

兖矿能源集团股份有限公司

2026 年面向专业投资者公开发行

科技创新可续期公司债券（第一期）

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〔2026〕3651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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）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：

二〇二六年六月十二日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受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。

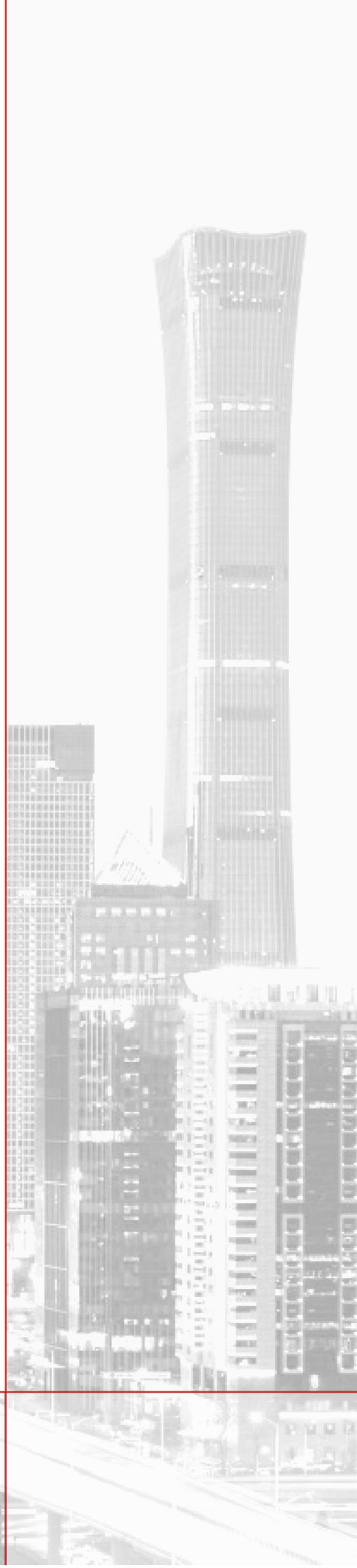
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券

（第一期）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 _{st} /稳定	2026/06/12

债项概况

兖矿能源集团股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债项”）发行金额不超过 20 亿元（含 20 亿元），期限为 3+N（3）年，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

公司是山东省内主要煤炭生产企业，是山东能源集团有限公司在煤炭主业上的核心上市主体，在资源储量及生产能力方面具备很强的规模优势。公司法人治理结构完善，管理水平很高。公司煤炭资源分布区域广，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。公司开展的煤化工、电力、装备制造及物流产业与煤炭产业协同效应较为良好，综合竞争实力极强，整体经营风险非常低，但需关注公司跨国业务潜在海外经营风险。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，存在一定的安全生产管理难度。财务方面，2023—2025 年末，公司资产规模持续扩大，但受限资产规模较大。公司资本实力极强，资本结构表现良好。2023 年以来，煤价持续下行，公司经营业绩有所下降，EBITDA 对全部债务本息的保障能力有所弱化，但考虑到公司经营活动现金持续净流入，融资渠道畅通且再融资能力极强，整体财务风险非常低。综合公司经营和财务风险表现，公司偿债能力极强，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

公司现有在建项目的后续投资压力尚可。未来，随着在建项目的陆续建成投产，以及山东能源集团新能源集团有限公司和山东能源电力销售有限公司相关资产的划入，公司业务规模将进一步扩大，产业链条将得到延伸，抗风险能力和综合竞争实力有望持续增强。

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：国内外煤炭行业景气度持续下行，或公司主要矿产项目出现停产、中断等情形，导致其盈利能力和现金流状况明显弱化；公司债务负担大幅加重，整体偿债指标显著恶化等不利情况。

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。2025 年底，公司境内外煤炭可采储量达 95.16 亿吨。2025 年，公司商品煤产量为 18239.8 万吨。
- **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。2023—2025 年，在煤价下行期内，公司煤化工和电力业务毛利率逐年增长。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股份有限公司的收购，矿井建设配套体系和物流体系均得到完善。
- **经营获现能力非常强。**2023—2025 年，公司经营活动现金净额分别为 161.59 亿元、258.52 亿元和 194.85 亿元。

关注

- **行业周期性波动或对公司经营业绩产生不利影响。**煤炭行业周期性强。2023—2025 年，煤炭行业呈下行态势，公司营业利润率持续下降，利润总额年均复合下降 29.45%。
- **海外经营风险及安全生产管理存在挑战。**2023—2025 年，公司国外收入分别为 405.10 亿元、356.76 亿元和 307.08 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。此外，公司部分煤矿煤层深、断层多且存在冲击地压等因素，存在一定的安全生产管理难度。
- **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

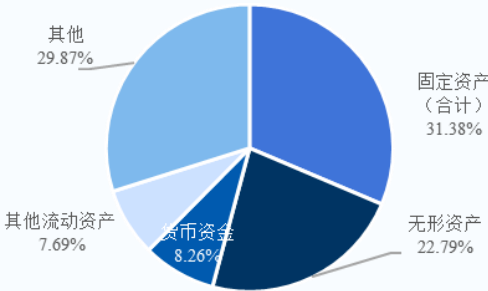
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	433.43	454.58	414.27	543.11
资产总额（亿元）	3544.64	4119.03	4529.44	4689.97
所有者权益（亿元）	1184.83	1496.21	1710.97	1777.44
短期债务（亿元）	637.01	795.62	912.17	726.44
长期债务（亿元）	783.44	836.68	830.98	861.19
全部债务（亿元）	1420.45	1632.30	1743.16	1587.63
营业总收入（亿元）	1500.68	1566.72	1449.33	345.89
利润总额（亿元）	370.13	288.27	184.25	57.26
EBITDA（亿元）	566.31	507.23	397.90	/
经营性净现金流（亿元）	161.59	258.52	194.85	61.82
营业利润率（%）	36.36	31.17	24.44	20.95
净资产收益率（%）	22.92	14.75	8.31	--
资产负债率（%）	66.57	63.68	62.23	62.10
全部债务资本化比率（%）	54.52	52.18	50.47	47.18
流动比率（%）	78.21	75.92	84.27	92.99
经营现金流动负债比（%）	13.12	19.19	13.08	3.99
现金短期债务比（倍）	0.68	0.57	0.45	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	11.75	10.96	9.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.51	3.22	4.38	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1807.77	2013.01	2315.17	2364.97
所有者权益（亿元）	419.59	514.19	655.70	653.04
全部债务（亿元）	846.26	1020.03	1129.79	1222.69
营业总收入（亿元）	262.61	230.73	166.84	37.74
利润总额（亿元）	187.32	133.03	52.38	-4.09
资产负债率（%）	76.79	74.46	71.68	72.39
全部债务资本化比率（%）	66.85	66.49	63.28	65.18
流动比率（%）	67.64	80.83	88.95	86.91
经营现金流动负债比（%）	8.71	4.51	0.01	--

