

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0465号

兖州煤业股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司“15兖州煤业CP001”和“15兖州煤业MTN001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“15兖州煤业CP001”A-1的债项信用等级，维持“15兖州煤业MTN001”AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十九日

兖州煤业股份有限公司 2015 年度跟踪评级报告

| | | | |
|----------|------------|------|----|
| 受评主体 | 兖州煤业股份有限公司 | | |
| 本次主体信用等级 | AAA | 评级展望 | 稳定 |
| 上次主体信用等级 | AAA | 评级展望 | 稳定 |

存续债券列表

| 债券简称 | 发行额 (亿元) | 期限 (年) | 上次债项 信用等级 | 本次债 项 信用等 级 |
|----------------|-------------|-----------|--------------|----------------------|
| 15 兖州煤业 MTN001 | 20 | 3+N | AAA | AAA |
| 15 兖州煤业 CP001 | 50 | 366 天 | A-1 | A-1 |

概况数据

| 兖州煤业 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.3 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产(亿元) | 1,213.02 | 1,256.99 | 1,311.35 | 1,264.56 |
| 所有者权益(亿元) | 479.89 | 425.57 | 436.39 | 420.14 |
| 总负债(亿元) | 733.12 | 831.42 | 874.96 | 844.42 |
| 总债务(亿元) | 494.39 | 584.04 | 645.79 | 634.31 |
| 营业总收入(亿元) | 596.74 | 587.27 | 639.23 | 84.40 |
| EBIT(亿元) | 71.23 | 18.87 | 55.47 | -- |
| EBITDA(亿元) | 119.37 | 62.67 | 95.10 | -- |
| 经营活动净现金流(亿元) | 81.17 | 29.57 | 56.59 | -35.93 |
| 营业毛利率(%) | 24.09 | 22.33 | 19.11 | 28.05 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 20.00 | 10.67 | 14.88 | -- |
| 总资产收益率(%) | 6.49 | 1.53 | 4.32 | -- |
| 资产负债率(%) | 60.44 | 66.14 | 66.72 | 66.78 |
| 总资本化比率(%) | 50.74 | 57.85 | 59.67 | 60.16 |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.14 | 9.32 | 6.79 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 7.20 | 3.25 | 3.77 | -- |

注：2012~2014 年和 2015 年一季度财务报告均按新会计准则编制；2015 年一季报未经审计；中诚信国际在分析时将“长期应付款”中应缴纳的采矿权价款和融资租赁款调整到“长期借款”中计算总债务。

分析师

项目负责人：徐文勇 wxyu@ccxi.com.cn
项目组成员：张爽 shzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2015 年 6 月 29 日

基本观点

中诚信国际维持兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“15 兖州煤业 CP001”债项信用等级为 A-1，维持“15 兖州煤业 MTN001”债项信用等级为 AAA。

2014 年以来，公司继续保持较强的资源和规模优势、煤种优势、区域优势以及畅通的融资渠道；同时中诚信国际也关注到煤炭价格下跌导致盈利能力下滑、境外业务亏损以及债务规模上升等因素对公司整体经营和信用状况的影响。

优势

- **资源和规模优势。**公司煤炭储量丰富，是中国重要的煤炭生产基地。截至 2014 年末，公司拥有煤炭资源储量为 102.79 亿吨，产能合计 7,860 万吨/年，2014 年公司生产原煤 7,260 万吨。
- **煤种优势。**公司煤种较好，山东本部主要以气煤为主，澳洲主要为焦煤，优良的煤种有助于公司保持较高的盈利能力。
- **区域优势。**公司地处中国经济最发达的华东地区，人口稠密，经济发达，区域内煤炭需求旺盛。优越的地理位置和便利的交通运输为公司煤炭业务发展奠定了良好的基础。
- **融资渠道畅通。**兖州煤业为国内唯一境内外四地（纽约、香港、上海、澳洲）上市公司，融资渠道畅通，能为公司的发展提供一定资金支持。

关注

- **煤炭价格下跌导致公司盈利能力下滑。**2012 年以来，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放的影响，煤炭价格大幅下降。2014 年公司商品煤平均销售价格为 476 元/吨，同比下跌 9.16%。2015 年 1~3 月公司商品煤平均销售价格进一步下降至 401 元/吨，使得公司营业毛利率持续下降。
- **境外业务亏损对公司盈利能力带来一定的负面影响。**2014 年公司境外业务主体兖煤澳洲亏损 23.58 亿元，对公司整体盈利能力带来一定的负面影响。
- **债务规模持续上升。**近年来，随着资源并购的推进，公司债务规模不断提高，截至 2014 年底，公司债务规模达到 645.79 亿元，2012~2014 年年均复合增长率达 14.29%。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

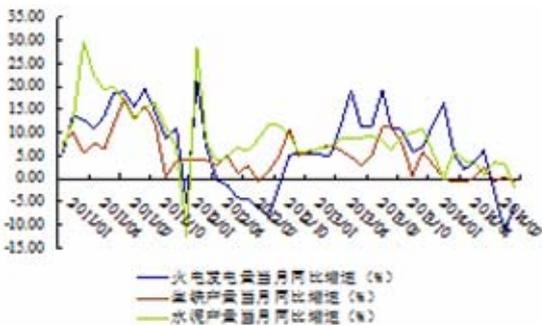
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司在债券的存续期内每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

近期关注

煤炭主要下游行业受经济周期和环保政策影响，增速将持续放缓；总体看煤炭市场供大于求的形势短期内难以改变，煤炭市场价格或维持低迷态势

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、化工和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。2010 年以来，宏观经济保持了良好的增长势头，主要耗煤行业产品产量保持了较快的增长，煤炭需求旺盛。但是 2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度下滑。

图 1：2010 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：中诚信资讯，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2012 年到 2013 年上半年，受节能减排、经济结构调整及外围环境等影响，我国经济增速放缓，用电量增速有所下滑，2012 年全国发电量 4.94 万亿千瓦时，同比增长 4.8%，增速同比回落 6.9 个百分点，其中火电发电量为 3.86 万亿千瓦时，同比增长 0.6%，增幅同比回落 14.2 个百分点。2013 年下半年以来，受工业生产回暖及度夏期间持续高温天气的影响，用电量增速有所回升，2013 年，我国全国发电量为 5.40 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速同比提高 2.7 个百分点，其中火电发

电量为 4.24 万亿千瓦时，同比增长 7.0%，增幅同比提高 6.4 个百分点。进入 2014 年以来，受到经济发展趋缓以及气温偏低影响，全国发电量增速同比进一步放缓，2014 年，全国发电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速同比降低 3.9 个百分点；而 2014 年三季度来水较好，水电发电量出现高速增长，使得全年火电发电量仅为 4.17 万亿千瓦时，同比下降 0.7%，增幅同比大幅回落 7.7 个百分点。电厂库存方面，受火电发电量低迷以及冬季储煤影响，截至 2014 年底，全国重点电厂的电煤库存为 9,455 万吨，可用天数为 24 天。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。近几年，随着固定资产投资的增长，生铁产量自 2009 年 6 月开始保持了年 10% 以上的快速增长。2011 年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011~2013 年我国粗钢产量分别为 6.82 亿吨、7.17 亿吨和 7.79 亿吨，同比分别增长 8.89%、4.70% 和 7.60%。2013 年钢铁行业终端需求增速依然较低，钢铁行业依旧处于“寒冬”期，同期我国粗钢产量同比增长 7.60%，增幅同比提高 2.90 个百分点，虽产量增速较上年有所恢复，但考虑到企业和社会库存均保持在较高水平，实际消费量增速远低于此水平。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业进入下行调整期，2014 年房地产开发投资同比增长 10.5%，增速同比下降 9.3 个百分点，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.23 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下滑。中诚信国际认为，短期看钢铁市场仍将维持弱势运行，进而传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力；长期来看，房地产行业景气度下行压力增大，钢铁行业需求承压，此外，随着国家对环保政策要求的日益趋严，环保手段或将成为逐步淘汰过剩落后钢铁产能的有效手段，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增速也将有所放缓。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为 13% 左右。受益于近十年中国

