

兖矿能源集团股份有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行

科技创新可续期公司债券（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〔2025〕9515号

联合资信评估股份有限公司通过对兖矿能源集团股份有限公司及其拟发行的 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定兖矿能源集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，兖矿能源集团股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第二期）信用等级为 **AAA_{sti}**，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：

二〇二五年九月二十三日

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兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、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。

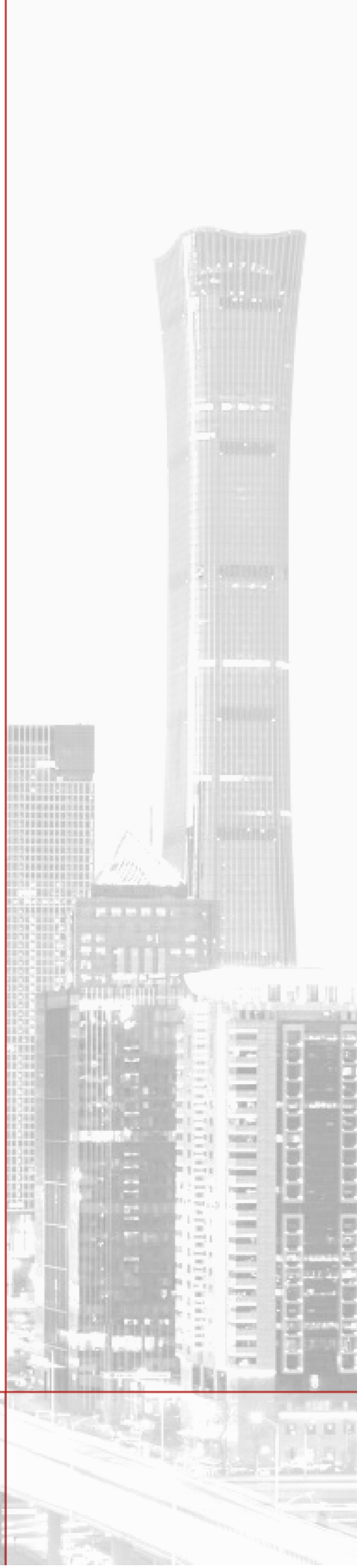
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



兖矿能源集团股份有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券

（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 _{stb} /稳定	2025/09/23

债项概况

兖矿能源集团股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期债项”）发行金额不超过 30 亿元（含 30 亿元），分为两个品种。其中，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，到期一次性还本。本期债项募集资金扣除发行费用后拟用于生产性支出，包括偿还有息债务、补充流动资金、项目建设及运营等符合法律法规要求的用途。

本期债项附设公司续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权和利率跃升机制等特殊条款；本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“公司”）普通债务。本期债项的发行对公司债务规模及结构影响小。本期债项发行后，公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对调整后长期债务的保障能力很强。

评级观点

公司在资源储量及生产能力方面具备很强的规模优势。公司具备境内外煤炭生产基地，煤炭资源分布区域较广，煤炭品种涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等，可满足下游市场多元化需求。煤化工、装备制造及物流产业与煤炭产业形成协同效应，综合竞争实力非常强。公司管理水平很高，法人治理结构完善，整体经营风险非常低，但需关注到公司海外收入规模较大，存在一定海外经营风险。同时，考虑到部分老旧矿井煤层深、断层多且存在冲击地压等因素，公司存在一定安全事故风险。2022 年以来，公司商品煤产销量规模持续扩大，但受行业周期下行影响，公司经营业绩下降，经营获现水平有所降低，各项盈利指标均有所弱化；公司资产规模非常大，资产周转效率表现良好，但受限资产规模较大。公司资本实力极强，资本结构佳，整体偿债指标表现非常好。整体看，公司财务风险非常低。综合公司经营和财务风险表现，同时考虑到公司剩余未用授信额度大，融资渠道畅通且再融资能力极强，本期债项违约概率非常低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

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，产业链将得到延伸，综合竞争力将有所提升，公司信用状况有望保持稳定。

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。

优势

- **煤炭资源丰富，规模优势明显，综合竞争力非常强。**公司具备境内外煤炭生产基地，煤炭资源分布区域较广，资源储量丰富且煤炭品种涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等，可满足下游市场多元化需求。公司煤炭生产规模处于行业领先地位，智能化水平较高。截至 2024 年底，公司境内外煤炭原地资源量合计 464.30 亿吨，可采储量合计 60.05 亿吨。2024 年，公司商品煤产销量分别为 14249.3 万吨和 13630.9 万吨。山东能源集团西北矿业有限公司已于 2025 年 7 月纳入公司合并范围，公司煤炭资源储备和生产能力得到进一步提升。
- **产业间协同效应较强。**公司持续围绕矿业、化工新材料、装备制造、智慧物流及新能源产业“五大产业”协同发展。2024 年，在煤价下行期内，公司煤化工和电力业务毛利率分别同比增加 1.64 个百分点和 3.89 个百分点。同时，公司完成对德国矿山轨道运输设备制造企业 SMT Scharf AG 和头部物流企业物泊科技有限公司的收购，矿井建设配套体系和物流体系均得到完善。

- **盈利及经营获现能力均非常强。**2022—2024 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年加权平均值分别为 34.44%、11.86%和 21.14%。同期，公司经营活动现金净额分别为 589.20 亿元、161.59 亿元和 223.42 亿元；现金收入比分别为 104.89%、137.29%和 92.17%。

关注

- **行业周期性波动或对公司经营业绩产生不利影响。**煤炭和煤化工行业周期性强。2022—2024 年，煤炭和煤化工价格呈下行态势，公司利润总额年均复合下降 33.73%。
- **海外经营风险。**2022—2024 年，公司国外收入分别为 545.60 亿元、405.10 亿元和 356.76 亿元。公司海外收入规模较大，面临一定汇率波动、跨国管理和地缘政治等风险。
- **本期债项在条款设置上具有一定特殊性。**本期债项附设公司续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权和利率跃升机制等特殊条款，在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

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/科技创新债券信用评级方法 V4.0.202507

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	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		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：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

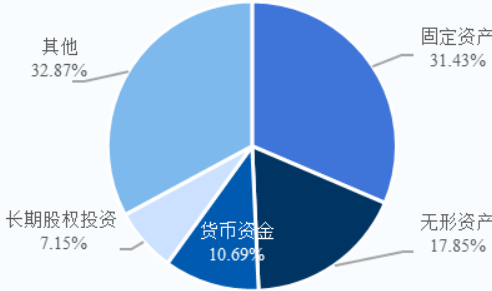
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
现金类资产（亿元）	724.50	433.43	424.39	499.07
资产总额（亿元）	3774.75	3544.64	3585.54	3756.71
所有者权益（亿元）	1439.11	1184.83	1330.10	1364.47
短期债务（亿元）	701.77	637.01	753.56	976.86
长期债务（亿元）	676.32	783.44	755.25	647.09
全部债务（亿元）	1378.09	1420.45	1508.81	1623.95
营业总收入（亿元）	2249.73	1500.68	1391.24	593.49
利润总额（亿元）	621.42	370.13	272.92	84.19
EBITDA（亿元）	839.43	566.31	467.27	--
经营性净现金流（亿元）	589.20	161.59	223.42	135.64
营业利润率（%）	38.84	36.36	31.53	25.06
净资产收益率（%）	31.99	22.92	15.74	--
资产负债率（%）	61.88	66.57	62.90	63.68
全部债务资本化比率（%）	48.92	54.52	53.15	54.34
流动比率（%）	96.18	78.21	83.07	78.29
经营现金流动负债比（%）	44.86	13.12	19.06	9.86
现金短期债务比（倍）	1.03	0.68	0.56	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	10.65	11.75	10.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.64	2.51	3.23	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
资产总额（亿元）	1743.39	1807.77	2013.01	2060.26
所有者权益（亿元）	651.29	419.59	514.19	492.68
全部债务（亿元）	657.21	846.26	1020.03	1111.73
营业总收入（亿元）	348.87	262.61	230.73	75.50
利润总额（亿元）	189.18	187.32	133.03	16.48
资产负债率（%）	62.64	76.79	74.46	76.09
全部债务资本化比率（%）	50.23	66.85	66.49	69.29
流动比率（%）	106.39	67.64	80.83	69.76
经营现金流动负债比（%）	29.63	8.71	4.51	--

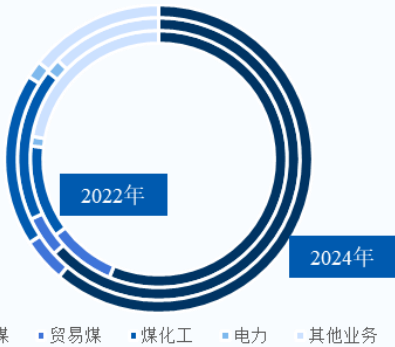
注：1. 1. 公司 2025 年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2022 年和 2023 年资本化利息未经追溯调整，本报告 2022 年和 2023 年数据分别采用 2023 年和 2024 年期初数；4. 本报告已将其他应付款和长期应付款中计息部分计入有息债务；5. “--”表示数据无意义，“/”表示数据未获取到

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

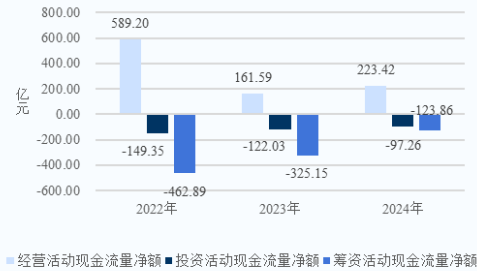
2024 年底公司资产构成



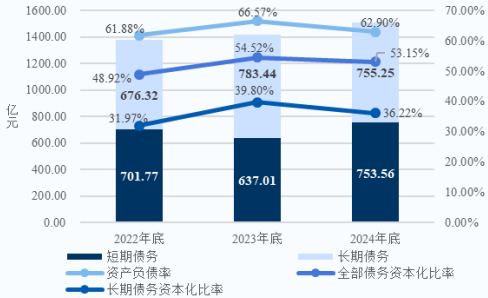
2022—2024 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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	2025/07/11	马金星 肖怀玉	煤炭行业企业信用评级方法 V4.0.202208 煤炭企业主体信用评级模型 V4.0.202208	--
AAA/稳定	2021/06/01	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：马金星 majx@lhratings.com

