

新汶矿业集团有限责任公司公开发行 2020 年公司 债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 yqliu@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 日

声 明

- 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。
- 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。
- 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1539号

新汶矿业集团有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 新汶 01”及“20 新汶 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持新汶矿业集团有限责任公司（以下简称“新矿集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 新汶 01”及“20 新汶 02”的信用等级为 **AAA**，上述债项的信用等级考虑了山东能源提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中诚信国际肯定了公司较好的煤炭资源禀赋、煤炭生产规模持续提升、盈利及获现能力有所增强、资本结构较为稳定以及担保方担保实力很强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到煤炭价格波动、投资收益对利润形成一定拖累、债务结构有待调整以及面临一定安全生产压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

新矿集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	772.34	772.37	801.78	819.18
所有者权益合计（亿元）	214.24	207.64	230.97	235.51
总负债（亿元）	558.10	564.73	570.81	583.67
总债务（亿元）	402.75	431.67	458.17	484.25
营业总收入（亿元）	541.23	675.86	856.18	212.10
净利润（亿元）	24.52	10.82	25.82	3.06
EBIT（亿元）	51.28	35.33	57.25	--
EBITDA（亿元）	78.65	62.52	85.85	--
经营活动净现金流（亿元）	51.26	42.17	46.49	9.85
营业毛利率(%)	19.81	15.30	12.40	9.23
总资产收益率(%)	5.68	4.58	7.27	--
资产负债率(%)	72.26	73.12	71.19	71.25
总资本化比率(%)	65.28	67.52	66.48	67.28
总债务/EBITDA(X)	5.12	6.90	5.34	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.26	3.24	4.51	--

山东能源（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,835.00	3,004.20	3,103.33	3,181.11
所有者权益合计（亿元）	922.71	964.81	1,088.36	1,109.42
总负债（亿元）	1,912.28	2,039.39	2,014.96	2,071.69
总债务（亿元）	1,184.90	1,296.54	1,380.03	1,462.48
营业总收入（亿元）	3,085.27	3,389.74	3,584.97	643.32
净利润（亿元）	62.77	69.48	79.20	-1.82
EBIT（亿元）	152.24	172.97	187.34	--
EBITDA（亿元）	254.76	302.28	296.73	--
经营活动净现金流（亿元）	166.58	183.61	162.10	19.22
营业毛利率(%)	12.98	12.94	11.49	10.11
总资产收益率(%)	5.43	5.88	6.13	--
资产负债率(%)	67.45	67.88	64.93	65.12
总资本化比率(%)	56.22	57.33	55.91	56.86
总债务/EBITDA(X)	4.65	4.29	4.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.65	4.91	4.03	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **继续保持较好的煤炭资源禀赋。**截至 2020 年 3 月末，公司煤炭可采储量约 19.68 亿吨，主要煤种为气煤、气肥煤和 1/3 焦煤等稀缺煤种。公司地处中国经济最发达的华东地区，交通便利，煤炭需求旺盛；内蒙区域矿井周边交通便利，浩吉铁路的开通有利于进一步扩大公司销售区域。

■ **2019 年原煤产量持续提升，且在建矿井建设接近尾声，未来产能规模将大幅扩张。**2019 年，公司原煤产量持续保持增长。同时，公司大部分在建矿井建设已接近尾声，2020 年内预计有

6 对矿井进入联合试运转，涉及产能 2,730 万吨/年。未来随着在建矿井产能的逐步释放，公司产能规模将得到大幅提升，竞争实力进一步增强。

■ **盈利及获现能力实现提升。**2019 年，公司净利润同比大幅增长至 25.82 亿元，经营活动净现金流亦同比增长，盈利及获现能力实现提升。

■ **维持较为稳定的资本结构。**跟踪期内，受益于利润的积累，公司所有者权益不断增长，财务杠杆水平整体较为稳定。同时，公司在建项目投资基本完成，未来资本支出压力较小。

■ **担保方担保实力很强。**公司控股股东山东能源为“20 新汶 01”及“20 新汶 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。山东能源是全国煤炭行业特大型企业和华东地区最大的煤炭企业之一，煤炭资源丰富，规模优势突出，综合实力很强，能够为本期债券本息到期偿付提供有力保障。

关注

■ **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **投资收益对利润形成一定拖累。**公司联营企业伊犁新天煤化工有限责任公司（以下简称“新天煤化工”）持续亏损使得公司投资收益持续为负，2019 年为-4.42 亿元，对利润形成一定拖累。

■ **短期债务占比较高，债务结构有待调整。**截至 2020 年 3 月末，公司短期债务增至 300.61 亿元，占总债务比例为 62.08%，债务结构有待调整。

■ **面临一定安全生产压力。**受龙郓煤业事故影响，2018 年公司山东省内 6 对超千米冲击地压矿井核减产能 20%。此外，2020 年 2 月，公司下属新巨龙煤矿发生冲击地压事故造成 4 人死亡，公司面临一定的安全生产压力。

评级展望

中诚信国际认为，新汶矿业集团有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭及化工产品价格超预期下行，其他应收款大额减值，大幅侵蚀利润水平；杠杆水平持续攀升，偿债能力大幅弱化。

同行业比较

2019年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	原煤产量(万吨)	总资产(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
兖矿集团	16,602	3,185.48	68.38	2,854.80	89.45
山东能源	12,537	3,103.33	64.93	3,584.97	79.20
山西焦煤	10,481	3,395.39	73.60	1,808.55	34.50
冀中能源集团	5,462	2,309.07	82.43	2,118.55	7.41
平煤神马	3,303	1,941.68	82.95	1,480.14	5.17
开滦集团	2,792	855.41	69.75	829.39	5.19
淮矿集团	2,722	946.83	65.71	644.92	22.41
淄矿集团	2,353	559.35	49.54	605.73	37.25
新矿集团	3,553	801.78	71.19	856.18	25.82

注：“兖矿集团”为“兖矿集团有限公司”简称；“山东能源”为“山东能源集团有限公司”简称；“山西焦煤”为“山西焦煤集团有限责任公司”简称；“冀中能源集团”为“冀中能源集团有限责任公司”简称；“平煤神马”为“中国平煤神马能源化工集团有限责任公司”简称；“开滦集团”为“开滦(集团)有限责任公司”简称；“淮矿集团”为“淮北矿业(集团)有限责任公司”简称；“淄矿集团”为“淄博矿业集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
20新汶01	AAA	AAA	15.00	15.00	2020/03/23~2025/03/23 (3+2)
20新汶02	AAA	AAA	15.00	15.00	2020/04/22~2025/04/22 (3+2)

注：“20新汶01”及“20新汶02”及附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 4 月末，“20 新汶 01”募集资金已按照募集说明书及相关公告约定全部使用完毕。截至 2020 年 5 月末，“20 新汶 02”募集资金已按照募集说明书及相关公告约定全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

