 万人。按员工文化素质划分，大专及以上学历人员占 42.06%，中等学历人员占 33.46%，初中及以下学历人员占 24.48%；按专业划分，生产人员占 58.95%，销售人员占 0.85%，技术人员占 6.49%，财务人员占 1.14%，行政人员占 4.69%，其他辅助人员占 27.88%。

4. 过往债务履约情况

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的法人客户信用报告（统一社会信用代码：91370000166122374N），截至 2021 年 10 月 11 日，公司未结清债务均正常，已结清债务中，关注类账户 5 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. 兖煤澳洲实现香港联交所挂牌上市

本次香港上市有助于兖煤澳洲拓宽融资渠道，缓解前期大规模并购形成的资金压力，增强其在国际市场上的竞争力。

经公司 2018 年 6 月 29 日召开的第七届董事会第十五次会议审议批准，公司控股子公司兖煤澳洲于 2018 年 6 月 29 日向香港联交所递交了上市申请，拟在香港联交所实现上市。2018 年 12 月 6 日，兖煤澳洲于香港联交所挂牌上市，股票代码“03668.HK”，全球首发股份 5944.19 万股，每股发行价 23.48 港元，共募集资金 13.96 亿港元，募集资金扣除发行费用后，将用于偿还债务、收购莫拉本煤炭合营企业的 4% 权益及其他潜在收购提供资金以及拨付营运资金。至此，兖煤澳洲成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司。截至 2020 年底，公司持有兖煤澳洲 62.26% 股权。

2. 控股股东战略重组

原兖矿集团和原山东能源完成合并，公司控股股东成为山东省国资委旗下唯一的煤炭集团企业，伴随业务整合，公司资源与规模优势将大幅提升。

2020 年 11 月 30 日，公司披露《兖州煤业股份有限公司关于控股股东战略重组的交割公告》，公司接到原兖矿集团通知，获悉原兖矿集团与原山东能源签署了《交割确认书》，双方于 2020 年 8 月 14 日签署的《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》（“《合并协议》”）所约定的本次合并交割前提已全部满足，本次合并可以进行交割，交割日为 2020 年 11 月 30 日（含当日），双方按照《合并协议》约定办理具体交割事项。

2021 年 4 月 6 日，原兖矿集团发布《关于战略重组进展暨原山东能源集团有限公司注销及兖矿集团有限公司更名为山东能源集团有限公司等事项完成工商登记的公告》，原兖矿集团与原山东能源战略重组事宜已完成，并已通过

反垄断审查，原山东能源已于 2021 年 3 月 31 日完成注销手续；原兖矿集团已于 2021 年 3 月 31 日在山东省市场监督管理局完成公司信息登记变更手续，包括名称变更、注册资本金变更以及经营范围变更。新山能集团成为山东省国资委旗下唯一的煤炭集团企业，伴随业务整合，公司资源与规模优势将大幅提升。

3. 通过增资进行煤炭资源整合

公司积极进行国内煤炭资源整合，标的公司内蒙古矿业未来盈利能力存在较大不确定性。

2020 年 10 月 28 日，公司与内蒙古矿业签订《内蒙古矿业（集团）有限责任公司增资协议》，约定公司以 39.62 亿元认缴内蒙古矿业新增注册资本 35.69 亿元，增资价款超过新增注册资本的 3.94 亿元计入内蒙古矿业资本公积，增资完成后，公司持有内蒙古矿业 51% 股权，合并完成日为 2020 年 12 月 31 日。2020 年 10 月 29 日，公司发布《关于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进展公告》，截至该公告发布日，内蒙古矿业处于亏损状态，其未来盈利能力取决于公司整合情况、整体经营情况、市场环境等多方面因素。

4. 收购兖矿集团资产

通过对原兖矿集团资产的收购，公司可实现对原兖矿集团下属煤化工板块业务的整合，延伸产业链，优化公司主营业务结构，增强公司盈利能力及抗风险能力。

2020 年 9 月 30 日，公司发布《兖州煤业股份有限公司关于收购兖矿集团有限公司相关资产暨关联交易的公告》，拟以现金约人民币 183.55 亿元收购原兖矿集团相关资产（以下简称“本次交易”），包括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（前述主体合称“标

的公司”，前述股权合称“标的股权”）和原兖矿集团信息化中心相关资产（“标的资产”）。2020 年 12 月 15 日，公司发布《兖州煤业股份有限公司关于收购兖矿集团有限公司相关资产暨关联交易完成交割的公告》，公司与原兖矿集团签署了《交割确认书》，标的资产的交割日为 2020 年 12 月 15 日，双方将按照《转让协议》及《交割确认书》的约定办理后续事项，且原兖矿集团同意就标的股权未来三年的业绩做出业绩承诺，若标的股权未达到承诺净利润，原兖矿集团将以现金方式向公司进行补偿。通过本次交易，公司可实现对原兖矿集团下属煤化工板块业务的整合，延伸产业链，优化公司主营业务结构，增强公司盈利能力及抗风险能力。

5. 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，造成当期非现金损失 68.44 亿元。此外，沃特岗矿业后续是否仍将亏损或公司是否仍对该矿区存在养护投资等存在一定不确定性。

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

2019 年 1 月 4 日，中银国际证券有限责任公司（债券持有人之一）通知沃特岗及原兖矿集团行使对 2 亿美元债券的认沽期权。原兖矿集团于 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，公司发布《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》，原兖矿集团、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，由原兖矿集团回购其持有的 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，原兖矿集团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兖煤澳洲 2020 年度确认一次性非现金损失 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。

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。

公司自上市以来，按照《公司法》《证券法》、境内外上市地有关监管规定，遵循透明、问责、维护全体股东权益的原则，建立了比较规范、稳健的企业法人治理结构。公司已建立由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理结构，股东大会、董事会、监事会按照《公司法》及《公司章程》的要求履行各自权利和义务，重大生产经营决策、投资决策及重要财务决策严格按照《公司章程》规定的程序与规则进行，功能不断得到完善。

公司设立股东大会，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设立董事会，董事会由 11 名董事组成，其中，职工董事 1 人，由公司职工通过职工代表大会或者其他形式民主选举产生。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 4 人以上（独立董事占董事会成员三分之一以上）且至少有 1 名会计专业人士。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。公司董事会对股东大会负责，行使执行股东大会决议、决定公司经营计划和投资方案、制订公司财务预算方案、利润分配方案等职权。

公司设立监事会，其中监事会主席 1 人，副主席 1 人，且其任免均应当经三分之二以上监事会成员表决通过。公司监事每届任期 3 年，任期届满。公司监事会向股东大会负责，行使检查公司财务、审核董事会编制的公司定期报告、监督公司董事及高级管理人员履职情况、向股东大会提出提案等职权。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘；设副总经理 6~10 人，协助总经理工作；设财务总监、总工程师各 1 名。公司高级管理人员每届任期 3 年，连聘可以连任。公司总经理对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作、组织实施年度经营计划和投资方案、拟定公司基本管理制度等职权。

2. 管理制度

公司已经建立了完善的管理制度，有助于防范运营风险。

公司根据《公司法》和《公司章程》建立了各项规章制度。

财务管理方面，公司建立了完善的财务管理制度，实行分层领导、逐层管理，企业内部相互牵制，财务经理与企业领导进行计划、决策等事宜，财务经理对会计、出纳等财务人员严格按照财务规章制度进行管理，遵守《会计法》《企业法规》等一系列有关规章制度。对财务工作各个环节制定明确的操作规则和风险控制措施。财务决策方面，公司加强财务管理，规范财务支出及资金调配，在董事会和总经理领导下，财务负责人负责资金调配、会计核算及财务管理工