项目组成员：肖怀玉 xiaohy@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

兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“公司”）于 1997 年 9 月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。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，原山东能源集团有限公司注销，原兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”（以下简称“山东能源”），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。2021 年 12 月，公司更名为现名（股票简称“兖矿能源”；股票代码：600188.SH；1171.HK）。截至 2025 年 6 月底，公司股本 100.37 亿元，山东能源直接和间接持有公司 52.84% 股权¹，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为公司实际控制人。截至 2025 年 6 月底，山东能源将其持有的公司 A 股和 H 股合计 2.83 亿股进行质押，占公司总股本的 2.82%。

公司主营业务为煤炭、煤化工、电力及其他业务，按照联合资信行业分类标准划分为煤炭行业。

截至 2025 年 6 月底，公司根据经营管理需要设立了多个职能部门，详见附件 1-2；公司在职员工数量合计为 79242 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 3585.54 亿元，所有者权益 1330.10 亿元（含少数股东权益 504.16 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1391.24 亿元，利润总额 272.92 亿元。截至 2025 年 6 月底，公司合并资产总额 3756.71 亿元，所有者权益 1364.47 亿元（含少数股东权益 520.04 亿元）；2025 年 1—6 月，公司实现营业总收入 593.49 亿元，利润总额 84.19 亿元。

公司注册地址：山东省济宁市邹城市凫山南路 949 号；法定代表人：李伟。

二、本期债项概况

公司于 2025 年 1 月 24 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意兖矿能源集团股份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〔2025〕175 号），注册规模为不超过 300 亿元。公司本次拟发行“兖矿能源集团股份有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”）。

1 本期债项主要条款

（1）发行金额

本期债项发行金额为不超过 30 亿元（含 30 亿元），不设置超额配售。本期债项面值为 100 元，按面值平价发行。

（2）发行期限

本期债项分为两个品种，其中品种一基础期限为 2 年，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券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 3 年，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券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

本期债项引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债项发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

（3）债券利率及其确定方式

本期债项为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业机构投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。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，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

初始基准利率为簿记建档日前 250 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，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五

¹ 截至 2025 年 6 月底，山东能源直接和间接持有公司股份共 5303899421 股，占本公司总股本的 52.84%。包括：（1）通过自身账号持有公司 A 股 4395142871 股；（2）通过兖矿集团（香港）有限公司（以下简称“兖矿香港公司”）自身账户持有公司 H 股 626058657 股；（3）通过兖矿香港公司质押专户持有公司 H 股 282697893 股。（3）通过兖矿香港公司质押专户持有公司 H 股 282697893 股。

入计算到 0.01%); 后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中, 待偿期本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值 (四舍五入计算到 0.01%)。

(4) 还本付息方式和偿付顺序

本期债项采用单利计息, 在公司不行使递延支付利息权的情况下, 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。

本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

(5) 募集资金用途

本期债项募集资金扣除发行费用后拟用于生产性支出, 包括偿还有息债务、补充流动资金、项目建设及运营等符合法律法规要求的用途。

2 本期债项特殊条款

(1) 公司续期选择权

本期债项品种一以每 2 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 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品种债券; 品种二以每 3 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 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品种债券。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, 公司可以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, 应在付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日, 若公司继续选择延后支付, 则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

(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) 向股东分配利润 (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

若公司选择行使延期支付利息权, 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) 向股东分配利润 (按规定上缴国有资本收益除外); (2) 减少注册资本。

(5) 公司赎回选择权

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。

公司有权在法律法规及相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。公司如果进行赎回, 必须在该可以赎回之日 (即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日) 前 20 个交易日公告 (法律法规、相关法律法规司法解释变更日距付息日少于 20 个交易日情况除外, 但公司应及时进行公告)。赎回方案一旦公告不可撤销。

2. 公司因会计准则变更进行赎回

根据现行企业会计准则及相关规定, 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。

除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债项。

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，公司递延付息及首个赎回日不赎回的可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年上半年报）》](#)。

四、行业分析

2024 年，全国煤炭产量保持稳定，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量快速增加，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。2025 年，煤炭供需预计将维持供略大于求的状态，动力煤价格中枢预计将小幅下移，受下游钢铁及房地产行业持续疲软影响，炼焦煤价格或将进一步下探。煤炭行业企业的收入、利润及经营获现规模将小幅下降，考虑到新增产能审批趋严，在行业整体没有大规模投资支出的情况下，煤炭行业企业整体债务负担及偿债能力有望保持稳定。但仍需关注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。完整版行业分析详见 [《2025 年煤炭行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司拥有境内外煤炭生产基地，煤炭资源分布区域较广，资源储量丰富且煤炭品种多元。公司煤炭生产规模大，智能化水平较高；公司围绕“五大产业”协同发展，各产业间协同效应较强。同时，考虑到公司部分老旧矿井煤层深、断层多且存在冲击地压，开采难度较大且存在一定安全生产风险。

公司拥有山东、陕西、内蒙古、新疆、澳大利亚等核心煤炭生产基地，煤炭资源分布区域较广，煤炭资源储量丰富；煤炭品种涵盖动力煤、喷吹煤和焦煤等，可满足电力、冶金及化工等市场的多元化需求。截至 2024 年底，公司煤炭原地资源量达到 464.30 亿吨（JORC 标准），可采储量合计为 60.05 亿吨。其中，境内矿井原地资源量合计 383.25 亿吨，可采储量合计 45.20 亿吨，以动力煤和 1/3 焦煤为主；境外煤炭原地资源量合计 81.05 亿吨，可采储量合计 14.85 亿吨，主要为喷吹煤、动力煤和焦煤等。同时，公司布局多矿种领域，在加拿大拥有 6 个钾盐采矿权，探明氯化钾资源量 17 亿吨，并拟建内蒙古曹四夭钼矿，资源量 10.4 亿吨。

公司煤炭规模优势显著。2024 年，公司商品煤产量合计为 14249.3 万吨，其中伊犁一号煤矿、金鸡滩煤矿、鄂尔多斯市转龙湾煤矿等均为千吨及以上矿井。若按照集团口径统计，公司煤炭生产规模在全国排名第六位²（第四位为公司控股股东山东能源）；若

²因公司未披露原煤产量，若按照公司商品煤产量与同行业公司原煤或商品煤产量进行比较，从集团口径来看，2024 年，我国煤炭生产规模排名前五的企业依次为国家能源

按照非集团口径统计，受益于澳洲煤炭基地煤炭产量贡献，公司煤炭生产规模在全国排名第一，其商品煤产量已超越中国中煤能源股份有限公司。公司山东基地的部分矿井开采时间久，资源逐步枯竭，2024 年以来公司加快资源接续进程，其中万福煤矿投产运营，公司新增年产 180 万吨优质焦煤产能；新疆五彩湾露天矿一期年产 1000 万吨煤炭建设项目持续推进，二期项目提升至 2300 万吨/年产能规模已获批；内蒙古霍林河一号煤矿、刘三圪旦煤矿煤炭产能建设规划调整至 700 万吨/年和 1000 万吨/年，嘎鲁图煤矿完成用地、勘探等关键手续审批，未来上述 3 个矿井建成后新增煤炭产能 2500 万吨/年以上。

公司大部分矿井为井工矿，部分老旧矿井煤层深、断层多且山东基地存在冲击地压煤矿，开采难度较大且安全风险高，其中山东基地生产成本超出 500 元/吨，但受益于澳洲以及省外部分矿井为露天矿，2024 年公司合并口径吨煤生产成本为 307 元/吨。2024 年以来，为降低煤炭生产风险，提高生产效率，公司加大智能矿山建设及改造力度，其中境内 21 对矿井达到国家智能化示范标准，智能开采量占比 94%；2022 年以来公司未发生重大安全生产事故。

公司是中国和澳大利亚主要的煤炭销售商和贸易商之一，其中控股子公司兖煤澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）是澳大利亚最大专营煤炭生产商。公司煤炭销售区域遍布中国的华东、华南、华中、华北、西北等地区及日本、韩国、澳大利亚、泰国等国家。公司不断完善煤炭配套产业，2024 年完成头部物流企业物泊科技有限公司（以下简称“物泊科技”）³45%的股权交割及工商变更等程序，搭建物流体系，降低运输成本。2024 年，公司建成泰安港物流园二期项目，期末已形成 200 万吨静态储煤能力、6000 万吨货物吞吐能力，同时完成了鲁西铁路资产整合，自营及参股铁路总里程达 4000 公里，货物发运能力得到提升。

公司持续围绕矿业、化工新材料、装备制造、智慧物流及新能源产业“五大产业”协同发展，各产业间形成了较为良好的协同效应。其中煤化工产业规模优势明显，2024 年甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、粗液体蜡、乙二醇和尿素产量分别为 410.5 万吨、104.0 万吨、28.5 万吨、33.7 万吨、28.8 万吨、40.1 万吨和 71.6 万吨。装备制造产业方面，公司建成制造园区，并完成收购德国矿山轨道运输设备制造企业 SMT Scharf AG⁴（以下简称“沙尔夫公司”），可为公司矿井建设提供配套设备和技术支持。

2 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。

截至本报告出具日，公司董事会由 11 名董事构成。其中公司党委书记、董事长李伟先生于 1966 年生，为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，原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，公司副董事长等职务。