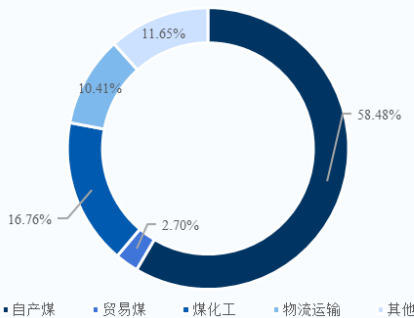
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2023 年和 2024 年资本化利息未经追溯调整，本报告 2023 年和 2024 年数据分别采用 2024 年和 2025 年期初数；4. 本报告已将其他应付款和长期应付款中计息部分计入有息债务；5. “--”表示数据无意义，“/”表示数据未获取到

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

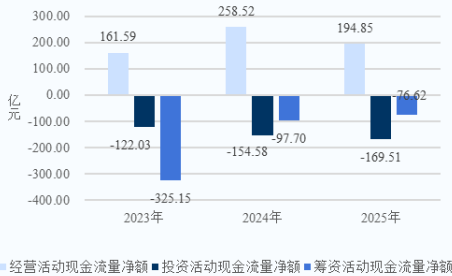
2025 年底公司资产构成



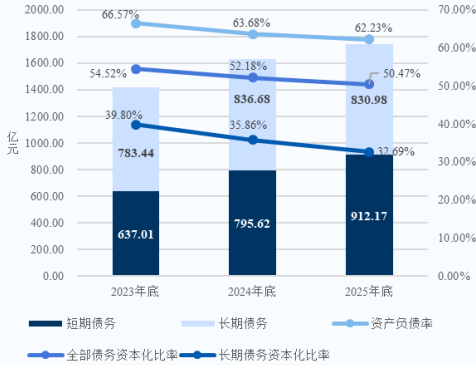
2025 年公司收入构成



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	2026/05/26	马金星 景雪	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	阅读全文
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：景雪 jingxue@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 2026 年 3 月底，公司股本 100.37 亿元，其中山东能源直接和间接持有公司 52.84% 股份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 2026 年 3 月底，山东能源将其持有的公司 H 股 3.02 亿股进行质押，占公司总股本的 3.01%。

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 2026 年 3 月底，公司本部下设财务管理部、战略规划部等多个职能部门。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 4529.44 亿元，所有者权益 1710.97 亿元（含少数股东权益 706.17 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1449.33 亿元，利润总额 184.25 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 4689.97 亿元，所有者权益 1777.44 亿元（含少数股东权益 724.18 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 345.89 亿元，利润总额 57.26 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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）”（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 20.00 亿元（含 20.00 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期债项。

（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（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。

¹ 截至 2026 年 3 月底，山东能源直接和间接持有公司股份共 5303899421 股，占公司总股本的 52.84%。包括：（1）通过自身账户持有公司 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 606524408 股；（3）通过兖矿香港公司质押专户持有公司 H 股 302232142 股。

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期债项。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

（2）递延支付利息选择权

本期债项附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可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个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

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个交易日的情况除外，但公司应及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。

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

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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）](#)》。

四、行业分析

2025 年，全国煤炭产量略有增长，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中，煤炭进口量有所下降；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。2026 年，煤炭供需将维持“整体平衡、阶段性偏紧”格局，动力煤价格中枢有望较 2025 年小幅上移。煤炭企业的收入、利润及经营获现规模有望止跌企稳，考虑到新增产能审批趋严使得行业大规模投资支出减少，债务规模增长放缓，行业整体偿债能力稳定，但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展的不利影响，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《[2026 年煤炭行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司在煤炭资源储备和生产规模方面具备很强的竞争优势，同时依托于煤炭主业，持续布局化工新材料、装备制造、智慧物流和新能源产业，各产业间协同效应较强，综合竞争实力极强。

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。2025 年，受益于山东能源集团西北矿业有限公司（以下简称“西北矿业”）并表以及兖矿能源（霍林郭勒）有限公司²（以下简称“霍林郭勒公司”）纳入公司合并范围，公司期末煤炭原地资源量和可采储量分别增加至 503.89 亿吨（JORC 标准）和 95.16 亿吨。其中，境内矿井煤炭可采储量合计 81.36 亿吨，以动力煤和 1/3 焦煤为主；境外矿井煤炭可采储量合计 13.80 亿吨，主要为喷吹煤、动力煤和焦煤等。同时，公司积极布局多矿种领域，内蒙古曹四夭钨矿获发年产规模 1650 万吨的采矿许可证电子证书，资源量 10.4 亿吨；在加拿大拥有 6 个钾盐采矿权，探明优质氯化钾资源量 17 亿吨。

公司煤炭规模优势显著。2025 年，公司商品煤产量合计为 18239.8 万吨，煤炭生产规模位居行业前列。因山东基地的部分矿井开采时间久，资源逐步枯竭，公司加快资源接续进程。2025 年，公司下属万福煤矿投产即达产，五彩湾四号露天矿正式“出煤”试运转，油房壕煤矿土建工程基本完工；刘三圪旦煤矿、霍林河一号煤矿分别取得年产 1000 万吨、700 万吨采矿许可证，嘎鲁图

²霍林郭勒公司原名为内蒙古霍煤锦联矿业有限责任公司（以下简称“霍煤锦联”），原为公司参股公司，公司于 2025 年 1 月分别以现金购买的方式（股权取得成本为 0.44 亿元）自内蒙古矿业（集团）有限公司和杭州锦江集团有限公司购入 30%和 35%股权，对霍煤锦联实现非同一控制下的企业合并，并更名为现名。

煤矿规划年产能提升至 800 万吨，甘肃区域杨家坪煤矿顺利开工，马福川煤矿和毛家川煤矿均取得年产 500 万吨采矿许可证，并取得初步设计批复。

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。2023 年以来，公司不断完善煤炭配套产业，完成头部物流企业物泊科技股份有限公司（以下简称“物泊科技”）的收购，2025 年运量突破 2.46 亿吨。2025 年，公司自营及参股铁路运营里程突破 4000 公里，建成公铁水综合物流园区 12 个，全年物流货物运量达 3.1 亿吨；泰安港单日集疏运量突破 10 万吨。