作,对于公司贷款担保、对外投资、产权转让等重大决策活动,定期向董事会、管理委员会报告运作情况,并接受质询。

投资管理方面,公司的投资形式主要有短期投资、长期投资、收购(含重大资产整体收购、子公司股权收购)以及直接进行的股权投资等。投资业务操作中重点对投资立项、评估、决策、实施等环节严格的内部控制。决策环节主要包括投资机会研究,项目调研论证,编制、复核审查、内部审批和外部核准建议书,总经理、董事会、股东大会审批及公告,以及根据有关规定履行外部审批等环节。

筹资管理方面,公司对筹资活动进行统一管理,权属各子公司未经公司批准,严禁对外筹资。公司财务部为集团统一的融资平台,作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。

关联交易方面,为进一步加强公司关联交易管理,规避关联交易风险,维护公司及全体股东的合法利益,公司制订了《兖州煤业股份有限公司关联交易审批和披露规定》,明确关联交易类型及责任,规定了临时性关联交易的审批和披露以及持续性关联交易的审批、审核和披露,规范了交易行为。

生产管理方面,公司围绕安全风险预控管理,从责任落实、风险预控、基层基础、考核评价等方面入手,先后完善 165 项风险预控管理制度,修订 58 项技术标准规范和 126 个煤矿工种技术操作规程,编制 258 项岗位标准化操作标准,形成了配套完善、精细管理的风险预控制度保障体系,做到管事靠制度、操作按规范、考核有标准。公司立足“事故可防、风险可控、灾害可治”,制定《安全风险预控管理规定》,实施安全风险超前辨识、过程控制、闭环管理。公司下发《生产安全事故隐患排查治理制度》,建立“七级三定”隐患排查和“六落实、一考核”隐患治理长效机制;全面推行“手指口述”安全确

认办法,实现了安全“人防、物防、技防”有机结合;并不断夯实基层安全基础,完善区队班组安全建设、安全质量标准化建设、建设项目安全管理、职业安全健康管理、应急体系建设等系列管理制度。在责任追究、考核问责方面,公司建立“安全决策、安全技术、组织落实、群防群治、安全培训、监督考核”六个责任体系;为充分发挥经济杠杆作用,强化激励约束,建立“3234”安全风险考核奖惩模式,加大安全风险责任与分配挂钩力度,调动了干部员工抓安全、保和谐、得实惠、促发展的积极性。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务中,煤炭业务对收入及利润的贡献程度高。近年来,公司煤炭业务收入规模逐年增长,但受煤炭价格波动及贸易煤销售规模增加影响,公司煤炭板块毛利率逐年下降。此外,公司非煤贸易业务规模很大,虽然对公司收入增长起到重要的支撑作用,但利润空间很小。

因公司合并范围变化较大,本报告已对公司 2019 年数据做追溯调整,并将重点分析 2019—2020 年情况。

公司主营业务包括煤炭、铁路运输、煤化工、电力以及热力,其中煤炭业务是公司收入和利润的主要来源。

2020 年,公司实现营业收入 2149.92 亿元,同比变化不大。其中,煤炭业务实现收入 694.47 亿元,同比增长 3.43%,主要由于内蒙古昊盛煤业有限公司(以下简称“昊盛煤业”)等煤炭销量增幅较大;公司煤化工业务实现收入 105.14 亿元,同比下降 14.42%,主要由于产业价格整体下滑;同期,公司其他主营业务收入规模较小,对公司收入贡献小。公司其他业务主要以钢材、电解铜等非煤贸易业务为主,2020 年,公司其他业务实现收入 1326.67 亿元,同比变化不大,仍为公司收入的重要支撑,占营业收入的 61.71%。

毛利率方面,受市场因素影响,煤炭价格整体承压下行,其中兖煤澳洲煤炭价格降幅明显,此外,低毛利率的煤炭贸易规模扩大,导致公司2020年煤炭业务毛利率同比下降7.66个百分点。同期,受主要煤化工产品价格降幅高于成本降幅,公司煤化工业务毛利率同比下降4.44个百分点。2020年,公司其他业务毛利率同比变化不大,但由于低毛利率的贸易业务占比高,该业务对公司整体利润贡献一般。受上述因素综

合影响,2020年,公司综合毛利率为13.22%,同比下降2.21个百分点。

受公司贸易业务规模缩减影响,2021年一季度,公司实现营业收入310.56亿元,同比下降35.31%;同期,受主要煤炭和煤化工产品价格同比提高以及低毛利率的贸易业务收入占比缩减影响,公司综合毛利率同比提升9.47个百分点至22.80%。

表3 近年来公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	674.47	41.38	43.87	817.46	38.08	38.05	823.25	38.29	31.60
煤炭业务	624.28	38.30	44.67	671.44	31.27	42.65	694.47	32.30	34.98
铁路运输业务	4.20	0.26	57.62	3.83	0.18	52.24	3.78	0.18	43.92
煤化工业务	34.95	2.14	35.51	122.86	5.72	16.12	105.14	4.89	11.68
电力业务	5.92	0.36	10.14	11.06	0.52	18.74	11.57	0.54	19.53
热力业务	0.34	0.02	44.12	6.97	0.32	8.62	6.47	0.30	11.75
机电装备制造	4.78	0.29	30.75	1.31	0.06	15.63	1.82	0.08	14.84
其他业务	955.61	58.62	2.28	1329.44	61.92	1.52	1326.67	61.71	1.81
合计	1630.08	100.00	19.49	2146.90	100.00	15.43	2149.92	100.00	13.22

资料来源:公司年报

2. 煤炭采掘业务

2020年,公司境内煤炭业务主要由公司本部、兖煤菏泽能化有限公司(以下简称“菏泽能化”)、兖州煤业山西能化有限公司(以下简称“山西能化”)、未来能源、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司(以下简称“鄂尔多斯能化”)和昊盛煤业运营;境外煤炭业务主要由兖煤澳洲和兖煤国际(控股)有限公司(以下简称“兖煤国际”)运营。从煤炭品种来看,公司境内煤矿以动力煤为主;澳洲煤矿主要为焦煤、喷吹煤和动力煤。

(1) 煤炭资源

公司煤田分布区域较广,煤炭资源储量丰富,具备较强的规模优势;但公司澳洲煤炭资源储量占比较大,存在一定的跨国管理和地缘政治风险。

资源储量方面,公司煤炭资源按区域可分为山东、山西、陕蒙和澳洲四个基地。

截至2020年底,公司境内煤炭原地资源量合计28.55亿吨,可采储量合计13.36亿吨;境外煤炭原地资源量合计111.90亿吨,可采储量合计18.30亿吨。

(2) 煤炭生产

公司煤炭生产及洗选相配套,可按客户需求完成洗选加工。目前公司生产的煤种丰富,可适用于多类下游行业。伴随优质产能的释放,公司煤炭产量稳步提高,且安全管理执行情况良好,近年来未发生安全事故。

洗选能力方面,公司各主要生产矿井均配套建设了与之生产能力相当的选煤厂,原煤入洗率达到80%以上。公司生产的原煤经过洗选加工后,可以按质量规格满足不同用户的需要。目前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、动力煤等煤炭产品品种,以适应冶金、焦化、电力、建材、化工等多种行业的要求。

2020年,公司实现商品煤产量12027万吨,同比提高9.70%。其中,菏泽能化商品煤产量同比提高20.15%,主要由于2019年受山东李楼煤业有限公司(原山东龙郛煤业有限公司)重大冲击地压事故影响,当地煤矿被要求停产部分时间;昊盛煤业商品煤产量同比提高110.74%,主要由于当期该矿井产能释放。2021年一季度,公司实现商品煤产量2634.80万吨,同比下降6.58%,主要由于安全环保政策影响,昊盛煤业下属石拉乌素煤矿生产受到限制。

