



信用等级通知书

信评委函字[2014]0273号

兖州煤业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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

二零一四年二月二十一日

2014 年度兖州煤业股份有限公司信用评级报告

受评对象 兖州煤业股份有限公司
主体信用等级 AAA
评级展望 稳定

概况数据

兖州煤业	2010	2011	2012	2013.9
总资产(亿元)	728.29	975.04	1,213.02	1197.77
所有者权益(亿元)	368.08	428.65	479.89	436.02
总负债(亿元)	360.21	546.39	733.12	761.75
总债务(亿元)	233.19	370.47	494.39	498.89
营业总收入(亿元)	348.44	487.68	596.74	414.55
EBIT(亿元)	125.24	128.41	71.23	--
EBITDA(亿元)	151.28	157.77	119.37	--
经营活动净现金流(亿元)	62.88	189.23	81.17	5.41
营业毛利率(%)	45.74	40.61	24.09	21.71
EBITDA/营业总收入(%)	43.42	32.35	20.00	--
总资产收益率(%)	18.54	13.17	6.49	--
资产负债率(%)	49.46	56.04	60.44	63.60
总资本化比率(%)	38.78	46.36	50.74	53.36
总债务/EBITDA(X)	1.54	2.35	4.14	--
EBITDA 利息倍数(X)	33.84	21.27	7.20	--

注：公司财务报表均根据新会计准则编制；公司 2013 年三季报未经审计；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：段晓菲 xfduan@ccxi.com.cn
项目组成员：徐文勇 wxyu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 2 月 21 日

基本观点

中诚信国际评定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。

中诚信国际肯定了公司较强的资源和规模优势、煤种优势、区域优势和畅通的融资渠道；同时中诚信国际也关注到公司产品价格下跌、境外业务亏损以及汇率变动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 2012 年末，公司拥有煤炭可采储量为 57.11 亿吨，产能合计 7,860 万吨/年，2012 年公司生产原煤 6,866 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，交通便利。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拥有境内外四地（纽约、香港、上海、澳洲）上市平台的公司，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。2012 年公司商品煤平均销售价格为 599.34 元/吨，同比下跌 15.31%。2013 年 1-9 月公司商品煤平均销售价格进一步下降至 525.95 元/吨，使得公司营业毛利率持续下降。
- **境外业务亏损及汇率波动对公司盈利能力带来较大负面影响。**2013 年 1-9 月公司境外业务实现利润总额-70.82 亿元，其中境外业务经营业务利润为-17.00 亿元，因汇率变动造成账面汇兑损失为 20.30 亿元，计提采矿权减值准备 21.00 亿元，使得公司同期利润总额为-22.27 亿元。

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。

企业概况

兖州煤业股份有限公司是经中华人民共和国国家经济体制改革委员会体改生【1997】154号文件批准，于1997年9月由兖州矿业（集团）有限责任公司（以下简称“兖矿集团”）作为主发起人成立的股份有限公司。公司注册地址山东省邹城市，设立时总股本为167,000万元。1998年3月，经国务院证券委证委发【1997】12号文件批准，公司向香港及国际投资者发行面值82,000万元的H股，美国承销商行使超额配售权，公司追加发行3,000万元H股，上述股份于1998年4月1日在香港联交所上市交易，公司的美国存托股份于1998年3月31日在纽约证券交易所上市交易。此次募集资金后，公司总股本变更为252,000万元。1998年6月，公司发行8,000万股A股，并于1998年7月1日起在上海证券交易所上市交易。2012年公司控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）与格罗斯特煤炭有限公司实现合并上市，成为中国首家在境内外四地拥有上市平台的煤炭企业。截至2013年9月30日，公司总股本为491,840万股。公司控股股东为兖矿集团，截至2013年9月30日，其直接持股比例为52.86%，其一致行动人兖矿香港公司持股比例为3.66%，公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

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

截至2012年底，公司资产总额1,213.02亿元，所有者权益479.89亿元，资产负债率为60.44%。2012年公司实现营业总收入596.74亿元，利润总额55.60亿元，经营活动净现金流81.17亿元。

截至2013年9月底，公司资产总额1,197.77亿元，所有者权益436.02亿元，资产负债率为63.60%。2013年1~9月公司实现营业总收入414.55亿元，利润总额22.27亿元，经营活动净现金流5.41亿元。

宏观经济和政策环境

2013年第三季度，中国经济稳步回升。在下半年一系列“稳增长”措施带动下，中国三季度经济增速反弹至7.8%，较上一季度提高0.3个百分点。预计全年经济增速达到7.5%的目标值。

从需求端来看，三季度消费同比增速较二季度稳中有升；投资稳中有降，其中制造业和基建投资缓慢回升，而房地产投资逐步回落；对外贸易在新规挤出贸易融资套利水分之后逐步回归常态，表现平稳。从生产端来看，制造业生产继续受制于实体经济层面去库存和去产能，但PMI、工业增加值等指标有所改善表明制造业最困难时期已经过去。PPI持续位于负区间运行表明制造业处境依然艰难；但PPI同比负增长区间收窄以及环比增长恢复为正，预示制造业已恢复上升动能，只是要完全摆脱困境仍需时日。

图1：2004~2013年3季度中国GDP及增长率



资料来源：国家统计局

货币政策方面，三季度货币政策继续保持稳定。从通货膨胀来看，三季度CPI处于上行态势。其中9月份CPI高达3.1%，创下了近一年半以来的新高，但距离3.5%的全年目标上限仍有一定空间。虽然在经济复苏仍不稳定的背景下央行采取紧缩货币政策可能性较低，但逐渐上升的通胀水平限制了央行货币政策的灵活性，央行可采取的回旋余地越来越小。预计未来一段时间内央行货币政策总体仍呈现中性态势，其中针对某些特殊政策支持领域仍会采取定向宽松，但亦不能排除因通胀超预期上行而采取偏紧政策的可能性。

财政政策方面，受经济复苏缓慢以及结构性减税政策持续发力等因素影响，三季度全国财政收入

增速进一步下滑：其中 7、8 月份财政收入增速持续下滑，9 月份有所回升。财政收支矛盾持续扩大，许多地方政府出现财政收支严重不平衡的情况，风险加大。未来一段时间财政政策重点将继续集中在国家重点基建投资、住房保障、新能源、节能环保等领域的投资，大规模刺激政策仍不会出台。

从融资角度来看，三季度融资数据显示资金条件稳中偏紧。第一，广义货币（M2）增速小幅回落；社会融资规模为 13.96 万亿元，比上年同期多 2.24 万亿元，但余额增速由 20.1% 降至 19.5%。第二，各分项结构相对平稳：其中，人民币贷款增加 7.28 万亿元，同比多增 5570 亿元，以债券等为代表的直接融资工具持续增长。央行循序渐进维护市场稳定并着力推进金融改革，7 月放开贷款利率下限，利率市场化改革明显加速。

进入四季度以来，总体经济形势稳中有升，需求端平稳增长，供给端增速略快。值得注意的是，四季度前两个月社会融资总量下滑较多，一方面反映出货币政策中性偏紧，另一方面也增加了未来由信贷下滑而引起经济回调的风险。

十八届三中全会明确市场在资源配置中的决定性作用，改革的核心是处理好政府与市场的关系。涉及财税改革、农村改革以及完善开放型经济体系等方面，改革措施也将进一步巩固中国的财政实力。中诚信国际认为，短期内，社会经济面临着调整和再平衡的压力。随着改革的不断深入和各项政策陆续落实，资源进行重新配置，社会经济将进入新的平衡期，这更有利于经济的长期健康发展。

新一届中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。时至年末，视经济运行状况，管理层或许会继续实施局部温和的财政刺激，保持中性货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，随着管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会降低，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。四季度宏观基本面保持稳定，但需要警惕年末通胀上行引起的潜在风险。

行业及区域经济环境

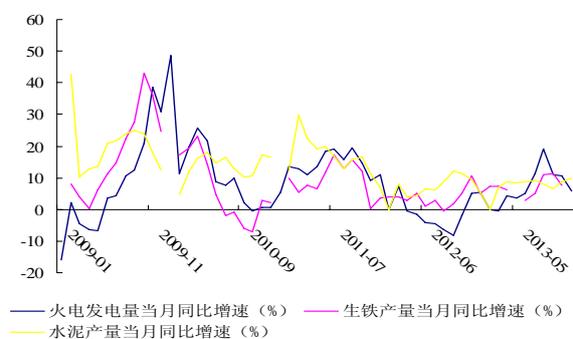
煤炭行业

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70% 左右。长期看随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期看煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、煤炭资源整合、运输通道建设、行业政策等因素的影响。

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，2013 年下半年起煤炭市场出现一定程度反弹，但整体供大于求的情势难以改变，煤炭价格回升或难以为继

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，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 2：2009 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。2011 年四季度受宏观经济增速趋缓的影响，工业用电增速显著下降；加之 2012 年二季度南方雨水丰沛，水电

出力充足，使得火电企业开工不足，因此 2011 年四季度开始火电发电量当月同比增速波动下滑，2012 年 9 月降至-8.20%，创 2009 年 2 月以来的低点。2012 年四季度以来，全社会用电量增速出现弱复苏迹象，2012 年 11 月起火电发电量当月同比实现正增长，2012 年火电发电量为 38,554.5 亿千瓦时，增幅仅为 0.6%。2013 年上半年，全社会用电量增速同比小幅回落，加之来水偏丰，水电发电量同比快速增长，水电出力增加，因此期间火电发电量低速增长，全国火电发电设备累计平均利用小时有所下降。2013 年三季度以来，受工业生产回暖及季节性因素影响，全社会用电量增速有所回升，工业用电量呈企稳态势，推动火电发电量增速上升。电厂库存方面，近期由于大秦线检修和冬季临近等季节性因素，电厂纷纷进入补库存周期，截至 2013 年 11 月底，全国重点电厂的电煤库存为 8,233 万吨，可用天数为 21 天，均较上年同期有所下降。