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，公司煤化工产业规模优势明显，2025 年化工品产量为 977.5 万吨。装备制造产业方面，2024 年，公司完成收购德国矿山轨道运输设备制造企业 SMT Scharf AG³（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并完成国内首台风机产品下线。同时，公司推进“风光火储”一体化发展，内蒙古宏大实业有限责任公司 14 万千瓦风电项目取得核准批复，邹城 18 万千瓦风电项目开工建设，并积极推进山东兖矿济三电力有限公司 220kV 级网侧独立储能电站、赵楼电厂 35 万千瓦超超临界热电联产等重点项目。

2 人员素质

公司管理人员从业经验丰富，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（以下简称“昊盛煤业”）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。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 4 月 20 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 2026 年 6 月 11 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。

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。公司董事会下设提名委员会、审计委员会、

³ 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轨道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。

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

2025 年，公司对西北矿业完成同一控制下的并购，带动公司资产及业务规模进一步扩大。

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），已于 2025 年 7 月完成收购交割。2025 年，西北矿业商品煤产量和销量分别为 3381.3 万吨和 3297.0 万吨。

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。

公司拟分拆子公司物泊科技于联交所上市，若分拆上市成功，将有利于公司再融资渠道的拓展和物流运输业务竞争实力的提升。

2026 年 3 月 28 日，公司发布《关于分拆所属子公司物泊科技股份有限公司至香港联交所主板上市的预案》，拟分拆物泊科技于香港联交所主板上市。本次分拆发行的股票为在香港联交所主板挂牌上市的境外上市外资股（H 股），均为普通股；以人民币标明面值，以外币认购，每股面值为人民币 1.00 元。本次发行的 H 股股数（行使超额配售选择权前）占物泊科技发行后总股本的比例不超过 25%。截至 2026 年 3 月底，本次物泊科技分拆上市事项尚需提交公司董事会审议批准，仍存在一定不确定性。

公司拟收购山东能源下属新能源集团和山能售电，公司抗风险能力和可持续发展能力或将显著增强。

2026 年 6 月 4 日，公司发布《兖矿能源集团股份有限公司关联交易公告》，拟以现金 164.15 亿元收购控股股东山东能源两家公司股权，即山东能源集团新能源集团有限公司（以下简称“新能源集团”）100% 股权和山东能源电力销售有限公司（以下简称“山能售电”）100% 股权。截至 2026 年 1 月底，新能源集团和山能售电发电项目装机规模合计为 13.252GW。本次交易完成后，公司发电项目装机规模和年发电量均显著提升，将有利于平抑煤炭行业周期波动影响，进一步增强公司经营能力，提升公司可持续发展能力。本次交易已提交董事会审议通过，尚需提交股东会审议，仍存在一定不确定性。

八、经营分析

1 经营概况

2023 年以来，公司营业总收入规模维持在 1500 亿元左右，但煤价下行导致公司综合毛利率水平持续下降。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。2025 年 7 月，公司完成西北矿业 51% 股权的收购交割，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。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 2024 年数据进行追溯调整。

从业务构成来看，2023—2025 年，公司营业总收入波动下降，但随着煤价下行，煤炭业务毛利率持续下降使得综合毛利率逐年下降。随着净额法确认比例的提高，公司贸易煤业务收入持续下降，毛利率有所提高。公司煤化工和电力业务收入保持平稳，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，2023 年以来煤化工和电力业务毛利率水平均持续提升。公司于 2024 年 10 月 31 日并表物泊科技（非同一控制下企业合并），2025 年物流运输业务收入同比显著增长。公司其他主营业务收入规模较小，对公司收入和利润影响不大。公司其他业务（非主营业务）主要包含装备制造、非煤贸易、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。2023 年以来，公司其他业务（非主营业务）收入持续下降，毛利率波动很大。

从销售区域来看，2023—2025 年，公司国外收入分别为 405.10 亿元、356.76 亿元和 307.08 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。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 345.89 亿元，同比变化不大；煤价进一步下降，综合毛利率下降至 25.92%。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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	949.90	63.32%	55.50%	1006.47	64.24%	47.16%	847.55	58.48%	37.35%
贸易煤	70.30	4.69%	-0.40%	64.81	4.14%	7.62%	39.11	2.70%	10.59%
煤化工	263.98	17.60%	19.96%	258.00	16.47%	21.14%	242.93	16.76%	26.29%
电力	25.89	1.73%	9.19%	25.37	1.62%	13.08%	23.10	1.59%	19.44%
物流运输	--	--	--	32.71	2.09%	14.96%	150.83	10.41%	2.80%
其他主营业务	17.37	1.16%	1.27%	24.12	1.54%	9.40%	29.89	2.06%	17.36%
主营业务收入合计	1327.44	88.48%	43.86%	1411.48	90.09%	38.58%	1333.41	92.00%	29.88%
其他业务	172.82	11.52%	15.91%	155.28	9.91%	11.94%	115.92	8.00%	23.08%
合计	1500.26	100.00%	40.64%	1566.76	100.00%	35.94%	1449.33	100.00%	29.34%

注：1.尾差系数据四舍五入所致；2.2023 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

2 业务经营分析

（1）煤炭业务

受益于西北矿业纳入公司合并范围，公司煤炭产销量规模明显扩大。2023—2025 年，公司吨煤生产成本逐年下降，但随着煤炭市场行情走弱，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、山东能源集团鲁西矿业有限公司（以下简称“鲁西矿业”）、鄂尔多斯公司、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”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）和西北矿业等子公司负责。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。2023—2025 年，随着西北矿业纳入合并范围，公司商品煤产量持续增加；吨煤生产成本持续下降。但考虑到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，存在一定的安全生产管理难度。

公司贸易煤业务是以本部为经营主体，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，经过洗选加工后销售。

图表 2 • 公司商品煤产销数据（单位：万吨、元/吨）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
自产煤产量	13210.7	17162.2	18239.8
自产煤销量	12097.3	15850.3	16537.0
贸易煤销量	605.1	654.7	585.6
商品煤销量合计	12702.4	16505.0	17122.6
自产煤产销率	91.57%	92.36%	90.66%

销售价格	803.15	649.04	517.83
吨煤生产成本	319.99	309.87	291.11

注：1.销售价格为自产煤和贸易煤销售均价；2. 2024 年数据已追溯调整
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，利用成熟的市场网络向东部输送。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。2023—2025 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，贸易煤销量波动下降；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，2025 年，公司最大客户销售额 127.41 亿元，占当期销售总额的 9.6%；前五名客户销售额 208.99 亿元，占当期销售总额 15.7%，对单一客户的依赖度很低。