公司总经理兼党委书记王九红先生为正高级工程师。王九红先生曾任南屯煤矿总工程师，兖矿能源（鄂尔多斯）有限公司（以下简称“鄂尔多斯公司”）安源煤矿党总支书记、矿长，公司生产技术部副部长、通防部副部长，鄂尔多斯市转龙湾煤炭有限公司党总支书记、执行董事、总经理，内蒙古昊盛煤业有限公司董事长，公司副总经理，鄂尔多斯公司党委书记、董事长、总经理，内蒙古矿业（集团）有限责任公司（以下简称“内蒙古矿业”）党委书记、董事长等职位。

3 信用记录

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的人民银行企业信用报告，截至 2025 年 8 月 15 日，公司本部未结清债务均正常，历史已结清债务中，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本部有逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部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和信用中国中存在不良记录。

集团有限公司、晋能控股集团有限公司、中国中煤能源集团有限公司、山东能源和晋能控股煤业集团有限公司。

³ 2024 年 5 月 31 日，公司董事会审议批准以现金方式出资约 15.5 亿元购买物泊科技 45%的股权，同时福建东沃投资中心（有限合伙）及福建东创投资中心（有限合伙）分别将其所持有的全部物泊科技股权（合计 6.32%）所对应的全部表决权独家、无条件且不可撤销地全权授予公司，本次交易完成后公司可行使的表决权占物泊科技全部实缴出资的 51.32%。本次交易完成后，物泊科技将成为公司的控股子公司，并纳入合并财务报表范围。上述交易已于 2024 年 10 月 24 日完成股权交割及工商变更等程序。

⁴ 2024 年 3 月 1 日，公司拟现金收购沙尔夫公司 52.66%股权，转让价款合计约为 3216.95 万欧元。2024 年 9 月 19 日，沙尔夫公司已完成交割并转让至公司。沙尔夫公司是一家注册在德国的井下单轨吊辅助运输设备生产厂家。截至 2023 年 6 月底，沙尔夫公司资产总额为 9.81 亿元，所有者权益为 6.47 亿元；2022 年，沙尔夫公司营业收入为 6.71 亿元，净利润为 1.05 亿元。本次收购有利于公司对于矿用设备板块的战略延伸。本次收购完成后，公司拥有自主制造地下采矿及辅助运输设备的产业链，装备制造产业规模得到扩大，可减少公司对外采购成本，进一步发挥协同效应。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构符合法律法规要求。

公司遵循《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》等法律法规及上市地监管要求，不断加强法人治理建设，建立了由股东大会、董事会和经理层组成的权责法定、协调运转、有效制衡的法人治理结构。2024 年，公司召开股东大会 2 次，董事会 9 次，完成了事关公司改革发展、规范治理等重要事项的审批。公司董事会下设提名委员会、审计委员会、薪酬委员会、战略与发展委员会、可持续发展委员会等 5 个董事会专门委员会。2025 年 5 月 31 日，公司股东大会审议决定取消监事会和监事，并对《章程》进行修订，由审计委员会承接原监事会相关职权。公司董事会审计委员会负责审查、监督企业内部控制有效运行、持续改进及自我评价，协调内部控制审计及其他相关事宜。

2 管理水平

公司建立了完善的内部控制体系，有助于防范运营风险。

公司根据相关法律法规制定了有关财务管理、关联交易、对外担保、资金、生产等各方面的规章制度，并遵照上交所《上市公司自律监管指引第 1 号》和香港联交所《上市规则》等上市地监管要求，制定了《公司内部控制规范》等制度。公司明确了董事会及其审计委员会、经理层在内部控制机制中的角色与责任，并设立专职机构负责内控体系建设实施和日常监督管理。

七、重大事项

西北矿业并表后，公司综合竞争实力得到进一步提升。

2025 年 4 月 8 日，公司发布《兖矿能源集团股份有限公司关联交易公告》，为整合优质煤炭资源，扩大主业规模，并解决同业竞争，公司拟以现金 140.66 亿元收购控股股东山东能源权属公司山东能源集团西北矿业有限公司（以下简称“西北矿业”）51%股权，其中以现金 47.48 亿元受让西北矿业 26%股权，以现金 93.18 亿元向西北矿业增资。

西北矿业主要从事煤炭及煤化工等业务。截至 2025 年 4 月 8 日，西北矿业下属共有 12 家煤炭企业，持有 14 宗矿业权（包含 12 宗采矿权和 2 宗探矿权）。2025 年上半年，西北矿业商品煤产量和销量分别为 1626 万吨和 1561 万吨。西北矿业已于 2025 年 7 月完成收购交割，西北矿业纳入公司合并范围后，公司新增煤炭资源量 63.52 亿吨，可采储量提升 36.52 亿吨，整体竞争力得到提升。

上述交易构成关联交易，但不构成重大资产重组事项，亦不构成重组上市。

八、经营分析

1 经营概况

公司主营煤炭，并围绕煤炭开展煤化工、电力和贸易等业务。2022 年以来，煤价持续下跌导致公司收入和毛利率水平均呈下降态势。公司海外收入规模较大，面临一定汇率波动、跨国管理和地缘政治等风险。

公司主营业务包括煤炭、煤化工和电力等，其中煤炭及煤化工业务是公司收入和利润的主要来源。2023 年 4 月 28 日，公司完成对山东能源集团鲁西矿业有限公司（以下简称“鲁西矿业”）51%股权和兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）51%股权的收购，实际支付的转让价款合计为 264.31 亿元，因属于同一控制下企业合并，为保证数据可比性，本报告业务经营分析部分已对 2022 年数据进行追溯调整。2022—2024 年，公司营业总收入和综合毛利率均逐年下降。

从产品结构来看，2022 年以来，随着煤价下行，公司自产煤业务收入和毛利率均持续下降；煤化工收入规模相对稳定，电力业务收入持续下降。2024 年，煤价下降在一定程度上降低了公司煤化工及电力业务的原材料成本，煤化工和电力业务毛利率水平均同比有所提升。公司于 2024 年 10 月 31 日并表物泊科技，物泊科技主要从事物流运输业务，自购买日至 2024 年末物泊科技分别实现营业收入和净利润 27.22 亿元和 0.49 亿元，同时受同一控制下合并部分子公司影响，公司其他主营业务收入和毛利率均同比大幅增长。公司其他业务（非主营业务）主要包含非煤贸易业务、煤泥、融资租赁和控股子公司山东能源集团财务有限公司（以

下简称“山能财司”)的贷款业务等。2022 年以来,因贸易业务收入确认方式发生调整,贸易煤和其他业务(非主营业务)收入均持续下降,同时受部分煤炭及非煤产品贸易订单记账方式变动、煤泥价格下降等因素影响,公司贸易煤和其他业务(非主营业务)毛利率波动很大。

从销售区域来看,2022—2024 年,公司国外收入分别为 545.60 亿元、405.10 亿元和 356.76 亿元。公司海外收入规模较大,面临一定汇率波动、跨国管理和地缘政治等风险。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率情况 (单位: 亿元)

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
自产煤	1266.36	56.30%	68.40%	949.90	63.32%	55.50%	851.45	61.20%	48.55%
贸易煤	193.50	8.60%	1.76%	70.30	4.69%	-0.41%	64.80	4.66%	7.61%
煤化工	263.37	11.71%	21.19%	263.98	17.60%	19.95%	252.23	18.13%	21.60%
电力	27.24	1.21%	17.86%	25.89	1.73%	9.17%	25.37	1.82%	13.07%
其他主营业务	17.13	0.76%	3.32%	17.37	1.16%	1.26%	51.50	3.70%	11.37%
主营业务收入合计	1767.61	78.59%	52.66%	1327.44	88.48%	43.86%	1245.35	89.51%	38.70%
其他业务	481.62	21.41%	4.87%	172.82	11.52%	15.91%	145.90	10.49%	11.06%
营业总收入合计	2249.22	100.00%	42.43%	1500.25	100.00%	40.64%	1391.25	100.00%	35.80%

注: 1.尾差系数据四舍五入所致; 2.2022 年数据已追溯调整, 追溯调整后数据由 2023 年年报倒推得出, 和追溯调整后财务数据存在一定差异; 3.2023 年数据未经追溯调整, 和财务分析部分数据存在一定差异

资料来源: 联合资信根据公司年报整理

2025 年 1—6 月, 受煤炭等产品价格进一步下降影响, 公司营业总收入同比下降 17.93%至 593.49 亿元, 综合毛利率进一步下降至 29.71%。

2 业务经营分析

(1) 煤炭业务

公司原煤入洗率较高, 2022 年以来公司商品煤产量持续增加, 但随着国内外煤炭市场价格走弱, 公司商品煤销售价格持续下降。

公司主要生产矿井均配套建设了与生产能力相当的选煤厂, 所生产原煤入洗率达到 80%以上。公司境内煤炭生产主要由兖煤菏泽能化有限公司、鲁西矿业、鄂尔多斯公司、内蒙古昊盛煤业有限公司(以下简称“昊盛煤业”)、内蒙古矿业、陕西未来能源化工有限公司(以下简称“未来能源”)、新疆能化等子公司负责。公司境外煤矿生产由子公司兖煤澳洲和兖煤国际(控股)有限公司(以下简称“兖煤国际”)负责运营。2022—2024 年, 公司商品煤产量持续增加, 其中随着境内新巨龙煤矿产能释放、内蒙古区域限产因素消除以及拉尼娜天气对澳洲基地煤矿生产的影响逐步缓解, 公司 2024 年境内外商品煤产量同比增幅较大。公司吨煤生产成本波动增长, 其中 2023 年受折旧费用增加等因素影响, 公司吨煤生产成本同比有所增加。2025 年上半年, 受益于万福煤矿实现联合试运转、内蒙古昊盛煤业限产因素消除, 公司商品煤产销均同比增加。

贸易煤方面, 该业务以公司本部作为经营主体, 以山西、内蒙和陕北地区作为主要采购地区, 主要销售对象为山东、华东及华南地区的电力、冶金、化工及商贸行业的企业; 经营模式为以销定采, 采购的煤炭品种以冶金煤和高发热量优质动力煤为主, 经过洗选加工然后销售。2022—2024 年, 公司贸易煤采购量分别为 1280 万吨、605 万吨和 655 万吨。公司与供货商的结算方式主要以商业汇票及电汇为主, 其中商业汇票结算约占 60%, 现汇结算约占 40%。