钢铁行业方面，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 年全国生铁产量为 6.30 亿吨，同比增长 8.4%；2012 年生铁产量为 6.58 亿吨，同比增长 3.7%，增速同比下降 4.7 个百分点。2013 年 1~6 月，钢铁行业产量依旧低迷，生铁产量当月同比增速维持在较低水平。2013 年三季度以来，下游钢材市场需求受房地产投资增速回暖等因素影响有所上升，库存水平虽维持高位但持续下滑，因此推动生铁产量增速有所回升。整体来看钢材市场供过于求的局面仍将维持，反弹幅度有限。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，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。

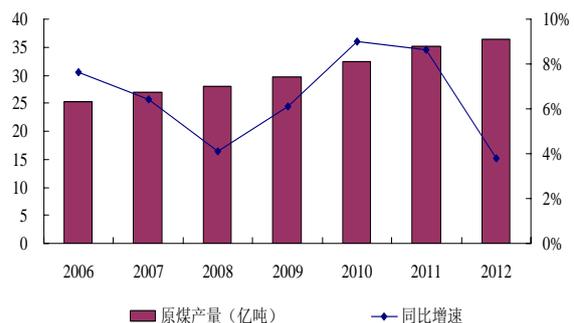
水泥行业方面，2011 年下半年开始，铁路、公路等基建投资出现大幅下降，房地产市场遭遇严格调控，房地产开发投资增速加速下滑，水泥

需求快速回落。2011 年我国水泥产量为 20.85 亿吨，同比增长 11.70%，增速较上年减少 3.83 个百分点。2012 年，我国宏观经济增速放缓，当年我国水泥产量为 22.1 亿吨，同比增长 5.3%，整体呈现低速增长态势。2013 年 1~11 月，受基建、高铁等投资加大拉动，水泥需求回暖，全国累计生产水泥 22.01 亿吨，同比增长 9.20%。目前来看，短期内水泥行业将面临更大的环保压力，环保成本将持续上升，但在水泥整体需求回升和新增产能增速放缓的情况下，供需关系或将进一步改善，2014 年行业盈利或将保持较好增长；长期来看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目也将为水泥需求提供一定支撑。

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，导致煤炭价格下跌，行业景气度明显下滑。2013 年三季度以来，投资增速企稳回暖，同时受季节性因素影响，煤炭下游需求有所反弹，但整体看，下游需求尚未明显回升。

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。

图 3：2006 年以来全国原煤产量

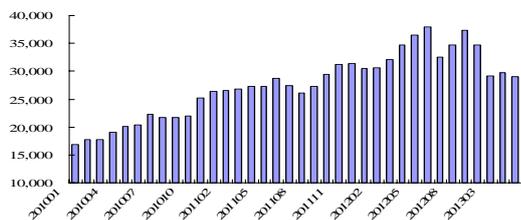


资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

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年继续保持快速增长势头，1~10月为2.63亿吨，同比增长17.2%，预计全年进口量将超过3亿吨。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。

近年来进口煤的大量涌入国内市场、国内超前的煤炭产能建设以及下游需求增速放缓导致煤炭市场供需失衡，社会煤炭库存量持续上升。根据中国煤炭资源网统计，截至2012年末，社会煤炭库存量已经突破3亿吨关口，达到3.47亿吨。2013年，全国范围内发生几起较大矿难事故，地方政府对煤矿企业进行停产整顿处理，供给相对减少，一定程度上加快了煤炭行业去库存化进程，截至2013年11月底，社会煤炭库存量降至2.90亿吨，但仍保持高位。

图4：2010年以来全社会煤炭库存量（万吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

煤炭供给方面总体来看，前期资源整合和新资源开发投资建设的产能将在近两年快速释放；随着“十二五”末煤炭运输压力的大幅缓解，国内煤炭有效供给量将进一步增长。进口煤的快速增长加剧了社会煤炭库存的压力，尽管目前社会煤炭库存情况有所改善，但未来短期内煤炭行业仍将呈现供需总量宽松、结构性过剩的态势。

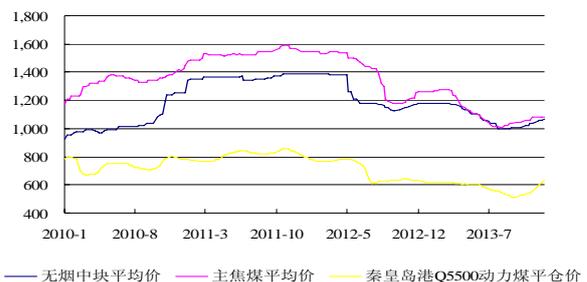
从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2011年四季度开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，用电量增速下滑，动力煤价格开始下降。2012年二季度以后，火电发电量有所回升，同时，部分地方煤炭企业采取了限产保价政策，动力煤价格停止快速下跌，呈现一定企稳态势。2012年11月初以来，下游需求反弹形势不明朗，进口煤持续增加，动力煤价格进入缓慢下降的通道。进入2013年三季度，由于下游电厂采购积极

性较弱，观望氛围浓厚，各主要港口库存居高不下，动力煤价格快速下滑。2013年四季度以来，火电发电增速有所回升，此外临近年底电煤合同谈判时间，神华集团、中煤集团等国内煤炭集团纷纷提价，争取获得更多的话语权，截至2013年12月23日，秦皇岛5,500大卡平仓价为635元/吨，相比2013年9月下旬515元/吨已经上涨了120元/吨，反弹幅度达到23.30%。

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，焦煤价格下降并持续到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。截至2013年12月20日，主焦煤、肥煤和1/3焦煤的全国平均价格分别为1,079元/吨、1,066元/吨和1,016元/吨。目前，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，下游观望氛围开始增加，短期内炼焦煤后市价格并不乐观。

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，因此无烟煤价格抵抗市场波动的能力相对较强。2013年12月20日无烟中块全国平均价为1,066元/吨，相比2011年10月下旬最高价格降低334元/吨，降幅为23.86%。

图5：2010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2012年四季度前后，价格总体有所回升，但由于需求企稳基础薄弱，2013年开始煤价再次进入缓慢下降通道。进入2013年下半年，煤炭市场呈现弱复苏势头，整体趋好，煤价有所反弹。分煤种看，动力煤受到季节性波动和水电发电量影响较大；焦煤和无烟煤都属于稀缺煤种，但钢铁行业持续低迷将使得焦煤继续承压；由于下游相对稳定，无烟煤价格下降幅度相对较小。未来短期预计煤价仍将维持前期反弹势头，但经济回升势头仍不明朗，下游需求并没有明显好转，煤炭市场仍将承受较大产能过剩压力，预计煤价将保持低位波动态势。

煤炭资源整合持续推进，煤炭行业集中度不断提高，煤炭产能释放加速

在行业产能建设保持较快增长的同时，煤炭大省的资源整合和落后产能的淘汰步伐也在加速。

2008年9月2日，《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》（晋政发[2008]23号）的出台，率先拉开了煤炭资源整合和煤矿企业兼并重组的序幕。截至2010年底，山西省的煤炭资源整合成效显著，矿井数由整合前的2,598处减少到1,053处，单矿平均产能由30万吨/年提高到90万吨/年，煤矿百万吨死亡率也由2005年的0.905下降到0.187，产业集中度和产业水平显著提升，安全生产水平得到改善。继山西之后，河南、陕西、山东、内蒙古等地陆续启动本省范围内的煤炭资源整合。截至2012年底形成了神华集团有限责任公司等亿吨级特大型煤炭生产企业7家，河南煤业化工集团有限责任公司等5,000万吨~1亿吨级煤炭企业10家，2013年中国煤炭企业产量50强共计生产煤炭26.83亿吨，占全国煤炭原煤产量的73.5%，煤炭行业集中度显著提升。“十二五”期间，我国煤炭资源集中度将进一步提高，西部大基地、大企业成为国家煤炭供应的主要来源。同时，我国将加快14个大型煤炭生产基地建设，到“十二五”末，基地内煤炭产量占全国煤炭产量的比例将提高到90%以上；形成10个亿吨级、10个5,000万吨级的特大型煤炭企

业，煤炭产量占全国60%以上。

综合来看，煤炭资源整合使得煤炭行业集中度得以提升，大企业、大集团资源储备显著增加，竞争力增强。未来随着资源整合的完成和整合煤矿投产，煤炭产能释放将加快。

政府陆续出台行业相关政策，市场化程度不断提高，资源税改革方案有望启动

煤炭相关政策方面，鉴于2012年末煤炭市场价格已为历史低位，与重点合同煤价格差距很小，处于有利的电煤市场化改革窗口期，2012年12月20日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》（国办发[2012]57号），文件指出，自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制；发展改革委员会不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架；煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格。中诚信国际认为，电煤价格双轨制的取消标志着电煤市场化程度的不断提高。

2013年6月29日，修改后的《中华人民共和国煤炭法》获得全国人民代表大会常务委员会通过并开始施行。《煤炭法》修改的主要内容是去掉煤炭生产许可和煤炭经营审批的有关条款，煤炭生产和经营不再实行许可制，不再需要进行事前审批。12月6日，国家发改委公布《煤炭经营监管办法（修订稿）》，并公开征求意见，目的除了适应《煤炭法》的修改而调整部分内容之外，更是为了进一步明确政府和市场的关系，对政府和市场进行重新定位。此外，煤炭期货市场也取得了显著的发展。2013年3月22日和9月26日，炼焦煤和动力煤期货合约分别在大连商品交易所和郑州商品交易所正式上市，标志着煤炭现货市场开始与期货市场协同发展，煤炭市场化程度进一步提高。另外，日前财政部公布的《2014年关税实施方案》明确，2014年中国将对各种煤炭产品执行0%的进口商品暂定税率，中诚信国际认为，该方案下预计2014年进口煤量仍将保持较大增速，中国沿海地区进口煤所占比重或将持续增加，从而对国内市场实现较大冲击，加速国内煤炭行业市场化改革步伐。