主要依靠基础设施建设和房地产拉动的经济增长模式，水泥产量年同比增幅均保持了 10% 以上的增速。2011 年四季度开始房地产调控政策和信贷紧缩政策对水泥行业的影响已经显现，水泥下游需求减少，价格出现下降。2012 年水泥产量达到 22.1 亿吨，同比增长 5.3%，增幅同比下降了 10.8 个百分点。2013 年房地产和基础设施建设保持较高增速，全国水泥产量实现 24.2 亿吨，同比增长 9.3%，增幅同比增长 4 个百分点。2014 年以来，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，2014 年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速为 1.80%，为 24 年来最低。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的产业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 1：煤炭行业主要环保政策

| 时间 | 政策名称 | 内容 |
|--------|----------------------------|---|
| 2013.9 | 《大气污染防治行动计划》 | 到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤 |
| 2013.9 | 《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》 | 到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨 |
| 2014.3 | 李克强总理在第十二届全国人大二次会议上的政府工作报告 | 政府要“出重拳强化污染防治”和“推动能源生产和消费方式变革” |
| 2014.9 | 《商品煤质量管理暂行办法》 | 对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。 |

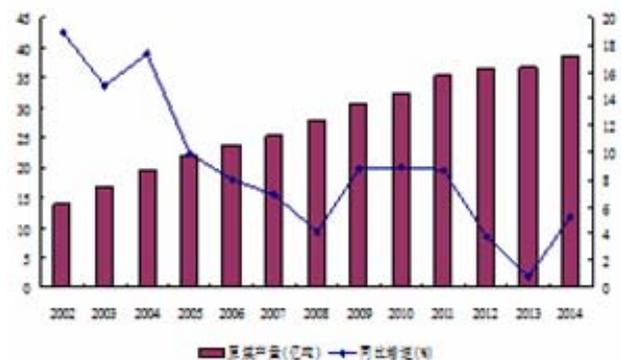
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

煤炭需求方面总体来看，2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭行业景气度明显下滑；特别是进入 2014 年以

来，在固定资产投资，特别是房地产投资增速双双下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，目前政府治理大气污染决心较大，政府或以治理雾霾加快倒逼能源结构变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量势将进一步承压。

供给方面，2002 年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，煤炭行业固定资产投资额从 2002 年的 111.91 亿元快速上升到 2011 年的 4,907.3 亿元，年均复合增长率为 52.21%。在此带动下，全国原煤产量从 2002 年的 13.80 亿吨上升到 2011 年的 35.20 亿吨，年均复合增长率为 10.96%。但 2011 年四季度以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业对投资进度和产出规模进行相应调整，2012 年，煤炭行业固定资产投资为 5,285.82 亿元，全国原煤产量达到 36.50 亿吨，同比分别增长 7.71% 和 3.80%，增速均显著放缓；2013 年全国原煤产量为 36.80 亿吨，同比仅增加 0.80%。根据国家统计局统计数据，2014 年全国原煤产量为 38.7 亿吨，同比增加 5.2%。2015 年一季度，全国原煤产量为 8.47 亿吨，同比减少 6.36%。

图 2：2002 年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

另外，进口煤炭也是供给的重要补充，2009 年以来，中国煤炭进口量一直保持较高的水平，根据中国海关总署的数据，2012 年中国煤及褐煤进口量为 2.88 亿吨，同比增长 29.8%。2013 年煤及褐煤进口量为 3.27 亿吨，同比增长 13.40%，达到顶峰。煤炭进口量的不断上升对国内煤炭市场造成了一定冲击，加速了沿海煤炭价格的下跌。

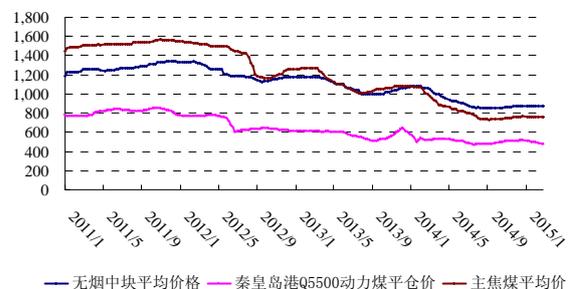
2014 年全国煤炭进口量为 2.91 亿吨，同比下降 10.9%。在煤炭需求增速放缓以及国家限制进口煤的政策，2014 年遏制了煤炭进口量的增长势头。2015 年一季度，全国煤炭进口量为 0.49 亿吨，同比减少 41.60%。

从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2011 年四季度开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，用电量增速下滑，动力煤价格开始进入震荡下降通道。2013 年以来，动力煤价格总体维持下滑态势，尽管受到火电发电增速回升和年底电煤合同中煤炭大型集团提价等因素的影响，四季度动力煤价格经历了一轮回升行情，但由于缺乏下游需求有利支撑，2014 年一季度末，价格跌回去年三季度末水平。截至 2014 年底，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 520 元/吨。2015 年以来动力煤价格继续下探，截至 2015 年 5 月 18 日，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 400 元/吨，较年初下降 23.08%。

炼焦煤方面，中国炼焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。但是由于钢铁行业为焦煤主要下游，钢铁行业需求变化使得焦煤价格波动性较大。2011 年四季度开始，房地产和汽车行业持续疲软，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大跌，使得焦煤价格下降，该趋势持续到 2012 年 9 月底。2012 年 10 月~2013 年 2 月末，在钢铁行业景气度攀升的态势下，焦煤价格有所回升；但因回升基础薄弱且钢铁社会库存已处于高位，2013 年 3 月以来，焦煤价格持续下滑，2013 年 7 月开始，各地陆续出台区域保护措施，煤企生产积极性有所提高，另外，受下游市场需求回暖、季节性补充库存及太原铁路局车皮紧张影响，下游采购积极性较高，推动焦煤价格小幅反弹。但 2014 年以来，下游企业经过前期的集中补库，采购进程有所放缓，加之钢材市场弱势运行，焦煤价格再次进入加速下行通道，截至 2014 年底，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别为 765 元/吨、761 元/吨和 754 元/吨。截至 2015 年 5 月 15 日，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别进一步下探至 686 元/吨、672 元/吨和 701 元/吨，下降幅度为 10% 左右。

无烟煤方面，无烟煤也属于稀缺资源，同时国内优质无烟煤资源集中于少数大型企业手中，煤炭企业议价能力较强，但 2013 年以来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行。特别是进入 2014 年以来，无烟煤价格下滑速度加快，2014 年底无烟中块全国平均价为 875 元/吨，相比 2011 年 10 月下旬最高价格降低 515 元/吨，降幅为 37.05%。截至 2015 年 5 月 15 日，无烟中块全国平均价为 855 元/吨，较其它煤种降幅较小。