图表 2 • 公司商品煤产销数据 (单位: 万吨、元/吨)

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
自产煤产量	13130.6	13210.7	14249.3	7359.7
其中: 兖煤澳洲	2943.5	3341.2	3693.7	1890.4
兖煤国际	492.2	545.3	535.7	287.5
自产煤销量	12264.4	12097.3	12976.2	6234.2

贸易煤销量	1279.5	605.1	654.7	246.9
商品煤销量合计	13543.9	12702.4	13630.9	6481.1
自产煤产销率	93.40%	91.57%	91.07%	84.71%
销售价格	1077.9	803.15	672.18	531.93
吨煤生产成本	304.72	319.99	307.41	/

注：1.销售价格为自产煤和贸易煤销售均价；2.“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报及公告整理

销售方面，公司自产煤和贸易煤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。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，利用成熟的网络向东部输送。此外，公司还与电力、钢铁、焦化生产企业建立合作关系，其中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和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。公司与下游客户结算方式主要有现汇、银行承兑、信用证等，银行承兑汇票及信用证结算周期不超过 6 个月。2022—2024 年，因部分自产煤用于化工产品生产，公司自产煤产销率维持在 90%左右；公司贸易煤销量波动下降，其中 2023 年降幅很大主要系公司针对具备代理采购性质的贸易收入按照净额法核算所致。2022 年以来，随着国内外煤炭市场价格走弱，公司商品煤销售价格持续下降。销售集中度方面，2024 年，公司前五名客户销售额 67.01 亿元，占当期销售总额的 5.4%，销售集中度低。

（2）煤化工业务

公司煤化工产品多元，部分产品可根据市场行情调节生产。2022 年以来，随着部分项目陆续投产，公司煤化工产能及产量规模扩大，整体产销水平高，但受市场环境变化影响，公司部分煤化工产品价格持续下降，但受益于成本下降，公司煤化工产品销售价差相对稳定。

公司煤化工板块生产主要由兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“鲁南化工”）、未来能源、兖州煤业榆林能化有限公司和鄂尔多斯公司负责。2022 年以来，随着未来能源油品产出增加、鲁南化工己内酰胺一体化项目以及兖矿新疆煤化工有限公司 6 万吨三聚氰胺项目等建成投产，公司煤化工总产量持续增加；因部分醋酸产品自用于提取醋酸乙酯，使得醋酸外销量低于产量，其他主要煤化工产品产销率均保持高水平。2023 年，除粗液体蜡和石脑油销售价格同比略有上涨外，公司其他主要煤化工产品销售价格同比均有所下滑。2024 年，除乙二醇外，公司主要煤化工产品销售价格均同比下降。2022 年以来，为应对市场环境变化，公司进行柔性生产并对部分产品结构进行调整。

图表 3 • 公司主要煤化工产品产销数据（单位：万吨、元/吨）

产品种类	2022 年				2023 年				2024 年			
	产量	销量	销售成本	销售价格	产量	销量	销售成本	销售价格	产量	销量	销售成本	销售价格
甲醇	378.9	378.9	1891.00	2010.82	401.6	395.5	1714.79	1829.33	410.5	393.8	1477.40	1818.94
醋酸	103.6	71.2	2613.76	3445.22	113.9	73.8	2338.75	2787.26	104.0	74.3	2228.80	2594.89
醋酸乙酯	36.8	36.4	5574.18	6296.70	42.3	42.6	5368.54	5683.10	28.5	28.4	4809.86	5130.28
己内酰胺	27.3	27.3	10238.10	11234.43	29.7	29.7	10370.37	10855.22	33.7	33.6	9892.86	10791.67
聚甲醛	7.4	7.4	8729.73	15189.19	7.4	7.4	8283.78	10486.49	6.5	6.5	8692.31	9630.77
粗液体蜡	24.2	25.2	2329.37	6785.71	16.2	14.6	2308.22	6815.07	28.8	30.0	2996.67	6246.67
柴油	15.8	15.4	3012.99	7428.57	27.7	26.9	2211.90	6691.45	--	--	-	--
石脑油	8.4	8.1	2666.67	6543.21	25.6	25.4	2307.09	6681.10	23.3	23.5	2948.94	6540.43
全馏分液体石蜡	--	--	--	--	--	--	--	--	11.6	11.1	2819.82	5945.95
乙二醇	31.1	32.1	3535.83	3900.31	36.0	39.1	2831.20	3406.65	40.1	39.4	2736.04	3868.02
尿素	65.8	63.3	1363.35	2101.11	59.1	61.5	1419.51	1964.23	71.6	66.4	1343.37	1795.18

注：“--”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

（3）其他业务

公司其他业务主要由非煤贸易和山能财司贷款业务构成。2022 年以来，公司非煤贸易业务收入快速下降，贸易风险较为可控；同时，因山东能源通过公司控股子公司山能财司进行资金归集，山能财司和山东能源的关联交易规模均在协议约定范围内。

公司其他业务中非煤贸易规模较大。公司主要非煤贸易品种主要涉及钢铁、铁矿石等大宗商品，2022—2024 年，非煤贸易业务收入分别为 414.49 亿元、104.19 亿元和 72.25 亿元，其中 2023 年降幅很大主要系使用代理采购模式的贸易收入确认按照净额法核算所致。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。

2022 年 10 月，公司股东大会审议通过原兖矿集团财务有限公司（以下简称“兖矿财司”）与山能财司合并重组事项。截至 2023 年底，山能财司完成对兖矿财司的吸收合并，兖矿财司注销，公司成为合并后的山能财司的控股股东；山能财司已分别与公司、山东能源签署《金融服务协议》。山能财司为公司及山东能源成员单位提供金融服务，实行资金集中管理模式实现对山东能源范围内的权属企业资金结算、资金集中、资金监控、金融服务等管理职能。截至 2024 年底，山东能源在山能财司的存款为 225.25 亿元，综合授信余额为 160.51 亿元；2024 年，山东能源和山能财司发生的金融服务费用为 144.00 万元，均未超出协议约定的交易上限金额。

3 关联交易

因鲁西矿业前期与山东能源签订煤炭销售合同，公司完成鲁西矿业的收购后形成较大关联交易规模。2024 年以来，鲁西矿业已自行对外销售煤炭产品，公司和山东能源之间关联交易规模随之减少，整体关联交易风险尚在可控范围内。

2024 年，除公司向山东能源提供金融服务外，公司和控股股东山东能源分别签订了《材料物资供应协议》《大宗商品购销协议》和《劳务及服务互供协议》。因公司于 2023 年完成对鲁西矿业的收购后，根据鲁西矿业签订的销售合同，2023 年鲁西矿业均通过山东能源集团煤炭营销有限公司和新汶矿业集团有限责任公司对外销售煤炭产品，2024 年鲁西矿业已自行对外销售煤炭产品，使得 2024 年公司向山东能源及其下属子公司销售煤炭金额大幅下降，同时鲁西矿业和新疆能化并表后公司向山东能源及其下属子公司采购物资金额亦明显减少。2024 年，因部分新建煤矿、煤化工项目进入建设期，工程施工服务需求增多，且鲁西矿业和新疆能化委托山东能源负责食堂运营，公司接受山东能源及其下属子公司的劳务交易金额随之增加。同期，公司和山东能源及其下属子公司之间的大宗商品和贸易关联交易规模明显扩大。

图表 4 • 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

采购商品和接受劳务的关联交易					销售商品和提供劳务的关联交易				
关联方	关联交易内容	2022 年发生额	2023 年发生额	2024 年发生额	关联方	关联交易内容	2022 年发生额	2023 年发生额	2024 年发生额
山东能源及其下属子公司	采购物资	66.29	57.35	24.80	山东能源及其下属子公司	煤炭	214.72	211.20	57.34
山东能源及其下属子公司	大宗贸易	3.21	2.14	25.79	山东能源及其下属子公司	材料	10.87	14.63	12.02
山东能源及其下属子公司	接受劳务	/	/	38.67	其他关联方	大宗商品	0.04	0.00	30.02

注：1. 上表发生额仅列示主要关联交易发生额；2. “/”表示数据未获取
资料来源：公司年报

4 在建项目

公司现有在建项目的后续投资压力不大，但从拟建项目来看，未来固定资产资本支出规模将非常大。随着在建项目的逐步投产，公司煤炭产能将有望得到提升，并实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型，煤化工产业链条得到延伸，抗风险能力和综合竞争力将进一步加强。

公司主要在建项目主要为加拿大钾矿、万福煤矿以及煤炭产业链延伸和配套项目等。截至 2025 年 6 月底，加拿大钾矿仍未进行具体开发建设。2024 年 9 月 23 日，公司与 Highfield Resources Limited（澳大利亚证券交易所上市公司，股票代码：HFR.ASX；以下简称“高地资源”）签署 Implementation Agreement 和 Equity Subscription Agreement（即《实施协议》和《股份认购协议》）。公司拟将通过转让加拿大钾矿（即 YancoalCanadaResourcesCo.,Ltd.100%股权，以下简称“兖煤加拿大”）及其全资子公司兖煤国际对兖煤加拿大的股东借款之本息作价出资，同时现金出资不超过 0.90 亿美元认购高地资源新增发股份（以下简称“原交易安排”）。2025 年 5 月 12 日，高地资源、中国五矿集团有限公司控股子公司青海盐湖工业股份有限公司（以下简称“青海盐湖”）、公司以及 EMR Capital（高地资源目前的最大股东和债权人）签署了一份不具约束力的合作意向书。青海盐湖拟以 3 亿美元左右的现金认购高地资源发行的普通股，并成为高地资源的最大股东，并在交割时拥有高地资源控制权。青海盐湖认购交易完成时，青海盐湖将通过一系列治理安排，包括但不限于任命高地资源董事、主导项目生产运营、合并财务报表等，实现对兖煤加拿大、高地资源及其下属索西项目和 Muga 项目的实际控制。如高地资源与青海盐湖后续基于合作意向书签署具有约束力的股份认购协议，公司将不再根据原交易安排成为高地资源第一大股东、取得高地资源控制权。在此情形下，《实施协议》约定的交割条件将不再达成，届时公司