（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。2023 年以来，公司煤化工生产规模持续扩大，整体产销水平高，但受市场环境变化影响，公司主要煤化工产品价格持续下降。

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。2023—2025 年，公司煤化工产品总产量分别为 858.70 万吨、901.20 万吨和 977.50 万吨。2023 年以来，除乙二醇外，公司主要煤化工产品销售价格均持续下降，其中 2025 年聚甲醛产品出现成本倒挂，醋酸乙酯产品则处于微利状态。为应对市场压力，公司进行柔性生产并对部分产品结构进行调整，部分产品产量有所波动。销售方面，因部分醋酸产品自用于提取醋酸乙酯，使得醋酸产销率较低，其他主要煤化工产品产销率均保持高水平。

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	2023 年				2024 年				2025 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	401.6	395.5	1714.79	1829.33	441.6	425.0	1503.29	1821.41	454.0	432.7	1219.09	1779.99
醋酸	113.9	73.8	2338.75	2787.26	104.0	74.3	2228.80	2594.89	108.2	76.6	1904.70	2138.38
醋酸乙酯	42.3	42.6	5368.54	5683.10	28.5	28.4	4809.86	5130.28	23.8	23.9	4527.20	4535.56
己内酰胺	29.7	29.7	10370.37	10855.22	33.7	33.6	9892.86	10791.67	35.7	35.5	8014.08	8039.44
聚甲醛	7.4	7.4	8283.78	10486.49	6.5	6.5	8692.31	9630.77	7.1	7.1	8281.69	7239.44
粗液体蜡	16.2	14.6	2308.22	6815.07	28.8	30.0	2996.67	6246.67	/	/	/	/
柴油	27.7	26.9	2211.90	6691.45	/	/	/	/	/	/	/	/
石脑油	25.6	25.4	2307.09	6681.10	23.3	23.5	2948.94	6540.43	25.7	25.7	2178.99	6276.26
全馏分液体石蜡	/	/	/	/	11.6	11.1	2819.82	5945.95	44.7	44.6	2179.37	5733.18
乙二醇	36.0	39.1	2831.20	3406.65	40.1	39.4	2736.04	3868.02	39.5	39.0	2117.95	3784.62
尿素	59.1	61.5	1419.51	1964.23	71.6	66.4	1343.37	1795.18	91.0	84.6	1295.51	1445.63

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）物流运输业务

公司物流运输业务主要运营主体为物泊科技。物泊科技主要为大宗商品行业提供智慧物流及供应链解决方案，提供智慧物流平台服务与一体化供应链服务，涵盖网络货运（陆运业务）、水运业务、海运业务、多式联运业务、船货代业务、端到端供应链业务、园区智慧物流综合解决方案、工业物联网解决方案等服务类型。物泊科技构建了山西、山东、陕蒙、新疆四大物流运营中心，形成了覆盖大宗商品主要区域市场的运营服务网络。2025 年，物泊科技实现营业收入 162.83 亿元，净利润为 1.70 亿元。

3 关联交易

公司和山东能源之间关联交易规模较大，但其关联交易风险尚在可控范围内。

公司下属子公司山能财司与山东能源已签署《金融服务协议》。2025 年，山东能源在山能财司的存款每日最高余额（含累计利息）为 303.27 亿元，综合授信每日最高余额（含累计利息）为 233.68 亿元，发生的金融服务费用为 254.34 万元。

除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》等。公司与山东能源及其下属公司进行供应产品、材料物资及大宗商品等交易。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。2025 年，因西北矿业并入公司前通过山东能源对外销售和采购商品，使得公司 2025 年关联交易采购额和销售额均同比增长，但未超过交易上限金额。整体看，公司和山东能源之间关联交易规模较大。

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	2023 年发生额	2024 年发生额	2025 年发生额	关联方	关联交易内容	2023 年发生额	2024 年发生额	2025 年发生额
山东能源及其下属子公司	采购物资	57.35	28.59	33.36	山东能源及其下属子公司	煤炭	211.20	57.34	101.72
山东能源及其下属子公司	大宗贸易	2.14	28.47	23.52	山东能源及其下属子公司	材料	14.63	12.02	12.67
山东能源及其下属子公司	接受劳务	/	49.63	54.72	其他关联方	大宗商品	0.00	6.69	25.62

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 经营效率

与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现较好。

2023—2025 年，公司销售债权周转次数分别为 12.73 次、11.91 次和 11.09 次，持续下降；存货周转次数分别为 10.69 次、12.86 次和 13.27 次，持续增长；总资产周转次数分别为 0.46 次、0.41 次和 0.34 次，持续下降。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现较好。

图表 5• 2025 年公司经营效率指标同业对比情况（单位：次）

项目名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中国中煤能源股份有限公司	10.96	18.92	0.41
陕西煤业股份有限公司	24.08	29.89	0.68
晋能控股煤业集团有限公司	3.99	6.20	0.21
公司	13.40	16.22	0.36

注：应收账款周转率=营业总收入/平均应收账款净额
资料来源：Wind

5 未来发展

公司未来发展战略可行性高，现有在建项目的后续投资压力尚可。随着在建项目的逐步投产，公司综合竞争力将进一步加强。

公司下属加拿大钾矿仍未进行具体开发建设，主要推进的在建项目为煤矿以及煤炭产业链延伸和配套项目等。因公司所投资煤矿建设周期较长，投资节奏较慢，2026 年计划用于煤炭矿井基建的资本性开支为 32.18 亿元；化工项目基建 2026 年资本性开支预计为 53.15 亿元，公司整体投资压力尚可。

图表 6• 截至 2025 年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	/	/	18.90	/	/
年产 80 万吨烯烃项目	80 万吨/年	95.74	25.68	26.83%	70.06
马福川项目	800 万吨/年	79.52	11.04	13.89%	68.48

油房壕矿井及选煤厂建设项目	500万吨/年	57.17	15.33	45.80%	41.84
合计	--	232.43	52.05	--	180.38

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；2.万福煤矿、兖矿泰安港公铁水联运物流园项目和兖矿能源智慧制造园区项目已投产，但尚未完全转固；3.因公司在建项目较多，上表仅列示重大在建项目，因此和在建项目科目账面价值差异较大；4.“/”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