表4 公司商品煤产量情况(单位:万吨)

项目	2018年	2019年	2020年
国内产量	公司本部	3247	3117
	菏泽能化	325	273
	山西能化	171	172
	未来能源	/	1516
	鄂尔多斯能化	1485	1378
	昊盛煤业	329	391
	小计	5557	6847
国外产量	兖煤澳洲	3360	3552
	兖煤国际	593	565
	小计	3953	4117
合计	9510	10964	12027

资料来源:公司提供

安全生产方面,公司十分重视安全管理,近几年不断加大安全装备投入和培训力度,保障员工职业安全健康。近三年,公司未发生重特大事故。

(3) 煤炭销售

公司煤炭销售包含自产煤销售及外购煤销售,销售模式包含直销和贸易商销售。得益于公司煤炭生产规模的增加以及与下游客户的良好合作,公司煤炭销量逐年增长,但销售价格呈下降趋势,导致煤炭业务毛利率有所下降。此外,公司积极进行煤炭销售业务的运输配套设施投资,为销售业务的开展提供便利。

公司煤炭销售包括自产煤销售和自产煤销售两方面,下游终端客户以大型电力、化工和冶金企业为主,销售渠道稳定。国内目标市场以华东和华北地区为主(2020年上述区域煤炭销售收入分别占中国区域内煤炭业务收入的52.50%

和19.63%),兼顾华南和其他地区,国外目标市场主要是日本、韩国、新加坡和澳大利亚等地区。公司省内产品主要销往山东、河北、河南、浙江、江苏等省份,主要集中在冶金、电力、焦化、建材等行业。省外产品在就地转化的同时,利用成熟的市场网络向东部输送。此外,公司还积极与电力、钢铁、焦化生产企业建立良好的合作关系,公司与宝山钢铁股份有限公司、首钢集团有限公司、华电国际电力股份有限公司、华能国际电力股份有限公司等建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。

公司自产和贸易煤销售主要通过直销和贸易商销售的模式,公司境外煤炭销售分别以美元、澳元计价,对境外煤炭销售收入产生影响,公司为对冲汇率波动造成的美元债务汇兑损益,兖煤澳洲、兖煤国际对美元债务进行了套期保值,但仍需关注汇率波动对公司造成的影响。

销量方面,2020年,公司销售商品煤14762万吨,同比增长17.54%,主要由于自产煤产销能力的提高以及贸易煤量的增长。2020年,公司贸易煤3484万吨,占煤炭销量的23.60%,同比提高7.10个百分点。销售价格方面,主要由于疫情影响煤炭供需平衡,公司主要煤炭产品价格承压下降,其中兖煤澳洲煤价降幅明显,且价格较高的焦煤产销量占比降低,进一步加剧公司综合煤炭价格的下滑。2020年,公司煤炭销售价格470.45元/吨,同比下降12.00%。同期,受安全和环保投入增加、劳务费用支出增加、新投产矿井配套设施折旧增加以及销量提升带动分摊固定成本下降等因素综合影响,公司吨煤销售成本较为稳定。

表5 公司煤炭产销情况(单位:万吨、元/吨)

项目	2018年	2019年	2020年
销量	11394	12559	14762
其中:自产煤	9363	10486	11278
贸易煤	2032	2073	3484
销售价格	548.00	534.61	470.45
吨煤销售成本	303.18	306.63	305.87

资料来源:公司提供

煤炭运输方面,公司山东各矿主要通过自有铁路网直达用户或连接到国家铁路,也可通

过京杭大运河或日照港送至沿河或沿海地区。在山西矿区，公司利用山西能化所属的天池煤矿所在地的阳涉铁路将煤炭运送至河北省、山东省、秦皇岛等港口及周边地区。在内蒙古矿区，公司部分采用公路运输至周边用户，部分通过东乌铁路、包西铁路、淮东铁路运送至东部港口、内蒙古、江苏省、山东省等其它地区，2017年公司成功收购内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司25%股权³，交易对价为19.425亿元，为蒙煤外运拓宽了渠道。澳洲矿区，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，煤炭通过皮带运输机输送到发电站，通过铁路运至其他当地用户；澳洲东部各矿通过第三方铁路网向纽卡斯尔港和格拉德斯通港等运输煤炭，然后再通过海运出口至韩国、日本和其他地区。

结算模式方面，公司与下游客户结算方式主要有现汇、银行承兑、信用证等。

3. 非煤业务

公司贸易业务以大宗商品为主，存在一定的价格波动风险，目前公司贸易业务规模较大，为公司收入的重要支撑，但公司将逐步退出非煤贸易业务，对公司收入规模影响较大，但低毛利率的贸易业务规模缩减，有助于提升公司整体盈利能力。2020年，公司完成原兖矿集团优质煤化工资产收购，产业链得以延伸，煤化工业务规模大幅提升，但受产品价格下降影响，煤化工业务盈利能力有所下降。公司其他业务规模较小，对公司收入和利润贡献有限。

公司非煤业务主要包括煤化工、非煤贸易业务以及配套铁路、电力、热力业务等。其中，非煤贸易业务和煤化工业务收入占比较高，2020年分别为48.10%和4.89%。

公司非煤贸易业务以钢材、石油及铁矿石等大宗商品为主。非煤贸易业务主要采用“现货价差”的盈利模式和“以销定购”的运营模式，每笔业务首先确定下游客户需求，再寻找相应的供货源并签订贸易购销合同。近三年，公司

其他业务收入波动增加且规模很大，占公司营业收入比重很高，是公司收入的重要支撑。其中，2019年以来，公司非煤贸易业务大幅上升，主要系公司考虑到煤炭行业虽有所回暖，但未来仍然存在一定的不确定性，从而继续扩大非煤贸易规模所致。

公司非煤贸易业务主要供应商为铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司、山能国际（新加坡）有限公司、XIN WEN MINING GROUP HK INTERNATIONAL CO., LIMITED、61.11GM（新加坡）有限公司等企业；主要客户为万向新加坡有限公司、MATRIX METALRESOURCES PTE.LTD、恒逸实业国际有限公司和金川（新加坡）资源有限公司等企业。供应商及客户集中度一般。

2021年，新山能集团成立后，公司定位调整为煤炭、煤化工和煤电三大主业，公司已逐步退出非煤贸易业务。2020年，公司已将兖煤国际贸易有限公司和兖煤国际（新加坡）有限公司出售给兖矿电铝（香港）有限公司，且放弃兖矿（海南）智慧物流科技有限公司（以下简称“智慧物流”）增资优先认缴权视同出售智慧物流股权给原兖矿集团。公司对非煤贸易业务的逐步退出，有利于聚焦煤炭主业，提升公司核心竞争力，且对公司利润总额影响较小，但对收入规模造成较大影响。

煤化工业务方面，公司原煤化工业务主要由子公司兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）和鄂尔多斯能化经营，主营产品为甲醇。2020年，公司完成原兖矿集团优质煤化工资产收购，新增醋酸、醋酸乙酯和粗液体蜡等多种煤化工产品的生产销售业务。公司依托多条完整煤化工产业链，推动煤炭由“燃料”向“原料”转型。

2020年，公司煤化工产品整体产销量较为稳定。除部分醋酸产品自用于提取醋酸乙酯，产销率维持70%左右水平外，其他主要煤化工产品产销率保持95%以上高水平。但受产品价格

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，鄂尔多斯能化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

下降影响，公司整体煤化工业务盈利能力有所下降。

表 6 公司煤化工产品产销情况（单位：万吨）

项目	产量		销量	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
甲醇	176.2	182.3	176.2	182.3
其中：榆林能化	72.2	74.1	72.2	74.1
鄂尔多斯能化	103.9	108.2	103.9	108.2
外购	--	--	--	--
醋酸（鲁能化工）	103.3	107.2	103.3	107.2
醋酸乙酯（鲁能化工）	32.7	37.2	32.7	37.2
粗液体蜡（未来能源）	42.9	41.3	42.9	41.3
其他	84.1	89.6	84.1	89.6
合计	439.2	457.6	439.2	457.6