将不以公司获得高地资源控制权为前提，而根据合作意向书的相关约定，在公平合理基础上与相关方进行商务法律条款的谈判，签订相关法律文件。2025 年 8 月，公司收到青海盐湖通知，青海盐湖不再推进合作意向书所述认购交易。公司并于 2025 年 9 月 15 日发布《关于终止并购 Highfield Resources Limited 的公告》，因《实施协议》和《股份认购协议》约定的先决条件未能在最后截止日当日或之前全部满足或被豁免，公司终止与高地资源的《实施协议》和《股份认购协议》，未来将按照市场化原则推动加拿大钾矿开发项目后续工作。公司其他主要在建项目工程进度均已超过 80%，其中万福煤矿已实现联合试运转。

图表 5 • 截至 2025 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	设计产能	总投资预算	已投资金额	工程进度	剩余投资金额
加拿大钾矿	/	/	18.57	/	/
万福煤矿	180 万吨/年	83.95	67.82	81%	16.13
兖矿泰安港公铁水联运物流园项目	--	23.81	21.87	94%	1.94
合计	--	107.76	89.69	--	18.07

注：1. 总投资预算和剩余投资金额合计数均不包含加拿大钾矿；2. “/”表示数据未获取到，“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司持有刘三圪旦和嘎鲁图井田的探矿权，且于 2023 年 12 月 8 日竞拍获得霍林河一号井田探矿权，截至 2023 年底刘三圪旦井田和嘎鲁图井田原地资源量合计约为 42.62 亿吨，霍林河一号井田原地资源量合计约为 10.28 亿吨。截至 2024 年底霍林河一号煤矿实现“探转采”且已完成初步设计，产能规模为 700 万吨/年；刘三圪旦煤矿和嘎鲁图煤矿均已获取地质报告批复，设计产能分别为 1000 万吨/年和 800 万吨/年。同时，刘三圪旦和嘎鲁图井田配套获取的曹四天钼矿已经完成用地、勘探等关键手续审批。

5 未来发展

未来，公司将持续推进“五大产业”发展，整体发展战略目标明确，可行性高。

未来，公司将聚焦矿业、高端化工新材料两大核心产业，延伸产业链条，并持续推动装备制造、物流和新能源新兴产业发展。

矿业方面，山东煤炭基地保证商品煤年产量稳定在 3700~4000 万吨；陕蒙基地持续达产达效，商品煤年产量达到 4400~4600 万吨；新疆基地释放产能，商品煤年产量达到 3000 万吨以上；澳洲基地商品煤年产量达到 4000~4400 万吨。公司计划于 2025 年开工建设霍林河一号煤矿，3 年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿和嘎鲁图煤矿，上述 3 个煤矿建成后公司将新增煤炭产能 2500 万吨/年以上，并 2026 年开工建设曹四天钼矿。同时，公司将分区域、分批次落实控股股东所属西北、内蒙古等区域优质煤矿资产注入，获取陕蒙、新疆等国家能源战略基地“核心产区”优质煤炭资源，并关注境外焦煤、有色金属等资产并购机会。

化工新材料方面，公司将持续实施生产装置技术升级改造，推进内蒙古荣信化工有限公司和新疆准东区域的两个 80 万吨烯烃项目、陕西未来能源化工有限公司 50 万吨高温费托项目、兖矿鲁南化工有限公司低碳高效新能源材料一体化等项目，以项目投资带动优质煤炭和新能源指标的获取。

装备制造产业方面，公司将加快鲁西智慧制造园区二期建设，逐步整合装备制造优势资源，同时充分发挥德国装备制造研发平台作用，逐步拓展亚洲、欧洲市场。

智慧物流产业方面，公司将聚焦“西煤东调”“北煤南运”关键物流节点，建成曹家伙场至牛家梁矿区铁路、新疆准东矿区铁路专用线，并参与“乌榆临”铁路建设项目，逐步提升陕蒙、新疆等区域大宗产品外运能力；同时，公司将合理运用兖矿泰安港和济宁泗河口港，确保发运能力匹配业务增长及发展需求。

新能源产业方面，公司将推进自建和并购双轮驱动，拓展布局内蒙古、新疆等优势资源区域，并谋划兼并收购、合资合作。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“信永中和”）对 2022 年和 2023 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2024 年 5 月 14 日，公司发布公告，信永中和按照合同完成公司 2023 年度审计工作后，信永中和已连续 15 年为公司提供 A 股审计服务。根据《选聘会计师事务所管理办法》相关规定，信永中和已达到公司连续聘用会计师事务所开展审计工作的最长期限，综合考虑公司业务发展和审计工作的需要，公司会计师事务所变更为天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天职国际”）。天职国际对公司提供的 2024 年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 2025 年半年度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围内因同一控制下企业合并新增 5 家子公司（山东能源大厦上海有限公司、鲁西矿业、新疆能化、山能

财司和兖矿煤化工工程有限公司)，新设 1 家子公司，注销 2 家子公司。2024 年，公司因非同一控制下企业合并新增 5 家子公司，分别为山东博创凯盛工业科技有限公司、德伯特机械（山东）有限公司、沙尔夫公司、山东天玛智能控制技术有限公司和物泊科技，股权取得时点分别为 2024 年 7 月 31 日、2024 年 8 月 1 日、2024 年 9 月 30 日、2024 年 10 月 1 日和 2024 年 10 月 31 日；因同一控制下新增山东兖矿国拓科技工程股份有限公司⁵；因破产清算减少 1 家子公司（鄂尔多斯市绿能光电有限公司⁶，以下简称“绿能光电”）。2025 年上半年，公司合并范围内新纳入 1 家子公司，为兖矿能源（霍林郭勒）有限公司；减少 1 家子公司。整体看，公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

2022 年以来，公司会计政策连续，但因公司于 2022 年和 2023 年均发生同一控制下企业合并，为增强财务数据可比性，本报告财务分析部分 2022 年和 2023 年数据分别采用 2023 年期初数和 2024 年期初数。

1 资产质量

公司资产以非流动资产为主，符合煤炭企业一般特征。公司受限资产规模较大；作为重资产煤矿企业，每年折旧和摊销规模较大，固定资产成新率一般。但公司现金储备较为充足，存货及应收账款对公司资金占用不大，整体资产质量非常高。

2022—2024 年末，公司资产总额波动下降，资产结构以非流动资产为主，符合煤炭企业一般特征。

流动资产方面，2024 年初，公司货币资金较年初降幅较大，主要系 2023 年支付股东股息（213.34 亿元）及部分鲁西矿业和新疆能化投资款（166.80 亿元）所致；而后，随着经营积累，公司货币资金持续增长，现金储备较为充裕。公司存货占比较低。2024 年末，公司合并物泊科技后使得应收账款较年初增幅较大，销售债权周转次数有所下降。公司其他流动资产主要由发放贷款及垫款，土地塌陷、复原、重整及环保费，待抵扣进项税、预缴税款等构成。截至 2023 年底，受兖矿财司和山能财司重组事项影响，公司发放贷款及垫款规模较年初大幅增加，同时受土地塌陷、复原、重整及环保费用增加、探矿权价款增加影响，公司其他流动资产较年初大幅增长，2024 年末较年初小幅减少主要系发放贷款及垫款规模下降所致。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、长期股权投资和在建工程构成。2022 年以来，公司加大在建项目资金投入，在建工程持续增长，但受每年计提大规模折旧影响，在建项目转固金额未在固定资产科目得到有效体现。公司根据产量法对采矿权成本进行摊销，2022—2024 年末无形资产逐年下降。2024 年末，公司固定资产主要由房屋及建筑物（108.41 亿元）、矿井建筑物（318.52 亿元）、地面建筑物（142.80 亿元）和机器设备（513.27 亿元）构成，折旧方式均为直线法，其中机器设备折旧年限为 2.5~25 年，综合成新率为 53.68%。同期末，受益于参股公司内蒙古锦联铝材有限公司和伊犁新天煤化工有限责任公司等确认的投资收益增加，公司长期股权投资较年初有所增加。公司其他非流动资产主要由探（采）矿权、发放贷款及垫款、预付设备和工程款、保理款等构成，2023 年末发放贷款及垫款规模增加使得公司其他非流动资产较年初大幅增长。

截至 2025 年 6 月底，公司无形资产增加带动整体资产规模有所扩大，资产结构较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2023 年初		2024 年初		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1263.10	33.46%	963.04	27.17%	973.55	27.15%	1076.81	28.66%
货币资金	665.93	17.64%	376.91	10.63%	383.45	10.69%	451.88	12.03%
应收账款	80.54	2.13%	69.73	1.97%	92.61	2.58%	82.86	2.21%
存货	96.76	2.56%	77.42	2.18%	76.25	2.13%	83.24	2.22%
其他流动资产	195.69	5.18%	267.47	7.55%	251.00	7.00%	294.60	7.84%
非流动资产	2511.66	66.54%	2581.60	72.83%	2612.00	72.85%	2679.90	71.34%
长期股权投资	237.99	6.30%	239.93	6.77%	256.43	7.15%	260.62	6.94%
固定资产	1120.35	29.68%	1124.77	31.73%	1127.09	31.43%	1110.74	29.57%
在建工程	179.38	4.75%	202.05	5.70%	225.27	6.28%	236.93	6.31%
无形资产	679.81	18.01%	671.56	18.95%	640.19	17.85%	714.00	19.01%

