

信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】635号

山东能源集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年九月二十七日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不为资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年9月27日

2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2021/9/27	何阳	贾圆圆

主体概况

山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”或公司）主要从事煤炭、贸易、煤化工业务，同时从事房地产、以煤机制造为主的高端装备制造和工程施工等其他业务，控股股东和实际控制人均为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。

债券概况

发行金额：25.00 亿元，其中品种一计划发行金额 15.00 亿元，基础发行金额 10.00 亿元，弹性配售额为 5.00 亿元；品种二计划发行金额 10.00 亿元，基础发行金额 5.00 亿元，弹性配售额为 5.00 亿元
本期债券期限：品种一 3 年，品种二 5 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本付息

募集资金用途：2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目投资及补充营运资金

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	净资产	10.00	10.00
	营业总收入	10.00	10.00
多元化及市场地位	原煤产量	20.00	20.00
	可采储量	10.00	10.00
	多样性	5.00	5.00
盈利能力	毛利率	7.50	4.91
	净资产收益率	7.50	7.24
	资产负债率	7.50	5.80
债务负担与保障程度	经营现金流负债比	7.50	5.21
	货币资金/短期债务	7.50	5.44
	EBITDA 利息倍数	7.50	5.13

2.基础模型参考等级

AAA

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AAA

5.增信措施

无

6.本期债券信用等级

AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

山东能源集团是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，市场竞争力极强；公司煤炭主要销往华东、华北等经济发达地区，区位优势突出，2021 年以来，煤炭市场价格较快上涨，预计公司煤炭业务盈利能力将增强；未来受益于在建项目投资，叠加化工产品价格较快上涨，化工业务市场竞争力将增强；公司经营性净现金流保持良好状态。另一方面，公司利润总额有所波动，利润总额中投资收益、其他收益等占比较大；公司其他应收款及计提坏账准备规模较大；债务规模较大。

综合分析，公司抗风险能力极强，本期债券到期不能偿付的风险极小。

同业比较

项目	山东能源集团有限公司	晋能控股煤业集团有限公司	山西焦煤集团有限责任公司	中国中煤能源集团有限公司	陕西煤业化工集团有限责任公司
净资产（亿元）	2262.51	888.81	1080.61	1561.95	1849.38
营业总收入（亿元）	6752.40	1950.20	2101.31	1870.24	3402.70
可采储量（亿吨）	208.00	162.90	117.03	376.00	125.00
原煤产量（万吨）	27001.00	17431.17	15592.00	19708.60	17403.59
毛利率（%）	9.51	15.90	16.86	27.35	15.16
利润总额（亿元）	170.07	22.23	58.28	150.10	174.99
资产负债率（%）	66.98	77.14	75.59	62.16	68.97
经营现金流负债比（%）	12.56	3.91	7.59	27.05	15.72

数据来源：各企业公开披露的 2020 年资料、Wind，东方金诚整理。

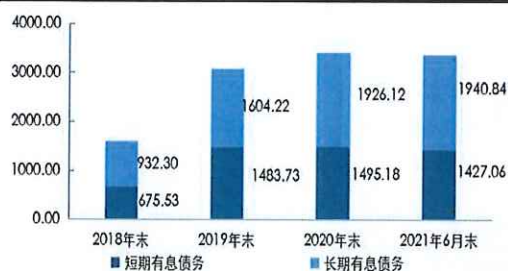
注：以上企业最新主体信用等级为 AAA/稳定。山东能源集团有限公司、山西焦煤集团有限责任公司的可采储量数据为 2020 年末，原煤产量数据为 2020 年；陕西煤业化工集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司的可采储量数据为 2021 年 3 月末，产量数据为 2020 年；晋能控股煤业集团有限公司可采储量数据为 2020 年 9 月末，产量数据为 2020 年末。

主要指标及依据

2020 年收入构成 (单位: 亿元)



近年末公司债务结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额 (亿元)	3078.23	6281.26	6851.03	7041.81
所有者权益 (亿元)	905.94	2087.47	2262.51	2326.60
全部债务 (亿元)	1607.83	3087.95	3421.30	3367.89
营业总收入 (亿元)	2572.49	6070.64	6752.40	3982.38
利润总额 (亿元)	101.67	257.82	170.07	105.50
经营性净现金流 (亿元)	170.82	324.57	312.88	149.29
营业利润率 (%)	14.47	11.52	8.29	8.12
资产负债率 (%)	70.57	66.77	66.98	66.96
流动比率 (%)	105.18	87.58	93.02	98.48
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.22	3.88	3.36	-

注: 表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。2018 年、2019 年财务数据分别按照 2019 年、2020 年审计报告年初数据追溯调整。

优势

- 作为兖矿集团与原山东能源集团合并后的存续主体, 公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业, 煤炭资源可采储量 208 亿吨, 矿井区域分布较广, 市场竞争力极强;
- 公司煤炭主要销往华东、华北等经济发达地区, 下游客户稳定且铁路、水路运输便利, 2020 年煤炭销量 2.20 亿吨, 2021 年以来, 煤炭市场价格较快上涨, 预计公司煤炭业务盈利能力将增强;
- 公司焦炭、甲醇等煤化工产品规模较大, 未来受益于在建项目投产, 煤化工业务产业链将进一步延伸, 叠加化工产品价格较快上涨, 公司煤化工业务市场竞争力将增强;
- 公司经营性净现金流状况良好, 经营获现能力较强。

关注

- 近年公司利润总额有所波动, 利润总额中投资收益、其他收益等占比较大;
- 公司存货、其他应收款占比较高, 其他应收款计提坏账准备规模较大, 受限资产规模较大;
- 公司全部债务逐年增加, 债务规模较大且面临一定集中偿付压力, 母公司债务负担较重;
- 公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加, 或因冲击地压影响, 未来面临一定安全生产风险。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来随着在建煤矿及煤化工项目陆续投产、煤炭和煤化工产品产量增加, 煤炭和煤化工产品价格中枢上移, 公司将保持极强的市场竞争力。

评级方法及模型

《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型 (RTFC002202103)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	21 山能 01/21 山能债 01/AAA 21 山能 02/21 山能债 02/AAA	2021/8/10	何阳、贾圆圆	《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型》(RTFC002202103)	阅读原文
AAA/稳定	19 兖矿 MTN001A/AAA 19 兖矿 MTN001B/AAA	2019/1/31	董浩宇、康敏	《煤炭企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

注: 自 2019 年 1 月 31 日 (首次评级) 以来, 山东能源集团主体信用等级未发生变化, 均为 AAA/稳定。

主体概况

公司主要从事煤炭、贸易、煤化工等业务，作为兖矿集团与原山东能源集团合并后的存续主体，公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，控股股东及实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会

山东能源集团主要从事煤炭、贸易、煤化工业务，同时从事房地产、以煤机制造为主的高端装备制造和工程施工等其他业务。控股股东和实际控制人均为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。

山东能源集团由兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）与山东能源集团有限公司（以下简称“原山东能源集团”）合并而成。兖矿集团前身为成立于1976年，隶属于煤炭工业部的兖矿矿务局。1996年3月，兖矿矿务局改制为国有独资公司——兖州矿业(集团)有限责任公司。1998年，煤炭工业部被撤销，原煤炭工业部直属和直接管理的94户国有重点煤炭企业下放地方管理。原兖矿集团由煤炭工业部划归山东省人民政府管理。1999年，兖州矿业(集团)有限责任公司正式更名为兖矿集团有限公司。后经多次增资与股权变更，截至2020年6月末，兖矿集团实收资本77.69亿元，山东省国资委、山东国惠投资有限公司和山东省社会保障基金理事会持有兖矿集团的股权比例分别为70%、20%和10%。