资料来源：公司提供

4. 经营效率

与同行业相比，公司经营效率表现较好。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数持续增长，主要系随着贸易业务规模增加，公司营业收入大幅增加所致，2020 年，公司销售债权周转次数为 27.14 次；同期，公司存货周转次数

分别持续下降，总资产周转次数有所波动，2020 年分别为 23.35 次和 0.87 次。

与同行业公司相比，公司经营效率指标表现较好。

表 7 2020 年同行业经营效率指标（单位：次）

项目	兖州煤业	晋能控股山西煤业股份有限公司	山西华阳集团新能股份有限公司
销售债权周转次数	27.14	10.86	5.37
存货周转次数	23.35	14.08	39.21
总资产周转次数	0.87	0.37	0.57

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5. 在建项目

公司目前在建项目规模较大，但尚需投入规模较小，资本支出压力较小。加拿大钾矿项目尚未实际开发，未来投资收益存在不确定性。

截至 2020 年底，公司主要在建项目如下表所示。其中，加拿大钾矿项目已完成可行性研究，尚无具体开发规划，万福煤矿项目已基本完工。此外，其他在建项目预计总投资 147.11 亿元，已完成投资 108.46 亿元，剩余投资 38.65 亿元，投资压力较小。

表 8 截至 2020 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

工程名称	项目介绍	计划总投资	已投资	剩余投资	投资进度
加拿大钾矿	6 个钾矿采矿权	--	19.21	--	--
万福煤矿	180 万吨/年	38.02	38.16	--	100
荣信甲醇厂二期	40 万吨/年	73.36	58.18	15.18	80
榆林能化二期	80 万吨/年甲醇及 50 万吨/年聚甲基氧二甲醚	36.56	35.03	1.53	96
30 万吨己内酰胺项目	30 万吨/年	37.19	15.25	21.94	41
合计	--	185.13	165.83	38.65	--

资料来源：公司提供

加拿大钾矿项目位于加拿大萨斯喀彻温省，矿权覆盖土地面积共计约 1325388.17 英亩（约 5363.84 平方公里），地质储量 47.30 亿吨钾石盐，可采储量 33.71 亿吨钾石盐。截至 2020 年末，加拿大钾矿项目可行性研究已经完成，尚无具体开发规划。

万福煤矿项目位于山东省菏泽市，矿区面积 109.3 平方公里，生产规模为 180 万吨/年。煤种以肥煤、焦煤为主，是优质炼焦煤。项目总

投资约 38.02 亿元，截至 2020 年底已完成投资，该项目计划 2022 年正式投产。

6. 未来发展

未来，公司将重点采取以下措施：（1）加快释放潜能增量增效。其中，煤炭产业聚焦安全高效、绿色智能、加快煤矿智能化改造，系统推进本部矿井转型升级，提升资源利用率等；煤化工产业发挥“煤炭-化工”产业链规模优势，加快

打造省内高端化工新材料深加工基地，培育壮大省外化工原料生产基地，构建高效协同、优势互补的煤化工产业集群。(2)深化内涵挖潜提质增效，实施降本控费、管理创效和“瘦身”增效。

(3)推进智慧营销创新增效，不断优化市场布局，改造升级产品，加大定制服务，实现由推销产品向引领消费转变。(4)聚焦融合发展协同增效，稳健实施产业板块专业化管理，打造标准化、规范化、模块化、流程化的管理模式，提升管理质量；树立绿色低碳发展理念，探索煤炭清洁高效利用新路径，实现高碳能源低碳化、有烟煤炭无烟化、黑色煤炭绿色化。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并报表范围看，2018 年，公司合并范围增加子公司 2 家，减少子公司 1 家；2019 年，公司合并范围增加子公司 6 家，减少子公司 4 家；2020 年，公司合并范围增加子公司 16 家，减少子公司 10 家。因公司合并范围变化较大，本报告已对公司 2019 年数据做追溯调整，并将重点分析 2019—2020 年情况。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 2589.10 亿元，所有者权益 797.82 亿元（含少数股东权益 256.64 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 2149.92 亿元，利润总额 92.54 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2576.73 亿元，所有者权益 774.95 亿元（含少数股东权益 259.87 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 310.56 亿元，利润总额 28.62 亿元。

2. 资产质量

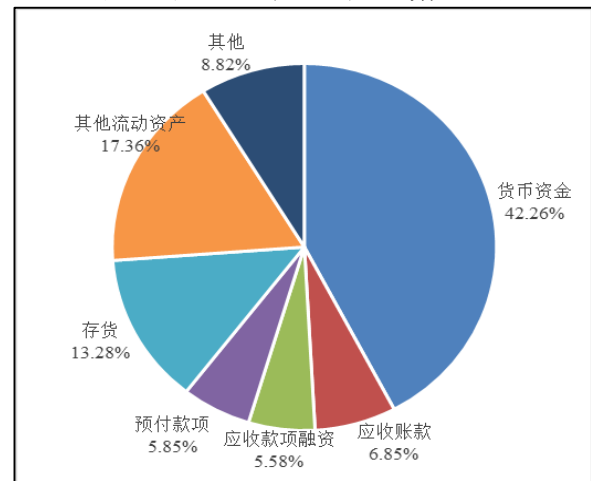
公司资产规模持续增长，构成以非流动资产为主。公司流动资产中，货币资金规模大；非流动资产中，固定资产、在建工程、无形资产占比较高，符合煤炭行业特征。公司整体资产质量好。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 12.75%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 2589.10 亿元，较年初增长 9.60%，主要系当期收购莫拉本煤炭合营企业和内蒙古矿业带动公司采矿权和探矿权的大幅提升所致。其中，流动资产占 22.43%，非流动资产占 77.57%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

(1) 流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 6.10%。截至 2020 年底，公司流动资产 580.72 亿元，较年初下降 17.25%，主要系货币资金和其他流动资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 42.26%）、存货（占 13.28%）和其他流动资产（占 17.36%）构成。

图 5 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020 年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降 13.40%。截至 2020 年底，公司货币资金 245.42 亿元，较年初下降 15.10%，主要系公司当期偿还债务规模以及收购支付的现金

规模较大所致。货币资金中有 74.26 亿元受限资金，受限比例为 30.26%，主要为票据及信用证、法定存款等保证金等。

2018—2020 年末，公司应收账款持续下降，年均复合下降 8.27%。截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 39.79 亿元，较年初下降 13.06%。公司应收账款原值 44.80 亿元，累计计提坏账准备 5.01 亿元，其中按单项计提坏账准备的应收账款共计提坏账准备 4.33 亿元，系对 5 家公司所计提的坏账准备，计提比例很高，达 83%。公司按账龄划分的应收账款 34.29 亿元，以 1 年以内为主（占 91.54%）。同期，公司应收账款前五大欠款方合计金额为 10.38 亿元，占比为 26.09%，集中度一般。

2018—2020 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 22.67%。截至 2020 年底，公司存货 77.15 亿元，较年初下降 6.65%。存货主要由库存商品、原材料和产成品构成，累计计提跌价准备 0.86 亿元，计提比例为 1.10%。

2018—2020 年末，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 10.81%。截至 2020 年底，公司其他流动资产 100.79 亿元，较年初下降 31.68%，一方面由于子公司兖矿集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）发放贷款及垫款较年初下降 36.38%，另一方面由于当期非同一控制下合并内蒙古矿业导致子公司鄂尔多斯能化对内蒙古矿业提供的借款内部抵消以及部分关联企业借款收回。