图 3：2011 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

煤炭价格方面总体来看，2011 年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在 2012 年和 2013 年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。

受煤炭市场不景气影响，2014 年公司煤炭产量小幅下降，公司采取多项措施降低吨煤生产成本

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”）、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂能化”）运营；境外煤炭业务主要由兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“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。公司本部煤矿以动力煤为主；澳洲煤矿主要为焦煤、喷吹煤和动力煤。

资源储量方面，截至 2014 年末，公司拥有煤炭

资源储量102.79亿吨。其中，公司在山东省境内拥有兖州、济宁东部、巨野三大煤田，共9座生产矿井，煤炭资源储量38.59亿吨；在澳洲拥有9座生产矿井，煤炭可采储量10.47亿吨。

在建矿井方面，公司未来三年新增产能预计达到2,500万吨/年，其中包括转龙湾煤矿500万吨/年、营盘壕煤矿1,000万吨/年和石拉乌素煤矿1,000万吨/年。随着公司境内外矿井的建设，未来公司的炭产能将大幅增长，公司的整体规模也将出现明显提升。

洗选能力方面，公司积极建设配套洗选加工能力，经过对所采原煤进行洗选，大大提高了煤炭产品附加值，目前公司有块煤、精煤、混煤、半硬焦

煤、喷吹煤等多种煤炭产品，丰富的产品结构有利于增强公司盈利能力，公司洗选能力合计为6,485万吨/年。

煤炭生产方面，随着资源并购的进行，公司煤炭产量的不断增加，2012~2014年原煤产量分别为6,866万吨、7,380万吨和7,260万吨，其中2013年煤炭产量同比增加7.49%，主要是因2012年7月起合并格罗斯特煤炭产量使得2013年澳大利亚煤矿煤炭产量增加。2014年公司原煤产量小幅下滑1.63%，主要由于受到煤炭市场不景气影响，公司主动对澳洲以及内蒙古地区的煤矿限产所致。未来随着转龙湾、石拉乌素、营盘壕等煤矿投产及兖煤澳洲所属煤矿的逐步达产，公司煤炭产量将进一步增加。

表 2: 截至 2014 年末公司主要在产煤矿资源储量、产量情况 (平方公里、百万吨、万吨/年、万吨、年)

| | 煤矿名称 | 煤种 | 煤田面积 | 储量 | 设计产能 | 洗选量 | 2012年产量 | 2013年产量 | 2014年产量 |
|------|-------------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 公司本部 | 南屯煤矿 | 动力煤 | 35 | 228.59 | 240 | 180 | 320 | 300 | 271 |
| | 兴隆庄煤矿 | 动力煤 | 56 | 515.39 | 300 | 300 | 700 | 690 | 684 |
| | 鲍店煤矿 | 动力煤 | 37 | 371.24 | 300 | 300 | 610 | 620 | 582 |
| | 东滩煤矿 | 动力煤 | 60 | 601.69 | 400 | 400 | 760 | 810 | 799 |
| | 济宁二号 | 动力煤 | 87 | 795.01 | 400 | 300 | 370 | 310 | 418 |
| | 济宁三号 | 动力煤 | 105 | 794.06 | 500 | 500 | 550 | 650 | 527 |
| | 北宿煤矿 | 动力煤 | 29 | 74.35 | 100 | -- | 100 | 100 | 79 |
| | 杨村煤矿 | 动力煤 | 27 | 88.15 | 115 | -- | 110 | 110 | 101 |
| | 合计 | -- | 437 | 3,468.48 | 2,355 | 1,980 | 3,520 | 3,590 | 3,461 |
| 兖煤澳洲 | 澳思达 | 半硬焦煤 | 108 | 43.60 | 300 | 330 | 170 | 160 | 188 |
| | 雅若碧 | 喷吹煤 | 203 | 47.60 | 360 | 240 | 320 | 370 | 393 |
| | 艾诗顿 | 半软焦煤 | 17 | 55.30 | 520 | 650 | 230 | 240 | 259 |
| | 莫拉本 | 动力煤 | 130 | 330.40 | 1,600 | 1,600 | 720 | 670 | 662 |
| | 格罗斯特 | 半硬焦煤 | 164 | 51.50 | 380 | 380 | 180 | 350 | 248 |
| | 唐纳森 | 半软焦煤 | 166 | 128.70 | 300 | 300 | 200 | 320 | 250 |
| | 中山 | 焦煤、 喷吹煤 | 28 | 84.00 | 525 | 525 | -- | -- | 249 |
| | 莫纳斯 | 半软焦煤 | 22 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| | 合计 | -- | 838 | -- | 3,985 | 4,025 | 1,820 | 2,110 | 2,249 |
| 兖煤国际 | 坎贝唐斯 | 动力煤 | 300 | 236.10 | 180 | 180 | 190 | 200 | 200 |
| | 普力马 | 动力煤 | 171 | 69.80 | 500 | -- | 420 | 420 | 370 |
| | 哈瑞布朗特 | 无烟煤、喷吹煤、 动力煤 | 33 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| | 亚森纳 | 动力煤 | 710 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| | 维尔皮纳 | 喷吹煤 | 110 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| | 合计 | -- | 1,270 | -- | 680 | 180 | 610 | 620 | 568 |
| 鄂能化 | 安源煤矿 ² | 动力煤 | 9 | 28.33 | 120 | -- | 230 | 220 | 180 |
| | 文玉煤矿 ² | 动力煤 | 9 | 44.15 | 300 | -- | 460 | 410 | 410 |
| | 合计 | -- | 18 | 72.48 | 420 | 0 | 690 | 630 | 588 |
| 山西能化 | 天池煤矿 ⁴ | 动力煤 | 19 | 116.33 | 120 | -- | 140 | 150 | 156 |

| | | | | | | | |
|-------------------------------|-----|--------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 菏泽能化 赵楼煤矿 ⁴ 1/3 焦煤 | 143 | 391.67 | 300 | 300 | 270 | 290 | 300 |
| 合计 | -- | 2,726 | -- | 7,860 | 6,485 | 5,570 | 7,050 |

注：1、因评估公司评估标准不一致致使各下属公司统计口径不一致；2、莫纳斯、哈瑞布朗特、亚森纳、维尔皮纳为正在勘探的矿井。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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。公司连续多年原煤生产百万吨死亡率为零。

销售方面，近年来，公司境外业务不断扩展，公司煤炭销量不断增加。2014年公司商品煤销量同比增长18.35%，主要由于公司增加外购煤销售所致。具体来看，近年来，公司本部、山西能化以及菏泽能化的销量基本稳定。鄂能化受到当地电煤市场持续低迷的影响，逐年减产，销量也随之下滑，由2012年的683万吨下滑至2014年的589万吨。境外方面，近年来兖煤澳洲销量逐年增加，由2012年的1,435万吨增长至2014年的1,574万吨；兖煤国际2012~2014年销量分别为297万吨、553万吨和516万吨，其中2014年销量同比下滑1.18%，主要由于兖煤国际产量下降所致。外购煤方面，2012~2014年外购煤销量分别为3,242万吨、3,940万吨和5,702万吨，其中2014年由于煤炭产量下降，公司大幅增加外购煤，使得外购煤销量同比大幅增长44.72%。2015年一季度，公司销售煤炭1,841万吨，同比下滑31.02%，主要由于外购煤销量同比下降所致。