2013年7月底，山西省政府出台了促进煤炭经济转变发展方式，实现可持续发展的二十条措施，包括暂停提取两项煤炭资金，减半收取煤炭交易服务费，鼓励电力企业清洁高效就近用煤，妥善解决煤炭企业参与高速公路建设投入资金问题，积极争取国家宏观政策支持等，旨在帮助企业减轻税费负担，摆脱困境。继山西省出台煤炭新政二十条政策后，内蒙古、陕西省也陆续出台类似政策，保护当地煤炭企业发展。2013年11月，国务院办公厅下发《关于促进煤炭行业平稳运行的意见》，提出了坚决遏制煤炭产量无序增长、切实减轻煤炭企业税费负担、加强煤炭进出口环节管理、提高煤炭企业生产经营水平和营造煤炭企业良好发展环境等五个方面促进煤炭行业平稳运行的意见和措施。

资源税改革方面，2013年5月，国务院批转发展改革委《关于2013年深化经济体制改革重点工作意见的通知》(国发[2013]20号文)，指出2013年在财税体制改革方面，将资源税从价计征范围扩大到煤炭等应税品目，同时清理煤炭开采和销售中的相关收费基金，开展深化矿产资源有偿使用制度改革试点。此前根据2011年9月国务院常务会议对《中华人民共和国资源税暂行条例》的修改，焦煤资源税征收标准规定为每吨8~20元，其他煤炭仍为每吨0.3~5元。煤炭资源税从价计征的方式相比从量计征的方式将显著增加煤炭企业的税负负担，在煤炭景气度下滑的形势下，煤炭价格较低，资源税相对处于较低水平，然而目前煤炭行业面临供大于求的形势，并且煤炭企业涉煤收费基金及费用等隐性成本较高，因此政策推进程度并不理想。在国务院办公厅下发的《关于促进煤炭行业平稳运行的意见》中明确提出，“2013年年底以前，要对重点产煤省份煤炭行业收费情况进行集中清理整顿，坚决取缔各种乱收费、乱集资、乱摊派，切实减轻煤炭企业负担。在清理整顿涉煤收费基金的同时，加快推进煤炭资源税从价计征改革。”预计2014年中央政府将继续加大清理收费基金，推进资源税改革，促进资源税改革平稳过渡。

煤炭运输瓶颈制约行业发展，“十二五”期间国家将加大煤炭运输通道建设，运输压力将有所缓解

中国煤炭资源产地和消费地逆向分布的特点决定了北煤南运、西煤东运的格局。我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占中国煤炭总运量的比重一直在50%以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

铁路建设方面，近几年中国主要运煤铁路逐年扩容。2009年石太线客运专线的投入运营释放了0.4亿吨的运煤能力，大秦铁路增加0.4亿吨运力，神木—朔州—黄骅铁路增加0.1亿吨运力，三条主要煤炭运输干线的运力扩容合计0.9亿吨。

“十二五”期间，煤炭运输通道建设将是我国综合交通运输体系发展规划的重点内容之一，朔黄铁路于2009年9月启动3.5亿吨的扩能改造工程，已于2012年末完工；张唐线预计到2015年建成投运，煤炭运输能力可达2亿吨；晋豫鲁铁路(或“山西中南部铁路通道”)横跨晋豫鲁三省，是我国东西向重要路网干线铁路的一条大能力重载铁路。线路西起山西吕梁山地区的兴县瓦塘镇，东至山东日照港口，年货运能力2亿吨，预计2014年竣工通车；2012年1月，国家发展改革委批准了新建蒙西至华中地区铁路煤运通道工程项目建议书，该通道北起东乌铁路浩勒报吉站，终点到达江西省吉安，线路全长1,837公里，通道规划设计输送能力为2亿吨，是我国“北煤南运”新的国家战略运输通道，该线路预计2017年建成。

表1：“十二五”期间中国部分煤炭运输通道建设情况

铁路	目标	预计完工时间
朔黄铁路	3.5亿吨，扩能	已完工
集通线	5,000万吨，扩能	2015
张唐线	2亿吨，新建	2015
邯长线	1.3亿吨，扩能	2013
和邯(邢)黄线	3,000万吨，新建	2013
侯月线	1.5亿吨，扩能	已完工
晋豫鲁线	2亿吨，新建	2014
蒙西-华中煤运通道	2亿吨，新建	2017

资料来源：中诚信国际整理

此外，新疆首条特高压输电工程哈密-郑州800千伏特高压输电工程于2012年5月开工，计划2014年上半年投运，预计将就地转化煤炭1,800万吨，将对新疆地区煤炭行业的发展起到一定的促进作用。未来随着主要煤运通道的建成投运以及特高压输电线路的建设，煤炭运输压力将有所缓解。但是，受信贷紧缩政策及铁道部改革等因素的影响，在建和规划的煤运通道是否能如期完工投运存在不确定性。

竞争及抗风险能力

资源规模优势

公司煤炭储量丰富，是中国重要的煤炭生产基地。截至2012年末，公司拥有煤炭可采储量为57.11亿吨。其中，公司在山东省境内拥有8座生产矿井，煤炭可采储量18.05亿吨，煤种以气煤为主。同时公司在澳洲拥有9座生产矿井，煤炭可采储量8.00亿吨，煤种以焦煤、动力煤为主。

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，特别是钢铁、石油化工、装备制造等行业规模较大，能源需求旺盛。同时交通十分发达，铁路、公路、水路和海运条件非常便利。交通大动脉京沪、京九和陇海铁路分别在矿区的东、西、北三个方向通过。京杭大运河、京台高速、日东高速公路、104国道在公司所在地交汇延伸。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。

管理优势

公司将安全生产作为企业的首要责任，深化安全管理“511”工程建设，强化安全预控管理，落实安全主体责任，加强安全基础管理和员工安全培训，保障员工职业安全健康，公司连续六年原煤生产百万吨死亡率为零，保持国内领先、国际先进的管理水平，荣获上海证券交易所“2012年度上市公司信息披露奖”和《董事会》杂志“2012中国上市公司董事会金圆桌奖”等。

总体来看，公司资源规模优势明显，且位于

经济发达和交易便利的华东地区，同时较高的管理水平也提升了抗风险能力。因此，公司具有较强的竞争及抗风险能力。

业务运营

公司主要业务包括煤炭、铁路运输、煤化工、电力以及热力，其中煤炭业务是公司收入和利润的主要来源。2012年公司实现营业总收入596.74亿元，其中煤炭业务实现营业收入566.99亿元，占营业总收入的95.02%；其他业务收入29.74亿元，占营业总收入的4.98%，主要包括铁路运输业务收入4.64亿元、煤化工业务收入11.18亿元、电力业务收入3.24亿元和热力业务收入0.40亿元。

2012年公司生产原煤6,866万吨，同比增长19.1%；生产商品煤6,278万吨，同比增长18.8%；销售煤炭9,499万吨，同比增长43.5%；生产甲醇57万吨，同比增长7.5%；销售甲醇57万吨，同比增长8.5%。

煤炭业务

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。

煤炭储量

资源储量方面，截至2012年末，公司拥有煤炭可采储量57.11亿吨。其中，公司在山东省境内拥有兖州、济宁东部、巨野三大煤田，8座生产矿井，煤炭可采储量18.05亿吨；在澳洲拥有9座生产矿井，煤炭可采储量8.00亿吨。

表 2：截至 2012 年末公司煤炭储量情况

公司名称	生产矿井 (个)	现有产能 (万吨/年)	可采储量 (亿吨)
公司本部	8	2,355	18.05
菏泽能化	1	300	1.02
山西能化	1	120	0.26
鄂能化	2	420	29.72

兖煤澳洲	7	3,985	8.00
兖煤国际	2	680	0.06
合计	21	7,860	57.11

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

目前，公司在山东省内的煤矿主要由公司本部和菏泽能化运营，公司本部控制的煤矿位于兖州和济东两大煤田，煤炭设计产能 2,655 万吨/年。1998 年及 2001 年，公司收购济宁二号及济宁三号煤矿，进入济东煤田；2005 年公司收购菏泽能化，进入巨野煤田，目前菏泽能化拥有两个煤矿，分别为赵楼煤矿和万福煤矿，其中万福煤矿为在建煤矿。赵楼煤矿位于山东省菏泽市郓城县南赵楼乡，位于巨野煤田的中部，截至 2012 年底，可采储量 1.02 亿吨，矿井设计生产能力 300 万吨，主要煤种为 1/3 焦煤和气煤，赵楼煤矿 2009 年 10 月投产。

省外资源开发方面，2006 年公司收购了兖矿集团持有的山西能化 98% 的股权，获得了天池煤矿的开发经营权。天池煤矿是兖矿集团在山西投资开发的第一对矿井，位于山西省东部边缘和顺县城南，截至 2012 年底可采储量 0.26 亿吨。天池煤矿于 2006 年 11 月投入商业生产，核定产能 120 万吨/年。