⁵ 2024 年 3 月 29 日，云鼎科技股份有限公司（以下简称“云鼎科技”）发布公告，云鼎科技拟向公司转让山东兖矿国拓科技工程股份有限公司（以下简称“国拓科技”）90% 股权，交易价格为 1.43 亿元。国拓科技主要以多喷嘴对置式水煤浆气化技术为核心，从事煤气化技术实施许可、技术研发、技术服务、技术培训，销售专用设备（气化炉、工艺烧嘴等）和水煤浆添加剂等业务。截至 2023 年 10 月底，国拓科技资产总额 1.90 亿元，净资产为 1.48 亿元；2022 年，国拓科技实现营业收入 0.75 亿元，净利润 0.13 亿元。上述交易已于 2024 年 5 月 31 日完成证券过户登记手续。

⁶ 绿能光电于 2024 年 6 月 15 日以其不能清偿到期债务，缺乏清偿能力为由，向内蒙古自治区鄂尔多斯市中级人民法院申请破产清算，法院与 2024 年 8 月 20 日出具民事裁定书同意受理其破产清算申请，绿能光电公司已向破产管理人移交控制权。2024 年 10 月起，绿能光电不再纳入合并范围，公司对其长期股权投资全额计提减值准备。

其他非流动资产	161.64	4.28%	222.48	6.28%	249.45	6.96%	237.04	6.31%
资产总额	3774.75	100.00%	3544.64	100.00%	3585.54	100.00%	3756.71	100.00%

注：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 2025 年 6 月底，公司受限资产占资产总额的 16.68%，受限资产比例较高。

图表 7 • 截至 2025 年 6 月底公司受限资产账面价值情况（单位：亿元）

项目	受限资产账面价值	受限原因
货币资金	84.10	票据及信用证保证金、环境恢复治理基金等
应收票据	1.51	质押
固定资产	21.98	售后回租、诉讼冻结
无形资产	0.13	抵押
应收款项融资	13.02	质押
长期应收款	52.72	质押
长期股权投资	66.42	质押
对陕西未来能源化工有限公司的股权质押	25.96	质押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	360.60	抵押
合计	626.44	--

注：1.尾差系数据四舍五入所致；2.公司存在融资租赁业务，长期应收款包含融资租赁款和应收代垫采矿权价款；长期应收款受限资产为银行实际质押金额，包含合并范围内和合并范围外的长期应收款，因此受限金额明显大于长期应收款科目金额
资料来源：公司年报

2 资本结构

（1）所有者权益

公司资本实力非常强，但权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性有待提升。

2022—2024 年末，公司所有者权益规模持续扩大，资本实力非常强。2024 年初，受股票期权行权、派送红股等因素⁷影响，公司股本较年初大幅增长 50.33%；同时受对所有者（或股东）分配利润和同一控制下企业合并等因素影响，未分配利润较年初大幅下降 35.00%。受同一控制下企业合并影响，资本公积较年初减少 66.58 亿元，少数股东权益较年初增长 3.59%。2024 年 3 月，公司以总股本 77.23 亿股为基数，向全体股东每股派发现金红利 1.49 元（含税），每股派送红股 0.3 股，共计派发现金红利 115.07 亿元，派送红股 2.32 亿股，本次分配后总股本为 100.40 亿股。2024 年 6 月，公司发行 2.85 亿股 H 股股份，每股定价 17.39 港元，募集资金净额为 49.29 亿港元⁸（按 2024 年 6 月 12 日的汇率计算，约为 44.90 亿元）。受上述等因素影响，2024 年末，公司股本和资本公积⁹均较年初大幅增加，所有者权益较年初有所增长。2022 年以来，公司永续债券发行规模持续增加，其他权益工具持续增长。整体看，公司所有者权益中永续债券、未分配利润和少数股东权益规模大，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 6 月底，公司所有者权益规模和结构均较去年底变化不大。

图表 8 • 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2023 年初		2024 年初		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	49.49	3.44%	74.39	6.28%	100.40	7.55%	100.37	7.36%
其他权益工具	132.49	9.21%	165.42	13.96%	232.67	17.49%	247.68	18.15%
资本公积	65.79	4.57%	-0.33	-0.03%	41.31	3.11%	42.33	3.10%
其他综合收益	-71.56	-4.97%	-63.35	-5.35%	-79.35	-5.97%	-70.89	-5.20%

⁷（1）公司 2018 年 A 股股票期权激励计划第三个行权期行权条件已成就，截至 2023 年底第三个行权期可行权股票期权已全部行权完毕，共行权 12656840 份；（2）公司以 2023 年 7 月 14 日为股权登记日每股派送红股 0.5 股，共派送红股 2480680240 股；（3）受工作调动及退休等因素影响，公司 26 名激励对象已不符合激励条件，对其已获授但尚未解除限售的限制性股票 267 万股进行回购注销，截至 2023 年底已回购注销 2670000 份。

⁸ 募集资金净额已按照计划用于偿还公司及附属公司的债务及补充一般营运资金。

⁹ 2024 年末，公司资本公积股本溢价本期变动原因系 H 股增发股票确认发行溢价 4229108 千元；偿还永续债减少 12330 千元，发行永续债的承销费用冲减资本公积 9913 千元；公司本部不满足条件限售股注销减少 3662 千元，兖煤澳洲不满足条件的限售股注销减少 49881 元；同一控制下企业合并减少 135302 千元。其他资本公积本期变动原因系公司本部计提股权激励费用增加 157717 千元，因并购物泊科技带入股权激励部分增加资本公积 542 千元，兖煤澳洲计提股权激励归属于母公司的部分增加资本公积 42918 千元；联营企业权益变动增加 10369 千元，购买东平港少数股权减少资本公积 65984 千元。

盈余公积	9.13	0.63%	16.64	1.40%	28.41	2.14%	28.41	2.08%
未分配利润	772.38	53.67%	502.89	42.44%	472.55	35.53%	464.87	34.07%
归属于母公司所有者权益合计	998.51	69.38%	728.28	61.47%	825.94	62.10%	844.43	61.89%
少数股东权益	440.60	30.62%	456.55	38.53%	504.16	37.90%	520.04	38.11%
所有者权益合计	1439.11	100.00%	1184.83	100.00%	1330.10	100.00%	1364.47	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

(2) 负债

公司债务负担加重且债务结构和资产结构匹配度不高，但考虑到公司综合实力极强，金融机构认可度高，再融资渠道通畅，集中兑付压力不大。

2022—2024 年末，公司负债总额波动下降，负债结构相对均衡。2024 年初，公司经营性负债中其他应付款占比较高，其他应付款较年初有所增长，主要系剩余鲁西矿业及新疆能化投资款（110.72 亿元）尚未支付所致。2024 年末，受吸收存款、应付鲁西矿业及新疆能化投资款和应付霍林河一号井田探矿权款均减少影响，公司其他应付款大幅下降，但应付账款和应付票据较年初略有增长。公司预计负债主要为复垦/复原及环境恢复款。

公司有息负债主要由长、短期银行借款、应付票据、应付债券和融资租赁借款构成，其中银行借款中信用借款占比高。2022—2024 年末，若将其他应付款中的吸收存款以及长期应付款中的融资租赁借款、关联方借款和政府专项债计入有息债务，公司全部债务持续增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动提高。如将永续债调入长期债务，2022—2024 年末，公司调整后全部债务分别为 1510.57 亿元、1585.87 亿元和 1741.48 亿元；调整后资产负债率分别为 65.39%、71.24%和 69.39%；调整后全部债务资本化比率分别为 53.62%、60.87%和 61.34%；调整后长期债务资本化比率分别为 38.23%、48.21%和 47.37%。

截至 2025 年 6 月底，公司负债总额和有息债务规模均有所增加，整体杠杆水平有所上升；负债结构和债务结构均较上年底变化不大。

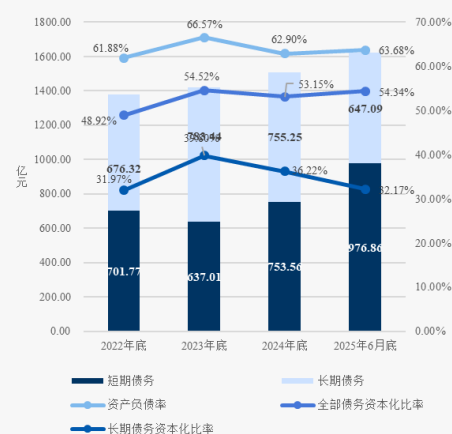
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023 年初		2024 年初		2024 年末		2025 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1313.33	56.23%	1231.42	52.18%	1172.02	51.96%	1375.42	57.50%
短期借款	64.86	2.78%	40.84	1.73%	76.93	3.41%	193.05	8.07%
应付票据	114.64	4.91%	118.87	5.04%	119.28	5.29%	108.72	4.54%
应付账款	234.20	10.03%	195.68	8.29%	203.95	9.04%	167.88	7.02%
其他应付款	493.63	21.13%	533.88	22.62%	347.37	15.40%	419.74	17.55%
一年内到期的非流动负债	168.69	7.22%	208.06	8.82%	318.38	14.12%	373.13	15.60%
非流动负债	1022.32	43.77%	1128.40	47.82%	1083.42	48.04%	1016.82	42.50%
长期借款	428.29	18.34%	613.55	26.00%	557.00	24.70%	439.98	18.39%
应付债券	207.92	8.90%	121.73	5.16%	159.74	7.08%	179.70	7.51%
长期应付款	83.12	3.56%	92.96	3.94%	80.33	3.56%	129.89	5.43%
预计负债	134.20	5.75%	136.91	5.80%	128.31	5.69%	129.89	5.43%
递延所得税负债	100.64	4.31%	97.86	4.15%	94.80	4.20%	92.80	3.88%
负债总额	2335.65	100.00%	2359.82	100.00%	2255.44	100.00%	2392.24	100.00%