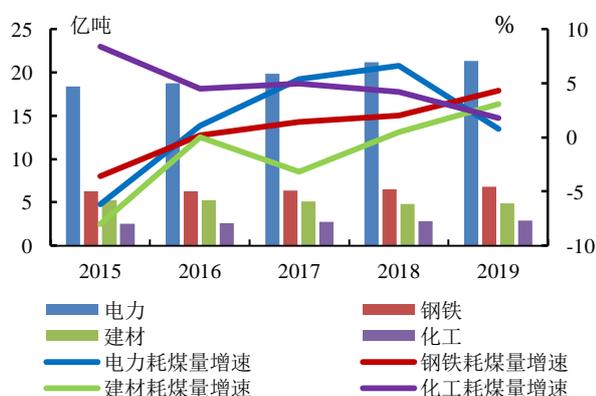
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019 年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整

体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路¹（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响²，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2% 至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区³（三

西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

2019 年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，动力煤价格呈明显下降态势

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团⁴开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨，较年初分别下降 4.33%、19.99% 和 8.11%。

图 3：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

³ 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

⁴ 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

² 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产

2020年初,自新冠肺炎疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响,1~2月局部地区煤炭供应出现短缺,煤炭价格整体有所回升。2020年3月以来,随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏,我国煤炭供应明显增加,但煤炭下游主要行业开工率不足,库存不断增加,动力煤价格呈明显下降态势。截至2020年4月17日,秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国均价及无烟煤中块均价分别为497.5元/吨、1,325.59元/吨和1,233.13元/吨,较年初分别下降10.76%、0.01%和0.55%。

中诚信国际认为,短期内随着我国复工复产工作的继续推进,煤炭下游行业需求有望回暖,但考虑到随着丰水期的到来,水力发电的增加将对电煤需求形成挤压,煤炭需求回升仍具有一定的不确定性,煤炭价格或将呈波动态势。但长期来看,受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响,我国煤炭消费增长空间受限,且随着先进产能不断释放和运输条件的提高,我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

2019年,受新投产矿井产能释放带动,公司原煤产量有所增长;且公司在建矿井建设接近尾声,未来产能规模将大幅扩张

公司煤炭资源储量较为丰富,煤种优良,拥有山东、内蒙古及新疆三大生产基地。其中,山东省内及内蒙古地区的矿井主要煤种为气煤、肥煤、气肥煤和1/3焦煤等稀缺煤种,属于优质的工业炼焦用煤和动力煤;新疆区域矿井主要煤种为长焰煤。截至2020年3月末,公司拥有煤炭可采储量19.68亿吨。

公司地处山东省中部的新泰市,周围地区焦化、钢铁等煤炭下游产业发达,煤炭需求旺盛,且

矿区周边铁路和公路运输条件便利,具有明显的区位优势。公司内蒙区域的矿井集中于鄂尔多斯上海庙地区,南靠宁夏灵武市,西与银川市隔河相望,周边公路、铁路交通便利。此外,公司计划建设铁路专用线,联通新开通的浩吉铁路,届时公司内蒙地区矿井的销售区域将实现大幅扩大,下游需求得到较好保障。

表1:截至2019年末公司主要在产矿井储量及产能
(亿吨,年,万吨/年)

	矿井	地质储量	可采储量	剩余服务年限	核定产能
省内	孙村煤矿	1.69	0.25	23	112
	华丰煤矿	0.39	0.23	24	96
	协庄煤矿	1.94	0.37	27	136
	翟镇煤矿	0.87	0.16	9	170
	鄂庄煤矿	0.84	0.06	7	90
	良庄矿业	0.52	0.14	16	90
	华恒矿业	1.05	0.27	29	96
	新阳能源	2.87	0.49	66	75
	新巨龙	15.44	2.53	41	624
	赵官能源	3.25	0.59	66	90
合计	29.40	5.31	--	1,655	
省外	长城一矿	2.64	1.17	78	151
	福城煤矿(长城二矿)	3.43	2.34	93	252
	伊犁四矿	16.73	9.68	161	600
	其他小计	2.62	1.18	--	628
	合计	25.43	14.37	--	1,631
总计	54.83	19.68	--	3,286	

注:公司其他矿井主要位于云南、陕西及安徽等地,各矿产能规模较小;各分项加总与合计数不一致,系四舍五入所致;华恒矿业已停产,尚未关停。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至2020年3月末,公司在产矿井为24座,核定产能为3,286万吨/年,其中山东省内产能占比约为50%。2019年公司无关停矿井,但下属6对矿井共核减产能273万吨/年⁵。2020年,公司计划关停新阳能源,或将关停华恒矿业;上述矿井关停后,公司将完成山东省政府下达的去产能目标。

近年来公司在建矿井建设推进顺利。截至2020年3月末,公司主要在建矿井共计9对,核定产能

基础上核减20%的产能。涉及公司的矿井为孙村煤矿、华丰煤矿、华恒煤矿、协庄煤矿、万祥煤矿及新巨龙矿井。

⁵ 2019年1月,国家煤矿安监局责令全国采深超千米煤矿停产进行安全论证,通知要求,经安全论证后在现有技术条件下难以有效治理的煤矿,地方政府要立即将其列入关闭退出名单并组织实施;经论证具备灾害防治能力、且瓦斯、冲击地压等灾害治理到位的煤矿,要在现有产能

为 4,330 万吨/年，主要位于内蒙古及新疆地区，可采储量为 55.40 亿吨；2020 年内预计有 6 对矿井进入联合试运转期，共涉及产能 2,730 万吨/年。此外，公司还将作为山东省内聊城煤田的开发主体，目前已取得阿城煤矿的探矿权。**中诚信国际关注到**，公司在建矿井较多，目前多数矿井建设已接近尾声，未来随着在建矿井产能的逐步释放，公司产能规模将得到大幅提升，竞争实力进一步增强。

2019 年，受益于伊犁四矿及长城二矿产能的释放，公司原煤产量同比增长 17.42% 至 3,553 万吨，业务规模持续扩大；2020 年 1~3 月，公司煤炭生产受到疫情影响，原煤产量同比有所下降。公司煤炭以炼焦煤为主，原煤基本全部入洗，截至 2020 年 3 月末，公司煤炭洗选能力为 5,600 万吨/年。

表 2：近年来公司煤炭生产情况（万吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
合计	2,866	3,026	3,553	703
其中：原煤	544	855	1,257	316
洗精煤	1,430	1,358	1,482	256
洗混煤	513	432	480	75
洗煤泥	379	381	334	56

注：公司原煤为未入洗煤炭产品；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，受益于职工薪酬及其他支出的下降，公司吨煤开采成本同比下降 8.30%；但 2020 年 1~3 月，由于其他支出中在建矿井生产准备金及额外计提的安全费用有所增长，公司吨煤开采成本较上年有所增长。**中诚信国际关注到**，近年来公司重点加大矿山无人化、智能化建设，未来随着机械化换人、自动化减人等方面成果的逐步显现，以及内蒙古及新疆地区开采成本较低的新建矿井投产，公司吨煤开采成本有望降低。

表 3：近年来公司吨煤开采成本情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
1.材料	25.35	32.19	30.16	24.16
2.职工薪酬	107.55	105.55	86.90	86.85

表 5：近年来公司煤炭销售情况（万吨，元/吨）

	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
原煤	540	267	842	254	1,249	174	328	163

3.电力	18.36	16.84	13.42	15.83
4.折旧费	49.66	38.43	41.04	47.57
5.安全费用	16.72	16.86	20.70	21.14
6.维简费	8.45	8.43	8.90	8.89
7.修理费	20.10	14.03	9.79	6.34
8.塌陷补偿费	25.64	10.12	16.72	14.44
9.其他支出	73.70	111.72	97.15	124.82
合计	345.53	354.17	324.78	350.04