2009 年底，兖州煤业在内蒙古设立了鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂尔多斯能化”），负责在内蒙古地区的煤炭资源收购和整合。2010 年 9 月，鄂尔多斯能化收购了内蒙古昊盛煤业有限公司（以下简称“昊盛公司”或“昊盛”）51% 股权（后公司累计收购了 74.82% 的股权），获得了石拉乌素井田的开采权，石拉乌素煤矿地质储量 23.11 亿吨，可采储量 15.41 亿吨，设计产能 1,000 万吨/年；2010 年 11 月，鄂尔多斯能化收购了安源煤矿 100% 股权，截至 2012 年底，安源煤矿基础储量 0.33 亿吨，设计产能 120 万吨/年；2011 年 1 月，鄂尔多斯能化以 78 亿元竞标取得内蒙古东胜煤田转龙湾井田采矿权，转龙湾地质储量 5.48 亿吨，可采储量 2.50 亿吨，设计产能 500 万吨/年；2011 年 7 月，鄂尔多斯能化收购了内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司（以下简称“鑫泰公司”）80% 股权。鑫泰公司负责运营文玉煤矿，截至 2012 年底基础储量为 0.42 亿吨，产能为 300 万吨/年。

2011 年初，公司与陕西延长石油集团共同投资设立陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能化”），公司持股 25%。未来能化主要负责在陕西省投资的煤制油项目和配套煤矿的筹备开发工作。未来能化拥有金鸡滩煤矿，地质储量 14.30 亿吨，可采储量 10.10 亿吨，设计产能 800 万吨/年，未来将为公司贡献比较稳定的投资收益。

截至 2012 年末，公司国内煤炭可采资源储量合计 49.05 亿吨，设计产能 3,195 万吨/年，洗选能力 2,280 万吨/年，2012 年产量为 4,620 万吨。

境外资源方面，近年来公司境外资源收购进展顺利。2004 年兖州煤业以 3,200 万澳元价格购得南田煤矿，将其更名为澳思达煤矿，并成立了兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”），这是中国企业首次整体收购境外煤矿。澳思达煤矿煤种是硬焦煤和半软焦煤，可采储量约 4,100 万吨；2010 年初兖煤澳洲完成了对澳大利亚菲利克斯资源有限公司的股权收购。菲利克斯主要煤炭资产位于新南威尔士州和昆士兰州，包括 5 个运营中的煤矿、1 个在建煤矿、3 个规划项目和纽卡斯尔港煤炭基础设施集团 15.4% 的股权。按照澳大利亚矿产储量联合委员会（JORC）标准，其共拥有煤炭总资源量 20.06 亿吨，探明及推定储量 5.10 亿吨；2011 年 8 月，公司完成了对新泰克控股公司和新泰克 II 控股公司的股权收购。新泰克项目总资源量为 17.32 亿吨，主要煤种为高发热量动力煤（6,300 大卡/千克），而且全部为露天资源；2011 年 9 月，公司收购了西农普力马煤矿有限公司（“普力马煤矿公司”）和西农木炭私有公司（“西农木炭公司”）。

2012 年兖煤澳洲换股合并格罗斯特煤炭有限公司（以下简称“格罗斯特”）并成为澳交所上市公司，格罗斯特拥有符合 JORC 标准的煤炭储量 3.24 亿吨，权益储量 2.76 亿吨，5 个生产煤矿和 2 个在建矿井，兖煤澳洲与格罗斯特合并后，进一步扩大了煤炭资源储量和产能，同时获得纽卡斯尔港部分股权，有利于煤炭运输港口运力的安排。截至 2012 年末，公司境外煤炭可采储量 8.06 亿吨，设计产能为 4,665 万吨/年，洗选能力为 4,205 万吨/年，2012 年产量为 2,430 万吨。

此外，公司于 2011 年出资 2.6 亿美元收购加拿大萨斯喀彻温省 19 项钾矿资源探矿权并于 2011 年 9 月完成探矿权变更登记。此矿权覆盖土地面积共计约 5,363.84 平方公里，前期勘探显示该钾矿资源赋存条件和品位优良，显示出良好的开发前景。公司逐步成为以煤炭、煤化工、电力和钾矿为一体的国际化矿业集团。

近年来，公司在境外进行了大规模资源并购，大幅增加了煤炭储量，有利于煤业业务的长期持续发展。但中诚信国际也关注到对境外子公司的整合将考验公司的管理经营能力，整合结果还有待观察。此外，当地政府的相关财税政策变动风险和汇率波动风险，将对境外业务的盈利能力产生重要的影响。

煤炭生产

产能建设方面，截至 2012 年末，公司拥有山东、山西、内蒙古和澳大利亚在产矿井 21 对，煤炭生产能力达到 7,860 万吨/年。其中兖煤澳洲拥有 7 对生产矿井，设计产能为 3,985 万吨/年；公司本部具有 8 对生产矿井，设计产能为 2,355 万吨/年。

在建矿井方面，公司未来三年新建产能预计超过 2,000 万吨/年，其中包括转龙湾煤矿 500 万吨/年和

营盘壕煤矿 1,000 万吨。随着公司境内外资源的获取和矿井的建设，未来公司的资源储备和煤炭产能将大幅增长，公司的整体规模也将出现明显提升。未来随着国内外在建煤矿产能的释放，公司煤炭产量将不断增加。

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，2010~2012 年原煤产量分别为 4,940 万吨、5,568 万吨和 6,866 万吨，其中 2012 年公司原煤产量同比增加 1,102 万吨，增幅为 19.1%，主要由于 2011 年鄂能化收购文玉煤矿，兖煤国际收购坎贝唐斯煤矿和普力马煤矿以及 2012 年兖煤澳洲合并格罗斯特而增加。未来随着转龙湾、石拉乌素、营盘壕等煤矿的投产，公司煤炭产量将进一步增加。2013 年 1~9 月，公司完成原煤产量 5,431.1 万吨，同比增加 8.99%，其中商品煤产量为 4,883.3 万吨，同比增加 6.26%。

表 3：截至 2012 年末公司在产煤矿资源储量、产量情况（万吨）

	煤矿名称	煤种	煤田面积 (平方公里)	储量 (百万吨)	设计产能 (万吨/年)	洗选量 (万吨/年)	2010 年 产量	2011 年 产量	2012 年 产量
公司本部	南屯煤矿 ¹	动力煤	35.2	108.05	240	180	360	330	320
	兴隆庄煤矿 ¹	动力煤	56.23	304.08	300	300	680	680	700
	鲍店煤矿 ¹	动力煤	37	269.85	300	300	610	610	610
	东滩煤矿 ¹	动力煤	60	436.94	400	400	740	730	760
	济宁二号 ¹	动力煤	87.1	400.53	400	300	420	440	370
	济宁三号 ¹	动力煤	105.1	209.98	500	500	620	610	550
	北宿煤矿 ²	动力煤	29.3	30.39	100	--	--	--	100
	杨村煤矿 ²	动力煤	27.46	45.38	115	--	--	--	110
兖煤澳洲	澳思达 ^{3,5}	半硬焦煤	63	49.7	360	330	170	190	170
	雅若碧 ^{3,5}	喷吹煤	62.7	61.4	300	240	230	310	320
	艾诗顿 ^{3,5}	半软焦煤	19.2	74	520	650	270	170	230
	莫拉本 ^{3,5}	动力煤	17.4	300.9	1,600	1,600	390	560	720
	格罗斯特 ^{3,5}	半硬焦煤	20.5	69.4	380	380	--	--	180
	唐纳森 ^{3,5}	半软焦煤	42.3	148.3	300	300	--	--	200
	中山 ^{3,5}	焦煤、喷吹煤	27.7	96	525	525	--	--	--
兖煤国际	坎贝唐斯 ^{3,6}	动力煤	27.2	4.34	180	180	--	80	190
	普力马 ^{3,6}	动力煤	141.8	1.562	500	--	--	--	420

鄂能化	安源煤矿 ²	动力煤	9.26	33	120	--	--	230	230
	文玉煤矿 ²	动力煤	9.36	41.6	300	--	--	210	460
山西能化	天池煤矿 ⁴	动力煤	18.7	25.7	120	--	150	120	140
菏泽能化	赵楼煤矿 ⁴	1/3焦煤	143.36	102.2	300	300	160	300	270

注：1、上述各矿储量采用已探明及推定储量，基于 International Mining Consultants Limited 于 1998 年出具的报告，该报告基于美国证券法行业指导七的标准编制；2、上述各矿储量采用基础储量，基于中国 GB/T17766-1999《固体矿产资源储量分类》标准估算。3、上述各矿储量采用可采储量，基于澳洲报告矿物资源量及矿产储量(JORC)规程标准的已探明储量及推定储量之和；4、上述煤矿储量采用可采储量，基于 Minarco Asia Pacific Pty Limited 于 2006 年出具的报告，基于 JORC 规程。5、煤田面积指现时用于开采的租赁土地区域，不包含公司拥有勘探权的区域；6、生产经营矿井的煤田面积指现时用于开采的租赁土地区域，勘探矿井的煤田面积指勘探许可证下的土地区域。

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。公司连续六年原煤生产百万吨死亡率为零。

煤炭销售

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。2010~2012年公司商品煤销量分别为4,963.4万吨、6,425万吨和9,499万吨，2012年商品煤销量同比增加43.50%，主要由于外购煤销量和澳大利亚煤炭销量大幅增加。2013年1~9月，公司销售煤炭7,377万吨，同比增加12.09%。境外业务方面，2012年由于合并格罗斯特，兖煤澳洲2012年销售煤炭14,350万吨，同比增加了42.64%；由于收购了坎贝唐斯煤矿和普力马煤矿，兖煤国际煤炭销售2,965万吨。