2020年8月14日，经公司股东山东省国资委、山东国惠投资有限公司及山东省社会保障基金理事会批准，兖矿集团与原山东能源集团签署《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》。2020年11月30日，兖矿集团与原山东能源集团进行合并交割。2021年3月31日，原山东能源集团完成注销手续，兖矿集团在2021年3月31日完成公司信息登记变更手续，原兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”。截至2021年6月末，公司注册资本247.00亿元，实收资本302.22亿元，公司控股股东与实际控制人仍为山东省国资委，第二大股东及其持股比例保持不变，第三大股东由山东省社会保障基金理事会变更为山东省财欣资产运营有限公司¹，持股比例仍为10%。

公司是山东省国资委下属的山东省第一大有煤企业，2020年，公司分别位居世界500强企业前100位²和中国企业500强前25位³，中国煤炭企业前2位，综合实力很强。截至2020年末，公司拥有煤炭地质储量924亿吨（含在建及拟建煤矿储量），剩余可采储量208亿吨，核定产能34951.00万吨/年，煤炭矿区主要分布在山东、山西、内蒙古、新疆和澳大利亚等地，煤种以优质动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤为主，具有较强规模优势和一定的煤种优势。2020年，公司煤炭产量27001.00万吨，区域市场地位突出。

公司旗下拥有五家上市公司，分别为兖州煤业股份有限公司（股票简称“兖州煤业”，股票代码“600188.SH”和“1171.HK”）、兖州煤业下属的兖州煤业澳大利亚有限公司（股票简称“兖煤澳大利亚”，股票代码“3668.HK”和“YAL”）、临沂矿业集团有限公司下属的山东玻纤股份有限公司（股票简称“山东玻纤”、股票代码“605006.SH”）、云鼎科技股份有限公司（股票简

¹ 山东省财欣资产运营有限公司控股股东是山东省财政厅，持股比例为100.00%。

² 世界500强企业中，原山东能源集团和原兖矿集团分别位居第212位和第295位。

³ 中国企业500强中，原山东能源集团和原兖矿集团分别位居57位和75位。

称“云鼎科技”，股票代码“000409.SZ”)、兖矿东华集团有限公司下属的新风光电子科技股份有限公司(股票简称“新风光”，股票代码“688663.SH”)。截至2021年6月末，公司以直接和间接方式持有上述上市子公司的股权比例分别为56.01%⁴、36.22%、52.74%、16.71%、38.25%。

截至2021年6月末，上市子公司兖州煤业(合并)资产总额2692.62亿元，所有者权益814.33亿元，资产负债率69.76%。2020年和2021年1~6月，兖州煤业分别实现营业总收入2149.92亿元和653.80亿元，利润总额分别为92.54亿元和76.96亿元；截至2021年6月末，上市子公司兖煤澳大利亚(合并)资产总额527.84亿元，所有者权益253.56亿元，资产负债率51.96%。2020年和2021年1~6月，兖煤澳大利亚分别实现营业收入174.42亿元和86.23亿元，净利润-52.17亿元和-6.26亿元；截至2021年6月末，上市子公司山东玻纤(合并)资产总额47.11亿元，所有者权益20.37亿元，资产负债率56.76%。2020年和2021年1~6月，山东玻纤分别实现营业总收入19.96亿元和14.47亿元，利润总额分别为2.12亿元和3.98亿元。截至2021年6月末，上市子公司云鼎科技(合并)资产总额9.30亿元，所有者权益5.86亿元，资产负债率36.96%。2020年和2021年1~6月，云鼎科技分别实现营业总收入21.63亿元和1.29亿元，利润总额分别为1.26亿元和0.20亿元。截至2021年6月末，上市子公司新风光(合并)资产总额16.10亿元，所有者权益9.90亿元，资产负债率38.52%。2020年和2021年1~6月，新风光分别实现营业总收入8.44亿元和3.27亿元，利润总额分别为1.22亿元和0.50亿元。

本期债券及募集资金用途概况

本期债券概况

经发改企业债券[2019]151号文核准，公司获准发行总额不超过100.00亿元的公开发行公司债券，可分期发行。本次公司拟发行“2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券”(以下简称“本期债券”)，分两个品种，其中品种一全称为“2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券(品种一)”，简称“21山能债03”，品种二全称为“2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券(品种二)”，简称“21山能债04”。本期债券计划发行金额25.00亿元，其中品种一计划发行金额为15.00亿元，基础发行金额为10.00亿元，弹性配售金额为5.00亿元；品种二计划发行金额为10.00亿元，基础发行金额为5.00亿元，弹性配售金额为5.00亿元。品种一债券期限为3年期，品种二债券期限为5年期。本期债券面值100元，平价发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券存续期内的最终基本利差和最终票面利率将根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案，并在存续期内固定不变。

本期债券附设弹性配售选择权。本期债券品种一的弹性配售安排如下：如品种一申购总量未达到基础发行额的，按照承销协议约定的包销条款履行责任，应按照基础发行额10.00亿元进行配售，本期发行总额为基础发行额。如品种一申购总量达到基础发行额，且未达到品种一当期发行计划规模的，不得使用弹性配售选择权，应按照品种一基础发行额进行配售，品种一

⁴ 截至2021年3月末，公司通过A+H股持有公司股权合计为56.01%。

本期发行总额为基础发行额（即 10.00 亿元）。如品种一申购总量达到计划发行规模、且未达到强制触发倍数的，公司可根据授权文件与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照品种一本期计划发行规模进行配售，品种一本期发行总额为基础发行额与弹性配售额之和（即 15.00 亿元），如不启动弹性配售，品种一本期发行总额为基础发行额（即 10.00 亿元）。

本期债券品种二的弹性配售安排如下：如品种二申购总量未达到基础发行额的，按照承销协议约定的包销条款履行责任，应按照基础发行额 5.00 亿元进行配售，本期发行总额为基础发行额。如品种二申购总量达到基础发行额，且未达到品种二当期发行计划规模的，不得使用弹性配售选择权，应按照品种二基础发行额进行配售，品种二本期发行总额为基础发行额（即 5.00 亿元）。如品种二申购总量达到计划发行规模、且未达到强制触发倍数的，公司可根据授权文件与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照品种二本期计划发行规模进行配售，品种二本期发行总额为基础发行额与弹性配售额之和（即 10.00 亿元），如不启动弹性配售，品种二本期发行总额为基础发行额（即 5.00 亿元）。

本期债券另附有强制配售触发条款，如品种一申购总量达到强制触发条款（基础发行额的 5 倍）后，则必须启动弹性配售，品种一本期发行总额即为基础发行额与弹性配售额之和（即 15.00 亿元）；如品种二申购总量达到强制触发条款（基础发行额的 5 倍）后，则必须启动弹性配售，品种二本期发行总额即为基础发行额与弹性配售额之和（即 10.00 亿元）。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券计划发行金额 25.00 亿元，其中品种一计划发行金额为 15.00 亿元，其中基础发行金额 10.00 亿元，5 亿元用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目，5 亿元用于补充营运资金；若行使弹性配售选择权，发行规模为 15 亿元，7.5 亿元用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目，7.5 亿元用于补充营运资金。品种二计划发行金额为人民币 10 亿元，其中基础发行额为 5 亿元，2.5 亿元用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目，2.5 亿元用于补充营运资金；若行使弹性配售选择权，发行金额为 10 亿元，5 亿元用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目，5 亿元用于补充营运资金。本期债券募集资金用途如下：

图表 1 本期债券品种一不行使弹性配售选择权对应的募集资金用途（单位：%、亿元）

品种	募集资金投向	项目实施主体	与公司的关系	公司持股比例	项目投资总额	拟使用募集资金额	占总投资额的比例
品种一	2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程	山东鲁西发电有限公司	二级子公司	100.00	52.61	5.00	9.50
	补充营运资金	-	-	-	-	5.00	-
合计						10.00	