注：长期应付款含专项应付款

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 10 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从债务期限分布看，截至 2024 年底，公司短期债务占 49.94%，债务结构和资产结构匹配度较低，但考虑到公司综合竞争力非常强，银行等金融机构对公司的认可度高，贷款到期可得到顺利接续，长期债务的期限分布较为分散，集中兑付压力不大。

图表 11 • 截至 2024 年底公司长期债务期限分布情况（单位：亿元）

科目	1~2 年	2~5 年	5 年以上	未贴现现金流总计	账面余额合计
长期借款	325.13	179.33	52.54	557.00	557.00
应付债券	14.63	29.89	119.85	164.38	159.74
租赁负债	0.99	1.77	0.27	3.03	3.01

长期应付款	39.70	6.15	36.97	81.82	80.33
合计	380.45	217.14	209.63	806.23	800.07

注：1.上表将长期应付款（含专项应付款）全部计入有息债务；2.尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 盈利能力

2022 年以来，公司经营业绩下降，但整体利润规模仍非常大，盈利能力极强。

2022—2024 年，受煤价和主要煤化工产品价格下降影响，公司主营业务盈利水平持续下降。期间费用方面，2022—2024 年，公司通过调节融资结构以及低息置换高利息贷款等方式降低融资成本，叠加充煤澳大利亚提前偿还美元债务，在有息债务规模增加的情况下，公司财务费用持续下降，同时受销售费用逐年减少影响，公司费用总额持续下降，公司期间费用控制能力较强。减值损失和非经常性损益方面，2022—2024 年，公司资产减值损失逐年减少，信用减值损失对公司利润影响小。2024 年，因绿能光电破产重整导致部分应收款项回收困难，公司对其全额计提减值准备，使得当期信用减值损失同比大幅增加。2024 年，公司净敞口套期收益由负转正，投资收益波动减少。

综合影响下，2022 年以来，公司利润总额和 EBITDA 均持续下降，各项盈利指标均明显弱化。此外，2024 年，公司因外币财务报表折算差额导致其他综合收益由 2023 年的 11.43 亿元转为-26.03 亿元，进而导致综合收益总额同比大幅下降 35.23%至 183.29 亿元。

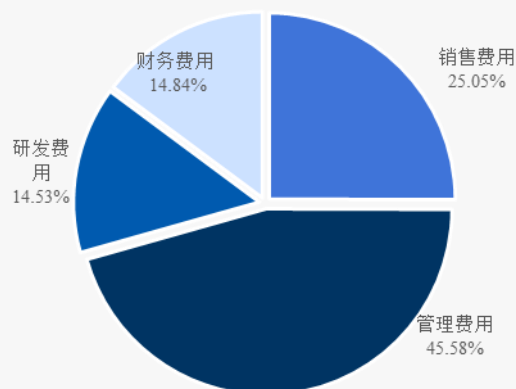
2025 年 1—6 月，公司营业总收入同比下降 17.93%，利润总额同比下降 39.38%，整体经营业绩进一步下降。

图表 12 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
营业总收入	2249.73	1500.68	1391.24	593.49
营业成本	1294.87	890.79	893.12	417.19
营业利润率	38.84%	36.36%	31.53%	29.71%
费用总额	244.89	203.10	188.14	82.08
资产减值损失	-24.91	-0.40	-0.11	-0.73
信用减值损失	-2.01	1.21	-5.90	-0.23
净敞口套期损益	-11.08	0.28	-5.87	--
投资收益	32.70	22.59	26.26	12.08
利润总额	621.42	370.13	272.92	84.19
EBITDA	839.43	566.31	467.27	/
总资本收益率	18.99%	12.15%	8.83 %	--
净资产收益率	31.99%	22.92%	15.74 %	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 13 • 公司 2024 年期间费用构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4 现金流

2022 年以来，公司经营业绩下降，经营活动获现水平降低。考虑到公司未来股权和固定资产资本支出需求较大，公司存在较大的融资需求。

因山能财司对外提供存贷款等金融服务对公司经营活动产生的现金流量造成一定影响，2022—2024 年，公司经营活动现金净流入量波动很大。若剔除山能财司对经营活动现金流的影响后，2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 240.48 亿元，同比减少 24.05 亿元，经营活动产生的现金可以满足公司对外投资需求。根据公司 2023—2025 年度利润分配政策，公司向投资者承诺各会计年度分配的现金股利总额应占公司该年度扣除非经常性损益后净利润的约 60%，且每股现金股利不低于 0.50 元，受大额分红等因素影响，2024 年公司筹资活动产生的现金仍呈净流出态势。2025 年 1—6 月，公司经营活动现金依旧保持大规模净流入态势，可有效覆盖当期投资支出，对外融资需求不大。

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
经营活动现金流量净额	589.20	161.59	223.42	135.64
投资活动现金流量净额	-149.35	-122.03	-97.26	-66.35
筹资活动前现金流量净额	439.84	39.55	126.16	69.29
筹资活动现金流量净额	-462.89	-325.15	-123.86	-8.81
现金收入比	104.89%	137.29%	92.17%	117.15%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

5 偿债能力指标

受经营业绩下降影响，公司整体偿债指标有所弱化，但考虑到公司剩余未用授信额度大，融资渠道畅通，再融资能力极强，整体偿债能力非常强。

图表 15 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
短期偿债指标	流动比率	96.18%	78.21%	83.07%	78.29%
	速动比率	88.81%	71.92%	76.56%	72.24%
	经营现金流动负债比	44.86%	13.12%	19.06%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.84	0.25	0.30	--
	现金短期债务比（倍）	1.03	0.68	0.56	0.51
长期偿债指标	全部债务/EBITDA（倍）	1.64	2.51	3.23	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	10.65	11.75	10.72	--

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额；2. “/”表示数据未获取到，“--”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

2022—2024 年末，受其他应付款波动影响，公司流动比率和速动比率指标有所波动。2024 年，经营活动现金净流入量增加带动公司经营现金流动负债比同比提高，但受货币资金减少影响，公司现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。2022 年以来，公司经营业绩下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度均有所下降；受益于利息支出减少，公司 EBITDA 利息倍数指标表现良好。考虑到折旧和摊销规模很大（2024 年分别为 123.85 亿元和 29.13 亿元），EBITDA 对全部债务本息的覆盖程度仍非常高。

对外担保方面，2024 年，兖煤国际转让其通过境外子公司 Crouching Tiger Holding Limited 所间接持有的烟台金正环保科技有限公司（以下简称“金正环保”）45%股权。股权转让完成后，公司不再与金正环保存在股权关系。由于公司为金正环保提供的银行借款担保尚未到期，公司延续为金正环保提供该等被动形成的对外担保。截至 2025 年 6 月底，公司对金正环保的担保金额为 1.37 亿元，担保余额为 1.10 亿元，于 2026 年 5 月 9 日到期，对外担保风险很小。

未决诉讼方面，截至 2025 年 6 月底，公司及其下属子公司涉及多起未决诉讼，但公司主要作为原告且公司已针对大部分未决诉讼案件账面款项计提减值准备，或有负债风险小。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司剩余未用授信额度为 1661.19 亿元，剩余未用授信额度大。同时，公司作为“A+H”股上市公司，同时控股子公司兖煤澳洲作为上市公司，融资渠道畅通，再融资能力极强。

6 公司本部财务分析

公司本部主营部分山东地区煤炭生产及销售业务，并承担主要的对外融资职能，可为子公司提供流动性支持，所投资标的整体经营情况较好，为本部贡献投资收益较为丰厚。

公司本部主营部分山东地区煤炭生产及销售业务，并承担主要的对外融资职能。截至 2024 年底，公司本部资产总额 2013.01 亿元，所有者权益为 514.19 亿元；资产负债率为 74.46%。2024 年，公司本部营业总收入为 230.73 亿元，利润总额为 133.03 亿元，其中投资收益为 108.06 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 36.01 亿元，投资活动现金流净额-198.37 亿元，筹资活动现金流净额 145.86 亿元。

十、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无重大不利影响。

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。公司严格遵守《中华人民共和国环境保护法》《排污许可管理条例》等法律法规，建立并有效运行环境管理体系，修订落实《环境保护管理办法》等制度，有序推进水污染、大气污染治理项目等环保重点项目。2024 年，公司全年未出现环境污染事件，未因重大环境保护违法行为受到环保监管部门处罚，各项节能考核指标均较好完成。截至 2023 年底，公司建成南屯煤矿、东滩煤矿、兴隆庄煤矿等 14 个绿色矿山。碳排放方面，为加快减碳目标的达成，公司积极参加碳市场，布局清洁能源建设，持续开展减碳措施。2024 年，公司温室气体排放总量 2280.57 万吨二氧化碳当量。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人，解决就业 77957 人。公司构建并持续完善职责清晰的教育培训管理体系，明确人才培育目标，打通人才晋升通道。2024 年，公司投入研发费用 27.35 亿元，在矿井智能开采、安全生产、煤炭清洁转化等核心技术上取得一系列突破性成果。公司达到国际先进或领先水平的技术成果 41 项。2024 年以来，公司未发生重大安全生产事故。同时，公司遵循国家乡村振兴战略部署，通过组织振兴、产业振兴、文化振兴、生态振兴等行动，深化地企合作，带动地方发展，巩固拓展脱贫攻坚成果，接续推动脱贫地区发展和乡村振兴。

公司董事会可持续发展委员会负责制定并审查公司 ESG 愿景、目标和策略，评估公司 ESG 管理工作情况以及面临的风险和机遇。公司每年定期披露《环境、社会及管治报告》，ESG 信息披露质量高。2024 年，公司召开股东大会 2 次，董事会 9 次，完成了公司改革发展、规范治理等重要事项的审批。公司重视董事会成员队伍建设，根据实际情况与具体需求，对董事人选从性别、年龄、文化及教育背景、专业经验、技能及服务年限等多方面进行考量。截至 2024 年底，公司董事会成员共 10 人（缺任 1 名董事），其中执行董事 1 人、独立非执行董事 4 人；女性董事 1 人；专业背景主要涉及风险管理、法学、财务及能源等方面。同时，公司制定《全面风险管理办法》，持续修订完善《合规管理办法》《全面风险管理手册》，规范风险管理体系建设及相关流程，使用全面风险管理系统辨识和评估年度重大生产经营风险，编制年度风险管理报告。