销售价格方面，2011年，受益于公司优化调整煤炭品种结构和境内外煤炭需求持续旺盛，公司商品煤平均销售价格为707.68元/吨，同比增加了6.67%。2012年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，2012年公司商品煤平均销售价格为599.34元/吨，同比下跌15.31%。其中本部商品煤销售价格为612.49元/吨，同比下跌10.72%；菏泽能化商品煤平均销售价格是725.37元/吨，同比下跌20.54%；兖煤澳洲商品煤平均销售价格为647.81元/吨，同比降低了30.33%；2012年兖煤国际商品煤平均销售价格为335.35元/吨。2013年1~9月，受煤炭行业不景气影响，公司各个地区的煤炭销售价格均出现了不同程度的下滑，公司商品煤总平均销售价格为525.95元/吨，同比下跌14.04%。

表4：2011~2012年公司煤炭销售情况（千吨、元/吨）

区域	产品	2011		2012	
		销量	价格	销量	价格
本部	精煤	13,492	1,021.03	13,212	857.87
	经筛选原煤	13,495	497.52	14,190	507.09
	混煤及其他	6,289	371.69	6,541	345.46
	合计	33,276	686.01	33,943	612.49
山西能化	经筛选原煤	1,223	467.67	1,343	349.59
	2号精煤	1,211	1,215.18	1,183	1,043.33
菏泽能化	经筛选原煤	37	529.84	--	--
	混煤及其他	756	447.66	1,109	386.12
	合计	2,004	912.86	2,292	725.37
鄂尔多斯能化	经筛选原煤	4,379	290.71	6,834	237.28
	半硬焦煤	914	1,119.37	506	745.13
兖煤澳洲	半软焦煤	1,049	1,257.53	1,124	932.37
	喷吹煤	2,333	1,281.06	2,056	932.8
	动力煤	5,764	697.85	10,663	558.25
	合计	10,060	929.8	14,350	647.81
兖煤国际	动力煤	--	--	2,965	335.35
外购煤		13,308	722.34	32,421	665.82
公司合计		64,250	707.68	94,992	599.34

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，由于菏泽能化所属赵楼煤矿2009年投产，2009年和2010年均未达到设计生产能力，单位固定成本较高，因此其吨煤销售成本呈逐年下降趋势。其他地区吨煤销售成本（除外购之外）在2011年均出现了不同程度的上涨。2012年，公司吨煤销售成本除菏泽能化和山西能化外，吨煤销售成本均出现了不同程度的上升。2013年1~9月，公司成本控制措施取得显著成效，国内吨煤销售成本同比均不同程度下降。

表5：2010~2013年1~9月公司吨煤销售成本情况（元/吨）

公司	2010	2011	2012	2013.1~9
本部	260.68	290.31	322.45	269.65
山西能化	263.36	344.78	322.91	239.18
菏泽能化	685.46	670.91	574.87	502.68
鄂尔多斯能化	--	178.91	194.04	193.62
兖煤澳洲	393.28	426.27	438.12	443.90

兖煤国际	--	--	217.59	255.08
外购煤	735.52	717.53	663.86	583.60

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；鄂尔多斯能化主要为动力煤，因此公司商品煤大部分销往电力、冶金和化工等行业。2012年公司对电力、冶金和化工行业煤炭销量分别为1,971万吨、557万吨和949万吨，占比分别为20.75%、5.86%和9.99%。2013年1~9月，公司对电力、冶金和化工行业销售占比分别为20.18%、3%和18.25%。

表6：2012年公司商品煤主要下游行业情况（万吨、亿元）

下游行业	销量	销量占比	销售收入	收入占比
电力	1,971	20.75%	82.30	14.46%
冶金	557	5.86%	49.03	8.61%
化工	949	9.99%	73.42	12.90%
其他	6,022	63.40%	364.57	64.04%
合计	9,499	100.00%	569.32	100.00%

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，公司煤炭资源储备丰富，产能规模逐年增加，产量稳定增长。公司地理位置优越，下游客户稳定，交通运输条件便利，近几年销售状况良好。同时中诚信国际将对澳元对人民币汇率波动、对域外公司进行管理等方面保持关注。

其他业务

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。

公司煤化工业务主要由子公司山西能化和兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）经营，截至2012年底公司甲醇产能为60万吨/年。由于近几年煤炭价格上涨和下游需求低迷，甲醇业务一直处于亏损或微利状态，因此甲醇产能利用率较低。2010~2012年公司甲醇产量分别为36.7万吨、

53.2万吨和57.2万吨，由于原料供应短缺，山西能化甲醇项目已于2012年4月停产；2012年甲醇价格上涨，榆林能化甲醇产量为55.2万吨，同比增加20.26%。2013年1~9月，公司甲醇产量为44.3万吨，同比增加15.97%。

表7：2010~2012年甲醇产量情况

公司	产能（万吨/年）	产量（万吨）		
		2010	2011	2012
山西能化	--	5.6	7.3	2.0
榆林能化	60	31.1	45.9	55.2
合计	--	36.7	53.2	57.2

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

销量方面，2012年公司甲醇销量为57.4万吨，同比增加了8.51%，甲醇业务实现销售收入11.18亿元，毛利率为18.82%，同比增加6.68个百分点。2013年1~9月公司甲醇销量为44.4万吨。

铁路运输业务方面，2012年公司铁路资产完成货物运量1,752万吨，同比下降57万吨，降幅为3.2%。实现铁路运输业务收入（按离矿价结算并由客户承担矿区专用铁路资产运费的货物运量实现的收入）4.64亿元，同比下降0.13亿元，降幅为2.7%。

电力业务方面，2012年公司发电量为115,519万千瓦时，同比下降21,186万千瓦时，降幅为15.50%，同期售电量为85,640万千瓦时。主要由于山西能化所属电厂因燃料成本过高停产，2012年电力业务实现收入3.24亿元，同比下降1.32%。2013年1~9月，公司发电94,323万千瓦时，实现业务收入2.59亿元。

热力方面，2012年子公司华聚能源股份有限公司生产热力144万蒸吨，销售热力23万蒸吨，实现销售收入3.99亿元，同比增加95.04%。2013年1~9月，华聚能源股份有限公司生产热力97万蒸吨，销售热力2万蒸吨，实现销售收入0.06亿元。

总体来看，公司非煤业务的收入规模较小，对公司的盈利能力影响较小。

战略规划

“十二五”期间，公司将继续推进山东、榆林、鄂尔多斯、澳洲“四大基地”建设；实施“产业一体化、布局区域化、发展国际化”的产业发展策略，

突出煤炭主业，以煤炭为基础，兼顾煤化工和电力产业发展，优化区域和产业布局，不断拓展发展空间；继续实施“生产经营、资本运作、产品贸易”三位一体的经营发展策略，推动公司经营方式由生产主导型向经营主导型转变；继续实施“稳本部、增新区、拓国外”的生产组织策略，在新矿井后发优势还不能在“十二五”发挥的情况下，稳定本部矿井产量，同时加快新矿井建设和达产，加大兼并重组力度，确保煤炭产量快速增长。

煤炭业务方面，“十二五”期间，公司紧紧围绕集团公司发展战略定位，把“二次创业、加快发展”的战略实施好。力争在“十二五”末，把兖州煤业建成资产规模过千亿、煤炭生产经营总量过亿吨、营业收入过千亿的“三亿”跨国企业集团。

同时公司规划不断调整产业结构，以效益最大化为原则，突出煤炭主业，合理确定煤化工、电力产业规模。进行各产业内部结构调整，煤炭产业紧贴现场和市场实际，及时调整产品品种；煤化工、电力产业适时调整布局，淘汰落后产能，关停亏损企业，实现调优增效。煤化工板块由以单纯甲醇生产向产业链、技术链、产品链、价值链延伸升级；电力产业不断优化结构，提升电力产业运营质量。

“十二五”期间，公司将继续推进煤炭资源兼并重组，加强对已收购煤矿的建设和开发，公司资本支出合计预计将达452.18亿元。随着公司煤炭产能规模的不断扩大，通过自身经营活动净现金流的积累将为公司未来投资提供一定的资金支持。此外，由于2013年前三季度公司运营陷入亏损，公司降低当期投资规模。根据目前的投资计划，公司未来将有190亿元左右的投资资金需求。

表8：截至2013年9月底公司在建、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	123.93	95.80	2014年8月
鄂尔多斯甲醇项目	51.11	36.89	2014年6月
加拿大钾矿（已支付探矿权2.6亿美元）	18.88	18.17	--
赵楼电厂一期项目	18.66	10.40	2014年6月
营盘壕项目	96.45	8.82	2016年
石拉乌素煤矿井及选煤厂	167.21	125.65	2016年
合计	476.24	--	--
拟建项目			

工程名称	投资总额	投资计划	
		2014年	2015年以后
赵楼电厂二期项目	12.14	0	12.14
合计	12.14	0	12.14

注：加拿大钾矿、石拉乌素煤矿井及选煤厂项目已投入资金情况采用2013年6月底数据。

资料来源：公司提供

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。根据发展规划，公司未来将面临一定的资金压力。

管理

产权状况

截至2013年9月末，公司总股本为491,840万股。公司控股股东为兖矿集团，截至2013年9月底，其直接持股比例为52.86%，其一致行动人兖矿香港公司持股比例为3.66%，公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。截至2013年9月底，公司纳入合并报表范围的二级子公司15个。

法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和境内外上市地有关监管规定，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作，加强公司制度建设。公司建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经理层之间权责分明、运作规范的相互协调和相互制衡机制。董事会由11名董事组成，设董事长1人。同时，为维护股东的合法权益，完善公司的监督机制，公司设立了监事会，由6名监事组成。公司设总经理1名，主持公司的日常生产经营管理工作，对董事会负责，向董事会报告工作。公司设副总经理若干名，财务总监1名，协助总经理工作，对总经理负责。

公司管理

公司治理方面，公司自上市以来，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、境内外上市地有关监管规定，遵循透明、问责、维