数据来源：公司提供，东方金诚整理

图表2 本期债券品种一行使弹性配售选择权对应的募集资金用途（单位：%、亿元）

品种	募集资金投向	项目实施主体	与公司的关系	公司持股比例	项目投资总额	拟使用募集资金额	占总投资额的比例
品种一	2×60万千瓦煤炭地下气化发电工程	山东鲁西发电有限公司	二级子公司	100.00	52.61	7.50	14.26
	补充营运资金	-	-	-	-	7.50	-
	合计					15.00	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

图表3 本期债券品种二不行使弹性配售选择权对应的募集资金用途（单位：%、亿元）

品种	募集资金投向	项目实施主体	与公司的关系	公司持股比例	项目投资总额	拟使用募集资金额	占总投资额的比例
品种二	2×60万千瓦煤炭地下气化发电工程	山东鲁西发电有限公司	二级子公司	100.00	52.61	2.50	4.75
	补充营运资金	-	-	-	-	2.50	-
	合计					5.00	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

图表4 本期债券品种二行使弹性配售选择权对应的募集资金用途（单位：%、亿元）

品种	募集资金投向	项目实施主体	与公司的关系	公司持股比例	项目投资总额	拟使用募集资金额	占总投资额的比例
品种二	2×60万千瓦煤炭地下气化发电工程	山东鲁西发电有限公司	二级子公司	100.00	52.61	5.00	9.50
	补充营运资金	-	-	-	-	5.00	-
	合计					10.00	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

根据山东省发展改革委员会“鲁发改能源[2016]85号”批复文件，2×60万千瓦煤炭地下气化发电工程项目实施主体为山东鲁西发电有限公司，位于济宁邹城市太平镇，主要建设内容为新建2台60万千瓦超超临界煤气掺烧发电机组，同步配套建设日产煤气150万立方米煤炭地下气化过程。根据山东省发展改革委员会“鲁发改能源[2018]126号”批复文件，本项目批复有效期延长1年，其他已批复事项不变。气化工程地面站位于山东鲁西发电有限公司现有厂址西北侧，由气化控制系统、制氧系统、输送系统和给排水系统组成，充分利用发电工程相关辅助设施，地下气化炉位于里彦煤矿北面的四采区，地下布置6台地下气化炉，对里彦煤矿四

采区第三层不易机械化开采的边角煤进行气化。

项目于2019年1月开工,预计建设期3.5年,项目计划总投资金额52.61亿元,截至2021年8月末,已累计完成投资21.43亿元,主要是实施了土建工程、厂房主体框架,锅炉钢架吊装、冷却塔工程等建设内容,正在逐步实施进行水务处理中心建设、汽轮机及发电机安装等,即将进行煤炭地下气化相关设施等部分的建设。项目收益来源为售电收入和供热收入。根据项目可行性研究报告测算,全面投产后每年产品销售收入合计23.52亿元,其中,售电收入19.73亿元,供热收入3.79亿元。项目投资方资本金内部收益率为14.27%。

宏观经济和政策环境

二季度宏观经济延续修复势头,出口拉动工业生产是经济复苏的主动动力

二季度GDP同比增长7.9%,增速较一季度大幅回落主要源于上年同期基数变化;二季度GDP两年平均增速为5.5%,比上季度加快0.5个百分点,表明经济修复过程持续推进。受海外疫情高发带动,二季度出口异常强劲,带动工业生产“领跑”,是当前经济修复的主动动力。当季消费延续缓慢复苏势头,投资增长动能有所增强,但内部分化明显。其中,制造业投资受到企业利润改善和融资政策支持,二季度修复节奏明显加快;财政支出节奏放缓,基建投资走势温和;调控加码背景下,房地产投资韧性仍然较强,但6月增长动能开始“拐头向下”。

受上年基数变化影响,预计三季度GDP增速将回落至6.2%左右,两年平均增长率则会升至5.7%,将基本达到今年潜在经济增长水平。接下来消费将更多替代出口,成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是,受国际大宗商品价格上升影响,二季度PPI大幅冲高,消费不振叠加猪肉价格大跌,CPI低位运行。我们判断,三季度PPI涨幅回落有限,物价“剪刀差”格局将会延续。四季度CPI同比有望升至2.5%至3.0%区间,全面高通胀风险依然不大。

全面降准标志着货币政策向稳增长方向微调,“紧信用”过程有望告一段落,下半年财政政策发力空间很大

7月全面降准意外落地,在改善小微企业融资环境的同时,也将激励银行贷款投放。这意味着上半年持续推进的“紧信用”过程接近尾声,下半年信贷和社融增速将触底回升,市场利率也有望“下一个台阶”,有利于企业信用债融资。综合考虑经济和物价形势,本次降准并不代表货币政策全面转向宽松,但客观上会增强经济修复的韧性。上半年财政支出进度为近9年以来最慢,专项债发行明显延后,这为下半年财政发力预留了很大空间。

整体上看,今年宏观政策在向常态化回归,“有保有压”的结构性特征凸显,“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新,“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资。上半年房企违约有所增加,下半年部分弱质平台信用风险值得关注。

行业分析

公司主营业务为煤炭开采,同时经营贸易、煤化工等业务,所属行业为煤炭行业。

煤炭行业

经济稳定恢复，出口超预期增长，传统产业增长保持韧性，高技术及装备制造等新动能用电量拉动强劲，火电、钢材、建材和化工等煤炭下游行业耗煤需求较高，但煤矿安监环保与内蒙古煤管票持续趋严，澳煤进口受限，蒙煤替代不足，供需持续偏紧

2020年，全国关闭退出落后产能450处以上，截至2020年末，全国累计退出煤矿5500处左右，累计退出落后煤炭产能10亿吨以上。2020年全国煤炭产量39.0亿吨，同比增长1.4%；规模以上煤炭企业原煤产量38.4亿吨，同比增长0.9%，增速下降3.30个百分点。近年煤炭供给结构持续调整，2020年，晋陕蒙新主产区原煤产量占全国原煤产量的比重为78.29%，同比提高1.45个百分点。其中，山西、陕西和新疆煤炭产量分别为10.63亿吨、6.79亿吨和2.66亿吨，同比分别增长8.20%、6.30%和11.76%；但在内蒙古涉煤反腐领域倒查20年、安监环保加强背景下，内蒙古煤管票政策收紧，内蒙古煤炭产量10.01亿吨，同比下降7.80%。

2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，全社会电量、钢材、建材与焦化产品需求下降，六大电厂日耗煤与高炉开工率明显下滑，动力煤、炼焦煤和无烟煤需求减少。下半年以来，国内疫情防控较为稳定，企业复工复产，经济逐步复苏，全社会用电量恢复增长带动动力煤消费量提升；逆周期调节政策持续发力，基建投资和地产投资增长，钢材、建材和化工产量提高，带炼焦煤和无烟煤消费量上升。2020年全年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.10%，同比下降1.4个百分点；钢材产量7.33亿吨，同比增长5.30%，增速同比下降2.70个百分点。