（2）非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 20.72%。截至 2020 年底，公司非流动资产 2008.38 亿元，较年初增长 20.95%，主要由长期股权投资（占 9.47%）、固定资产（占 32.92%）、在建工程（占 11.66%）、无形资产（占 29.30%）和其他非流动资产（占 10.75%）构成。

截至 2020 年底，公司长期应收款 38.36 亿元，较年初下降 50.15%，主要由于兖煤澳洲重新合并沃特岗财务报表，终止确认应收沃特岗贷款，导致长期应收款减少 43.99 亿元。

2018—2020 年末，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 6.79%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 190.26 亿元，较年初增长 28.48%，主要系合并内蒙古矿业，使对联营企业投资增加 40.49 亿元所致。

表 9 截至 2020 年底公司长期股权投资主要被投资单位情况（单位：亿元）

被投资单位	期末价值
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
内蒙古伊泰呼准铁路有限公司	21.16
华电邹县发电有限公司	10.57
沃拉塔港煤炭服务公司	8.90
合计	103.11

注：公司对浙商银行股份有限公司投资规模较大，但因公司 2020 年度报告披露日，浙商银行股份有限公司尚未公开披露年度业绩，因此公司 2020 年度报告中未披露对浙商银行股份有限公司的长期股权投资期末余额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 22.17%。截至 2020 年底，公司固定资产 661.14 亿元，较年初增长 6.55%，主要由于购置的机器设备增加。公司固定资产主要由矿井建筑物（占 23.62%）和机器设备（占 47.29%）构成，固定资产累计计提折旧 478.24 亿元；固定资产成新率 57.94%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 33.71%。截至 2020 年底，公司在建工程 234.16 亿元，较年初增长 20.68%，主要系增加对万福煤矿和榆林甲醇厂二期项目的投资所致。

2018—2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 14.14%。截至 2020 年底，公司无形资产 588.55 亿元，较年初增长 11.79%，主要系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。公司无形资产主要由采矿权构成，截至 2020 年底占 85.00%；无形资产累计摊销 154.86 亿元，累计计提减值准备 26.51 亿元。

2018—2020 年末，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 208.30%。截至 2020 年底，公司其他非流动资产 215.96 亿元，较年初

增长 458.39%，主要系合并内蒙古矿业取得煤炭资源探矿权 146.38 亿元以及钼矿探矿权 14.73 亿元所致。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到

限制的资产合计 692.23 亿元，占总资产的 26.74%，主要是使用用途受限的货币资金和取得借款而抵押的相关资产，公司资产受限比例尚可。

表 10 截至 2020 年底公司受限资产构成（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	74.26	质押的定期存款、法定存款保证金、票据及信用证保证金、环境治理保证金等
应收账款	3.18	融资租赁抵押
应收款项融资	13.33	开具银行承兑汇票及保函
一年内到期的非流动资产	2.25	长期借款质押
长期应收款	5.88	长期借款质押
长期股权投资	98.95	长期借款质押
固定资产	11.32	融资租赁抵押
在建工程	1.21	诉讼查封和融资租赁抵押
使用权资产	9.06	融资租赁抵押
无形资产	11.98	诉讼冻结
其他非流动资产	43.77	长期借款抵押和诉讼冻结
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	285.05	银行授信额度质押
合计	692.23	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 2576.73 亿元，资产规模及结构整体较上年底变化不大。其中，部分在建工程完工转入固定资产导致在建工程较上年底下降 23.19%，固定资产较上年底增长 6.22%。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

受合并范围变化以及偿还可续期债券影响，公司权益规模有所下降；未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。

2018—2020 年末，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 3.09%。截至 2020 年底，公司所有者权益 797.82 亿元，较年初下降 18.58%，一方面由于偿还 2017 年度发行的永续期债券 50 亿元带动其他权益工具较年初下降 49.40%；另一方面由于公司收购控股股东旗下资产，取得的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值的差额，冲减资本公积和盈余公积导致公司资本公积和盈余公积分别较年初下降 98.38%和

92.51%。截至 2020 年底，公司归属于母公司所有者权益占比为 67.83%，少数股东权益占比为 32.17%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 8.98%、其他权益工具占 9.64%、其他综合收益占-10.37%、未分配利润占 83.94%。所有者权益中未分配利润占比大，权益结构稳定性弱。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 774.95 亿元，较上年底下降 2.87%，主要由于当期偿还 50 亿元永续期公司债券。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.47%，少数股东权益占比为 33.53%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 9.46%、其他综合收益占-10.92%、未分配利润占 92.32%。所有者权益中未分配利润占比大，权益结构稳定性弱。

(2) 负债

公司负债规模持续增长，短期借款中存在逾期借款，全部为内蒙古矿业历史遗留款项，公司尚余较大规模应付投资款，短期内仍面临一定资金支付压力。同期，公司债务规模快速

增长，债务负担有所加重。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 22.83%。截至 2020 年底，公司负债总额 1791.28 亿元，较年初增长 29.58%，主要系其他应付款和应付债券增长所致。其中，流动负债占 56.99%，非流动负债占 43.01%。公司负债结构相对均衡。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 31.47%。截至 2020 年底，公司流动负债 1020.81 亿元，较年初增长 28.41%，主要由短期借款（占 15.39%）、应付账款（占 13.76%）、其他应付款（占 35.43%）和一年内到期的非流动负债（占 16.90%）构成。

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 38.56%。截至 2020 年底，公司短期借款 157.14 亿元，较年初增长 48.74%，其中美元借款 3.46 亿美元，折合人民币 22.56 亿元。公司短期借款中，人民币借款利率在 3.55%至 8.00%之间，外币美元借款利率在 0.7195%至 4.80%之间。从构成来看，公司短期借款以信用借款和保证借款为主，分别占 72.05%和 22.60%。截至 2020 年底，公司已逾期未偿还短期借款合计 13.91 亿元，全部为内蒙古矿业历史遗留的逾期款项，截至 2021 年 3 月底，公司已偿还 3.39 亿元，剩余借款公司将统一规划进行置换或偿还。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 15.63%。截至 2020 年底，公司应付账款 140.42 亿元，较年初增长 18.32%，账龄以一年以内为主，占 85.97%。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 44.46%。截至 2020 年底，公司其他应付款 361.64 亿元，较年初增长 65.54%，一方面由于财务公司吸收存款规模增加，另一方面由于公司收购控股股东旗下资产，尚余 110.13 亿元应付投资款。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 13.63%。截至 2020 年底，公司非流动负债 770.47 亿元，较年初增长 31.15%，主要由长期借款（占 45.31%）和应付债券（占

33.70%）构成。

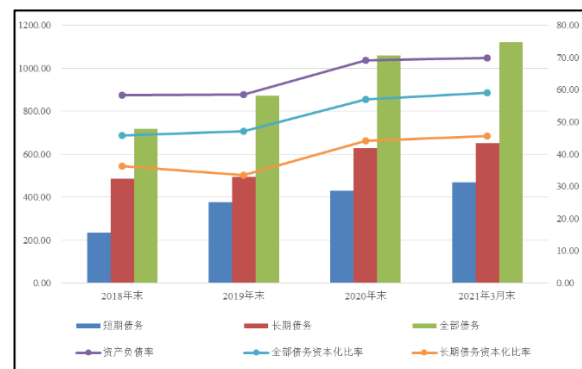
2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.00%。截至 2020 年底，公司长期借款 349.13 亿元，较年初增长 7.58%，主要系保证借款增长所致。其中，美元借款 16.51 亿美元，折合人民币 107.74 亿元；澳元借款 0.27 亿美元，折合人民币 1.34 亿元。公司长期借款中，人民币借款利率在 3.70%至 6.70%之间；外币美元借款利率在 3 个月 Libor+3.00%至 3 个月 Libor+3.25%之间；外币澳元借款利率为 8.70%。从构成来看，公司长期借款主要由信用借款和保证借款构成，分别占 50.63%和 40.21%。