护全体股东权益的原则，建立了比较规范、稳健的企业法人治理结构，与中国证监会有关文件的要求不存在重大差异。2011 年公司修订了《兖州煤业股份有限公司章程》、《兖州煤业股份有限公司股东大会事规则》和《兖州煤业股份有限公司董事会议事规则》，对符合条件的股东提议召开临时股东大会的程序及公司董事会、总经理办公会的审批权限作出修订，进一步完善了董事会的设置；制定了《兖州煤业股份有限公司董事会秘书工作制度》，进一步规范、完善了董事会秘书的选任、履职、培训和考核；制定了《兖州煤业股份有限公司内幕信息知情人登记管理制度》，对内幕信息和内幕信息知情人的范围、内幕信息的保密、内幕信息知情人的备案制度以及责任追究等事项进行了修订完善。

内部控制方面，公司于 2006 年按照美国《萨班斯法案》、上交所《上市公司内部控制指引》和香港联交所《上市规则》的要求，制定了《兖州煤业股份有限公司内控体系设计与应用》，建立完善的内部控制体系。公司 2010 年 10 月启动了全面修订《兖州煤业股份有限公司内部控制基本规范》的工作，于 2011 年 4 月按照财政部等五部委联合发布的《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》及上市地监管要求，从公司、下属部门及附属公司、业务环节三个层面对内控流程和内控制度等方面，在《企业内部控制配套指引》18 项指引的基础上，根据公司实际情况新增生产、存货、税务、法律事务等 7 项指引，进一步完善了公司内部控制体系，建立健全了内部控制制度。

公司与控股股东在业务、人员、资产、机构和财务等方面完全分开，具有独立完整的业务及自主经营能力。人员方面：公司在劳动、人事及工资管理等方面独立；公司高级管理人员在公司领取薪酬，未在控股股东担任除董事以外的其他职务；资产方面：公司拥有独立的生产体系、辅助生产系统、配套设施、采购和销售系统。公司合法拥有工业产权、非专利技术等无形资产；商标由控股股东注册，归控股股东所有，公司无偿使用；财务方面：公司设立独立财务部门，有独立的会计核算体系和财务管理制度，独立开设银行账户；机构方面：公司设

立了健全的内部经营管理机构，独立行使经营管理职权，与控股股东及其控制的其他企业不存在机构混同情况。

整体来看，公司治理较为规范，内部控制制度较为全面，各项管理制度比较完善，能够确保公司的运行符合法律、法规及上市地监管规定，并不断提升公司治理水平。

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 2010~2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年三季度报，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。

2013 年 1 月，公司累计取得昊盛公司 74.82% 的股权，将其纳入财务报表合并范围。截至 2013 年 1 月 1 日，昊盛公司归属于母公司股东享有的净资产为 95.38 亿元，2013 年 1~9 月昊盛公司实现营业收入总收入 0 元，实现净利润-1,085.31 万元。

资本结构

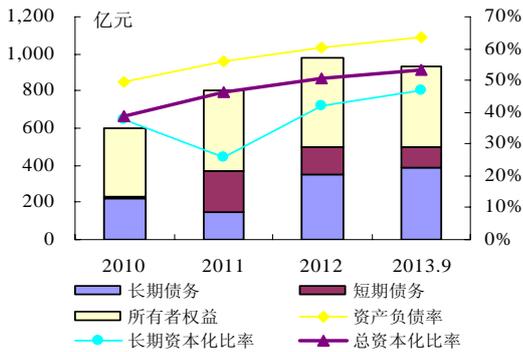
近年来，由于公司加强了资源收购整合及固定资产投资力度，公司资产规模持续稳定增长，2010~2012 年末总资产分别为 728.29 亿元、975.04 亿元和 1,213.02 亿元，年均复合增长率达 29.06%。近年来较高的盈利水平推动所有者权益水平不断上升，2010~2012 年末所有者权益分别为 368.08 亿元、428.65 亿元和 479.89 亿元，年均复合增长率为 14.18%，总资产和所有者权益规模的增长增强了公司的整体抗风险能力。2013 年前三季度，受国内外煤炭行业不景气影响，公司出现亏损，截至 2013 年 9 月底，公司资产总额和所有者权益分别为 1,197.77 亿元和 436.02 亿元，较年初分别下降了 1.26% 和 9.14%。

随着公司固定资产投资的增长和煤炭资源收购的不断推进，公司债务规模也不断扩大。截至

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）

2012 年底，公司总债务规模为 494.39 亿元，较 2010 年末增加了 112.01%，2012 年底公司资产负债率和总资本化比率分别达到 60.44% 和 50.74%，较 2010 年大幅增加了 10.98 和 11.96 个百分点。截至 2013 年 9 月底，公司总债务为 498.89 亿元，资产负债率和总资本化比例分别上升至 63.40% 和 53.36%。

图 5：2010 年~2013 年 9 月底公司资本结构分析

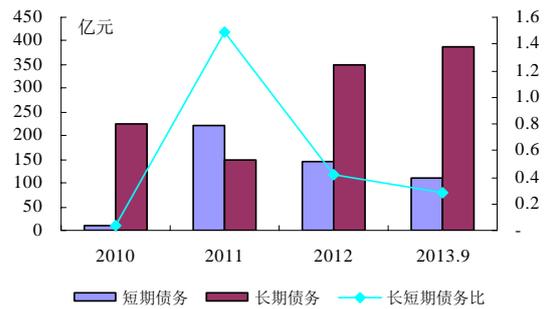


资料来源：公司定期报告

从债务结构来看，2010 年末公司短期债务/长期债务指标为 0.04，长期债务的比例较大。2011 年，公司短期借款同比增加了 128.76 亿元，主要用于对兖煤澳洲增资和补充流动资金；一年内到期的非流动负债增加了 84.37 亿元，主要是包括转龙湾井田采矿权第三期价款 23.4 亿元以及兖煤澳洲 30.4 亿美元贷款中 10.15 亿美元(折合人民币 63.954 亿元)需 1 年内偿还，因此公司短期债务达到了 221.78 亿元，同比增加了 2,316.40%，2011 年末，公司短期债务/长期债务指标为 1.49。

2012 年，公司发行 50 亿元人民币和 10 亿美元的公司债券，将用于补充流动资金和改善债务结构，同时报告期内需要偿还的 9.15 亿美元银行贷款展期，并增加长期借款 15.03 亿元，公司长期债务增加至 348.69 亿元。同时公司偿还了 77.69 亿元的短期借款，使得短期借款下降至 145.70 亿元。公司 2012 年末短期债务/长期债务指标下降至 0.42，与公司投资支出期限较为匹配。2013 年 9 月底公司短期债务/长期债务指标为 0.29。

图 6：2010 年~2013 年 9 月底公司债务结构情况



资料来源：公司定期报告

总体看，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，但公司从 2011 年开始债务规模快速增加。同时考虑到受煤炭行业不景气的影响，公司盈利能力下滑，预计公司将通过债务融资来满足资本支出的资金需求。

盈利能力

受益于公司煤炭业务的持续扩大，公司营业总收入保持稳定增长。2010~2012 年公司营业总收入分别为 348.44 亿元、487.68 亿元和 596.74 亿元，年均复合增长率达到 30.87%。公司煤炭业务是公司收入的主要来源，2010~2012 年占公司营业总收入的比例分别为 93.53%、92.64% 和 95.02%，年均复合增长率为 31.90%。其中自产煤炭业务收入增长较为平稳，三年年均复合增长率为 10.80%；煤炭贸易业务（外购煤）收入增长迅速，由 2010 年的 39.90 亿元增长至 2012 年的 215.86 亿元，年均复合增长率达 132.60%。近年来，公司境外煤炭业务不断扩张，业务收入不断增加，2010~2012 年分别实现收入 62.10 亿元、93.53 亿元和 102.90 亿元。

其他板块方面，煤化工和电力业务呈现增长趋势，近三年年均复合增长率在 30% 左右。2013 年前三季度，受煤炭行业不景气的影响，公司煤炭业务收入同比下降了 3.64%，导致公司营业总收入为 414.55 亿元，同比减少 1.56%。

表 9：2010 年~2013 年 1~9 月分板块业务收入 (亿元)

板块	2010	2011	2012	2013.1~9
煤炭	325.91	451.81	566.99	387.99
按类别:				
自产煤	286.01	355.68	351.13	234.74
煤炭贸易	39.90	96.13	215.86	153.25

按地区：

境内	263.81	358.28	464.09	309.61
境外	62.10	93.53	102.90	78.38
煤化工	6.29	10.59	11.18	8.10
铁路运输	5.13	4.77	4.64	3.37
电力	1.86	3.28	3.24	2.59
热力	0.25	0.20	0.40	0.06
营业总收入	348.44	487.68	596.74	414.55

资料来源：公司定期报告

营业毛利率方面，2010~2012年，公司营业毛利率分别为45.74%、40.61%和24.09%。2012年公司营业毛利率大幅下降，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大幅增加了124.55%，至215.86亿元，拉低了公司的营业毛利率水平。2013年1~9月，公司营业毛利率进一步下降至21.71%。

分板块来看，煤炭业务方面，2011年四季度以来，受煤炭行业不景气的影响，公司煤炭平均销售价格呈逐年下降趋势，自产煤炭毛利率不断下滑，2012年为40.19%，较2010年下降了15.52个百分点；同时，煤炭贸易毛利率也逐年下滑，2012年为0.29%。2013年1~9月，受煤炭价格持续下跌的影响，自产煤炭业务毛利率进一步下滑至36.90%。

煤化工方面，由于2011年甲醇价格上升，公司毛利率达到12.13%，摆脱了亏损的局面，但是盈利能力仍然很低。2012年，煤化工板块毛利率上升至18.82%，盈利能力有所增强。