注：其他支出包含财务费用、运输费、劳务费、地方规费、在建矿井生产准备金及额外计提的安全费用等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司山东省内部分矿井属超千米冲击地压矿井，煤炭生产面临一定安全生产压力

2019 年，公司安全投入同比有所增长；同期公司未发生安全事故，但下属 6 对矿井受龙郓煤矿事故影响核减 20% 的产能。2020 年 2 月，公司下属新巨龙煤矿发生冲击地压事故造成 4 人死亡。**中诚信国际认为**，随着公司山东省内部分生产矿井开采年限和开采深度的增加，公司将面临一定的安全生产压力。

表 4：近年来公司安全生产指标

	2017	2018	2019	2020.1~3
公司百万吨死亡率	0	0	0	--
全国平均百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083	--
安全投入（亿元）	2.79	5.47	6.06	1.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司商品煤销量实现增长，煤炭销售均价有所下降，但煤炭业务仍维持很强的盈利能力

2019 年，随着产量的增加，公司商品煤销量同比有所增长；同期销售价格较低的原煤销量有所增加，导致公司煤炭销售均价小幅下降，但仍维持较高水平，公司煤炭业务继续保持很强的盈利能力。2020 年 1~3 月，公司商品煤销量同比较为稳定，但受疫情影响，公司煤炭销售均价有所下降。**中诚信国际关注到**，2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

洗精煤	1,433	944	1,358	985	1,382	1,032	325	947
洗混煤	512	333	431	303	478	305	77	281
洗煤泥	381	179	380	181	330	161	61	140
合计/平均	2,866	606	3,012	581	3,439	536	791	495

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致；上述销量含库存煤销量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭产品中的洗精煤主要供应大型钢企、焦化厂等客户，洗混煤主要供应大型电厂等客户。对重点钢厂及电厂客户，公司与客户签订长期协议以保证需求公司煤炭销售主要采取预收款、货到付款等模式，主要结算方式包括现汇、银行承兑汇票，其中山东能源与公司每周结算。**中诚信国际认为**，较为稳定的长协合同及通过山东能源集中销售的方式，有利于公司锁定销量、稳定煤价以及扩大市场话语权、提高议价能力，降低煤价大幅波动对公司的影响。

2019年，公司物流贸易规模进一步扩大，是公司收入的主要来源，但毛利率较低，对利润贡献不大

公司物流贸易业务包括煤炭贸易及物流仓储业务⁶，主要采用以销定采模式，供应商及销售客户主要为大型国有企业，集中度均较高，结算方式以银行承兑汇票和信用证为主，由于合作对象以央企和地方国企为主，坏账风险较小。2019年，受国际贸易收入大幅增长带动，公司贸易规模进一步扩大，但毛利率仍维持较低水平，对利润贡献不大。

表 6：近年来公司贸易业务收入构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
煤炭贸易	118.30	199.60	130.76	29.88
物流仓储收入	203.99	263.62	503.97	136.26
其中：国际贸易	209.50	273.99	393.01	123.97
代购业务	12.52	24.32	44.06	5.91
合计	322.29	463.22	634.73	166.14

注：表中煤炭贸易及物流仓储收入为已合并抵消数据，国际贸易及代购业务为未合并抵消数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2019年新矿国际主要客户及供应商情况（亿元，%）

客户名称	销售额	占比
海安国龙物流有限公司	28.59	10.72

⁶ 公司物流贸易业务主要由新矿国际贸易有限公司（以下简称“新矿国际”）、新汶矿业集团物资供销有限责任公司（以下简称“供销公司”）及新矿集团香港国际有限公司（以下简称“香港国际”）运营。其中，新矿国际主要负责煤炭贸易业务，供销公司主要为公司各矿井提供各种物资

昆明云能物流有限公司	8.37	3.14
四川省商业物资有限责任公司	8.12	3.04
陕西延长石油物资集团江苏有限公司	7.89	2.96
芜湖海螺贸易有限公司	7.53	2.82
合计	60.51	22.69
供应商名称	采购额	占比
山煤国际能源集团铁路物流有限公司江苏海安分公司	37.28	14.13
兖矿（海南）智慧物流科技有限公司	23.86	9.04
山东能源集团煤炭营销有限公司	22.87	8.67
山煤国际能源集团铁路物流有限公司	12.45	4.72
甘肃公航旅国际贸易有限公司	10.59	4.02
合计	107.06	40.58

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2019年香港国际主要客户及供应商情况（亿元，%）

客户名称	销售额	占比
YANCOAL INTERNATIONAL TRADING CO.,LIMITED	60.65	18.14
济钢香港控股有限公司	45.46	13.60
YANCOAL INTERNATIONAL (SINGAPORE)PTE.LTD	44.31	13.25
GTY Hong Kong Limited	35.16	10.52
HONGKONG HONGKE DEVELOPMENT CO.,LIMITED	26.80	8.01
合计	212.38	63.52
供应商名称	采购额	占比
GM(HONGKONG)PTE.LIMITED	58.54	17.79
济钢香港控股有限公司	42.93	13.05
TRIWAY INTERNATIONAL LIMITED	29.47	8.96
GOOD VISION INDUSTRIES LIMITED	28.97	8.81
GM(SINGAPORE)PTE.LTD	27.73	8.43
合计	187.64	57.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受行业景气度回落影响，2019年公司化工业务主要产品价格下降，盈利能力有所下滑

公司化工业务主要包括煤化工和盐化工业务，其中煤化工主要产品包括焦炭和焦油，盐化工主要产品为烧碱和聚氯乙烯。截至2020年3月末，公

及生产设备等，香港国际负责国际贸易业务，主要品种为有色金属及铁矿石。

司焦炭、焦油、烧碱和聚氯乙烯的产能分别为 130 万吨/年、7 万吨/年、12 万吨/年和 10 万吨/年。2019 年以来，公司焦炭、焦油及烧碱产销量均有所增长，PVC 产销量小幅下降，化工板块整体运行较平稳；但随着化工行业景气度的回落，同期公司化工产品价格整体呈下降趋势，对盈利产生一定负面影响。

表 9：近年来公司化工产品生产及销售情况
(万吨, 元/吨)

焦炭	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	87.04	94.23	96.71	23.33
销量	88.77	94.56	98.14	22.37
生产成本	854.20	784.47	705.10	684.80
销售价格	896.77	1,018.78	954.95	945.00
焦油	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	5.21	5.04	5.84	1.60
销量	5.20	5.06	5.86	1.59
生产成本	833.78	794.46	641.25	685.20
销售价格	2,309.16	2,549.94	2,301.46	1,812.22
烧碱	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	10.33	9.38	9.97	2.28
销量	10.26	9.20	9.73	2.14
生产成本	1,199.03	1,176.34	1,200.76	1,277.41
销售价格	2,660.78	2,443.78	1,947.62	1,571.62
聚氯乙烯	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	7.76	8.48	7.40	1.63
销量	7.76	8.48	7.39	0.92
生产成本	5,882.74	6,005.86	6,461.47	6,426.66
销售价格	5,458.59	5,776.45	5,840.71	5,621.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司化工板块盈利情况受行业周期性波动影响较大；且由于公司生产设备老化，聚氯乙烯业务呈持续亏损态势。