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小。

公司本期债项发行金额不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元），基于现行会计政策，本期债项发行后将计入公司权益，但考虑到本期债项条款设置，公司递延付息及首个赎回日不赎回的可能性小，因此如将本期债项和存续的永续债及其他应付款中吸收存款调入有息债务，按本期债项发行金额上限 30.00 亿元测算，其分别占公司 2024 年末调整后长期债务和全部债务的 3.04%和 1.72%，对公司现有债务结构影响小，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 69.39%、61.34%和 47.37%上升至 69.65%、61.75%和 48.12%，负债水平有所提高，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金部分拟用于偿还有息负债，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 30.00 亿元测算，本期债项发行后，公司 2024 年经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务（含永续债）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 16 • 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元，含永续债）	1017.92

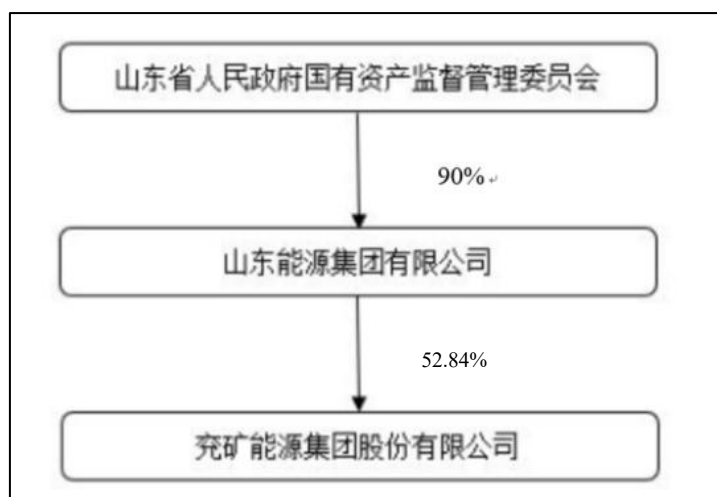
经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	1.63
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.18

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

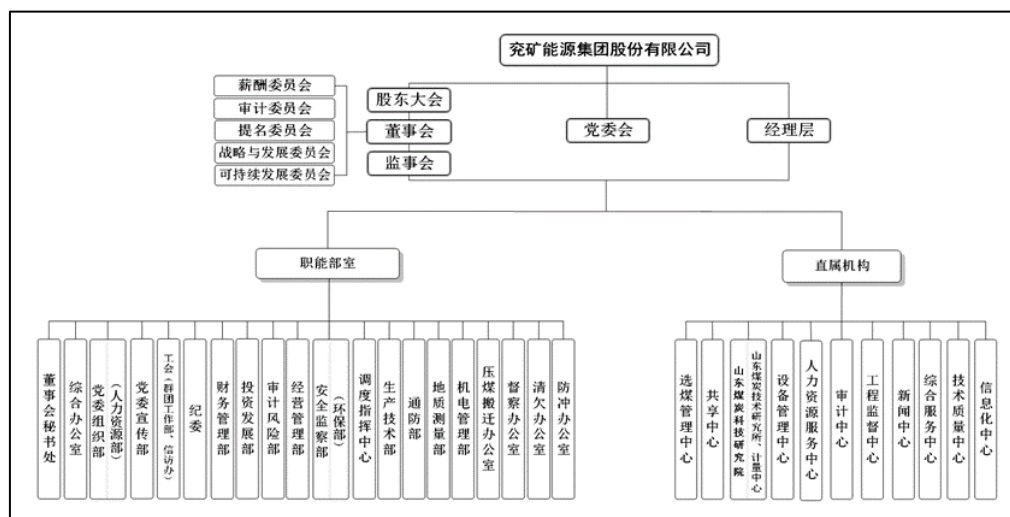
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA_{st1}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底/2024 年）

子公司名称	注册资本金 (万元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	持股比例		取得方式
						直接	间接	
山东能源集团鲁西矿业有限公司	5000	444.40	99.37	29.93	138.68	51.00%	--	同一控制下企业合并
陕西未来能源化工有限公司	5400	324.64	272.99	51.79	142.68	73.97%	--	同一控制下企业合并
兖矿能源（鄂尔多斯）有限公司	10800	242.35	122.45	22.87	165.11	100.00%		投资设立
兖煤澳大利亚有限公司	6027 百万 澳元	554.95	419.88	56.90	322.14	62.26%	--	投资设立

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	724.50	433.43	424.39	499.07
应收账款（亿元）	80.54	69.73	92.61	82.86
其他应收款（亿元）	59.42	42.01	34.84	40.50
存货（亿元）	96.76	77.42	76.25	83.24
长期股权投资（亿元）	237.99	239.93	256.43	260.62
固定资产（亿元）	1120.35	1124.77	1127.09	1110.74
在建工程（亿元）	179.38	202.05	225.27	236.93
资产总额（亿元）	3774.75	3544.64	3585.54	3756.71
实收资本（亿元）	49.49	74.39	100.40	100.37
少数股东权益（亿元）	440.60	456.55	504.16	520.04
所有者权益（亿元）	1439.11	1184.83	1330.10	1364.47
短期债务（亿元）	701.77	637.01	753.56	976.86
长期债务（亿元）	676.32	783.44	755.25	647.09
全部债务（亿元）	1378.09	1420.45	1508.81	1623.95
营业总收入（亿元）	2249.73	1500.68	1391.24	593.49
营业成本（亿元）	1294.87	890.79	893.12	417.19
其他收益（亿元）	2.05	2.61	3.15	1.36
利润总额（亿元）	621.42	370.13	272.92	84.19
EBITDA（亿元）	839.43	566.31	467.27	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2359.72	2060.34	1282.29	695.28
经营活动现金流入小计（亿元）	2279.19	2048.93	1660.03	808.77
经营活动现金流量净额（亿元）	589.20	161.59	223.42	135.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-149.35	-122.03	-97.26	-66.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-462.89	-325.15	-123.86	-8.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.41	11.40	10.82	--
存货周转次数（次）	14.28	10.23	11.62	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.41	0.39	--
现金收入比（%）	104.89	137.29	92.17	117.15
营业利润率（%）	38.84	36.36	31.53	25.06
总资本收益率（%）	18.99	12.15	8.83	--
净资产收益率（%）	31.99	22.92	15.74	--
长期债务资本化比率（%）	31.97	39.80	36.22	32.17
全部债务资本化比率（%）	48.92	54.52	53.15	54.34
资产负债率（%）	61.88	66.57	62.90	63.68
流动比率（%）	96.18	78.21	83.07	78.29
速动比率（%）	88.81	71.92	76.56	72.24
经营现金流动负债比（%）	44.86	13.12	19.06	--
现金短期债务比（倍）	1.03	0.68	0.56	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	10.65	11.75	10.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.64	2.51	3.23	--

注：1.公司 2025 年半年度财务报表未经审计；2.2022 年和 2023 年资本化利息未经追溯调整，本报告 2022 年和 2023 年数据分别采用 2023 年和 2024 年期初数；3.合并口径下，本报告已将其其他应付款和长期应付款中计息部分计入有息债务；4.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；5.“--”代表数据无意义，“/”代表数据未获取到

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	171.78	83.91	64.18	69.06
应收账款（亿元）	14.58	21.79	23.60	26.34
其他应收款（亿元）	358.40	369.67	526.36	551.19
存货（亿元）	6.66	4.71	1.87	3.58
长期股权投资（亿元）	950.05	1034.74	1061.63	1065.01
固定资产（亿元）	107.01	124.48	124.18	127.89
在建工程（亿元）	18.97	17.99	23.49	13.49
资产总额（亿元）	1743.39	1807.77	2013.01	2060.26
实收资本（亿元）	49.49	74.39	100.40	100.37
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	651.29	419.59	514.19	492.68
短期债务（亿元）	129.22	227.07	362.74	558.54
长期债务（亿元）	527.99	619.20	657.29	553.18
全部债务（亿元）	657.21	846.26	1020.03	1111.73
营业总收入（亿元）	348.87	262.61	230.73	75.50
营业成本（亿元）	152.53	131.37	147.13	56.76
其他收益（亿元）	0.22	0.31	0.44	0.24
利润总额（亿元）	189.18	187.32	133.03	16.48
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	431.79	323.72	230.99	83.61
经营活动现金流入小计（亿元）	441.56	331.34	253.08	97.36
经营活动现金流量净额（亿元）	159.79	65.32	36.01	1.31
投资活动现金流量净额（亿元）	94.32	-117.42	-198.37	-14.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	-258.49	-32.55	145.86	27.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.51	6.23	5.43	--
存货周转次数（次）	15.03	23.09	44.66	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.15	0.12	--
现金收入比（%）	123.77	123.27	100.12	110.75
营业利润率（%）	51.72	45.17	31.60	18.33
总资本收益率（%）	14.12	16.08	10.21	--
净资产收益率（%）	22.63	40.71	24.13	--
长期债务资本化比率（%）	44.77	59.61	56.11	52.89
全部债务资本化比率（%）	50.23	66.85	66.49	69.29
资产负债率（%）	62.64	76.79	74.46	76.09
流动比率（%）	106.39	67.64	80.83	69.76
速动比率（%）	105.15	67.01	80.59	69.40
经营现金流动负债比（%）	29.63	8.71	4.51	--
现金短期债务比（倍）	1.33	0.37	0.18	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1.公司本部 2025 年半年度财务报表未经审计；2.2022 年和 2023 年数据分别采用 2023 年和 2024 年期初数；3.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；4.“--”代表数据无意义，“/”代表数据未获取到

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

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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 _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

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

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。

兖矿能源集团股份有限公司（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。