电力业务方面，近几年由于动力煤价格不断上涨，公司电力业务持续亏损，2012年以来，煤炭价格的下跌带来电力业务亏损幅度的减少，2013年1~9月毛利率转为正值，为8.31%。公司铁路运输业务，受宏观经济形势疲软的影响，近三年毛利率持续下滑，2012年为24.16%。

表10：2010年~2013年1~9月分板块毛利率（%）

板块	2010	2011	2012	2013.1~9
煤炭	48.99	43.37	25.00	--
其中：自产煤	55.71	54.91	40.19	36.90
煤炭贸易	0.86	0.67	0.29	--
煤化工	-15.13	12.13	18.82	16.50
铁路运输	39.48	29.64	24.16	28.57
电力	-6.15	-11.06	-2.28	8.31
热力	50.49	32.69	37.05	42.08

营业毛利率	45.74	40.61	24.09	21.71
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

资料来源：公司定期报告

期间费用方面，2010~2012年三费合计分别为33.56亿元、68.25亿元和86.66亿元。近三年公司三费收入比分别为9.63%、13.99%和14.52%，受汇兑损益的影响，三费收入比指标有一定的波动性。2013年1~9月，汇兑损失的大幅增加使得三费收入比高达20.04%。

分别来看，由于公司煤炭业务规模不断扩大，公司销售费用和管理费用均呈现快速上升趋势，2012年分别为32.45亿元和49.62亿元，同比分别增加了33.05%和20.17%。

财务费用方面，近几年公司不断在境外扩展业务，以外币计价的资产数额不断增加，而汇率的波动带来了汇兑损益的变化，进而对公司的财务费用造成了越来越明显的影响。2010~2012年公司产生的汇兑损益分别为26.65亿元、5.19亿元和7.14亿元。2013年1~9月，受澳元贬值影响，主要由于公司美元债务价值上升而产生账面汇兑损失20.30亿元，大幅推高了公司的财务费用。

由于近年来公司债务规模的不断扩大，尤其是2012年公司发行50亿元人民币和10亿美元的公司债券，2010~2012年公司财务性利息支出不断增加，分别为4.10亿元、7.42亿元和15.62亿元，其中2012年同比上升了110.51%。2013年1~9月，受汇兑损失大幅增加的影响，公司财务费用为31.69亿元，同比增加589.43%。

表11：2010年~2013年1~9月期间费用分析（亿元、%）

	2010	2011	2012	2013.1~9
销售费用	17.74	24.39	32.45	21.40
管理费用	37.98	41.29	49.62	29.99
财务费用	-22.17	2.57	4.60	31.69
三费合计	33.56	68.25	86.66	83.07
营业总收入	348.44	487.68	596.74	414.55
三费收入占比	9.63	13.99	14.52	20.04

资料来源：公司定期报告

利润总额方面。2010~2011年，煤炭市场景气度较好，公司实现利润总额分别为121.14亿元和121.00亿元。2012年受煤炭价格下滑和生产成本上升的影响，公司实现利润总额55.60亿元，同比减少了65.39亿元。公司利润总额主要来源于经营性

业务利润，2010~2012 年经营性业务利润占利润总额的比例分别为 99.60%、102.30%和 91.23%。其中，2012 年由于收购格罗斯特产生收益 12.94 亿元，大幅推高营业外损益至 13.61 亿元。

2013 年 1~9 月，公司实现利润总额-22.27 亿元，其中境外业务实现利润总额-70.82 亿元，实现经营业务利润-17 亿元。其中因澳元贬值导致美元债务价值上升产生 20.30 亿元的账面汇兑损失，因公司将通过展期延长美元债务到期日，而未来将通过境外业务获得美元收入或发行新美元债务用于偿还到期美元债务，因此公司未对美元债务进行套期保值；因预计未来产生现金流的现值低于账面净值而确认采矿权减值损失 21.00 亿元，导致公司资产减值损失为 22.69 亿元。

总体来看，受益于煤炭业务规模的增加，公司收入规模稳定增长。但由于煤炭价格不断下滑、煤炭生产成本不断上升以及煤炭贸易规模的扩大，2011 年以来公司营业毛利率不断降低。长期看，随着公司在建项目的顺利投产，公司收入规模和盈利水平将不断提升。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。

现金流

在现金获取方面，公司货款回收情况一直良好，公司收现比稳定在较高水平，2010~2012 年分别为 0.97、1.19 和 1.13。随着经营规模的扩大，公司经营净现金流保持较大规模，2010 年经营活动净现金流为 62.88 亿元。2011 年因煤炭价格处于较高水平和下游需求量较大，公司经营活动净现金流快速上升至 189.23 亿元，同比增加了 126.35 亿元。2012 年受煤炭价格持续下跌的影响，经营活动现金流大幅回落至 81.17 亿元，同比下降了 57.11%。EBITDA 方面，2010~2012 年 EBITDA 分别为 151.28 亿元、157.77 亿元和 119.37 亿元，保持较高水平。2013 年 1~9 月，受煤炭行业不景气的影响，公司应收账款增加而外购煤炭的预付款大幅增加，经营性活动净现金流为 5.41 亿元，较去年同期减少 91.37%。

在投资净现金流方面，为配合公司煤炭等业务板块的快速发展，公司投资规模不断加大，投资活动现金净流出大幅增加，2010 年和 2011 年公司投资活动现金流出分别为 90.49 亿元和 273.03 亿元，2011 年公司在内蒙古收购了安源煤矿、转龙湾井田采矿权、鑫泰公司，在澳大利亚收购了新泰克控股公司、新泰克 II 控股公司以及西农普力马煤矿，在加拿大收购了钾矿资源探矿权，投资规模较大。因此 2011 年公司筹资活动净现金流入达到 167.12 亿元，较 2010 年增加了 155.63 亿元，当期筹资活动净现金流达到 89.55 亿元。2012 年由于公司收购资源活动的减少，公司投资活动现金流出大幅减少至 105.85 亿元，同比减少了 61.23%；由于公司将定期存款到期的 67.73 亿元资金流入，计入收到其他与投资活动有关的现金，使得 2012 年投资活动现金流为-31.18 亿元，同比 2011 年大幅增加了 229.53 亿元。由于投资支出现现金流出的减少，2012 年筹资活动净现金流也随之大幅降低至-4.63 亿元，同比减少了 94.18 亿元。2013 年 1~9 月，公司继续推进资产收购等投资活动，投资活动净现金流为-60.50 亿元。

表 12：2010 年~2013 年 1~9 月公司现金流量情况（亿元）

	2010	2011	2012	2013.1~9
经营现金流入	347.26	592.24	693.27	466.86
经营现金流出	284.39	403.01	612.11	461.44
经营净现金流	62.88	189.23	81.17	5.41
投资现金流入	26.75	12.32	74.66	16.30
投资现金流出	90.49	273.03	105.85	76.80
投资净现金流	-63.74	-260.71	-31.18	-60.50
筹资现金流入	11.49	167.12	235.15	124.73
其中：吸收投资	-	-	0.49	-
借款	11.11	167.12	122.82	124.73
筹资现金流出	29.08	77.57	239.79	126.26
其中：偿还债务	4.94	33.90	195.64	65.28
筹资净现金流	-17.59	89.55	-4.63	-1.54
现金净增加额	-17.51	13.74	46.46	-60.87

资料来源：公司定期报告

总体看，公司境内外煤炭业务均发展良好，不断增加的煤炭产量将为公司带来稳定的现金流入。公司未来将有 190 亿元左右的资本支出用于煤矿资源收购等，而煤炭价格下跌对公司获现能力弱化较为明显，预计经营活动净现金流将难以满足资金需求，未来几年公司筹资活动净现金流将保持较高水平。同时公司较为畅通的融资渠道也将为公司业务

快速发展提供一定保障。

偿债能力

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，2010~2012 年末公司总债务分别为 233.19 亿元、370.47 亿元和 494.39 亿元，2012 年末较 2010 年末增长了 112.01%。同时，较强的盈利能力使得公司的资本实力不断增强，2010~2012 年公司总资本化比率分别为 38.78%、46.36%和 50.74%，2012 年末较 2010 年末上升了 11.96 个百分点。

偿债能力方面，由于债务规模的快速增加和 2011 年四季度以来煤炭价格下跌导致公司盈利下滑的影响，公司各项偿债指标均出现了下滑。2010~2012 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.54 倍、2.35 倍和 4.14 倍，经营活动净现金流/总债务分别为 0.27 倍、0.51 倍和 0.16 倍；同期 EBITDA 利息倍数分别为 33.84 倍、21.27 倍和 7.20 倍；经营活动净现金流利息倍数分别为 14.06 倍、25.52 倍和 4.89 倍。虽然受煤炭行业不景气的影响，公司的偿债能力有所弱化，但整体来看公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力仍然较强。

2013 年 1~9 月，受煤炭行业不景气的影响，公司的盈利能力和获现能力出现大幅下滑，公司经营活动净现金流/总债务指标弱化较为明显。

表 13：2010 年~2013 年 9 月底公司长期偿债能力指标

项目	2010	2011	2012	2013.9
长期债务(亿元)	224.01	148.69	348.69	387.21
总债务(亿元)	233.19	370.47	494.39	498.89
资产负债率(%)	49.46	56.04	60.44	63.60
长期资本化比率(%)	37.83	25.75	42.08	47.04
总资本化比率(%)	38.78	46.36	50.74	53.36
总债务/EBITDA (X)	1.54	2.35	4.14	--
经营净现金流/总债务 (X)	0.27	0.51	0.16	0.01*
EBITDA 利息倍数 (X)	33.84	21.27	7.20	--
经营净现金流利息倍数(X)	14.06	25.52	4.89	--