公司未来投资主要集中在煤矿及煤化工方面，目前

表 10：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	持股比例	产能	煤种	项目总 投资	是否获 得核准	截至 2020 年 3 月末已投资	未来计划投资金额		预计投 产时间	预计进入联合 试运转时间
							2020	2021		
长城一矿及洗选厂改扩建	65	300	气煤、气肥煤	17.81	是	17.60	0.11	--	2022.6	2021.12
长城二矿改扩建	65	400	1/3 焦煤、气肥煤	26.41	是	13.92	1.00	--	已投产	已进入联合 试运转期
沙章图矿井（长城三矿）	65	500	1/3 焦煤	44.18	是	43.81	0.35	--	2021.8	2020.12
黑梁矿井（长城五矿）	65	180	气煤、高硫煤	26.09	是	23.50	1.00	1.00	2021.8	2020.12
横山堡矿井（长城六矿）	58	150	气煤	22.53	是	20.98	1.00	0.20	2021.8	2020.12
鲁新矿井	100	500	气煤、1/3 焦煤	38.25	是	36.98	0.30	0.20	2020.12	2020.9
伊犁一矿	100	1,000	不粘煤、长焰煤	40.94	是	38.40	1.00	1.00	2020.12	2020.6

⁷ 其中，沙章图矿井（长城三矿）及黑梁矿井（长城五矿）为公司与华电国际电力股份有限公司合作项目；横山堡矿井（长城六矿）为公

司与内蒙古双欣能源化工有限公司合作建设。

主要在建项目已接近尾声，未来投资压力不大

公司未来投资主要集中在煤矿及煤化工方面。煤炭方面，公司主要在建矿井集中于内蒙古、新疆及山东省内地区。公司位于内蒙古的在建矿井⁷已基本建设完成。下游配套项目方面，根据国家能源局《关于内蒙古鄂尔多斯煤电基地上海庙至山东输电通道配套电源建设规划有关事项的复函》等文件，山东能源将在内蒙古区域新建 2 个 2×100 万千瓦电厂项目（内蒙古盛鲁电厂），作为长城一矿、福城矿井（长城二矿）和临沂矿业集团有限责任公司下属鹰骏三号矿井的配套转化项目。截至目前，盛鲁电厂还处于建设中，一期 2×100 万千瓦工程预计于 2020 年 7 月投产。此外，公司还与北方联合电力有限责任公司、内蒙古能源建设投资（集团）有限公司合作建设 2×100 万千瓦长城电厂，公司持股比例为 10%；该项目投资概算为 65 亿元，已于 2019 年 8 月开工建设，预计 2021 年建成投运。

新疆方面，公司已与中国华能集团有限公司、华电新疆发电有限公司等多家央企及国企签订煤电一体化项目合作和煤炭供应协议，伊犁一矿已基本建设完成并取得采矿权，预计 2020 年 12 月投产。伊犁二矿的煤炭资源与釉资源重合，目前矿井建设计划及相关审批尚在推进过程中，配套项目尚未确定。

煤化工方面，公司正在建设内蒙古恒坤化工焦化二期项目，焦炭产能为 130 万吨/年，预计于 2022 年 3 月投产。

伊犁二矿	100	1,000	不粘煤	42.92	否	1.26	0.50	0.50	--	--
阿城矿井	100	300	气煤、1/3焦煤	31.75	否	14.22	1.00	1.00	--	--
内蒙恒坤化工焦化二期	100	130	--	13.57	--	5.29	0.10	0.10	2022.3	--
合计	--	--	--	304.45	--	215.96	6.36	4.00	--	--

注：长城二矿改扩建已投产；长城三矿、长城五矿、长城六矿、鲁新煤矿、伊犁一矿已获相关部门批准批复；长城一矿改扩建分为两期：60万吨/年至180万吨/年及180万吨/年至300万吨/年，其中60万吨/年至180万吨/年改扩建部分已获核准；长城二矿改扩建分为两期：120万吨/年至240万吨/年及240万吨/年至400万吨/年，其中120万吨/年至240万吨/年改扩建部分已获核准。煤矿投产前需完成建设项目设计审查、采矿许可证、联合试运转、竣工验收及安全生产许可证等手续，公司各矿井联合试运转时间是根据预计投产时间预测形成，联合试运转时间早于矿井正式投产时间。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2018年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）⁸审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。公司“其他流动负债”中的超短期融资券和“长期应付款”中的融资租赁款、信托借款、资产支持票据及资产证券化均为有息债务，为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”中有息债务计入短期债务，将“长期应付款”中有息债务计入长期债务。各期财务数据均为报表期末数。

2019年，受益于非经常性损失规模的下降，公司净利润同比大幅增长，盈利能力实现提升

2019年，受益于商品煤销量的增长，公司煤炭业务收入同比增长5.23%，但煤炭销售均价的下降带动该业务毛利率同比小幅下降；同期，受主要产品价格下降影响，公司化工业务收入及毛利率均同比减少；同期，公司物流贸易业务收入同比增长37.02%，毛利率仍维持很低水平。2020年1~3月，受煤炭销售均价下降影响，公司煤炭业务收入及毛利率均同比有所降低。

表 11：近年来公司主要板块收入及毛利率构成

收入	2018	2019	2020.1~3
煤炭生产	175.11	184.27	39.17
物流贸易	463.22	634.72	166.13
化工产品	19.00	17.81	3.75

⁸ 2019年，公司更换会计师事务所，主要系前会计师事务所合作到期。

⁹ 浙江省能源集团有限公司（以下简称“浙能集团”）持有新天煤化工

其他	18.53	19.38	3.05
营业总收入	675.86	856.18	212.10
毛利率	2018	2019	2020.1~3
煤炭生产	52.72	51.87	45.32
物流贸易	1.06	0.60	0.58
化工产品	21.72	20.33	14.67
其他	14.80	16.00	11.00
营业毛利率	15.30	12.40	9.23

注：公司其他业务主要包括建筑施工、托管服务、电力及热力等；因公司更换会计师事务所并调整分板块收入，中诚信国际根据2019年报修改2018年分板块收入及毛利率。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，运输费的增长带动公司销售费用同比上升14.80%，债务规模的上升使得财务费用同比增加14.62%，职工薪酬的增长导致管理费用同比小幅增长1.45%，且公司推进智慧化矿山建设带动研发费用同比增长16.65%。受上述因素影响，2019年公司期间费用同比增长7.72%。中诚信国际关注到，公司期间费用规模较大，对利润形成一定侵蚀，费用管控能力有待提高。

2019年，受煤炭及化工产品销售价格下降影响，公司经营性业务利润同比小幅减少3.37%，但仍保持很好水平，仍为公司利润的主要构成；受联营企业新天煤化工⁹下属煤制气项目亏损影响，当期公司投资收益呈亏损态势，对利润形成一定拖累；但受益于资产减值损失的下降以及营业外损益的增长，当期公司利润总额同比大幅增长115.39%，盈利能力实现大幅提升，各项盈利指标亦有所增强。中诚信国际关注到，2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，公司主要产品价格出现进一步下降，净利润同比降幅较大。