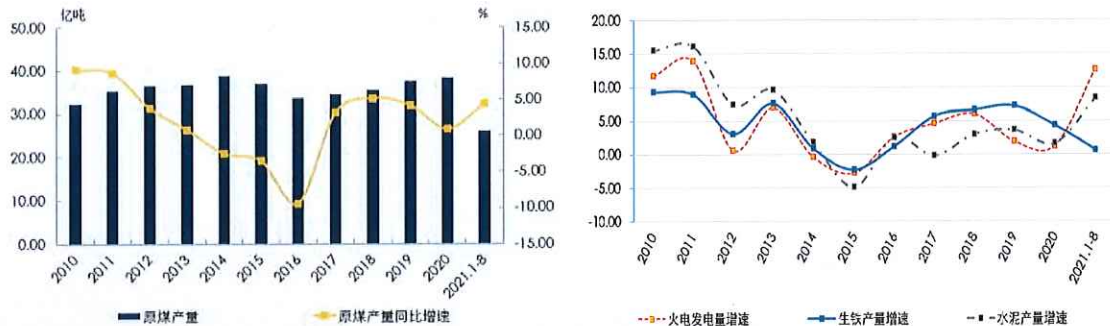
2021年年初以来，晋陕蒙新等主产区新增优质产能继续释放，但南方部分省份如湖南、江西、重庆等省（市）落后煤炭产能还将进一步退出，供给质量持续改善，煤炭产量保持增长，主产区产量占比进一步提升。2021年上半年，全国新增优质先进产能1.40亿吨/年，预计下半年新增优质产能1.1亿吨/年。2021年1~8月，建党100周年庆典背景下，煤矿安监环保持续趋严；叠加内蒙古“涉煤反腐倒查20年”影响，内蒙古煤管票收紧，区域煤炭产量同比持续下降；同期，全国原煤产量25.97亿吨，同比增长4.40%，各月产量增速分化较大⁵，3月以来煤炭各月产量同比下降或维持低速增长。2021年1~8月，受中澳关系紧张，澳大利亚焦煤和动力煤进口量压制为零，蒙古国煤炭进口通关受新冠肺炎疫情等因素影响，全国煤炭进口量1.98亿吨，同比下降10.30%。

2021年上半年，经济稳定恢复，出口超预期增长，第一产业用电潜力释放，传统高耗能行业钢铁、有色金属、建材和化工行业用电量同比增长12.90%，增长保持韧性；高技术及装备制造业用电量同比增长28.30%，反映我国制造业升级态势明显，新动能发展壮大，第三产业用电量同比增长25.80%，其中，信息技术服务业用电量延续快速增长，两年平均增长26.30%。上半年，全国火电发电量同比增长15.0%，火电在发电量结构中仍起到兜底支撑作用，并拉动煤炭消费量同比增长11.96%。受去年同期低基数影响，上半年全国房屋新开工面积增长较快，但由于房地产行业调控政策仍较严，7月新开工面积同比增速转负，在两会提出“新老基建并重、老基建托底新基建发力”政策背景下，基建投资较为稳定。2021年上半年，我国生铁产量5.34亿吨，同比增长4.00%，增速同比提高1.80个百分点。预计下半年，三大产业用电量同比

⁵ 除1~2月因低基数累计产量同比大幅增长25.00%外，3~8月煤炭各月产量增速分别为-0.20%、-1.80%、0.60%、-5.00%、-3.30%和0.80%

持续增长，高技术及装备制造业及信息技术产业用电增速仍将维持两位数以上的增长，火电与建材耗煤需求保持高位。在工信部确保 2021 年粗钢产量同比下降要求下，随着秋冬季节采暖季到来，预计限产政策或将波浪式加码，粗钢产量下降将致炼焦煤需求承压。受资源、环境约束以及极端天气不确定性的影响，局部区域、个别时段、部分煤种将存在供应短缺的情况。

图表 5 近年我国原煤产量及下游需求增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求意见稿）》提出，促进煤炭清洁高效利用，中适度发展现代煤化工，打通煤油气、化工和新材料产业链，拓展煤炭全产业链发展空间，现代煤化工有望成为煤炭需求增长点。中长期来看，在“2030 年碳排放达峰”、“2060 年碳中和”远景目标下，国家将强化节能减排、大气环境治理，新能源和可再生能源对煤炭消费的替代作用增强，但在电力安全保供、系统调峰需求下，煤电仍将承担国内电力供应的“稳定器”和“压舱石”的基础保障作用，预计中长期煤炭消费量将“稳中有降”。

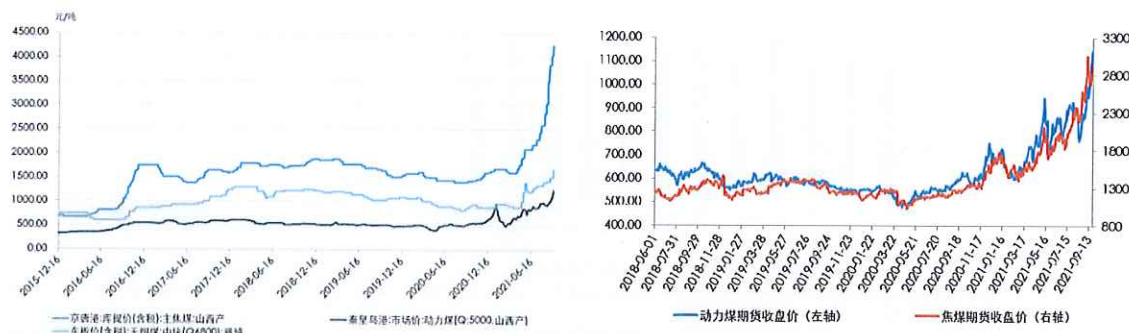
2021 年前三季度，煤炭供需偏紧，价格较快上涨，预计四季度，在采暖季火电耗煤需求较高和国际煤炭供需关系趋紧影响下，动力煤价格维持高位，但受粗钢产量压减和环保治理影响，焦煤和无烟煤价格将高位承压，全年煤炭价格中枢明显上移

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，2020 年前三季度煤炭价格中枢同比均下降，其中动力煤价格中枢 535.55 元/吨，同比下降 13.40%；炼焦煤价格中枢 1524.92 元/吨，同比下降 16.23%；无烟煤价格中枢 995.74 元/吨，同比下降 15.78%。焦煤和无烟煤价格中枢降幅更大，但仍位于较高水平。四季度，采暖季煤炭需求旺盛加之下游钢铁、建材和化工企业开工率维持高位，电厂日耗煤回升，需求回暖带动动力煤价格较前三季度将明显回升；焦煤受产品稀缺、进口煤政策持续严格、钢铁与焦化企业开工率维持高位导致供需偏紧等因素支撑，价格中枢保持在 1524 元/吨左右；无烟煤受下游尿素、合成氨企业开工率低迷，需求不足影响，价格中枢下探至 880 元/吨左右。全年动力煤价格中枢位于绿色区间基准价 535 元/吨以上，焦煤价格、无烟煤价格有所回落。

2021 年以来，随着经济复苏，出口超预期增长，三大产业用电量较快增长，火电耗煤需求支撑，动力煤各月产量同比下降或低速增长，澳煤进口受限为零，蒙煤受疫情影响通关效率降低、且对澳低硫主焦煤替代不足，煤炭供需持续偏紧。2021 年 8 月，受煤炭供需持续偏紧影响，秦皇岛港山西产 5500 大卡动力煤市场价较 1 月初增长 76.33%至 1247.50 元/吨；京唐港山西产主焦煤库提价 4250.00 元/吨，较 1 月初增长 157.58%；晋城 6800 大卡无烟煤中块车板价

1680.00 元/吨，较 1 月初增长 90.91%。预计四季度，三大产业用电量保持较快增长，终端电能渗透率进一步提升，秋冬季水电挤出效应不足，叠加采暖季补库需求支撑，火电耗煤量增加将带动动力煤需求保持增长，支撑动力煤价格维持高位。在“碳中和”、“碳达峰”的背景下，各省能耗双控加速推进，在工信部压减粗钢产量，实现全年粗钢产量平控目标下，预计生铁产量同比下降，炼焦煤价格将高位承压。

图表 6 国内煤炭主要品种现货与期货价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

受益于煤炭价格上涨，煤炭企业盈利能力显著改善，区域集中度和行业集中度提升

受新冠肺炎疫情影响，2020 年，煤炭价格中枢同比下滑，全国规模以上的煤炭企业实现营业收入 20001.90 亿元，同比下降 8.40%；利润总额 2222.70 亿元，同比下降 21.10%。利润降幅大于收入降幅，主要是因为贸易业务规模扩大，贸易业务收入增加部分抵消了煤炭和化工业务收入下降的影响。行业前十大上市公司营业总收入同比增长 2.85%，利润总额同比下降 3.82%。2021 年 1~7 月，随着煤炭价格上涨，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 14518.80 亿元，同比增长 32.70%；利润总额 2584.40 亿元，同比增长 127.90%。2021 年上半年，煤炭行业前十大上市公司营业总收入 4950.90 亿元，同比增长 20.83%，利润总额 900.35 亿元，同比增长 48.30%，净利润 729.65 亿元，同比增长 51.96%。