注：加“*”指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告

或有负债方面，截至 2013 年 9 月末，公司无对外担保情况。

银行授信方面，截至 2013 年 9 月末，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 713.57 亿元，未使用授信 469.68 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，公司历年来与各银行金融机构建立了长期友好的合作关系，严格遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息。公司近三年的贷款偿还率和利息偿付率均为 100%，不存在逾期而未偿还的债务。

债务融资工具方面，公司 2012 年发行了总额为 10 亿美元的公司债和总额为 50 亿元人民币的公司债，并于 2013 年 11 月发行一期短期融资券。截至本评级报告签署日，该债券尚未到期。公司无其他在存续期内的债务融资工具。

评级展望

公司煤炭储量丰富，是中国重要的煤炭生产基地。截至 2012 年末，公司拥有煤炭可采储量为 57.11 亿吨，煤炭生产能力达到 7,860 万吨/年，2012 年公司原煤产量为 6,866 万吨，生产规模逐年上升。同时公司地处中国经济最发达的华东地区，人口稠密，经济发达，交通便捷，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。近年来公司加强管理创新，将安全生产作为企业的首要责任，公司连续六年原煤生产百万吨死亡率为零，保持国内领先、国际先进的管理水平。未来随着煤炭产能的释放，预计公司收入规模和盈利水平将稳步提高。同时中诚信国际关注到，公司未来资本支出合计预计将达 190 亿元左右，而煤炭行业不景气，公司经营净现金流大幅减少，预计将给公司带来一定的资金压力。

综合来看，中诚信国际认为兖州煤业未来一定时期内的信用水平为稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定兖州煤业股份有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际关于兖州煤业股份有限公司 的跟踪评级安排

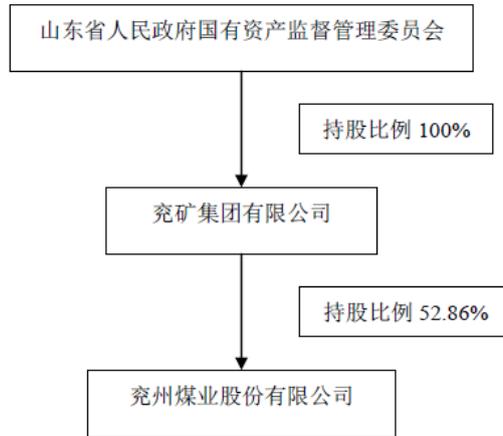
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对兖州煤业股份有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

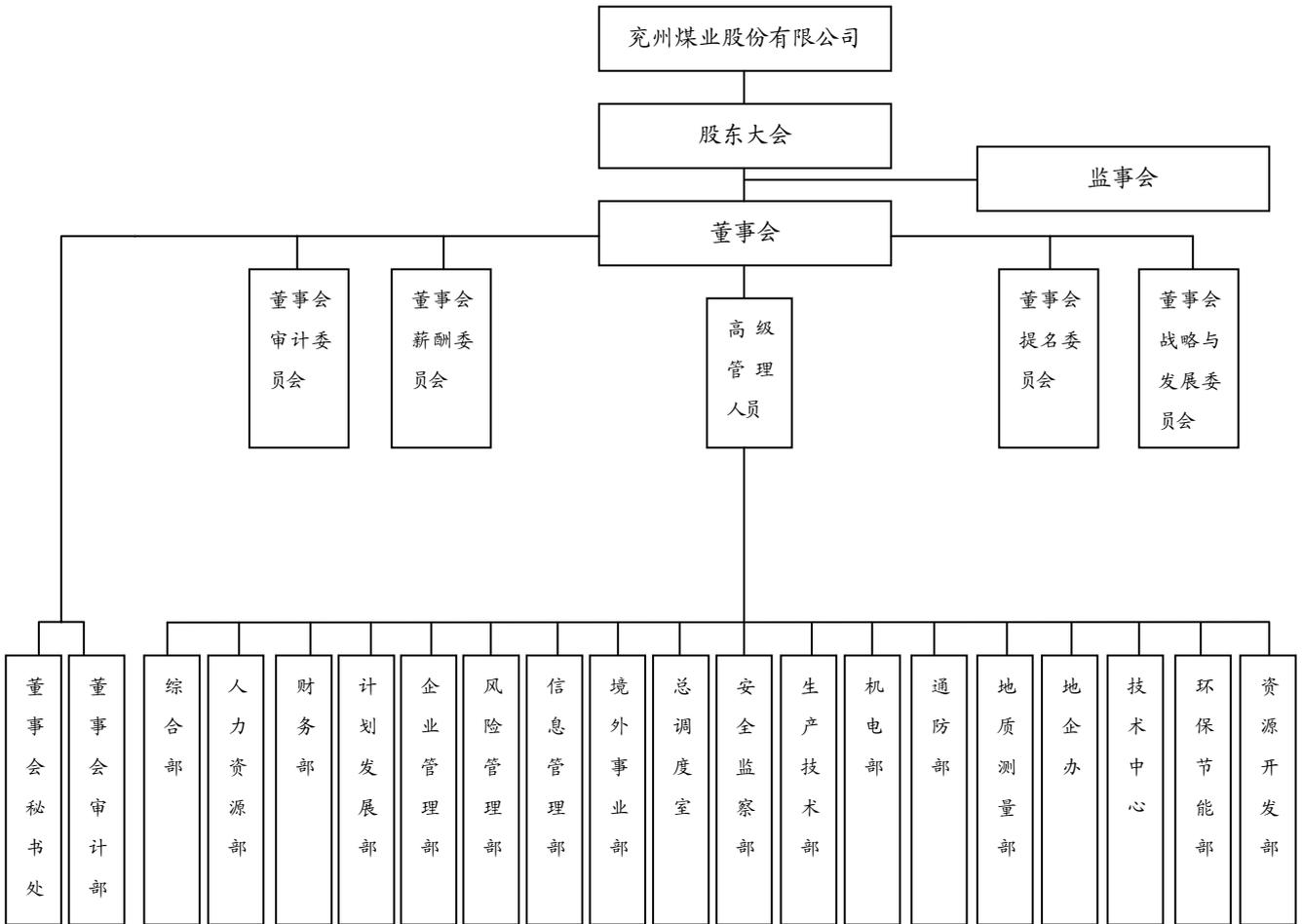
2014年2月21日

附一：兖州煤业股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 9 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 2013 年 9 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指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.9
货币资金	1,079,021.88	1,809,665.26	1,609,440.44	878,375.50
交易性金融资产	23,947.54	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	48,776.96	81,383.46	92,640.28	163,816.90
存货净额	164,611.55	139,124.72	156,553.08	158,955.90
其他应收款	354,264.24	293,570.42	359,546.18	80,692.50
长期投资	130,015.11	207,615.03	391,833.67	355,290.20
固定资产(合计)	1,937,848.63	3,302,306.01	4,201,558.43	5,471,399.70
总资产	7,282,854.05	9,750,412.95	12,130,158.71	11,977,740.80
其他应付款	246,622.37	268,044.76	320,552.83	701,365.90
短期债务	91,781.60	2,217,811.17	1,456,987.11	1,116,794.10
长期债务	2,240,083.42	1,486,932.25	3,486,892.91	3,872,111.80
总债务	2,331,865.02	3,704,743.42	4,943,880.03	4,988,905.90
净债务	1,252,843.14	1,895,078.16	3,334,439.58	4,110,530.40
总负债	3,602,092.90	5,463,879.58	7,331,216.26	7,617,499.40
财务性利息支出	41,019.69	74,162.35	156,233.30	--
资本化利息支出	3,686.33	0.00	9,610.98	--
所有者权益(含少数股东权益)	3,680,761.16	4,286,533.37	4,798,942.45	4,360,241.40
营业总收入	3,484,438.76	4,876,834.49	5,967,354.64	4,145,530.60
三费前利润	1,542,130.47	1,920,243.38	1,373,933.05	858,274.40
投资收益	13,099.98	7,137.22	4,021.86	-5,040.00
EBIT	1,252,403.07	1,284,135.71	712,275.83	--
EBITDA	1,512,799.79	1,577,710.25	1,193,693.18	--
经营活动产生现金净流量	628,758.33	1,892,280.15	811,663.69	54,140.90
投资活动产生现金净流量	-637,398.59	-2,607,082.12	-311,833.40	-604,992.40
筹资活动产生现金净流量	-175,867.32	895,529.89	-46,345.64	-15,388.70
现金及现金等价物净增加额	-175,108.65	137,398.47	464,553.29	-608,723.30
资本支出	483,125.84	1,096,289.15	695,465.71	596,847.90
财务指标	2010	2011	2012	2013.9
营业毛利率(%)	45.74	40.61	24.09	21.71
三费收入比(%)	9.63	13.99	14.52	20.04
EBITDA/营业总收入(%)	43.42	32.35	20.00	--
总资产收益率(%)	18.54	13.17	6.49	--
流动比率(X)	2.71	0.96	1.17	0.89
速动比率(X)	2.56	0.92	1.11	0.83
存货周转率(X)	14.93	41.64	30.60	27.43*
应收账款周转率(X)	75.39	119.85	68.53	43.11*
资产负债率(%)	49.46	56.04	60.44	63.60
总资本化比率(%)	38.78	46.36	50.74	53.36
短期债务/总债务(%)	3.94	59.86	29.47	23.07
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	0.51	0.16	0.01*
经营活动净现金/短期债务(X)	6.85	0.85	0.56	0.06*
经营活动净现金/利息支出(X)	14.06	25.52	4.89	--
总债务/EBITDA(X)	1.54	2.35	4.14	--
EBITDA/短期债务(X)	16.48	0.71	0.82	--
EBITDA 利息倍数(X)	33.84	21.27	7.20	--

注：公司财务报表均根据新会计准则编制；公司 2013 年三季报未经审计；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

公式说明：

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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。