2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 33.83%。截至 2020 年底，公司应付债券 259.67 亿元，较年初增长 78.26%，主要由于公司当期发行 5 笔公司债，合计 100 亿元。

2018—2020 年末，公司预计负债持续增长，年均复合增长 33.17%。截至 2020 年底，公司预计负债 39.54 亿元，较年初增长 49.57%，主要系复垦/复原及环境恢复所涉及的预计负债增加所致。

2018—2020 年末，公司递延所得税负债波动下降，年均复合下降 7.20%。截至 2020 年底，公司递延所得税负债 69.94 亿元，较年初增长 97.81%，主要系合并内蒙古矿业导致递延所得税负债增加 29.36 亿元。

图 6 公司偿债能力指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 21.36%，截至 2020 年底为 1059.64 亿元，较年初增长 21.36%。

其中,短期债务占 40.66%,长期债务占 59.34%。公司债务规模增长较快,同期,因收购控股股东旗下资产冲抵资本公积和盈余公积影响,所有者权益规模快速下降,受此影响,公司债务负担加重,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为 69.19%、57.05%和 44.08%,分别较年初提高 10.66 个、10.00 个和 10.51 个百分点。若将永续债券调整至全部债务,截至 2020 年底,公司调整后全部债务 1111.82 亿元,调整后资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 71.20%和 59.86%,公司债务负担较重。

截至 2021 年 3 月底,公司负债总额 1801.79 亿元,较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底,公司流动负债 1005.90 亿元。其中,短期借款较上年底增长 14.91%;受当期发行 20 亿元超短期融资券影响,其他流动负债较上年底增长 21.18%;受累计支付收购款影响,公司其他应付账款较上年底下降 25.26%。同期,公司非流动负债 795.89 亿元。其中,长期借款较上年底增长 73.51%;应付债券较上年底下降 50.21%。有息债务方面,截至 2021 年 3 月底,公司全部债务增长至 1120.10 亿元,债务结构变化不大,债务负担较上年底小幅增长,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上年底增长 0.74 个、2.06 个和 1.57 个百分点。

4. 盈利能力

受煤化工和非煤贸易业务规模扩大影响,公司收入规模快速增长,但由于主要产品销售价格下降。低毛利率的业务收入占比提高以及将沃特岗重新纳入合并范围一次性确认较大规模非现金损失影响,公司盈利能力有所下降,非经常性损益波动对利润影响较大。

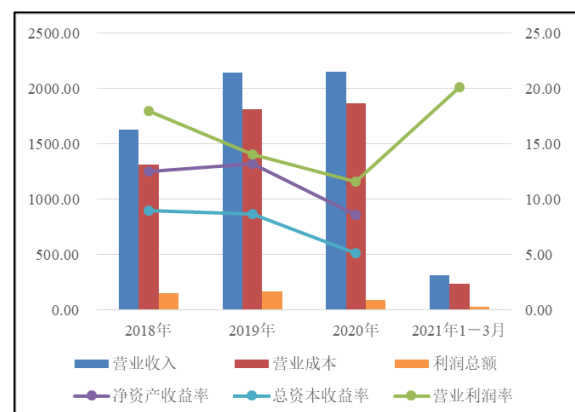
伴随煤化工和非煤贸易业务规模的扩大,公司营业收入和营业成本均快速增长。但由于主要产品销售价格下滑以及低毛利率的业务收入占比提升影响,公司整体盈利能力有所下降。2020 年,公司营业收入同比变化不大;但营业成本同比提高 2.75%,导致营业利润率同比下

降 2.46 个百分点。

从期间费用看,2018—2020 年,公司期间费用逐年下降,2020 年为 140.01 亿元,同比下降 2.43%,占营业收入的比重同比下降 0.17 个百分点至 6.51%,公司整体成本控制能力较好。其中销售费用和财务费用降幅较为明显,2020 年分别为 54.25 亿元和 26.90 亿元,分别同比下降 5.41%和 14.99% (一方面由于财务成本的下降,另一方面由于汇兑损失的减少)。

非经常性损益方面,2018—2020 年,公司分别实现投资收益 19.40 亿元、11.56 亿元和 36.86 亿元,主要为权益法核算的长期股权投资收益以及处置资产取得的投资收益。其中,2020 年投资收益规模较大主要为公司当期获得莫拉本煤炭合营企业的控制权,确认投资收益 34.54 亿元。未来若因市场波动等因素导致公司无法持续取得投资收益,可能对公司的盈利情况带来一定负面影响。此外,2019—2020 年,公司分别确认 9.18 亿元和 8.86 亿元汇兑损失,整体看,公司存在较大规模海外业务,面临一定汇率波动风险。2020 年,公司实现营业外收入 21.06 亿元,主要为当期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;同期,公司实现营业外支出 70.47 亿元,主要为重新将沃特岗纳入合并范围,一次性确认非现金损失 68.44 亿元。

图 7 公司盈利能力指标情况 (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,2018—2020 年,公司利润总额波动下降,2020 年为 92.54 亿元,

同比下降 43.38%。近三年，公司总资本收益率和净资产收益率整体呈下降趋势，2020 年由于公司净利润降幅明显，上述指标分别同比下降 3.44 个和 4.63 个百分点，公司盈利能力有所下降。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 310.56 亿元，同比下降 35.31%，主要由于贸易业务规模缩减。同期，公司实现利润总额 28.62 亿元，同比下降 2.36%；实现净利润 20.18 亿元，同比增长 8.19%。

5. 现金流

公司投资活动现金支出规模持续增长，但经营活动现金流保持较大规模净流入，以满足投资活动现金支出，整体对外融资压力尚可。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	1891.21	2418.08	2387.80
经营活动现金流出小计	1666.88	2136.81	2165.47
经营活动现金流量净额	224.32	281.27	222.33
投资活动现金流入小计	114.34	81.92	58.36
投资活动现金流出小计	178.35	156.35	194.20
投资活动现金流量净额	-64.01	-74.43	-135.84
筹资活动前现金流量净额	160.31	206.84	86.49
筹资活动现金流入小计	428.88	294.95	560.15
筹资活动现金流出小计	527.39	557.00	704.23
筹资活动现金流量净额	-98.51	-262.05	-144.08
现金收入比	108.54	108.47	107.93

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，伴随业务规模的增长，公司经营活动现金流收支整体均呈增长趋势，2018—2020 年年均复合增长率分别为 12.36% 和 13.98%。同期，公司收入实现质量较好，经营活动现金流保持较大规模净流入。2020 年，公司经营净现金流 222.33 亿元，现金收入比为 107.93%。公司获现能力很强。

从投资活动看，2018—2020 年，受处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金减少以及收回受限的定期存款减少等因素影响，公司投资活动现金流入量年均复合下降 28.56%；同期，公司保持较大规模购建固定资产、无形资

产和其他长期资产的现金支出。2018—2020 年，公司投资活动现金流持续净流出，且净流出规模快速增长。但公司经营活动现金流入足以覆盖投资活动现金流出，公司对外融资压力尚可。

公司筹资活动现金收支主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流持续净流出，分别为 98.51 亿元、262.05 亿元和 144.08 亿元。