销售价格方面，2012~2014年公司平均煤炭销售价格分别为599元/吨，524元/吨和476元/吨，下滑幅度达到25.84%。2015年一季度，公司商品煤总平均销售价格进一步下滑至401元/吨，同比下跌23.18%。

表3：2013~2014年公司煤炭销售情况（千吨，元/吨）

| 公司 | 产品 | 2013 | | 2014 | |
|------|-------|-------|-----|-------|-----|
| | | 销量 | 价格 | 销量 | 价格 |
| 本部 | 精煤 | 1,341 | 712 | 1,663 | 539 |
| | 经筛选原煤 | 1,269 | 462 | 1,061 | 397 |
| | 混煤及其他 | 716 | 334 | 752 | 282 |
| | 合计 | 3,327 | 535 | 3,475 | 440 |
| 山西能化 | 经筛选原煤 | 148 | 282 | 150 | 211 |
| | 2号精煤 | 129 | 849 | 202 | 651 |
| 菏泽能化 | 混煤及其他 | 107 | 317 | 107 | 283 |
| | 合计 | 236 | 609 | 311 | 523 |

| | | | | | |
|------|-------|--------|-----|--------|-----|
| 鄂能化 | 经筛选原煤 | 635 | 188 | 579 | 163 |
| | 半硬焦煤 | 136 | 657 | 97 | 523 |
| | 半软焦煤 | 160 | 703 | 147 | 545 |
| 兖煤澳洲 | 喷吹煤 | 327 | 704 | 328 | 530 |
| | 动力煤 | 939 | 494 | 1,002 | 424 |
| | 合计 | 1,562 | 574 | 1,574 | 464 |
| 兖煤国际 | 动力煤 | 553 | 304 | 516 | 287 |
| 外购煤 | | 3,940 | 583 | 5,702 | 554 |
| 公司合计 | | 10,400 | 524 | 12,308 | 476 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从吨煤销售成本来看，近年来公司成本控制措施取得显著成效，2012~2014年，除兖煤国际外，公司吨煤销售成本同比均有不同程度下降；2015年一季度，随着新建矿井逐步达产，兖煤国际吨煤成本较2014年下降29.20%至193.96元/吨。

表4：2012~2015年1~3月公司吨煤销售成本情况（元/吨）

| 公司 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
|------|--------|--------|--------|----------|
| 本部 | 322.45 | 236.17 | 179.49 | 134.66 |
| 山西能化 | 322.91 | 213.02 | 176.34 | 150.53 |
| 菏泽能化 | 574.87 | 468.05 | 314.71 | 252.23 |
| 鄂能化 | 194.04 | 178.54 | 138.58 | 106.68 |
| 兖煤澳洲 | 448.06 | 434.10 | 363.25 | 379.91 |
| 兖煤国际 | 232.67 | 262.36 | 273.94 | 193.96 |
| 外购煤 | 663.86 | 579.60 | 550.16 | 483.18 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司本部煤矿以气煤为主，主要为动力煤；兖煤澳洲主要为焦煤、喷吹煤和动力煤；鄂能化主要为动力煤，公司商品煤大部分销往电力、冶金和化工等行业。2014年公司对电力、冶金和化工行业煤炭销量分别为2,290.6万吨、737.1万吨和862.6万吨，销量占比分别为18.61%、5.99%和7.01%。此外，公司通过贸易商销售煤炭占比较大，2014年为7,815.3万吨，占总销量比例为63.50%。

表5：2014年公司商品煤销售下游客户情况（万吨，亿元）

| 下游行业 | 销量 | 销售收入 |
|------|---------|--------|
| 商贸 | 7,815.3 | 386.18 |
| 电力 | 2,290.6 | 86.06 |
| 化工 | 862.6 | 46.69 |
| 冶金 | 737.1 | 39.02 |
| 其他 | 601.9 | 27.43 |

合计 12,307.5 585.39

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

煤炭运输方面，华东地区交通十分发达，铁路、公路、水路和海运条件均非常便利。公司拥有300公里煤炭专用铁路兖石线直连中国第二大煤炭港口日照港，京沪、京九铁路干线及京沪高速铁路穿越矿区，京杭大运河、京沪、京福、京台、日东高速公路及104国道在公司所在地交汇延伸，交通运输条件极为便利。

总体来看，受煤炭市场不景气影响，2014年公司煤炭产量小幅下降，公司采取多项措施降低吨煤生产成本，效果显著。

2014 年公司非煤业务收入比较稳定,但收入规模较小

公司其他业务主要包括煤化工、铁路运输、电力和热力业务等，收入规模均较小。公司煤化工业务由子公司山西能化、兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）和鄂能化经营，其中，由于原料供应短缺，山西能化甲醇项目已于2012年4月停产。2015年1月，鄂能化所属的60万吨/年甲醇项目正式投产。截至2015年3月底公司甲醇产能增长至120万吨/年。2012~2014年公司甲醇产量分别为57.2万吨、60.9万吨和65.0万吨。随着鄂能化甲醇项目的投产，2015年一季度公司生产甲醇44.6万吨，同比大幅增长153.41%。

表 6：2012~2015 年 1~3 月甲醇产量情况（万吨/年、万吨）

| 公司 | 产能 | 产量 | | | |
|------|-----|------|------|------|----------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
| 山西能化 | -- | 2.0 | -- | -- | -- |
| 榆林能化 | 60 | 55.2 | 60.9 | 65.0 | 18.0 |
| 鄂能化 | 60 | -- | -- | -- | 26.6 |
| 合计 | 120 | 57.2 | 60.9 | 65.0 | 44.6 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

甲醇销售方面，2012~2014 年公司分别销售甲醇 57.4 万吨、59.9 万吨和 66.0 万吨，销量逐年增加。2015 年一季度，公司销售甲醇 44.2 万吨，同比大幅增加主要由于鄂能化甲醇项目投产。近年来随着甲醇产能释放，同时下游需求持续低迷，使得甲醇价格不断下滑，公司 2012~2015 年一季度甲醇均价分别为 1,947.65 元/吨、1,929.45 元/吨、1,811.36 元/吨和 1,263.26 元/吨。

铁路运输业务方面，2012~2014年公司铁路资产分别完成货物运量1,752万吨、1,825万吨和1,656万吨，其中2014年受到煤炭市场不景气影响，公司运量同比下滑9.26%。2015年一季度公司完成货物运量318万吨。

电力业务方面，主要由山东华聚能源股份有限公司（以下简称“华聚能源”）、榆林能化和菏泽能化经营，2012~2015年一季度公司发电量分别为115,519万千瓦时、123,442万千瓦时、160,512万千瓦时和61,730万千瓦时，整体发电量呈现逐年增长的趋势。榆林能化近年来所属电厂的电力产品满足自用后对外销售，华聚能源自2014年3月起满足自用后对外销售，菏泽能化所属电厂自2014年11月起对外销售，2012~2015年一季度售电量分别为85,640万千瓦时、87,910万千瓦时、72,249万千瓦时和39,581万千瓦时，其中2015年一季度售电量增长较多主要由于2014年末菏泽电厂投产。