未来 5~10 年，公司将聚焦矿业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流“五大主导产业”，打造新技术、新产业、新业态、新模式，加快向高质高效、绿色低碳的新型能源集团转变。公司主要产业发展定位及目标为：（1）矿业：煤炭原煤产能规模达到 3 亿吨/年，建成 8 座以上千万吨级绿色智能矿山。在现有多种非煤矿产资产的基础上，拓展钼、金、铜、铁、钾等矿产领域，实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。（2）高端化工新材料产业：按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地。化工新材料和高端化工品占比超过 70%。（3）新能源产业：推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设，新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上。（4）高端装备制造产业：在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端系列产品。（5）智慧物流产业：统筹产品、用户、第三方服务商，构建智慧化物流体系。

九、财务分析

公司提供了 2023—2025 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 2023 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。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 年和 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

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⁴；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⁵，以下简称“绿能光电”）。2025 年，公司因非同一控制下企业合并新增 2 家子公司，分别为霍林郭勒公司和 CFH GmbH，股权取得时点分别为 2025 年 1 月 31 日和 2025 年 8 月 8 日；因同一控制下企业新增 3 家子公司，分别为西北矿业、兖矿售电有限公司和兖矿东华装备制造（泰安）有限公司；因破产清算、注销等原因减少 11 家子公司。整体看，公司合并范围变化较大，为增强财务数据可比性，本报告 2023 年和 2024 年财务数据均为追溯调整后数据。

因同一控制下企业合并对公司财务数据可比性有一定影响，本报告财务部分重点分析 2024 年和 2025 年财务数据对比变化情况。

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。公司现金储备充裕，但受限资产规模较大，且固定资产成新率一般。

2023—2025 年末，公司资产总额持续增长，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，截至 2025 年底，公司货币资金有所下降，其中受限比例为 28.72%，可动用资金储备仍充裕。公司应收账款和存货占比均较低，对营运资金的占用不大。2025 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为 11.09 次和 13.27 次，整体营运效率保持平稳。截至 2025 年底，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，较年初有所增长主要系山能财司发放贷款及垫款规模增加 34.98 亿元、土地塌陷、复原、重整及环保支出增加 41.01 亿元所致。此外，因前期收购标的鲁西矿业和新疆能化 2023—2025 年累计实现的扣非后归母净利润远低于业绩承诺金额，公司确认 183.61 亿元的应收交易返还价款，使得其他应收款（合计）较年初大幅增长。

公司非流动资产中无形资产和其他非流动资产变动较大，主要系 2025 年刘三圪旦等矿井成功办理采矿权，相关权益由其他非

⁴ 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。

⁵ 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。

流动资产转入无形资产科目所致。随着部分在建项目转固，截至 2025 年底公司固定资产较年初增长；固定资产主要由房屋及建筑物（81.07 亿元）、矿井建筑物（449.95 亿元）、地面建筑物（269.78 亿元）和机器设备（575.61 亿元）构成，综合成新率为 53.96%。2025 年，受益于内蒙古锦联铝材有限公司、沃拉塔港煤炭服务公司、浙商银行股份有限公司和齐鲁银行股份有限公司等参股公司确认较多投资收益，期末公司长期股权投资较年初有所增加。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 3.54%；资产结构较上年底变化不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2024 年初		2025 年初		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	963.04	27.17%	1022.89	24.83%	1255.05	27.71%	1442.23	30.75%
货币资金	376.91	10.63%	410.79	9.97%	374.28	8.26%	499.43	10.65%
应收账款	69.73	1.97%	95.76	2.32%	86.12	1.90%	94.32	2.01%
其他应收款（合计）	42.01	1.19%	39.97	0.97%	230.16	5.08%	231.76	4.94%
存货	77.42	2.18%	78.69	1.91%	75.65	1.67%	87.20	1.86%
其他流动资产	267.47	7.55%	259.05	6.29%	348.51	7.69%	391.30	8.34%
非流动资产	2581.60	72.83%	3096.14	75.17%	3274.39	72.29%	3247.73	69.25%
长期股权投资	239.93	6.77%	256.60	6.23%	268.83	5.94%	267.30	5.70%
固定资产（合计）	1124.77	31.73%	1326.63	32.21%	1421.20	31.38%	1392.29	29.69%
在建工程（合计）	202.05	5.70%	248.66	6.04%	231.47	5.11%	239.99	5.12%
无形资产	671.56	18.95%	864.28	20.98%	1032.44	22.79%	1028.70	21.93%
其他非流动资产	222.48	6.28%	269.00	6.53%	167.09	3.69%	166.98	3.56%
资产总额	3544.64	100.00%	4119.03	100.00%	4529.44	100.00%	4689.97	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

受限资产方面，截至 2025 年底，公司受限资产账面价值占资产总额的 18.92%，其中境外资产受限规模较大。

图表 8 • 公司受限资产账面价值情况（单位：亿元）

项目	2025 年末受限金额	受限原因
货币资金	107.51	票据及信用证保证金、环境恢复治理基金等
应收票据	2.27	质押
固定资产	4.24	抵押
无形资产	10.93	抵押
应收款项融资	9.02	质押
长期应收款	23.58	质押
长期股权投资	69.22	抵押
对未来能源的股权质押	47.14	质押
普力马煤矿总资产	13.39	抵押
兖煤澳洲与联合煤炭工业有限公司总资产	569.70	授信额度的抵押
合计	857.01	--

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。

2023—2025 年末，公司所有者权益规模持续扩大，资本实力非常强。截至 2025 年底，公司所有者权益较年初增长 14.35%。2025 年，公司取得西北矿业的净资产账面价值与支付的公允价值存在差额，冲减资本公积 90.09 亿元，同时确认业绩对赌补偿款增加资本公积 183.61 亿元，综合影响期末资本公积较年初大幅增加 86.21 亿元。此外，受合并范围内增加较多非全资子公司影响，

公司少数股东权益较年初有所增长。从所有者权益构成来看，公司其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性一般。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益和结构均较上年底变化不大。

图表 9 • 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2024 年初		2025 年初		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	74.39	6.28%	100.40	6.71%	100.37	5.87%	100.37	5.65%
其他权益工具	165.42	13.96%	232.67	15.55%	287.67	16.81%	288.39	16.22%
资本公积	-0.33	-0.03%	77.39	5.17%	163.60	9.56%	163.55	9.20%
其他综合收益	-63.35	-5.35%	-79.16	-5.29%	-67.50	-3.94%	-66.79	-3.76%
盈余公积	16.64	1.40%	28.41	1.90%	5.54	0.32%	5.54	0.31%
未分配利润	502.89	42.44%	487.18	32.56%	482.99	28.23%	522.51	29.40%
归属于母公司所有者权益合计	728.28	61.47%	878.72	58.73%	1004.80	58.73%	1053.26	59.26%
少数股东权益	456.55	38.53%	617.49	41.27%	706.17	41.27%	724.18	40.74%
所有者权益合计	1184.83	100.00%	1496.21	100.00%	1710.97	100.00%	1777.44	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