2021 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 31.59 亿元，同比增长 3.59%；实现投资活动现金净流出 27.29 亿元；筹资活动现金净流入 6.20 亿元，同比下降 85.85%，主要由于当期偿还债务规模较大。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标保持较高水平。此外，公司煤炭资源丰富、煤质优良、产能产量规模大，同时考虑公司通畅的融资渠道和充裕的货币资金亦为其债务本息的按时偿付提供了进一步保障，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，由于短期债务规模的快速增长以及留存较大规模的应付投资款，公司流动负债快速增长，导致流动比率、速动比率和经营现金流动负债比明显下滑，三年加权均值分别为 77.23%、68.60% 和 29.10%，截至 2020 年底分别为 56.89%、49.33% 和 21.78%。同期，公司现金短期债务比逐年下降，截至 2020 年底为 0.65 倍。公司短期偿债能力指标下降，但仍保持较高水平。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 250.14 亿元、285.65 亿元和 223.48 亿元；同期，EBITDA 利息倍数逐年增长，全部债务/EBITDA 逐年提高，2020 年分别为 8.23 倍和 4.74 倍。公司长期偿债能力指标保持高水平。

截至 2020 年底，公司银行综合授信为 1693.81 亿元，剩余未使用金额为 930.15 亿元，授信额度较大。同时，公司作为“A+H”股上市公司，融资渠道较为畅通，融资能力强。

截至 2020 年底，公司因合并内蒙古矿业新增对外担保 6.40 亿元，担保比率为 0.80%。

表 12 截至 2020 年底公司对外担保情况
(单位: 亿元)

被担保方	担保金额	担保期限
内蒙古地址勘查有限责任公司	4.00	2018.9.25—2023.9.25
内蒙古地址矿产(集团)有限责任公司	2.40	2020.9.30—2021.9.30

资料来源: 公司提供

截至 2020 年底，公司涉及多笔未决诉讼，合计金额约 31.80 亿元，公司面临一定或有负债风险。

7. 母公司财务分析

母公司主营部分山东地区煤炭业务，且在公司对外融资方面扮演重要角色。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1615.65 亿元，较年初增长 13.84%，主要系长期股权投资增长所致。其中，流动资产 554.75 亿元（占 34.34%），非流动资产 1060.90 亿元（占 65.66%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 6.91%）和其他应收款（占 80.30%，主要为往来款，账龄集中于 1 年以内）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 86.13%，2020 年主要增加对鲁能化工、未来能源和内蒙古矿业的投资）和固定资产（占 6.09%）、构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1083.14 亿元，较年初增长 39.24%。其中，流动负债 673.86 亿元（占 62.21%），非流动负债 409.28 亿元（占 37.79%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 27.96%）、其他应付款（占 47.46%）和一年内到期的非流动负债（占 11.34%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 48.55%）、应付债券（占 41.51%）和租赁负债（占 9.55%）、构成。截至 2020 年底，母公司全部债务 657.15 亿元，长期债务占比略高；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.04%和 55.24%，债务负担较高。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 532.51 亿元，较年初下降 16.97%，主要系偿还可续期债券以及收购控股东旗下资产冲抵公司资本公积和盈余公积所致。母公司所有者权益中未分配利润占比高（占 72.29%），权益稳定性弱。

2020 年，母公司实现营业收入 223.48 亿元，利润总额为 72.56 亿元。同期，母公司实现投资收益（主要为长期股权投资收益）15.97 亿元，对利润贡献程度尚可。

2020 年，母公司经营活动现金流净额为 62.87 亿元，投资活动现金流净额-123.95 亿元，筹资活动现金流净额 46.65 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务规模与结构影响很小。

以本期中期票据发行金额上限 20 亿元测算，截至 2021 年 3 月底，本期中期票据占公司全部债务的 1.79%，占公司长期债务的 3.07%。以 2021 年 3 月底财务数据为基础，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 69.93%、59.11%和 45.65%上升至 70.16%、59.53%和 46.40%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到部分募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或低于预期水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

以本期中期票据发行金额上限 20 亿元测算，2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 1891.21 亿元、2418.08 亿元和 2387.80 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（20.00 亿元）的 94.56 倍、120.90 倍和 119.39 倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 224.32

亿元、281.27 亿元和 222.33 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（20.00 亿元）的 11.22 倍、14.06 倍和 11.12 倍。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 250.14 亿元、285.65 亿元和 223.48 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（20.00 亿元）的 12.51 倍、14.28 倍和 11.17 倍。公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度很高。

集中兑付方面，截至2021年11月15日，公司全部存续债券合计320.50亿元，其中2024年需偿还的债券总额103.50亿元，为单年最高偿债额度（以下简称“单年最高偿付额”）。2020年，公司经营活动产生的现金流入量和净流量分别为单年最高偿付额（103.50亿元）的23.07倍和2.15倍；同期，公司EBITDA为单年最高偿付额（103.50亿元）的2.16倍。

表13 截至2021年11月15日公司债券到期情况

债券到期年份	债券余额（亿元）	占比
2022 年	70.00	14.29%
2023 年	55.00	21.43%
2024 年	103.50	28.57%
2025 年	42.00	14.29%
2026 年	30.00	14.29%
2030 年	20.00	7.14%
合计	320.50	100.00%

注：考虑到期全额行权赎回

资料来源：Wind，联合资信整理

十一、 结论

公司作为我国重要的煤炭生产基地，在煤炭生产规模及资源储量方面具备很强的规模优势。近年来，伴随煤化工和贸易业务的拓展，公司收入规模快速增长，且保持很强的获现能力。此外，控股股东新山能集团为山东省国资委旗下唯一的煤炭集团企业，伴随集团内资源整合，公司资源与规模优势将大幅提升。但联合资信也关注到公司经营业绩易受行业景气度波动影响；公司因海外经营规模大，可能面临监管风险、经营风险、管理风险以及汇兑损失风险；2020 年公司重新将海外亏损子公司纳入合并范围，造

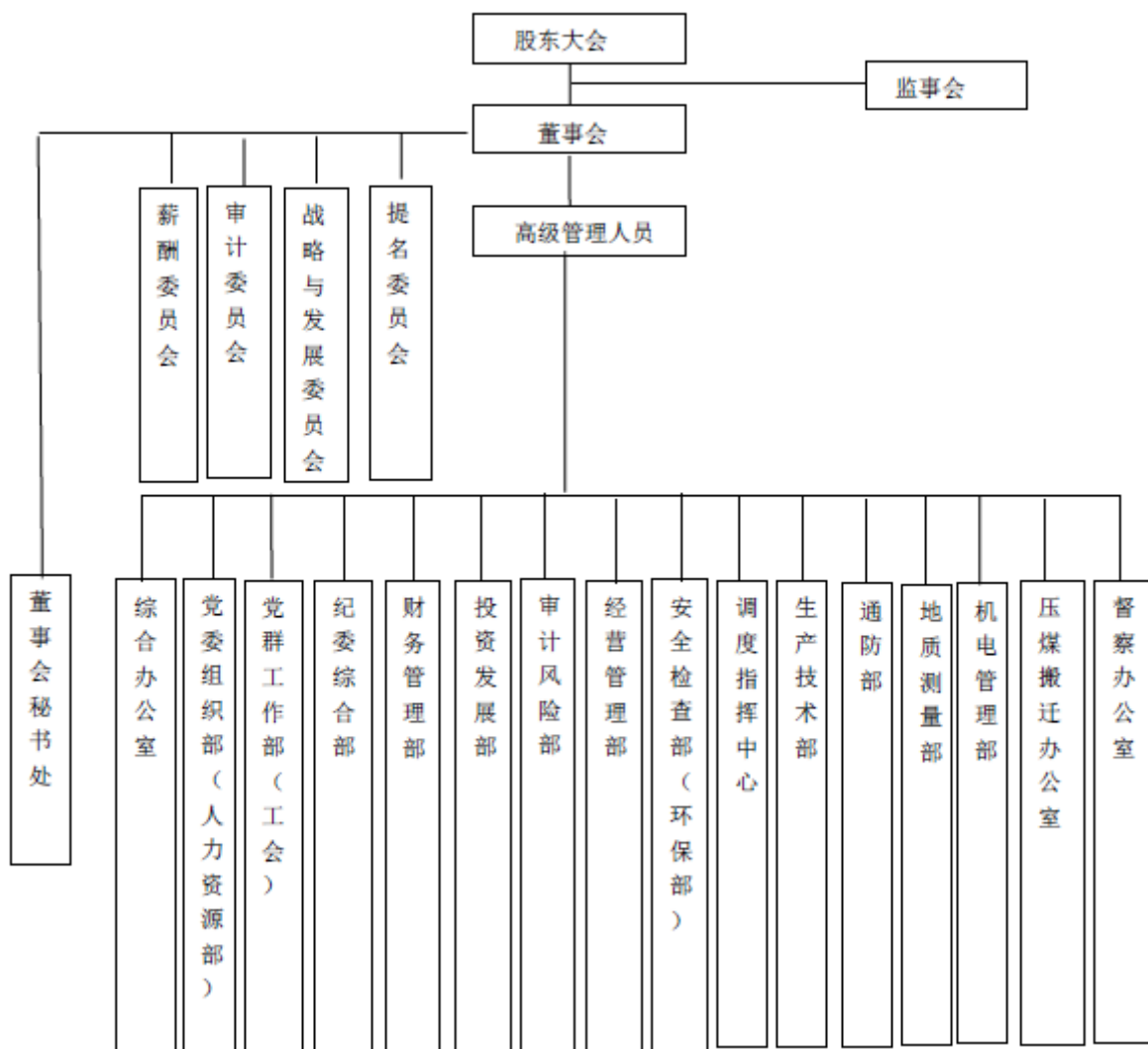
成较大规模非现金损失等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