2020 年以来，煤炭企业加快整合重组。2020 年 4 月 22 日山煤国际公告，山西焦煤集团吸收合并山西煤炭进出口集团。7 月 12 日兖州煤业公告，兖矿集团拟与山东能源集团合并，重组完成后，兖矿集团和山东能源集团煤炭产量合计将达到 2.91 亿吨，位居全国第三位。2020 年 10 月 9 日，大同煤业公告称，山西省拟联合重组大同煤矿集团有限责任公司（简称“同煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（简称“晋煤集团”）、晋能集团有限公司（简称“晋能集团”）省属三户煤炭企业，同步整合山西潞安矿业（集团）有限责任公司、华阳新材料科技集团有限公司相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心，组建晋能控股集团有限公司。整合完成后，同煤集团、晋煤集团和晋能集团的原煤产量达到 3.01 亿吨，超过中煤能源集团成为仅次于国家能源集团的全国第二大煤企。随着以上重组的推进，国内煤炭行业 CR3 由 22.26% 提升到 28.67%，CR5 由 30.16% 提升到 37.99%，CR10 由 43.47% 提高至 48.38%，行业集中度提升有利于控制煤炭供给秩序，改善煤炭供需格局，稳定煤炭市场价格。

图表7 规模以上煤炭企业和煤炭行业前十大上市公司盈利情况（单位：万吨、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司营业总收入主要来源于贸易和煤炭业务，毛利润主要来源于煤炭业务，近年公司营业收入保持增长，受煤炭销售价格下降影响，公司毛利润和毛利率有所下滑

公司主营业务为煤炭开采，同时经营贸易、煤化工等业务。公司营业总收入仍主要来源于贸易和煤炭业务。近年，随着公司贸易业务规模扩大，公司营业收入保持增长。从收入构成来看，煤炭和贸易业务仍是公司收入的主要来源，2020年贸易业务和煤炭业务收入占比分别为65.75%和21.74%。公司其他业务包括房地产、工程施工、煤机制造、电力、供热、材料销售、运输业务、工程劳务、医疗服务等，其他业务仍较分散，各业务规模相对较小。

受煤炭销售价格下降影响，近年公司毛利润和毛利率有所下滑。公司毛利润仍主要来自煤炭业务，2020年煤炭业务毛利润占比为68.22%，煤化工业务是公司利润的重要补充。受新冠肺炎疫情影响，2020年公司煤炭及煤化工产品销量减少，销售价格下滑，公司毛利润同比下降17.21%，综合毛利率同比下降3.28个百分点。

2021年1~6月，随着经济加快复苏，下游需求增长，公司煤炭和化工产品销售价格同比较快上涨，公司营业总收入3982.38亿元，同比增长164.07%；毛利润366.33亿元，同比增长151.13%。

图表 8 公司营业总收入和毛利情况⁶ (单位: 亿元、%)



煤炭业务

公司煤炭业务主要由下属子公司兖州煤业、新汶矿业集团有限责任公司（以下简称“新矿集团”）、枣庄矿业（集团）有限责任公司（以下简称“枣矿集团”）和淄博矿业集团有限责任公司（以下简称“淄矿集团”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）、临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临矿集团”）、肥城矿业集团有限责任公司（以下简称“肥矿集团”）、龙口矿业集团有限责任公司（以下简称“龙矿集团”）等负责运营。公司境外煤炭业务由兖州煤业下属的兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳大利亚”）和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。

图表 9 2020 年公司煤炭业务经营主体主要经营和财务数据 (单位: 亿吨、万吨、亿元、%)

子公司名称	可采储量	煤炭产量	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	资产负债率
兖州煤业	31.66	12027	2589.10	797.82	2149.92	68.38	69.19
新矿集团	83.00	2560	807.83	208.56	942.96	11.49	74.18
枣矿集团	6.00	2634	705.83	390.16	1415.66	9.93	44.72
淄矿集团	21.00	2464	488.29	228.52	546.95	9.98	53.20
新疆能化	1.21	141	57.64	18.29	18.04	0.04	68.27
临矿集团	9.00	1628	358.20	132.52	335.01	6.87	63.00
肥矿集团	13.00	439	82.07	-81.15	80.89	3.92	198.88
龙口矿业	3.00	827	208.43	46.24	47.67	-3.65	77.82

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

⁶ 图表 4 中 2018 年和 2019 年数据为兖矿集团和原山东能源集团追溯调整后的合并数据。财务分析及附表中 2018 年财务数据为兖矿集团 2019 年审计报告年初数据, 未对兖矿集团和原山东能源集团合并后数据追溯调整。图表 8 毛利率数据与附件三不一致, 主要系图表 8 毛利率计算包括了其他业务收入和其他业务成本, 附件中的毛利率不包括其他业务收入和其他业务成本, 及四舍五入所致。

作为兖矿集团与原山东能源集团合并后的存续主体，公司是国内前三大、山东省最大的煤炭生产企业，煤炭资源储量丰富，煤种齐全，煤质优良，矿井区域分布较广，市场竞争力极强

作为我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，公司煤炭资源储量丰富，在山东、山西、陕西、内蒙古、新疆和澳大利亚等地控制了大量煤炭资源。截至 2020 年末，公司拥有和控制煤炭资源地质储量 924 亿吨，可采储量 208 亿吨，核定产能 3.50 亿吨/年。2020 年公司煤炭产量 27001.00 万吨，位居国内煤炭行业前三位，具备很强的规模优势。此外，公司煤种齐全，包括动力煤、喷吹煤、无烟煤、炼焦用气精煤等。公司生产的“兖矿煤”具有“三低三高”（低灰、低硫、低磷、高发热量、高挥发分、高灰熔点）的特点，是用于炼焦、火力发电、制气、化工和制造水煤浆的优质煤种，在国内外煤炭市场具有较高的知名度。

图表 10 截至 2020 年末公司煤炭资源储量情况（单位：亿吨、万吨、万吨/年）

序号	单位名称	煤炭品种	资源总量	可采储量	产能
1	兖州煤业	气肥煤、长焰煤、不粘煤	209.85	52.78	20965.00
2	新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	209.00	83.00	4637.00
3	枣矿集团	气肥煤、长焰煤	36.00	6.00	2340.00
4	淄矿集团	气肥煤、长焰煤	46.00	21.00	2840.00
5	肥矿集团	气肥煤	30.00	13.00	660.00
6	临矿集团	气肥煤、长焰煤	109.00	9.00	1752.00
7	龙矿集团	气肥煤、长焰煤	19.00	3.00	830.00
8	新疆能化	长焰煤	2.82	1.21	150.00
9	贵州矿业	无烟煤	20.00	3.00	267.00
10	贵州能化 ⁷	无烟煤	32.00	5.00	510.00
11	其他 ⁸	-	210.33	11.01	-
合计		-	924	208	34951

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受关闭退出与核减产能、新冠肺炎疫情及安全事故等因素影响，公司近年煤炭产能、产量略有波动

公司在煤炭开采方面资源条件优良，技术装备先进；开采煤层以中厚煤层、厚煤层以及特厚煤层为主，煤层赋存稳定、煤质好，适合机械化大规模开采；公司开采技术装备一流，采用成套综采与综放装备，设备可靠性强、能力大，成功研制出世界首套 8.2m 超大采高综采装备，在金鸡滩煤矿成功应用。公司成功研发了厚煤层综采放顶煤技术、薄煤层机械化开采技术、新型两柱掩护式放顶煤液压支架等先进技术和设备，基本实现了采煤、放煤、运输等生产环节的机械化、智能化和自动化，综采放顶煤核心技术处于国际领先水平。2018 年~2020 年，公司共关闭退出煤矿 12 处、核减产能煤矿 20 处，退出与核减煤炭产能合计 2377 万吨/年。其中，2020 年，公司关闭或退出矿井 6 对，涉及产能 761 万吨/年；核减产能 559 万吨/年，退出与核减产能合计 1320 万吨/年，已完成山东省政府下达的去产能目标。截至 2020 年末，公司煤炭