热力方面，主要由子公司华聚能源生产，2012~2015年一季度公司共生产热力144万蒸吨、132万蒸吨、130万蒸吨和83万蒸吨，公司在满足自用后，对外销售热力23万蒸吨、5万蒸吨、9万蒸吨和4万蒸吨。

总体来看，近年来公司非煤业务经营比较稳定，但整体收入规模较小，对公司的盈利能力影响较小。

公司未来不断突出煤炭主业优势，完善产业结构，根据发展规划，公司未来将面临一定的资金压力

公司未来发展战略：突出煤炭主业，以煤炭为基础，兼顾发展煤化工和电力产业。

煤炭方面，转龙湾煤矿及其选煤厂项目位于内蒙古鄂尔多斯市，矿井设计能力500万吨/年，矿区资源储量5.48亿吨，项目总投资约100.82亿元。该项目于2012年1月正式开工建设，目前已转入试生产。截至2014年底已累计投资87.99亿元，未来还需投资12.83亿元。营盘壕矿井及选煤厂项目位于内蒙古鄂尔多斯市，矿井设计生产能力1,000万吨/年，矿区可采储量10.37亿吨，项目总投资约96.45亿元，该项目资本金为3亿元，2013年资本

金到位。该项目于 2013 年 5 月正式开工建设，预计 2016 年 7 月底试生产；截至 2014 年底已累计投资 17.38 亿元，未来还需投资 79.07 亿元。石拉乌素矿井及选煤厂项目位于内蒙古鄂尔多斯市，矿区资源储量 23.11 亿吨，矿区可采储量 15.41 亿吨，项目总投资约 167.21 亿元，该项目资本金为 5 亿元，2013 年资本金到位。该项目于 2013 年 2 月正式开工建设，预计 2015 年底试生产。截至 2014 年底已累计投资 134.15 亿元，未来还需投资 33.06 亿元。

加拿大钾矿项目位于加拿大萨斯喀彻温省，公司于 2011 年出资 2.6 亿美元收购加拿大萨斯喀彻温省 19 项钾矿资源探矿权。矿权覆盖土地面积共计约 5,363.84 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。加拿大钾矿项目尚处于初期勘探阶段，暂无整体预算。2012 年~2016 年属于项目勘探筹备期。截至 2014 年底累计完成投资 16.46 亿元。前期勘探揭露的钾矿资源赋存条件和品位优良，显示出良好的开发前景。未来公司将建设 1~2 个年产 200 万吨的钾矿，后期投资主要以 IPO 和寻找战略合作伙伴等多元化模式进行经营开发。

电力方面，公司对电力产业采取稳步发展的策略，目前拥有的电厂包括山东华聚能源股份有限公司电厂、榆林能化配套电厂，并在华聚能源稳定发电的基础上，开工了菏泽能化所属赵楼煤矿综合利用电厂。未来，公司在电力产业方面的重点是建设赵楼综合利用电厂，并对华聚能源所属电厂进行合理优化及技术改造，提高资源利用率，实现节能减排目标。围绕以上战略指导思想公司未来三年拟投入建设的主要有赵楼电厂二期项目。

表7：截至2014年底公司主要在建、拟建项目（亿元）

| 在建项目 | | | |
|-------------|---------------|---------------|-----------|
| | 投资总额 | 已投入 | 完成时间 |
| 转龙湾煤矿项目 | 100.82 | 87.99 | 2015 年 |
| 加拿大钾矿 | -- | 16.46 | -- |
| 营盘壕及选煤厂 | 96.45 | 17.38 | 2016 年 |
| 石拉乌素煤矿井及选煤厂 | 167.21 | 134.15 | 2015 年 |
| 合计 | 405.87 | 255.98 | -- |

| 拟建项目 | | | |
|----------|-------|--------|----------|
| 工程名称 | 投资总额 | 投资计划 | |
| | | 2015 年 | 2016 年以后 |
| 赵楼电厂二期项目 | 12.14 | 8 | 2.14 |

| | | | |
|----|-------|---|------|
| 合计 | 12.14 | 8 | 2.14 |
|----|-------|---|------|

资料来源：公司年报

总体来看，公司未来将进一步突出煤炭的主业优势，同时不断调整和完善产业结构，实现持续快速发展，截至2014年末，公司主要在建项目未来还需投资149.89亿元，投资规模较大，公司未来将面临一定的资金压力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司¹审计并出具标准无保留意见的2012~2014年审计报告以及未经审计的2015年一季报，以上财务报告均根据新会计准则编制。中诚信国际在分析时将长期应付款中的采矿权价款和融资租赁款调整至长期借款计算债务。

随着在建工程的推进，公司资产和债务规模持续增长；公司长期债务占比提高，有利于缓解短期债务压力

2014 年，随着在建项目的推进，公司总资产增加至 1,311.35 亿元，同比增加 4.32%，主要是由于公司增加融资以满足运营及投资需求。2015 年 3 月末公司总资产为 1,264.56 亿元，比上年末降低 3.57%，主要是由于货币资金减少所致。2015 年 3 月末公司货币资金为 153.14 亿元，同比减少 52.12 亿元，主要由于营业收入大幅降低所致。由于主要通过债务融资获取所需资金，2014 年底公司总债务由 2013 年的 584.04 亿元上升至 645.79 亿元，同比增加 12.11%。总资本化比率也随之上升至 59.67%，同期的资产负债率为 66.72%，较年初上升了 0.58 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司总资本化比率和资产负债率分别上升至 60.16% 和 66.78%。

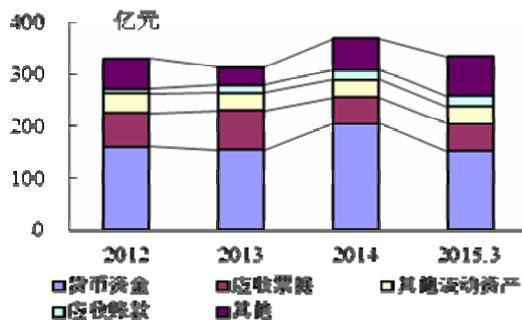
随着项目建设资金投入的减少，2014 年底公司总资产中流动资产占比为 28.13%，同比上升了 3.20 个百分点，2015 年 3 月底，流动资产占总资产比例为 26.43%。流动资产主要由货币资金、应收票据和其他流动资产构成。其中，2014 年底，公司货币资金增加至 205.26 亿元，占流动资产的比重为

¹信永中和会计师事务所有限责任公司 2012 年名称变更为信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）

55.65%；由于应收票据贴现或转让，同期公司应收票据降低至 50.68 亿元，占流动资产的比重为 13.74%，同比下降 32.95%；其他流动资产主要为公司计提的土地塌陷、复原、重整及环保费和环境治理保证金，2014 年底为 32.87 亿元，占流动资产的比重为 8.91%。

非流动资产方面，截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产达 930.29 亿元，占总资产的 73.57%，较年初有小幅上升。2014 年底，公司非流动资产为 942.51 亿元，其中在建工程、固定资产和无形资产分别为 287.10 亿元、291.57 亿元和 225.19 亿元，分别占非流动资产的 30.46%、30.94%和 23.89%。2014 年，由于公司在建工程的推进，公司 82.23 亿在建工程转为固定资产，公司固定资产余额同比增加 20.69%。