未来，随着公司控股股东规模优势的进一步体现及公司煤炭及化工业务整合，公司产业链将进一步延伸，主营业务将进一步优化，并带动资产规模及收入规模增加。

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公司现有债务规模与结构影响很小，公司经营活动现金流量及EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底直接控股子公司列表

序号	子公司名称	业务性质	直接持股比例 (%)
1	兖州煤业澳大利亚有限公司	投资控股	62.26
2	兖煤国际(控股)有限公司	投资控股	100.00
3	兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司	煤炭开采及销售	100.00
4	兖矿东华重工有限公司	矿用设备、机电设备、橡胶制品等的生产销售	100.00
5	兖州煤业山西能化有限公司	热电投资、煤炭技术服务	100.00
6	兖州煤业榆林能化有限公司	甲醇生产及销售	100.00
7	兖煤菏泽能化有限公司	煤炭开采及销售	98.33
8	内蒙古昊盛煤业有限公司	煤炭开采及销售	55.44
9	山东中垠国际贸易有限公司	煤炭、电解铜贸易	100.00
10	青岛中垠瑞丰国际贸易有限公司	国际贸易、转口贸易	51.00
11	端信投资控股(北京)有限公司	投资管理	100.00
12	端信投资控股(深圳)有限公司	投资管理	100.00
13	山东端信供应链管理有限公司	普货运输、货运代理	100.00
14	山东华聚能源股份有限公司	火力发电及发电余热综合利用	95.14
15	青岛中充贸易有限公司	保税区内贸易及仓储	100.00
16	山东兖煤日照港储配煤有限公司	煤炭批发经营	71.00
17	中垠融资租赁有限公司	融资租赁业务	100.00
18	山东煤炭交易中心有限公司	房地产开发	51.00
19	山东兖煤航运有限公司	货物运输煤炭销售	92.00
20	兖煤矿业工程有限公司	矿业工程	100.00
21	兖煤蓝天清洁能源有限公司	洁净型煤生产、销售	100.00
22	兖矿集团财务有限公司	存贷款业务	95.00
23	无锡鼎业能源有限公司	煤炭批发、房地产开发经营等	100.00
24	上海巨匠资产管理有限公司	资产投资管理	100.00
25	青岛端信资产管理有限公司	受托管理股权投资基金	100.00
26	兖矿智慧生态有限责任公司	环境污染治理、生态修复	100.00
27	内蒙古矿业(集团)有限责任公司	控股公司	51.00
28	陕西未来能源化工有限公司	化工产品、油品的研发;电力生产销售;煤炭开采	73.97
29	兖矿榆林精细化工有限公司	费托合成催化剂等生产及销售	100.00
30	兖矿鲁南化工有限公司	化工产品生产、销售	100.00
31	兖矿济宁化工装备有限公司	化工产品生产、销售	100.00
32	兖矿煤化供销有限公司	化工产品销售	100.00
33	山东兖矿济三电力有限公司	火力发电及发电余热综合利用	99.00

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	372.86	330.35	280.03	275.61
资产总额（亿元）	2036.80	2362.25	2589.10	2576.73
所有者权益（亿元）	849.53	979.83	797.82	774.95
短期债务（亿元）	233.21	375.45	430.82	469.18
长期债务（亿元）	486.23	495.08	628.82	650.91
全部债务（亿元）	719.44	870.53	1059.64	1120.10
营业收入（亿元）	1630.08	2146.88	2149.92	310.56
利润总额（亿元）	150.43	163.43	92.54	28.62
EBITDA（亿元）	250.14	285.65	223.48	--
经营性净现金流（亿元）	224.32	281.27	222.33	31.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.72	24.25	27.14	--
存货周转次数（次）	28.66	27.12	23.35	--
总资产周转次数（次）	0.82	0.98	0.87	--
现金收入比（%）	108.54	108.47	107.93	96.22
营业利润率（%）	18.01	14.08	11.63	20.18
总资本收益率（%）	9.09	8.87	5.43	--
净资产收益率（%）	12.54	13.20	8.57	--
长期债务资本化比率（%）	36.40	33.57	44.08	45.65
全部债务资本化比率（%）	45.85	47.05	57.05	59.11
资产负债率（%）	58.29	58.52	69.19	69.93
流动比率（%）	111.52	88.28	56.89	58.76
速动比率（%）	102.84	77.89	49.33	50.92
经营现金流动负债比（%）	37.98	35.38	21.78	--
现金短期债务比（倍）	1.60	0.88	0.65	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	7.36	8.00	8.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.88	3.05	4.74	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；将其他流动负债中的短期融资券部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的融资租赁款、租赁负债和其他非流动负债中的资产专项计划部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	212.31	81.68	56.57	53.14
资产总额（亿元）	1455.13	1419.21	1615.65	1597.11
所有者权益（亿元）	650.97	641.33	532.51	488.63
短期债务（亿元）	243.09	154.48	288.52	294.84
长期债务（亿元）	293.50	324.15	368.62	380.48
全部债务（亿元）	536.59	478.63	657.15	675.31
营业收入（亿元）	248.37	248.20	223.48	46.82
利润总额（亿元）	54.73	81.88	72.56	8.95
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	87.44	104.43	62.87	10.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.36	5.73	6.24	--
存货周转次数（次）	23.78	23.54	22.65	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.17	0.15	--
现金收入比（%）	123.67	129.86	122.77	111.36
营业利润率（%）	42.12	37.94	38.80	33.50
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	5.91	9.95	10.50	--
长期债务资本化比率（%）	31.08	33.57	40.91	43.78
全部债务资本化比率（%）	45.18	42.74	55.24	58.02
资产负债率（%）	55.26	54.81	67.04	69.41
流动比率（%）	128.73	128.36	82.32	78.48
速动比率（%）	127.53	126.85	81.62	77.63
经营现金流动负债比（%）	18.14	25.14	9.33	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.53	0.20	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计

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	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×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+应收款项资款

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 兖州煤业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

如兖州煤业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对兖州煤业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。联合资信将指派专人及时与兖州煤业股份有限公司联系，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。