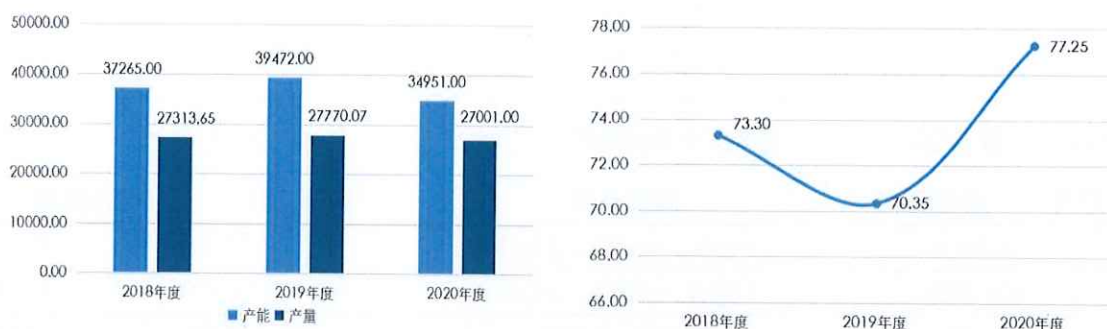
⁷ 2020 年 12 月，公司退出兖矿贵州能化有限公司大股东。

⁸ 其他资源储量主要为公司已取得探矿权的在建及拟建的煤矿资源储量。

核定产能 34951 万吨/年。

受新冠肺炎疫情、新矿集团下属山东新巨龙能源有限责任公司（以下简称“新巨龙”）矿井冲击地压事故、肥矿集团下属肥城矿业集团梁宝寺能源有限责任公司（以下简称“梁宝寺”）煤尘爆炸事故等影响，公司商品煤产量同比下降 2.77%。受益于关闭退出落后产能，公司煤炭业务产能利用率同比提高 6.90 个百分点。预计 2021 年随着在建煤矿投产及产能的进一步释放，公司煤炭产能和产量规模将进一步扩大，煤炭业务市场竞争力将进一步提升。

图表 11 近年公司原煤产能、产量和产能利用率情况⁹（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司发生多起安全生产事故，对煤炭正常生产运营造成负面影响，公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加，或因冲击地压影响，未来面临一定安全生产风险

近年公司保持较大规模的安全投入，2020 年安全投入资金 59.76 亿元。2020 年，公司百万吨煤死亡率 0.0481 人/百万吨，同比有所增长，但低于全国煤矿百万吨煤死亡率 0.058 人/百万吨的水平。2020 年 2 月，原山东能源集团子公司新汶集团下属的新巨龙煤矿发生冲击低压事故，造成 4 人死亡。2020 年 8 月，原山东能源集团子公司肥矿集团下属梁宝寺采煤工作面发生煤尘爆炸事故，造成 7 人死亡、9 人受伤。2021 年 5 月，公司枣矿集团下属新安煤矿发生冒顶事故，造成 3 人死亡。2020 年以来，公司发生多起较大¹⁰安全生产事故，对煤炭正常生产运营造成负面影响。

山东能源局 2019 年 3 月印发了《关于调整全省采深超千米冲击地压矿井核定生产能力的通知》，山东省采深超千米冲击地压生产矿井 19 处，其中涉及公司矿井 15 处。公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加，或因冲击地压影响，未来面临一定安全生产风险。

公司在建¹¹煤矿主要包括万福煤矿、长城二矿二期、鲁新煤矿、油房壕煤矿、邵寨煤矿和锦源煤矿等。在建煤矿设计总产能 2300 万吨/年，计划总投资 221.20 亿元，截至 2020 年末已累计完成投资 156.87 亿元，2021 年~2023 年，分别计划投资 36.24 亿元、18.00 亿元和 15.00 亿元。

⁹ 本报告对产能、产能利用率进行了年化处理。

¹⁰ 根据《生产安全事故报告和调查处理条例》（国务院 493 号令）的规定，较大安全事故是指，造成 3 人以上 10 人以下死亡，或者 10 人以上 50 人以下重伤，或者 1000 万元以上 5000 万元以下直接经济损失的事故。

¹¹ 公司部分在建项目尚未办理结算。

图表 12 截至 2020 年末公司煤炭业务主要在建项目（单位：万吨、亿元）

序号	项目名称	设计产能	计划总投资	截至 2020 年 末已投资额	2021 年 拟投资额	2022 年 拟投资额	2023 年 拟投资额
1	万福煤矿及选煤厂	180	50.35	40.55	8.87	2.00	-
2	长城二矿二期项目	400	26.41	15.74	2.82	3.00	3.00
3	鲁新煤矿	500	30.25	47.63	2.03	-	-
4	油房壕煤矿	500	42.72	12.35	4.48	4.00	4.00
5	邵寨煤矿	120	32.67	31.09	6.49	-	-
6	锦源煤矿	600	38.8	9.51	11.55	9.00	8.00
合计		-	221.20	156.87	36.24	18.00	15.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

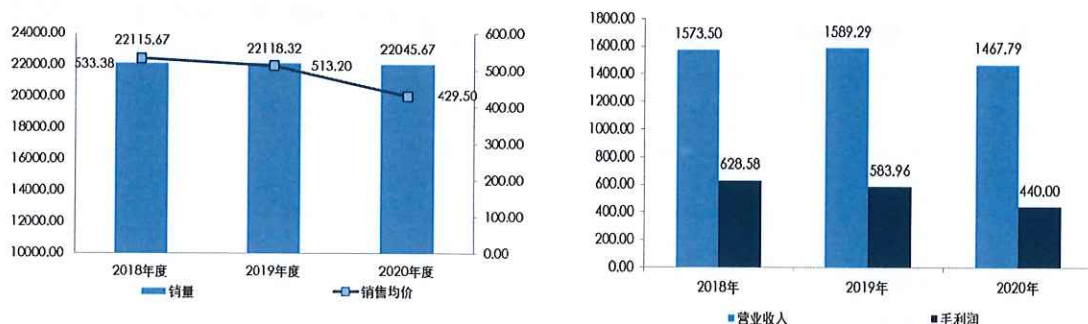
公司煤炭主要销往华东、华北等经济发达地区，下游客户稳定且交通运输便利

公司与境内外大型钢厂、电厂、焦化厂形成了稳固的战略合作关系，所处地区铁路、公路和海运交通条件便利，紧靠经济发达但资源匮乏的长三角地区，贴近市场进行销售，区位优势明显。公司商品煤主要为炼焦用气精煤和动力煤。境内销售区域以境内的华东和华北地区为主，华东地区销售占比达到 60%以上。其中省内气精煤主要销往宝山钢铁股份有限公司和山东钢铁集团等钢铁企业，省内动力煤主要销往华电国际电力股份有限公司等；省外煤炭产品在就地转化的同时，利用成熟的市场网络向东部输送。境外煤炭销售市场以日本、韩国和澳大利亚等地为主。2020 年，公司煤炭销售前五大客户分别为山西焦煤集团有限责任公司、华电集团有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司、山东钢铁股份有限公司和淮北矿业集团有限责任公司，销售金额 126.49 亿元，销售金额占比 8.62%，客户集中度一般。公司与下游客户结算方式主要为现汇、银行承兑汇票和信用证等。