图4：2012~2015年3月底公司流动资产结构

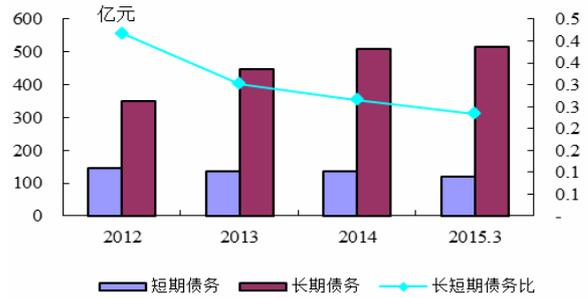


资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2014 年公司所有者权益为 436.39 亿元，同比小幅度上升，主要由于净利润增加 18.58 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 420.14 亿元，较年初小幅度降低，主要是由于外币折算差导致其他综合收益为-10.22 亿元。总体来看，公司总资产和所有者权益规模的增长增强了公司的整体抗风险能力。

债务结构方面，2014 年公司发行50亿元人民币公司债券、50亿元人民币短期融资券、3亿美元永续债券用于偿还到期银行贷款和补充公司营运资金，使得公司债务结构更加合理。2015年3月末公司短期债务/长期债务指标降低至0.23。由于近年来公司项目投资较大，项目周期较长，长期债务占比上升有利于缓解公司的短期债务压力。

图5：2012年~2015年3月底公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司资产实力雄厚，财务政策稳健，为公司持续健康发展奠定了基础，但近年来公司投资规模较大，债务规模快速增加，且将主要通过债务融资来满足资本支出的资金需求，债务压力有上升趋势。

2014 年公司加强成本管理和资金管理，使营业总收入和利润总额上升

受益于公司加强成本管理和提高产能利用率，2014 年公司实现营业总收入 639.23 亿元，同比增长了 8.85%。但受煤炭市场不景气的影响，公司营业毛利率下降为 19.11%，同比下降 3.22 个百分点。由于外购煤销售量大幅度降低，2015 年一季度公司营业总收入为 84.40 亿元，同比下降 44.12%。

分板块来看，煤炭业务是公司收入的主要来源，受到煤炭市场不景气的影响，2014 年自产煤营业收入下滑 17.89%至 258.53 亿元；但同期煤炭贸易业务(外购煤)收入增长迅速，由 2013 年的 229.61 亿元增加至 2014 年的 315.74 亿元，同比增长 37.51%。近年来，由于澳洲煤炭价格下跌，境外煤炭业务收入大幅度下降，2014 年分别实现收入 70.84 亿元，同比下降 22.38%。截至 2015 年一季度，煤炭收入为 73.72 亿元，其中自产煤和煤炭贸易业务收入分别为 50.51 亿元和 23.21 亿元。其他板块方面，煤化工业务近三年收入规模比较稳定，2014 年电力和铁路运输业务收入有所降低。

表 8：2012~2015 年一季度分板块业务收入 (亿元)

| 板块 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
|------|--------|--------|--------|----------|
| 煤炭 | 566.99 | 544.45 | 585.39 | 73.72 |
| 按类别: | | | | |
| 自产煤 | 351.13 | 314.84 | 258.53 | 50.51 |

| | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 煤炭贸易 | 215.86 | 229.61 | 315.74 | 23.21 |
| 按地区: | | | | |
| 境内 | 464.09 | 453.18 | 514.55 | 54.27 |
| 境外 | 102.90 | 91.27 | 74.58 | 19.45 |
| 煤化工 | 11.18 | 11.56 | 11.95 | 5.58 |
| 铁路运输 | 4.64 | 4.58 | 3.74 | 0.62 |
| 电力 | 3.24 | 3.32 | 2.41 | 1.32 |
| 热力 | 0.40 | 0.11 | 0.21 | 0.10 |
| 其他 | 10.29 | 23.25 | 35.53 | 3.06 |
| 营业总收入 | 596.74 | 587.27 | 639.23 | 84.40 |

资料来源: 公司定期报告

毛利率方面, 2014 公司营业毛利率分别为 19.11%, 同比降低 3.22 个百分点, 主要由于煤炭价格下滑以及毛利率较低的煤炭贸易业务收入占比增加, 拉低了公司整体的营业毛利率水平。2015 年一季度, 受益公司加强费用和成本管理, 自产煤和煤炭贸易业务的毛利率均有小幅上升, 且煤炭贸易业务收入占比减少, 使得煤炭业务整体毛利率上升至 33.52, 较年初升高了 13.04 个百分点。

煤化工方面, 受益于成本控制能力增强和产能利用率的提升, 2014 年毛利率逐上升至 27.89%。电力业务方面, 受益于动力煤价格不断下跌, 公司电力业务生产成本降低, 2014 年电力业务毛利率上升至 37.37%。2014 年 11 月菏泽能化所属电厂投入运营, 其毛利率为负, 且该电厂销售收入占比较大, 致使 2015 年一季度电力业务整体毛利率降至 -6.82%。铁路运输业务方面, 在宏观经济形势疲软的背景下, 公司通过加强成本管理, 使毛利率保持稳定, 2013~2014 年毛利率分别为 32.34% 和 32.78%。

表 9: 2012~2015 年一季度分板块毛利率 (%)

| 板块 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 煤炭 | 24.67 | 24.04 | 20.48 | 33.52 |
| 其中: 自产煤 | 39.66 | 41.17 | 41.30 | 48.80 |
| 煤炭贸易 | 0.29 | 0.55 | 0.64 | 0.26 |
| 煤化工 | 18.82 | 26.92 | 27.89 | 19.35 |
| 铁路运输 | 24.16 | 32.34 | 32.78 | 17.45 |
| 电力 | -2.28 | 7.04 | 37.37 | -6.82 |
| 热力 | 37.05 | 40.19 | 46.10 | 63.04 |
| 其他 | -12.74 | -19.87 | -9.32 | -71.76 |
| 营业毛利率 | 24.09 | 22.33 | 19.11 | 28.05 |

资料来源: 公司定期报告

期间费用方面, 2012~2015 年 1~3 月三费合计分别为 86.66 亿元、101.92 亿元、89.61 亿元和 20.78

亿元, 同期三费收入比分别为 14.52%、17.35%、14.02% 和 24.62%, 受汇兑损益的影响, 三费收入比指标有一定的波动性。2014 年公司产生汇兑收益 1.54 亿元, 而 2013 年汇兑收益为 -16.86 亿元, 使公司财务费用大幅度减小, 从而带动三费收入比降低至 14.02%。同期, 随着公司生产规模扩大, 销售费用和管理费用均有小幅度上升。2015 年一季度, 三费收入比增加至 24.62%, 主要是因为营业收入大幅减少。

表 10: 2012~2015 年 1~3 月期间费用分析 (亿元、%)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 销售费用 | 32.45 | 29.91 | 31.27 | 6.47 |
| 管理费用 | 49.62 | 39.96 | 44.60 | 9.73 |
| 财务费用 | 4.60 | 32.04 | 13.74 | 4.57 |
| 三费合计 | 86.66 | 101.92 | 89.61 | 20.78 |
| 营业总收入 | 596.74 | 587.27 | 639.23 | 84.40 |
| 三费收入占比 | 14.52 | 17.35 | 14.02 | 24.62 |