(2) 负债

公司负债规模持续扩大，债务负担加重，债务结构相对均衡；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。

2023—2025 年末，公司负债总额持续增长，负债结构相对均衡。

经营性负债方面，截至 2025 年底，公司应付账款和应付票据均较年初有所增长；其他应付款（合计）变化不大，其他应付款主要吸收存款（241.12 亿元）和往来款（45.65 亿元）构成。公司长期应付款较年初大幅增长，主要系应付采矿权价款增加所致。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。截至 2025 年底，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，公司全部债务较年初增长 6.79%至 1743.16 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初下降 1.45 个百分点、1.71 个百分点和 3.17 个百分点。如将永续债调入长期债务，2025 年底公司调整后全部债务增至 2030.82 亿元，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为 68.58%、58.79%和 44.01%，较调整前分别上升 6.35 个百分点、8.33 个百分点和 11.32 个百分点。

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.34%；负债结构较上年底变化不大。

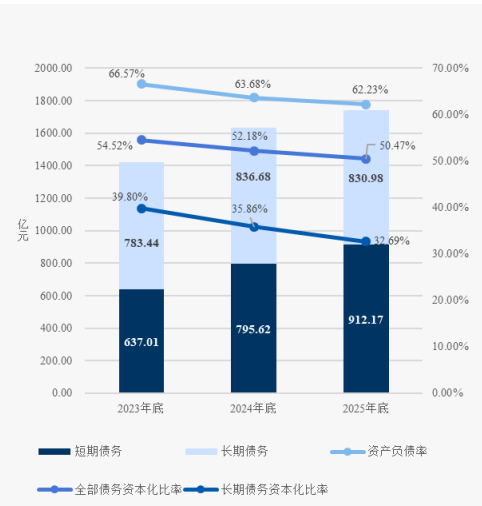
图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2024 年初		2025 年初		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1231.42	52.18%	1347.28	51.37%	1489.37	52.84%	1550.93	53.25%
短期借款	40.84	1.73%	88.93	3.39%	209.58	7.44%	267.28	9.18%
应付票据	118.87	5.04%	131.79	5.02%	137.13	4.87%	165.07	5.67%
应付账款	195.68	8.29%	262.30	10.00%	295.64	10.49%	233.00	8.00%
其他应付款	533.88	22.62%	403.52	15.38%	389.76	13.83%	459.44	15.77%
一年内到期的非流动负债	208.06	8.82%	335.92	12.81%	320.74	11.38%	290.48	9.97%
非流动负债	1128.40	47.82%	1275.54	48.63%	1329.11	47.16%	1361.59	46.75%
长期借款	613.55	26.00%	636.59	24.27%	571.00	20.26%	604.85	20.77%
应付债券	121.73	5.16%	159.74	6.09%	229.64	8.15%	229.66	7.89%
长期应付款	92.96	3.94%	108.34	4.13%	162.87	5.78%	160.57	5.51%
预计负债	136.91	5.80%	128.46	4.90%	137.74	4.89%	142.31	4.89%
负债总额	2359.82	100.00%	2622.82	100.00%	2818.47	100.00%	2912.52	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 11 • 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 2025 年底，公司短期债务占 52.33%，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 12 • 截至 2025 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	145.23	370.63	55.15	571.00	571.00
应付债券	191.49	61.72	20.68	273.88	229.64
租赁负债	1.68	0.59	2.00	4.28	4.26
长期应付款	33.76	75.85	53.41	163.02	162.87
合计	372.16	508.78	131.24	1012.18	967.77

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

2023 年以来，受煤价下行影响，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。

2023—2025 年，公司营业总收入波动下降，营业成本持续增长；受煤价下行影响，公司营业利润率持续下降。同期，公司期间费用率分别为 13.53%、14.08%和 13.98%，费用控制能力尚可。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。2025 年，因处置部分长期股权投资产生投资亏损，公司投资收益同比减少。整体看，减值损失对公司利润影响不大，投资收益稳定性佳。

综合影响下，2023 年以来，公司利润总额持续下降，各项盈利指标均明显弱化。

2026 年 1—3 月，公司营业利润率为 20.95%，同比下降 5.94 个百分点；受益于转让内蒙古鑫泰煤炭有限公司 100%股权获得的 28.43 亿元投资收益，公司利润总额同比增长 15.29%。

图表 13 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

科目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1500.68	1566.72	1449.33	345.89
营业成本	890.79	1003.61	1024.09	256.24
营业利润率	36.36%	31.17%	24.44%	20.95%
费用总额	203.10	220.53	202.61	46.28
信用减值损失	1.21	-5.84	0.03	0.75
投资收益	22.59	25.05	22.45	33.91
利润总额	370.13	288.27	184.25	57.26
总资本收益率	12.15%	8.46%	5.30%	--
净资产收益率	22.92%	14.75%	8.31%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业其他企业对比来看，2025 年，公司盈利指标表现较好。

图表 14 • 2025 年煤炭行业公司煤炭产量和盈利指标对比情况（单位：亿吨、亿元）

项目名称	煤炭产量	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率	营业总收入
中国中煤能源股份有限公司	1.35	27.49%	7.75%	10.89%	1480.57
陕西煤业股份有限公司	1.75	29.06%	13.89%	19.37%	1581.79
晋能控股煤业集团有限公司	1.62	20.95%	1.50%	-2.43%	1004.28
公司	1.82	29.34%	4.97%	8.31%	1449.33

注：应收账款周转率=营业总收入/平均应收账款净额
资料来源：Wind

4 现金流

公司经营活动现金持续大规模净流入，经营获现能力非常强。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，2023—2025 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，2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 167.23 亿元，同口径同比减少 108.35 亿元，经营活动产生的现金无法满足当期对外投资需求。因此，公司加大债务融资规模，但受大额分红⁶等因素影响，2025 年公司筹资活动产生的现金仍呈净流出态势。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入量同比大幅增长 73.38%，可覆盖当期投资净支出金额。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流量净额	161.59	258.52	194.85	61.82
投资活动现金流量净额	-122.03	-154.58	-169.51	-3.61
筹资活动前现金流量净额	39.55	103.94	25.34	58.21
筹资活动现金流量净额	-325.15	-97.70	-76.62	59.93
现金收入比	137.29%	94.44%	98.70%	87.47%