因下游需求放缓，叠加疫情影响，近年煤炭业务收入有所波动，毛利润和毛利率逐年下降；预计 2021 年随着煤炭销售价格上升，煤炭业务盈利能力将增强

2019 年，公司加大实施市场开拓、精煤增量和产品定制销售策略，公司煤炭业务收入基本稳定，但受煤价中枢下移影响，煤炭业务毛利润同比下降 7.10%，毛利率同比下降 3.21 个百分点。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游电厂、钢厂和焦化厂需求有所减少，公司煤炭销量同比下降 0.33%，煤炭销售均价同比下降 16.31%。受煤炭销量和销售均价下滑影响，2020 年公司煤炭业务收入（含煤炭贸易收入 520.93 亿元）同比下降 7.64%，煤炭业务毛利润同比下降 24.65%，煤炭业务毛利率同比下降 6.76 个百分点。

图表 13 近年公司煤炭销售和盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

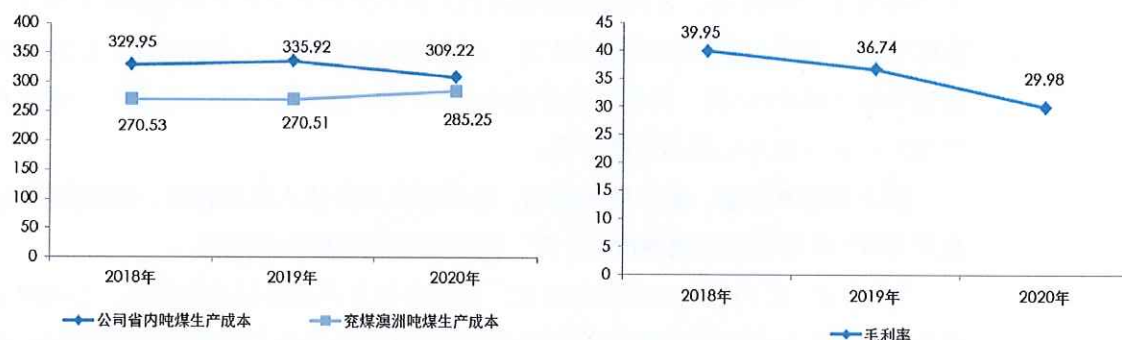


资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司煤炭开采成本主要由工资及员工福利、材料费、安全技措费、电力成本及其他支出等构成。2020年，受职工社保费得到阶段性减免和企业缓缴住房公积金政策等影响，职工薪酬费用有所下降，省内吨煤生产成本同比下降7.95%；境外吨煤生产成本受部分矿井因疫情及开采条件停工减产影响同比增长5.45%。受煤炭销售均价下降影响，公司煤炭业务毛利率同比下降6.76个百分点。

预计2021年，受益于煤炭市场价格较快上涨，公司煤炭销售均价同比上升，煤炭业务收入和毛利润均将同比增长。

图表 14 近年公司煤炭业务吨煤成本及毛利率情况（单位：元/吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤化工业务

公司煤化工业务主要由子公司兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“鲁南化工”）、兖矿国宏化工有限责任公司、山东兖矿国际焦化有限公司、新疆能化、未来能源和兖州煤业下属子公司鄂尔多斯能化和兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）负责运营。

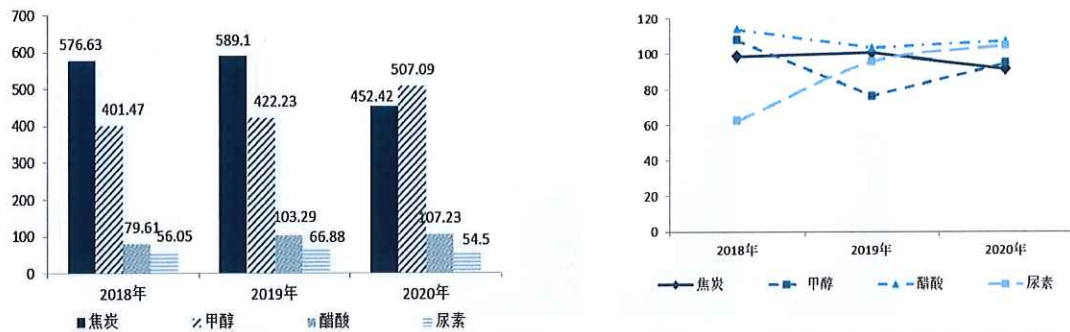
公司焦炭、甲醇等煤化工产品规模较大，未来受益于在建项目投产，煤化工业务产业链将进一步延伸，煤化工业务规模将有所扩大，市场竞争力将增强

公司煤化工业务是煤炭业务的延伸，是“煤与非煤”并重战略中重要的业务之一。公司拥有山东鲁南、陕西榆林、贵州开阳、新疆乌鲁木齐和内蒙古鄂尔多斯五大煤化工产业基地，主要产品包括甲醇、醋酸、尿素和焦炭等。截至2020年末，公司已具备年产535万吨甲醇、495

万吨焦炭、100 万吨醋酸和 52 万吨尿素的综合生产能力。

近年，随着内蒙古、陕西等地的在建煤化工项目陆续投产，公司煤化工产能逐步释放。2020 年，受益于生产装置技改升级和产能释放，公司甲醇产量同比增长 20.10%，产能利用率同比提高 18.57 个百分点；受下属山东同泰能化有限公司退出部分焦炭产能等因素影响，公司焦炭产量同比下降 23.20%；公司结合市场需求，将部分尿素产能调整为生产并销售合成氨导致尿素产能调减，尿素产量同比下降 18.51%；醋酸产量同比变化较小。

图表 15 近年公司煤化工主要产品产量和产能利用率情况（单位：万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司在建煤化工项目主要为荣信二期、榆林甲醇厂二期、30 万吨/年己内酰胺项目和 4 万吨/年聚甲醛项目。其中荣信能化二期设计产能甲醇 90 万吨/年、乙二醇 40 万吨/年、聚甲氧基二甲醚（DMMn）30 万吨/年，该项目已基本完成。榆林能化二期项目主要产品为 80 万吨甲醇及 50 万吨 DMMn；二期项目定位于产品向高端精细化升级，煤制乙二醇下游细分行业较多元，主要用于聚酯生产；DMMN 为甲醇下游产品，是公司煤化工产业链的延伸产品，是一种环保溶剂及清洁能源的添加剂；2019 年末，上述二期项目已试生产，该项目已基本完工，剩余部分收尾工程。4 万吨聚甲醛项目已于 2020 年 2 月主装置单体试车。30 万吨己内酰胺项目于 2019 年 6 月开工，预计 2021 年建成试车。随着上述项目投产，公司煤化工业务产能规模将进一步提升，但若下游需求不及预期或销售拓展不力，产能释放仍将面临一定压力。

图表 16 公司在建煤化工项目投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	截至 2020 年末已投资额	2021 年拟投资额
1	荣信二期建设	73.36	66.87	2.99
2	榆林甲醇厂二期项目	45.96	38.46	2.66
3	4 万吨聚甲醛项目	7.50	6.90	0.60
4	30 万吨己内酰胺项目	40.45	16.97	20.35
合计		167.27	129.20	26.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

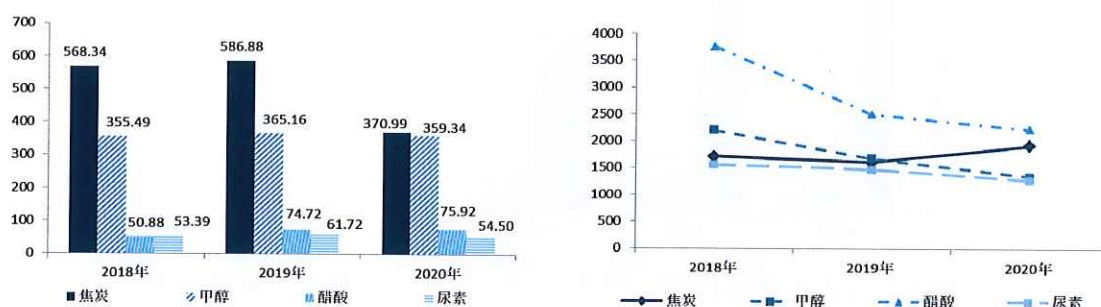
受行业景气度下行、新冠肺炎疫情和国际原油价格低迷影响，公司近年主要煤化工产品价格下降，煤化工业务盈利能力下滑；预计未来，随着煤化工行业景气度回升，煤化工产品价格上涨，在建煤化工项目投产，煤化工业务盈利将有所提升