55%股权，公司持有新天煤化工45%股权。

表 12: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	4.81	5.93	6.80	1.14
管理费用	25.18	26.09	26.47	6.51
研发费用	2.79	4.32	5.03	0.75
财务费用	9.53	12.02	13.78	3.82
期间费用合计	42.31	48.36	52.09	12.22
期间费用率(%)	7.82	7.16	6.08	5.76
经营性业务利润	55.69	45.68	44.14	5.11
资产减值损失	17.28	19.11	0.97	0.05
投资收益	6.71	-6.08	-4.42	-0.24
营业外损益	-8.39	-1.02	3.09	0.23
利润总额	36.73	19.55	42.11	5.10
EBITDA 利润率(%)	14.53	9.25	10.03	--
EBIT 利润率 (%)	9.47	5.23	6.69	--
总资产收益率(%)	5.68	4.58	7.27	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司债务规模呈上升态势, 且债务结构有待优化; 但受益于利润的积累, 公司所有者权益实现增长, 杠杆水平保持稳定

2019年, 受获现能力上升及发行债券带动, 期末公司货币资金同比增长 7.69%, 同时煤炭业务规模的扩大使得应收票据及存货均同比增加, 但受其他应收款规模的下降, 期末公司流动资产同比小幅减少。同期末, 受公司持续推进在建项目影响, 在建工程同比增长 14.75%, 且公司对新天煤化工追加 8.23 亿元¹⁰投资使得长期股权投资同比增长 22.25%, 整体使得公司非流动资产及总资产规模均同比提升。2020年 1~3 月, 受公司发行债券影响, 期末货币资金较上年末增幅较大, 带动公司总资产规模进一步增长。此外, 中诚信国际关注到, 公司其他应收款规模较大, 大部分为公司关联方款项, 整体回款较有保障, 但回款时间尚未确定, 公司仍面临一定坏账风险。

表 13: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
其他应收款	141.32	113.29	93.98	94.45
货币资金	41.22	49.08	52.86	78.76
应收票据	38.13	41.92	47.29	41.02
存货	9.79	10.77	15.31	13.64
流动资产	254.25	236.04	235.05	252.47
在建工程	208.42	200.94	230.59	235.47

¹⁰ 公司将部分对新天煤化工借款转为股权。

¹¹ 2019年, 公司下属新巨龙煤矿对少数股东分红 9.18 亿元。此外, 同

固定资产	166.60	191.50	191.12	186.48
无形资产	68.85	73.45	76.37	76.99
长期股权投资	32.17	20.91	25.56	25.32
非流动资产	518.09	536.32	566.73	566.71
资产总额	772.34	772.37	801.78	819.18

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

表 14: 截至 2019 年末公司其他应收款前五名情况 (亿元, %)

单位名称	金额	占比	关联关系	款项内容
山东华新房地产开发有 限公司	43.51	31.47	关联方	往来款
新天煤化工	22.54	16.31	关联方	往来款
新泰良庄能源发展有 限公司	9.50	6.87	非关联方	往来款
泰安永鸿矿山资源投资 有限公司	7.99	5.78	非关联方	往来款
山东立业机械装备有 限公司	3.88	2.81	非关联方	往来款
合计	87.43	63.24	--	--

注: 各分项加总与合计数不一致, 系四舍五入所致。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

2019年以来, 随着在建矿井建设的持续推进, 公司总债务呈增长态势; 但受利润积累等因素¹¹影响, 同期公司所有者权益不断增长, 带动财务杠杆整体呈下降趋势。债务期限结构方面, 2019年以来, 公司加大票据支付力度, 且发行多期超短期融资券, 同时短期借款有所增长, 使得长短期债务比有所上升, 公司债务结构有待调整。

表 15: 近年来债务结构及资本实力情况 (亿元, X, %)

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	266.91	244.68	284.65	300.61
长期债务	135.85	186.99	173.52	183.64
短期债务/长期债务	1.96	1.31	1.64	1.64
总债务	402.75	431.67	458.17	484.25
所有者权益合计	214.24	207.64	230.97	235.51
总资本化比率	65.28	67.52	66.48	67.28

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019年, 公司经营获现能力有所提升, 各项偿债指标均有所增强

2019年, 受益于支付给职工以及为职工支付的现金、支付的各项税费及支付其他与经营活动有关

期浙能集团对公司下属伊犁四矿增资 4.16 亿元。

的现金¹²同比有所下降，公司经营活动净现金流同比有所提升；同期，公司持续推进在建项目建设，投资支出有所增加，但当期收到部分国泰租赁有限公司转让款，使得公司投资活动净现金流呈小幅流出态势。2019年，由于公司分红、支付利息的现金规模较大，其筹资活动现金流仍呈净流出状态。偿债指标方面，2019年，受益于盈利及获现能力的提升，公司相关偿债指标均有所增强。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元，X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	51.26	42.17	46.49	9.85
投资活动净现金流	-40.63	13.11	-0.88	-1.80
筹资活动净现金流	-34.47	-52.31	-36.60	15.44
经营活动净现金流/总债务	0.13	0.10	0.10	0.08*
经营活动净现金流/利息支出	2.78	2.19	2.44	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.26	2.01	1.83	--
EBITDA 利息保障倍数	4.26	3.24	4.51	--
EBIT 利息保障倍数	2.78	1.83	3.01	--
总债务/EBITDA	5.12	6.90	5.34	--

注：由于缺乏相关数据，2020年1~3月部分指标无法计算；加“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了保障；无重大未决诉讼情况，受限资产占比较低；对外担保代偿风险不大

截至2020年3月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币363.54亿元，未使用额度74.51亿元，备用流动性尚可。

截至2019年末，公司受限资产合计29.80亿元，占总资产比重为3.72%，其中受限的货币资金为8.04亿元、受限的应收票据为20.73亿元、受限的长期应收款为1.03亿元。

对外担保方面，截至2019年末，公司对外担保金额合计10.34亿元，占净资产的4.48%，其中新天煤化工和内蒙古三新铁路有限责任公司均为公司联营企业，山东能源重型装备制造集团有限公司和山东能源国际贸易有限公司均为公司关联

方企业。根据公司提供的资料，上述企业目前运营正常，代偿风险较小。

表 17：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

企业名称	金额
新天煤化工	5.87
内蒙古三新铁路有限责任公司	0.47
山东能源重型装备制造集团有限公司	1.00
山东能源国际贸易有限公司	3.00
合计	10.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年3月末，公司无对运营有重大影响的未决诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至2020年3月末，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

公司股东山东能源是华东地区特大型煤炭生产企业之一，具有很高的行业地位，公司作为其煤炭业务最主要的运营主体之一，在煤炭资源整合、销售及资金等多方面获得了其有力的支持；同时公司为当地经济贡献较高，可获得政府较大支持

公司控股股东山东能源是全国煤炭行业特大型企业，截至2020年3月末拥有煤炭资源储量476.29亿吨，可采储量146.78亿吨，已形成了以煤炭生产为基础，电力、煤化工、物流贸易等多种产业协同发展的产业格局。2018年山东能源原煤产量位列全国第五名，市场认可度高，可为公司提供稳定的销售渠道。且山东能源的资金及技术实力雄厚，对公司支持力度较大。2016年山东能源与建设银行签订市场化债转股协议，其中公司作为山东能源子公司获得建信（北京）投资基金管理有限责任公司（以下简称“建信投资”）增资43.75亿元，2016~2017年共到账36.25亿元¹³。此外，2016年及2017年，山东能源以土地作价对公司增资18.67亿