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 16 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	78.21%	75.92%	84.27%	92.99%
	速动比率	71.92%	70.08%	79.19%	87.37%
	经营现金流动负债比	13.12%	19.19%	13.08%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.25	0.32	0.21	--
	现金短期债务比（倍）	0.68	0.57	0.45	0.75
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	566.31	507.23	397.90	/
	全部债务/EBITDA（倍）	2.51	3.22	4.38	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.16	0.11	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	11.75	10.96	9.53	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.35	5.59	4.67	--

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

2023—2025 年末，公司流动比率和速动比率均波动增长，现金短期债务比持续下降。2025 年，受经营获现减少影响，公司经营现金流动负债比有所下降。同期，受经营业绩下降影响，公司 EBITDA 对全部债务本息的覆盖程度均有所下降。公司折旧和摊销规模很大（2025 年分别为 142.15 亿元和 30.55 亿元），EBITDA 和经营活动现金流量净额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 年底，公司对金正环保的担保余额仍为 1.37 亿元，已于 2026 年 5 月 9 日到期。截至本报告出具日，联合资信未发现公司存在对外担保事项。

⁶ 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法定储备后净利润的约 60%，且每股现金股利不低于 0.50 元。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，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，或有负债风险小。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司尚未使用的银行综合授信额度为 649.55 亿元⁷。同时，公司作为“A+H”股上市公司，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。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 2315.17 亿元，较上年底增长 15.01%；负债总额 1659.47 亿元，较上年底增长 10.72%；所有者权益为 655.70 亿元，较上年底增长 27.52%；资产负债率为 71.68%，较年初下降 2.78 个百分点。

2025 年，公司本部营业总收入为 166.84 亿元，利润总额为 52.38 亿元，其中投资收益为 84.44 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.08 亿元，投资活动现金流净额 6.98 亿元，筹资活动现金流净额-14.68 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。公司建立了环境管理体系，2025 年末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 2025 年底，公司建成南屯煤矿、东滩煤矿、兴隆庄煤矿等 17 个绿色矿山。碳排放方面，2025 年，矿井余热回收利用量为 11551.44 吨标煤，减少温室气体排放约 5 万吨二氧化碳当量。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2025 年底解决就业人数为 90921 人。2025 年，公司投入研发费用 33.98 亿元，取得达到国际先进或领先水平的技术成果 59 项。2025 年以来，公司未发生重大安全生产事故，但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，公司仍存在安全事故风险。公司积极响应国家乡村振兴战略部署，通过组织振兴、产业振兴、文化振兴、生态振兴等方面开展行动，其中 2025 年向榆阳区、佳县、子洲等地的 7 个重点帮扶村投入 563 万元。

公司建立了 ESG 管理体系和治理架构，董事会可持续发展委员会负责制定并审查公司 ESG 愿景、目标和策略等工作。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。2025 年，公司召开董事会会议 8 次，完成了公司改革发展、规范治理等重要事项的审批。截至 2025 年底，公司董事会成员共 11 人，其中执行董事 9 人、非执行董事 2 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。公司制定了《公司内部控制规范》等制度，并设立专职机构负责内控体系建设实施和日常监督管理。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务水平影响小。

公司本期债项发行金额不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），基于现行会计政策，本期债项发行后将计入公司权益，但考虑到本期债项条款设置，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 20.00 亿元测算，其分别占公司 2025 年末调整后长期债务和全部债务的 1.79%和 0.98%，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 68.58%、58.79%和 44.01%上升至 68.71%、59.03%和 44.44%，负债水平略有提高，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。

⁷ 2025 年底综合授信额度主要为流动贷款授信，和 2024 年底数据统计口径存在差异。

2 本期债项偿还能力

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

如将永续债调入长期债务，按本期债项发行金额上限 20.00 亿元测算，本期债项发行后，公司 2025 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对调整后长期债务的保障能力一般。

图表 17 • 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

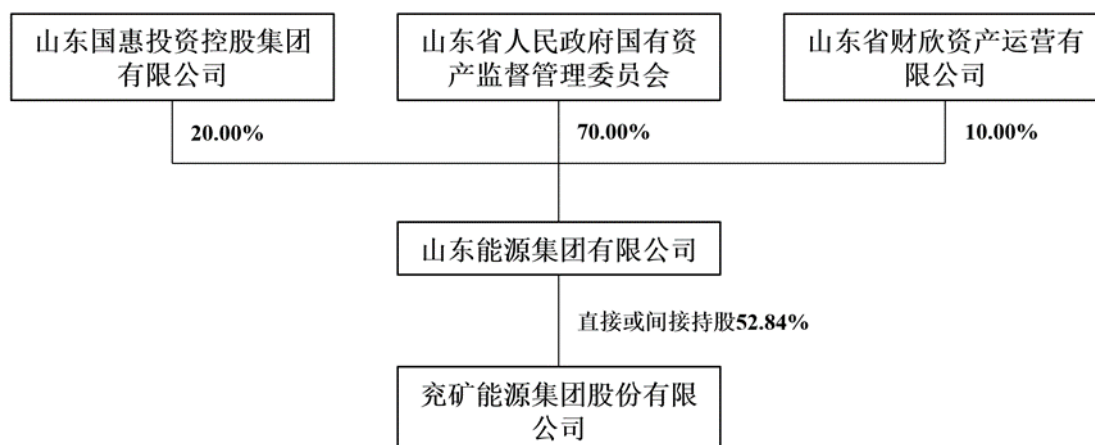
项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元，含永续债）	1138.65
经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	1.67
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.17
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.86

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

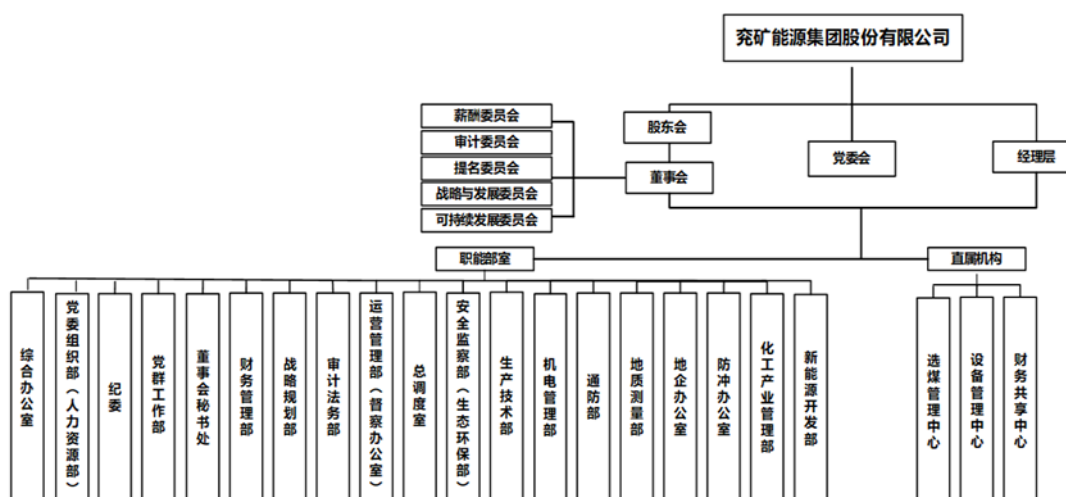
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA_{st1}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2026 年 3 月底）