资料来源: 公司定期报告

利润总额方面。2014 年, 公司利润总额为 21.27 亿元, 主要由于 2013 年兖煤澳洲账面亏损较大, 兖煤澳洲于 2014 年内对美元债务采取套期保值, 全年公司汇兑损益转为正值; 同期公司资产减值损失下降为 0.11 亿元, 同比减少 20.987 亿元; 同时公司获得 2.31 亿元政府企业发展基金、更多的政府补贴和收购艾诗顿煤矿有限公司的利得, 公司营业外收入为 8.38 亿元, 同比增加 5.43 亿元, 上升幅度为 183.7%。截至 2015 年一季度, 公司利润总额为 2.34 亿元, 同比上升 24.47%。

总体来看, 2014 年公司澳洲业务亏损有所减少, 且公司加强成本控制和完善管理结构, 使公司经营业务利润有小幅度上升。但受煤炭行业持续低迷的影响, 公司境内外业务经营性业务利润改善空间不大, 中诚信国际将密切关注公司澳洲业务利润下滑及汇兑损益的波动对公司盈利水平的影响。

应收票据贴现或转让的增加, 使得公司经营性净现金流大幅增加; 投资现金流支出主要通过外部融资获取, 加重了公司的债务负担

在现金获取方面, 公司贷款回收情况一直良好, 公司收现比稳定在较高水平, 2012~2015 年一季度分别为 1.13、1.08、1.13 和 1.12。2014 年由于

公司增加了应收票据的贴现或转让，应收票据由 2013 年的 75.58 亿元降低至 50.68 亿元，公司经营活动净现金流增加至 56.59 亿元，同比上升 91.38%。投资净现金流方面，2014 年，受煤炭价格和毛利率水平降低的影响，公司缩减投资规模，使得投资活动净现金流为-70.79 亿元，投资支出有明显减少。同期公司筹资活动净现金流增加至 108.72 亿元，主要由于公司为满足项目建设需求、运营资金需求和偿还银行借款所致。2015 年一季度，经营活动净现金流降为-35.93 亿元，主要由于结算的周期性，公司应收账款和预付账款同比大幅增加所致。

表 11：2012 年~2015 年 1~3 月年公司现金流量情况（亿元）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.1~3 |
|---------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 经营活动产生现金流入 | 693.27 | 646.15 | 738.16 | 100.15 |
| 经营活动产生现金流出 | 612.11 | 616.58 | 681.78 | 136.07 |
| 经营活动净现金流 | 81.17 | 29.57 | 56.59 | -35.93 |
| 投资活动产生现金流入 | 74.66 | 1.84 | 4.62 | 1.47 |
| 投资活动产生现金流出 | 105.85 | 124.71 | 75.41 | 6.41 |
| 投资活动净现金流 | -31.18 | -122.88 | -70.79 | -4.94 |
| 筹资活动产生现金流入 | 235.15 | 271.76 | 269.07 | 58.05 |
| 其中：吸收投资所收到的现金 | 0.49 | 0.76 | 43.05 | -- |
| 借款所收到的现金 | 122.82 | 211.03 | 83.73 | 8.10 |
| 筹资活动产生现金流出 | 239.79 | 192.53 | 160.35 | 70.70 |
| 其中：偿还债务所支付的现金 | 195.64 | 120.58 | 123.39 | 59.25 |
| 筹资活动净现金流 | -4.63 | 79.23 | 108.72 | -12.65 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 46.46 | -18.34 | 92.42 | -52.12 |

资料来源：公司定期报告

总体来看，2014 年公司通过加强成本管理和提升产能利用率，公司获现能力有所提升，但是受近年煤炭行业持续低迷的影响，预计公司未来现金流提升空间不大。

2014 年公司的总债务和总负债快速增长，公司的偿债能力有所弱化，但公司面临一定的偿债压力

近年来，随着公司资源收购的不断推进和固定资产投资增加，公司债务规模增长较快，2012~2014 年公司总债务分别为 494.39 亿元、584.04 亿元和 645.79 亿元。不断增长的债务规模，推高了公司负债水平。2012~2015 年 3 月末公司总资本化比率分别为 50.74%、57.85%、59.67% 和 60.16%。

偿债能力方面，由于公司利润总额和经营活动

现金流有所增加，2014 年公司总债务/EBITDA 降低至 6.79 倍；同期经营活动净现金流/总债务、EBITDA 利息倍数和经营活动净现金流利息倍数分别为 0.09 倍、3.77 倍和 2.24 倍，较上年均有小幅度升高，公司偿债能力在一定程度上有所提升。

表 12：2012~2015 年 3 月底公司长期偿债能力指标

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.3 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 长期债务(亿元) | 348.69 | 448.75 | 510.16 | 513.91 |
| 总债务(亿元) | 494.39 | 584.04 | 645.79 | 634.31 |
| 资产负债率(%) | 60.44 | 66.14 | 66.72 | 66.78 |
| 长期资本化比率(%) | 42.08 | 51.33 | 53.90 | 55.02 |
| 总资本化比率(%) | 50.74 | 57.85 | 59.67 | 60.16 |
| 总债务/EBITDA (X) | 4.14 | 9.32 | 6.79 | -- |
| 经营净现金流/总债务 (X) | 0.16 | 0.05 | 0.09 | -0.23* |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 7.20 | 3.25 | 3.77 | -- |
| 经营净现金流利息倍数 (X) | 4.89 | 1.53 | 2.24 | -- |

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告；加*数据为被

或有负债方面，截至 2014 年末，公司无对外担保。

银行授信方面，截至 2014 年末，公司获得在包括中国工商银行、中国建设银行、中国银行、国家开发银行等多家银行授信 1,109.64 亿元，未使用授信 711.66 亿元，具有较强的财务弹性。此外，公司为四地上市公司，融资渠道畅通。

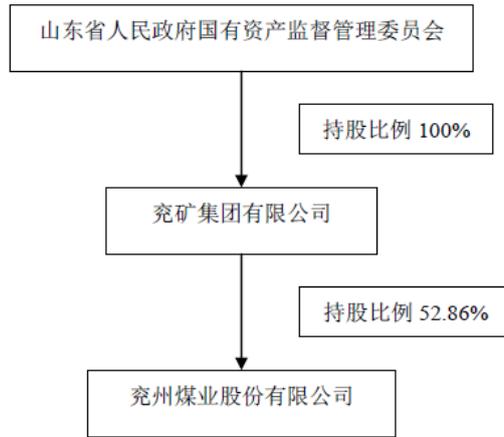
过往债务履约情况

根据公司提供的资料显示，近年来发行人对银行借款和其他债务的还款和信用记录良好，不存在不良贷款和违约记录。截至 2014 年底，公司存续期债务融资工具均未到期，均按时支付利息。