7.77亿元计入实收资本，剩余计入资本公积。建信投资对公司的增资尚未办理工商变更登记，因此山东能源对公司的持股比例仍为100%。

¹² 2018年，公司支付其他与经营活动有关的现金主要为“三供一业”相关奖补资金及支付的国泰租赁有限公司往来款等，整体规模较大。

¹³ 建信投资不参与公司经营管理，不享有股权分红权。已到账金额中

元，全部计入实收资本，公司资本实力得以增强。

山东省经济结构以重工业为主，资源型和初加工型工业所占比重较高，主要支柱产业中冶金、建材、发电、化工等都是高耗能产业，对能源的依赖性较大。2019年山东省煤炭继续保持供小于求的状态，供应缺口主要通过省外调入补足，能源较为紧缺，煤炭价格也较西部地区高。公司为山东省内煤炭主要生产企业，资产规模、营业收入、利润总额均处前列，煤炭产量约占全省的14%，为区域经济和传统产业提供了有力支持，对当地财政贡献程度较高。

2017~2019年，公司分别获得政府补助（不含“三供一业”补助资金）1.13亿元、0.83亿元和2.22亿元。此外，公司“三供一业”职工家属区分布在泰安、济南及莱芜等地，涉及居民总户数3.6万户。在山东省政府、济南市政府及泰安市政府的大力支持下，公司已于2018年完成上述“三供一业”相关资产的分离及移交，同时公司共获得了14.61亿元补助资金，未来随着相关人员的转岗分流，公司社会负担有望减轻，主业生产效率不断提高，未来盈利和获现能力有望保持在较好水平。

偿债保障措施

山东能源为“20新汶01”及“20新汶02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，提供保证的范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权与担保权利而发生的费用。

山东能源作为我国大型煤炭企业集团之一，煤炭资源丰富，规模优势明显，行业地位显著。且山东能源所在地煤炭需求旺盛，主要煤矿距消费地近，运输便利且成本低，并与多家大型国有电力和钢铁企业建立了长期合作关系，销售市场稳定。同时，受益于煤炭行业回暖，近年来山东能源盈利及获现能力均得到大幅提升。此外，山东能源融资渠道畅通，备用流动性充足，并可获得政府有力支持。截至2019年末，山东能源总资产为3,103.33亿元，所有者权益为1,088.36亿元，资产负债率为

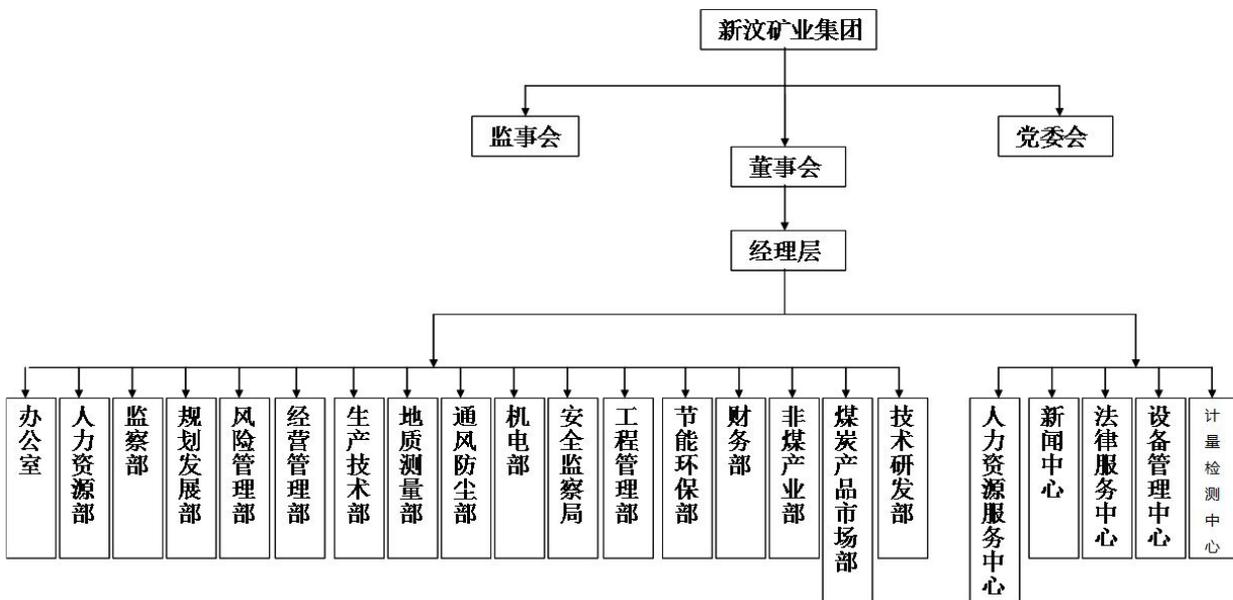
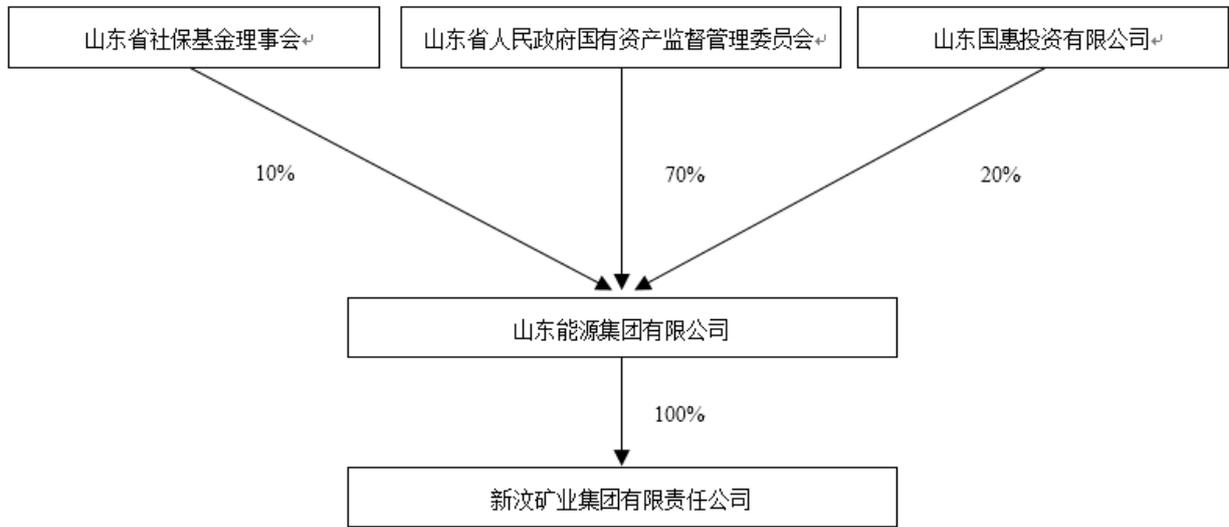
64.93%；2019年山东能源实现营业总收入3,584.97亿元，净利润79.20亿元，经营活动净现金流162.10亿元。