注：截至 2026 年 3 月底，山东能源集团有限公司直接和间接持有公司股份共 5303899421 股，占公司总股本的 52.84%。包括：（1）通过自身账户持有公司 A 股 4395142871 股；（2）通过兖矿集团（香港）有限公司自身账户持有公司 H 股 606524408 股；（3）通过兖矿集团（香港）有限公司质押专户持有公司 H 股 302232142 股。
资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 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 2025 年底/2025 年；单位：亿元）

子公司名称	注册资本金	总资产	净资产	净利润	营业收入	持股比例	
						直接	间接
山东能源集团鲁西矿业有限公司	50.00	425.86	134.62	26.11	117.91	51.00%	--
陕西未来能源化工有限公司	54.00	363.88	316.93	44.41	126.98	73.97%	--
兖矿能源（鄂尔多斯）有限公司	108.00	270.31	131.33	24.08	151.18	100.00%	--
兖煤澳大利亚有限公司	62.19 亿澳元	570.87	423.70	20.35	271.39	62.26%	--

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	433.43	454.58	414.27	543.11
应收账款（亿元）	69.73	95.76	86.12	94.32
其他应收款（合计）（亿元）	42.01	39.97	230.16	231.76
存货（亿元）	77.42	78.69	75.65	87.20
长期股权投资（亿元）	239.93	256.60	268.83	267.30
固定资产（合计）（亿元）	1124.77	1326.63	1421.20	1392.29
在建工程（合计）（亿元）	202.05	248.66	231.47	239.99
资产总额（亿元）	3544.64	4119.03	4529.44	4689.97
实收资本（亿元）	74.39	100.40	100.37	100.37
少数股东权益（亿元）	456.55	617.49	706.17	724.18
所有者权益（亿元）	1184.83	1496.21	1710.97	1777.44
短期债务（亿元）	637.01	795.62	912.17	726.44
长期债务（亿元）	783.44	836.68	830.98	861.19
全部债务（亿元）	1420.45	1632.30	1743.16	1587.63
营业总收入（亿元）	1500.68	1566.72	1449.33	345.89
营业成本（亿元）	890.79	1003.61	1024.09	256.24
其他收益（亿元）	2.61	3.90	3.42	0.84
利润总额（亿元）	370.13	288.27	184.25	57.26
EBITDA（亿元）	566.31	507.23	397.90	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2060.34	1479.67	1430.53	302.55
经营活动现金流入小计（亿元）	2048.93	1877.08	1897.87	447.48
经营活动现金流量净额（亿元）	161.59	258.52	194.85	61.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-122.03	-154.58	-169.51	-3.61
筹资活动现金流量净额（亿元）	-325.15	-97.70	-76.62	59.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.73	11.91	11.09	--
存货周转次数（次）	10.69	12.86	13.27	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.41	0.34	--
现金收入比（%）	137.29	94.44	98.70	87.47
营业利润率（%）	36.36	31.17	24.44	20.95
总资本收益率（%）	12.15	8.46	5.30	--
净资产收益率（%）	22.92	14.75	8.31	--
长期债务资本化比率（%）	39.80	35.86	32.69	32.64
全部债务资本化比率（%）	54.52	52.18	50.47	47.18
资产负债率（%）	66.57	63.68	62.23	62.10
流动比率（%）	78.21	75.92	84.27	92.99
速动比率（%）	71.92	70.08	79.19	87.37
经营现金流动负债比（%）	13.12	19.19	13.08	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.57	0.45	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	11.75	10.96	9.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.51	3.22	4.38	--

注：1.公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2.2023 年和 2024 年资本化利息未经追溯调整，本报告 2023 年和 2024 年数据分别采用 2024 年和 2025 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. “--”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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	83.91	64.18	53.72	60.41
应收账款（亿元）	21.79	23.60	24.69	26.98
其他应收款（合计）（亿元）	369.67	526.36	729.50	718.84
存货（亿元）	4.71	1.87	3.19	3.50
长期股权投资（亿元）	1034.74	1061.63	1138.56	1189.18
固定资产（合计）（亿元）	124.48	124.18	148.87	144.55
在建工程（合计）（亿元）	17.99	23.49	5.81	5.81
资产总额（亿元）	1807.77	2013.01	2315.17	2364.97
实收资本（亿元）	74.39	100.40	100.37	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）	419.59	514.19	655.70	653.04
短期债务（亿元）	227.07	362.74	477.33	547.51
长期债务（亿元）	619.20	657.29	652.46	675.18
全部债务（亿元）	846.26	1020.03	1129.79	1222.69
营业总收入（亿元）	262.61	230.73	166.84	37.74
营业成本（亿元）	131.37	147.13	133.84	30.65
其他收益（亿元）	0.31	0.44	0.66	0.22
利润总额（亿元）	187.32	133.03	52.38	-4.09
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	323.72	230.99	172.88	33.52
经营活动现金流入小计（亿元）	331.34	253.08	191.80	41.17
经营活动现金流量净额（亿元）	65.32	36.01	0.08	-11.29
投资活动现金流量净额（亿元）	-117.42	-198.37	6.98	-91.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-32.55	145.86	-14.68	111.72
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.23	5.43	4.80	--
存货周转次数（次）	23.09	44.66	52.84	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.12	0.08	--
现金收入比（%）	123.27	100.12	103.62	88.82
营业利润率（%）	45.17	31.60	15.26	14.70
总资本收益率（%）	16.08	10.21	5.24	--
净资产收益率（%）	40.71	24.13	9.41	--
长期债务资本化比率（%）	59.61	56.11	49.88	50.83
全部债务资本化比率（%）	66.85	66.49	63.28	65.18
资产负债率（%）	76.79	74.46	71.68	72.39
流动比率（%）	67.64	80.83	88.95	86.91
速动比率（%）	67.01	80.59	88.61	86.56
经营现金流动负债比（%）	8.71	4.51	0.01	--
现金短期债务比（倍）	0.37	0.18	0.11	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 2023 年和 2024 年数据分别采用 2024 年和 2025 年期初数；3. “--”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。