结论

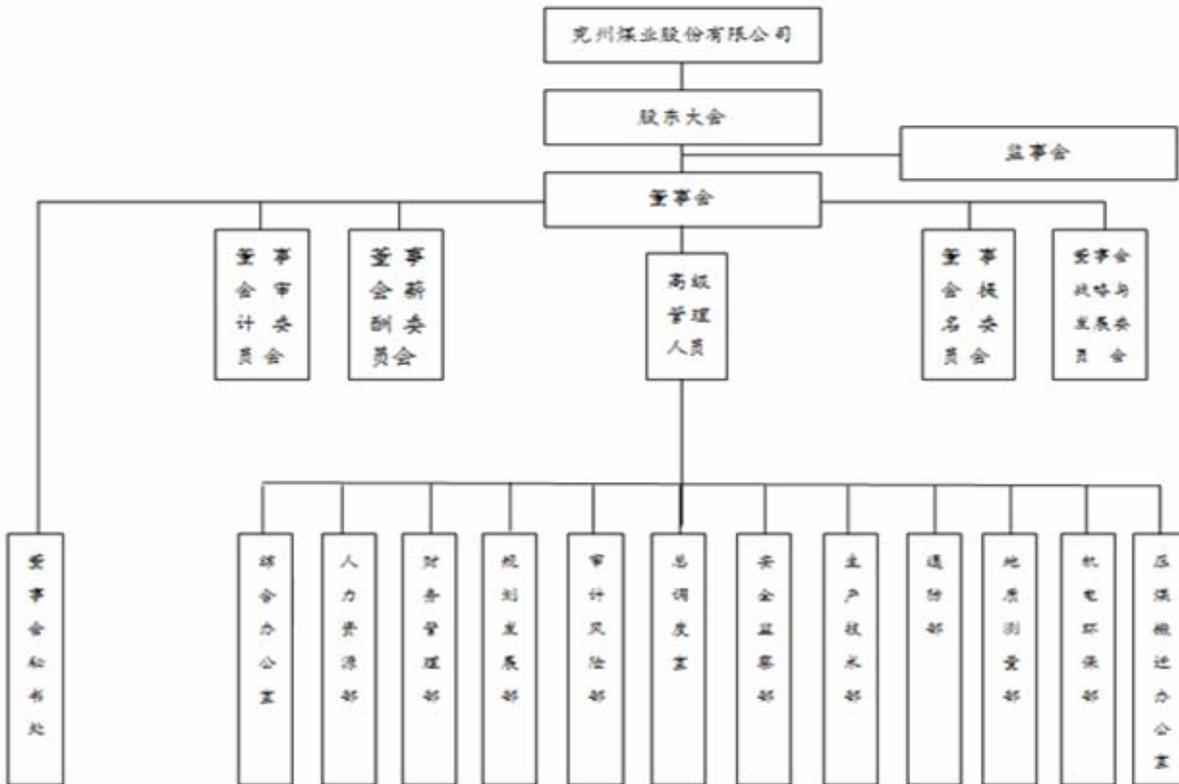
综上所述，中诚信国际维持兖州煤业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 兖州煤业 CP001”债项信用等级为 **A-1**，维持“15 兖州煤业 MTN001”债项信用等级为 **AAA**。

附一：兖州煤业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附二：兖州煤业股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：兖州煤业股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

| 财务数据(单位: 万元) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.3 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,609,440.44 | 1,551,029.80 | 2,052,607.50 | 1,531,411.40 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款净额 | 92,640.28 | 146,138.70 | 201,575.20 | 198,383.70 |
| 存货净额 | 156,553.08 | 159,716.80 | 156,991.30 | 208,673.70 |
| 其他应收款 | 359,546.18 | 59,884.00 | 64,884.70 | 67,817.20 |
| 长期投资 | 391,833.67 | 344,486.70 | 472,526.00 | 486,339.40 |
| 固定资产(合计) | 4,201,558.43 | 5,557,691.20 | 5,788,689.60 | 5,688,535.40 |
| 总资产 | 12,130,158.71 | 12,569,947.40 | 13,113,519.80 | 12,645,577.50 |
| 其他应付款 | 320,552.83 | 541,987.30 | 572,147.60 | 464,612.70 |
| 短期债务 | 1,456,987.11 | 1,352,917.10 | 1,356,339.80 | 1,203,991.90 |
| 长期债务 | 3,486,892.91 | 4,487,485.50 | 5,101,553.36 | 5,139,085.80 |
| 总债务 | 4,943,880.03 | 5,840,402.60 | 6,457,893.16 | 6,343,077.70 |
| 净债务 | 3,334,439.58 | 4,289,372.80 | 4,405,285.66 | 4,811,666.30 |
| 总负债 | 7,331,216.26 | 8,314,242.70 | 8,749,574.70 | 8,444,164.50 |
| 财务性利息支出 | 156,233.30 | 175,643.60 | 218,064.20 | -- |
| 资本化利息支出 | 9,610.98 | 17,468.30 | 34,508.00 | -- |
| 所有者权益(含少数股东权益) | 4,798,942.45 | 4,255,704.70 | 4,363,945.10 | 4,201,413.00 |
| 营业总收入 | 5,967,354.64 | 5,872,658.90 | 6,392,273.80 | 843,989.90 |
| 三费前利润 | 1,373,933.05 | 1,253,902.10 | 1,160,154.50 | 219,056.70 |
| 投资收益 | 4,021.86 | -7,055.80 | 2,354.90 | 8,941.70 |
| EBIT | 712,275.83 | 188,676.00 | 554,688.70 | -- |
| EBITDA | 1,193,693.18 | 626,726.00 | 951,011.30 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 811,663.69 | 295,650.40 | 565,859.00 | -359,258.90 |
| 投资活动产生现金净流量 | -311,833.40 | -1,228,758.60 | -707,903.20 | -49,420.90 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -46,345.64 | 792,289.00 | 1,087,195.30 | -126,533.90 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 464,553.29 | -183,409.00 | 924,161.20 | -521,196.20 |
| 资本支出 | 695,465.71 | 909,633.50 | 548,481.70 | 61,786.10 |
| 财务指标 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015.3 |
| 营业毛利率(%) | 24.09 | 22.33 | 19.11 | 28.05 |
| 三费收入比(%) | 14.52 | 17.35 | 14.02 | 24.62 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 20.00 | 10.67 | 14.88 | -- |
| 总资产收益率(%) | 6.49 | 1.53 | 4.32 | -- |
| 流动比率(X) | 1.17 | 1.09 | 1.35 | 1.40 |
| 速动比率(X) | 1.11 | 1.04 | 1.30 | 1.32 |
| 存货周转率(X) | 30.60 | 28.84 | 32.65 | 13.29* |
| 应收账款周转率(X) | 68.53 | 49.19 | 36.77 | 16.88* |
| 资产负债率(%) | 60.44 | 66.14 | 66.72 | 66.78 |
| 总资本化比率(%) | 50.74 | 57.85 | 59.67 | 60.16 |
| 短期债务/总债务(%) | 29.47 | 23.16 | 21.00 | 18.98 |
| 经营活动净现金/总债务(X) | 0.16 | 0.05 | 0.09 | -0.23* |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 0.56 | 0.22 | 0.42 | -1.19* |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 4.89 | 1.53 | 2.24 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.14 | 9.32 | 6.79 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.82 | 0.46 | 0.70 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 7.20 | 3.25 | 3.77 | -- |

注：公司财务报表均根据新会计准则编制，2015 年一季报未经审计；带“*”指标经年化处理；中诚信国际在分析时将“长期应付款”中应缴纳的采矿权价款和融资租赁款调整到“长期借款”中计算总债务。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

| 等级 | 含义 |
|-----|---------------------------|
| A-1 | 为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------|
| AAA | 票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还票据。 |
| C | 不能偿还票据。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。