综上，中诚信国际维持山东能源集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。山东能源能够为“20新汶01”及“20新汶02”的偿还提供有力保障。

评级结论

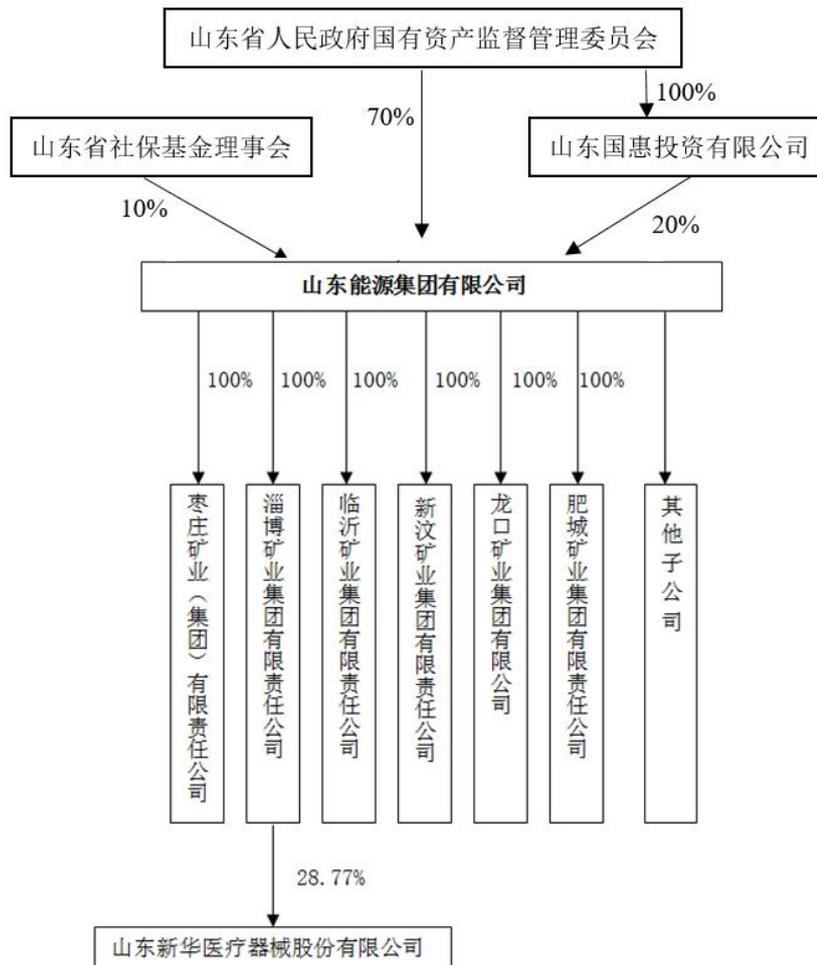
综上所述，中诚信国际维持新汶矿业集团有限责任公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“20新汶01”及“20新汶02”的信用等级为**AAA**。

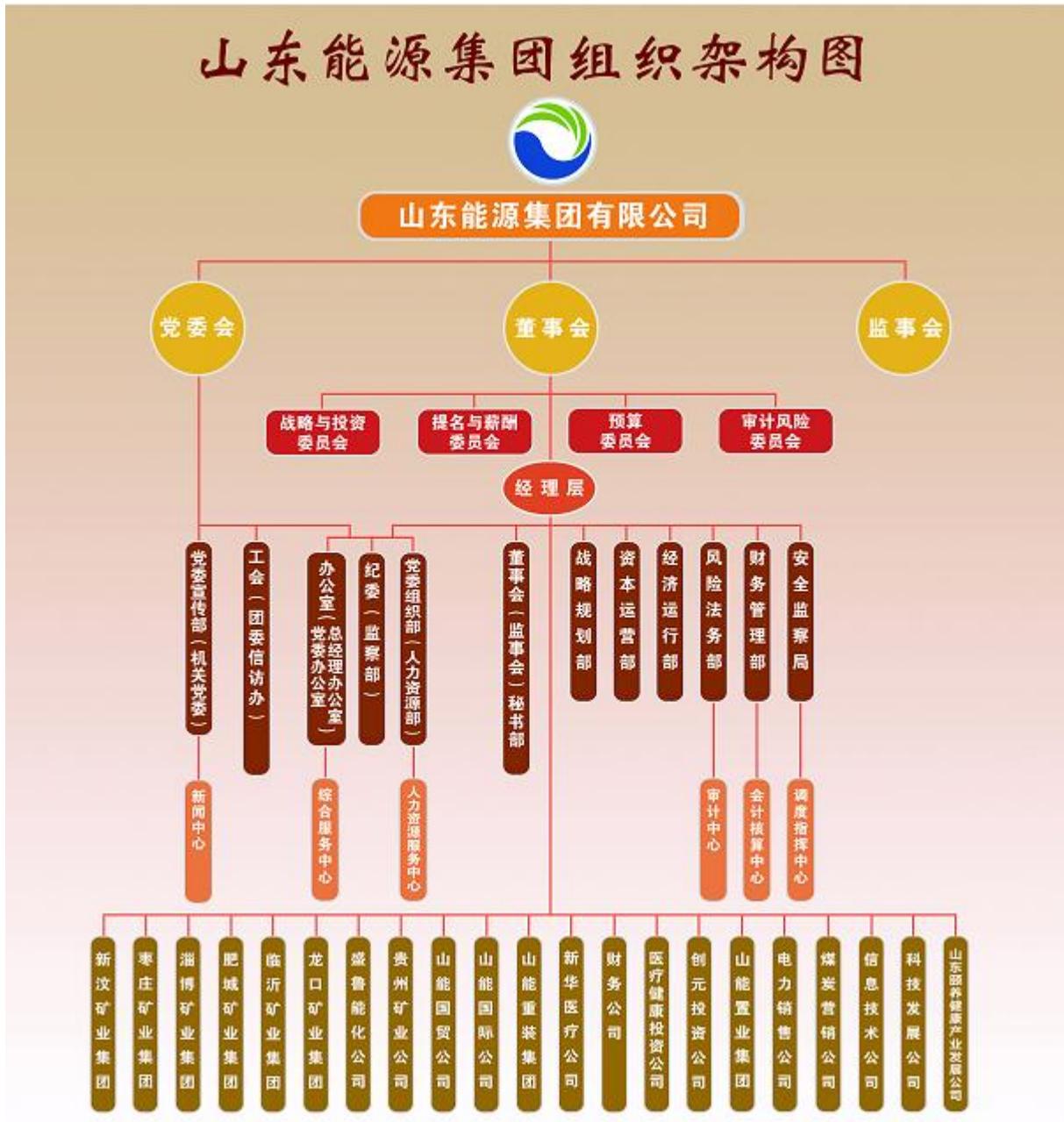
附一：新汶矿业集团有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：山东能源集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）





资料来源：公司提供

附三：新汶矿业集团有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	412,160.11	490,842.26	528,596.80	787,585.12
应收账款净额	119,416.18	84,341.29	122,223.03	67,689.00
其他应收款	1,413,233.16	1,132,888.10	939,760.75	944,546.41
存货净额	97,905.99	107,707.47	153,119.34	136,372.36
长期投资	495,152.39	389,546.96	415,306.50	413,190.52
固定资产	1,666,014.19	1,914,990.17	1,911,233.92	1,864,839.50
在建工程	2,084,243.90	2,009,441.24	2,305,921.82	2,354,717.61
无形资产	688,533.83	734,470.61	763,738.48	769,926.56
总资产	7,723,404.51	7,723,654.08	8,017,812.62	8,191,794.77
其他应付款	490,049.74	288,832.90	232,646.87	242,607.64
短期债务	2,669,077.49	2,446,841.50	2,846,473.40	3,006,101.00
长期债务	1,358,472.05	1,869,893.84	1,735,193.40	1,836,408.20
总债务	4,027,549.54	4,316,735.33	4,581,666.80	4,842,509.20
净债务	3,615,389.43	3,825,893.08	4,053,070.01	4,054,924.08
总负债	5,580,958.63	5,647,295.99	5,708,094.27	5,836,678.86
费用化利息支出	145,466.01	157,794.15	151,329.74	--
资本化利息支出	38,959.00	34,956.00	38,972.32	--
所有者权益合计	2,142,445.88	2,076,358.09	2,309,718.35	2,355,115.91
营业总收入	5,412,262.89	6,758,609.73	8,561,776.34	2,121,023.38
经营性业务利润	556,931.09	456,837.46	441,436.76	51,066.82
投资收益	67,085.53	-60,769.02	-44,210.14	-2,440.98
净利润	245,215.12	108,199.81	258,249.10	30,631.72
EBIT	512,779.09	353,314.81	572,457.63	--
EBITDA	786,528.91	625,184.07	858,507.74	--
经营活动产生现金净流量	512,568.38	421,731.73	464,887.54	98,548.06
投资活动产生现金净流量	-406,322.62	131,108.57	-8,808.33	-18,011.00
筹资活动产生现金净流量	-344,676.38	-523,137.76	-366,015.58	154,359.96
资本支出	25,043.03	48,348.23	71,571.42	16,359.88
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.81	15.30	12.40	9.23
期间费用率(%)	7.82	7.16	6.08	5.76
EBITDA 利润率(%)	14.53	9.25	10.03	--
总资产收益率(%)	5.68	4.58	7.27	--
净资产收益率(%)	12.59	5.17	11.78	5.25*
流动比率(X)	0.62	0.63	0.59	0.63
速动比率(X)	0.60	0.60	0.56	0.60
存货周转率(X)	7.46	55.68	57.51	53.20*
应收账款周转率(X)	26.15	66.34	82.90	89.35*
资产负债率(%)	72.26	73.12	71.19	71.25
总资本化比率(%)	65.28	67.52	66.48	67.28
短期债务/总债务(%)	66.27	56.68	62.13	62.08
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.10	0.10	0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.19	0.17	0.16	0.13*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.78	2.19	2.44	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.26	2.01	1.83	--
总债务/EBITDA(X)	5.12	6.90	5.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.26	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.26	3.24	4.51	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.78	1.83	3.01	--

注：2020年一季度财务报表未经审计；带“*”指标已经年化处理；由于缺乏数据，未计算2020年1~3月部分指标；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将“其他流动负债”中有息债务调整至短期债务；其他应收款不含应收利息及应收股利；其他应付款不含应付利息及应付股利。

附四：山东能源集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,756,648.08	3,048,080.34	2,467,735.21	3,286,504.69
应收账款净额	788,950.20	680,716.29	626,681.61	766,433.73
其他应收款	1,808,969.87	2,415,067.75	1,773,768.05	1,589,800.76
存货净额	2,301,430.85	2,465,673.78	2,419,676.86	2,438,844.26
长期投资	1,023,707.78	1,204,753.17	1,448,726.60	1,675,666.07
固定资产	8,386,414.93	8,889,670.18	8,813,284.74	8,647,913.98
在建工程	3,582,133.96	3,651,224.87	3,934,712.94	4,021,384.91
无形资产	3,972,665.31	4,044,937.67	5,512,037.69	5,376,526.67
总资产	28,349,953.07	30,042,001.44	31,033,251.03	31,811,087.55
其他应付款	2,733,049.15	2,945,428.70	2,061,454.06	2,230,481.48
短期债务	6,059,037.42	6,018,940.32	7,369,115.54	7,872,359.71
长期债务	5,790,009.99	6,946,450.59	6,431,146.28	6,752,472.61
总债务	11,849,047.41	12,965,390.90	13,800,261.82	14,624,832.33
净债务	9,092,399.32	9,917,310.56	11,332,526.61	11,338,327.64
总负债	19,122,812.46	20,393,940.89	20,149,625.14	20,716,927.91
费用化利息支出	468,571.29	545,984.66	571,510.04	--
资本化利息支出	79,307.20	69,124.49	165,061.20	--
所有者权益合计	9,227,140.61	9,648,060.55	10,883,625.89	11,094,159.64
营业总收入	30,852,722.68	33,897,376.63	35,849,683.17	6,433,198.82
经营性业务利润	1,663,111.20	1,692,255.34	1,375,186.72	32,498.32
投资收益	123,115.80	-51,103.95	76,360.70	-640.87
净利润	627,669.97	694,847.68	791,980.09	-18,228.24
EBIT	1,522,384.67	1,729,675.00	1,873,387.84	--
EBITDA	2,547,635.04	3,022,841.98	2,967,325.03	--
经营活动产生现金净流量	1,665,780.40	1,836,142.46	1,620,980.66	192,213.51
投资活动产生现金净流量	-857,861.86	-498,971.13	-1,432,764.34	-232,350.32
筹资活动产生现金净流量	-866,837.47	-1,169,572.54	-727,916.87	924,459.99
资本支出	614,126.71	15,352.16	904,294.05	88,300.37
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	12.98	12.94	11.49	10.11
期间费用率(%)	6.31	6.77	6.59	8.27
EBITDA 利润率(%)	8.26	8.92	8.28	--
总资产收益率(%)	5.43	5.88	6.13	--
净资产收益率(%)	7.76	7.30	7.71	-0.66*
流动比率(X)	0.82	0.81	0.72	0.75
速动比率(X)	0.64	0.63	0.54	0.58
存货周转率(X)	11.62	12.36	13.01	9.52*
应收账款周转率(X)	37.29	46.33	54.38	36.94*
资产负债率(%)	67.45	67.88	64.93	65.12
总资本化比率(%)	56.22	57.33	55.91	56.86
短期债务/总债务(%)	51.14	46.42	53.40	53.83
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.14	0.12	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.27	0.31	0.22	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.04	2.99	2.20	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.58	7.89	5.14	--
总债务/EBITDA(X)	4.65	4.29	4.65	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.50	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.65	4.91	4.03	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.78	2.81	2.54	--

注：2020年一季度财务报表未经审计；带“*”指标已经年化处理；由于缺乏数据，未计算2020年1~3月部分指标；为计算山东能源债务，中诚信国际将“长期应付款”中有息债务调至长期债务，将“其他流动负债”中短期融资券和“应付债券”中超短期融资券调至短期债务；应收账款含应收款项融资；其他应收款含应收利息及应收股利；其他应付款含应付利息及应付股利。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级符号及定义

主体等级符号	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 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，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。