2019 年，国内需求不振、出口承压、成本端支撑不做导致化工行业景气度下行，公司焦炭销售均价同比下降 5.66%，甲醇销售均价同比下降 23.74%，醋酸销售均价同比下降 33.54%，

尿素销售均价同比下降 5.48%。同期，公司煤化工产品产销率维持较高水平，主要煤化工产品销售量同比增加。

2020 年，受新冠肺炎疫情，下游需求减少影响，公司煤化工产品焦炭、甲醇和尿素的销量同比有所下降，醋酸销量稳中有升；焦炭、甲醇和尿素受市场不景气影响产销率同比下滑；尿素因市场占有率提升导致产销率提升。公司煤化工产品销售依托于其煤炭销售资源及运输渠道，主要销往华东区域。2020 年，受焦炭行业去产能，焦炭市场价格上涨影响，公司焦炭销售均价同比有所提高，但受甲醇、醋酸和尿素价格走低影响，公司煤化工业务收入和毛利润有所承压。

图表 17 近年公司煤化工主要产品销量和销售均价情况（单位：万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年，受主要化工产品价格下降影响，公司化工业务收入同比下降 13.58%，毛利润同比下降 24.0%，毛利率同比下降 2.13 个百分点。2020 年，受新冠肺炎疫情、主要化工产品销量下滑、部分化工产品销售价格下降影响，公司煤化工业务收入同比下降 7.79%，毛利润同比下降 7.21%。受益于焦炭销售价格上涨，毛利率同比提高 0.10 个百分点。2021 年，宏观经济恢复增长，国际原油价格回升，煤化工行业景气度提升。随着在建荣信二期和榆林甲醇厂二期项目投产，公司甲醇产量将同比大幅增加，叠加化工产品销售价格上涨，预计 2021 年公司煤化工业务收入和毛利润有所增长，毛利率将有所提高。

图表 18 近年公司煤化工业务营业收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

贸易业务

公司贸易业务主要经营主体包括山东能源国际贸易有限公司、山东能源集团煤炭营销有限公司、山东中垠国际贸易有限公司、中垠物产有限公司、青岛中充有限公司等。

公司贸易业务以有色金属、油品和矿产品贸易为主，占营业收入比重较大，贸易业务收入逐年增长，但获利能力仍较弱

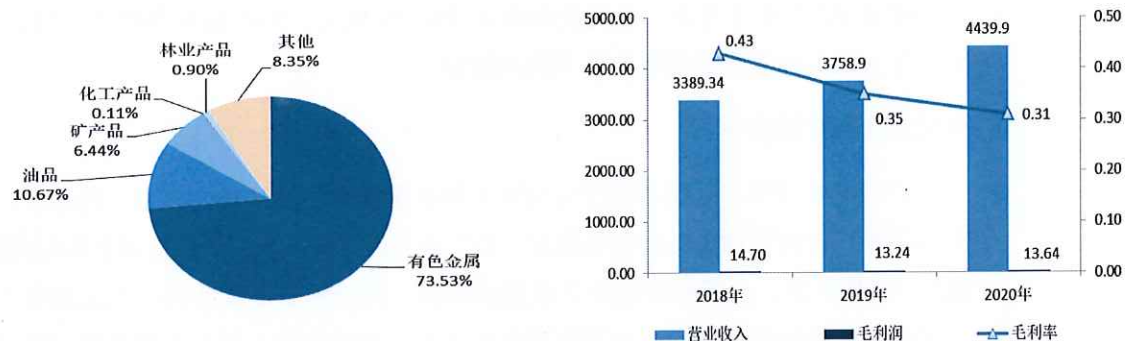
公司主要从事有色金属、油品、矿产品、化工产品、林业产品等物资的批发销售，既包括集团产品的销售，也包括集团外商品的贸易。公司贸易业务运作模式为从上游客户购买有色金属、油品、矿产品、化工产品、林业产品等产品销往下游贸易商实体单位，盈利模式主要为赚取进销差价。结算方式主要为现汇、银承和信用证。公司具有的完备的供销配送基础设施，通过整合内部资源，剥离传统物流与采掘生产，优化物流资源配置，形成专业化物资贸易体系，逐步提高企业已有资源的最大化应用。同时，公司建设有多个大规模的储配基地，加大物流流通量，并不断提高物流产品的附加值，逐步扩展和开发企业潜在的资源。

2020年，公司物流贸易业务收入构成中，有色金属、油品和矿产品收入占比较大，合计占比90.64%。公司有色金属贸易商品主要包括铜、镍、钢材、锌和铝等，矿产品贸易商品主要包括铁矿石、锰矿和铬矿等。公司贸易业务前五大销售客户销售金额443.99亿元，占销售收入的比例为9.66%，客户集中度一般。

2020年，公司物流贸易业务收入同比增长18.12%，毛利润同比增长3.02%，毛利率同比略降0.04个百分点。

综合来看，公司贸易业务收入在营业总收入中占比较大，综合盈利能力较弱。预计公司未来贸易业务收入占比维持较高水平，但受贸易业务盈利模式影响，盈利空间增长有限。

图表 19 2020 年公司物流贸易收入构成和近年盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务包括房地产、煤机制造、工程施工和电力等业务，近年营业收入和毛利润波动增长，为公司利润提供有益补充

公司其他业务分布较广，主要包括房地产、煤机制造、工程施工、电力、供热、运输、材料销售、商业服务、餐饮服务、医疗服务、通信等。公司其他业务较为分散，收入占比较大业务分别为房地产、煤机制造、工程施工，2020年上述三项业务收入占比分别为12.09%、10.09%和4.52%。2020年，公司其他业务实现收入596.89亿元，同比增长31.57%；毛利润为152.71亿元，同比增长8.91%；毛利率为25.58%，同比下降5.33个百分点，整体获利能力较弱。

表 20 近年公司其他业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年度		2019 年度		2020 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
房地产	55.78	11.76	42.01	9.26	72.17	12.09
煤机制造	35.64	7.51	46.24	10.19	60.23	10.09
工程施工	47.15	9.94	26.15	5.76	27.00	4.52
其他	335.93	70.80	339.28	74.78	437.49	73.29
合计	474.50	100.00	453.68	100.00	596.89	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，作为兖矿集团与原山东能源集团合并后的存续主体，公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，市场竞争力极强，2021 年以来，煤炭市场价格较快上涨，预计公司煤炭业务盈利能力将增强；公司焦炭、甲醇等煤化工产品规模较大，随着在建项目投产，煤化工业务产业链将进一步延伸，叠加 2021 年以来化工产品价格较快上涨，公司化工业务未来市场竞争力将增强。东方金诚也关注到，因下游需求放缓，叠加疫情影响，2018 年至 2020 年公司毛利润和毛利率逐年下降；受行业景气度下行、新冠肺炎疫情和国际原油价格低迷影响，2018 年至 2020 年煤化工业务盈利能力有所下滑；公司贸易业务获利能力仍较弱。

企业管理

产权结构

截至 2021 年 6 月末，公司注册资本 247.00 亿元，实收资本 302.22 亿元，控股股东及实际控制人山东省国资委持有公司 70%的股权。

公司治理和管理水平

公司依据《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规和山东省人民政府、山东省人民政府国有资产监督管理委员会有关规定，公司设立股东会、董事会、监事会和经理层等组织机构。截至 2020 年末，公司董事会由 9 名董事组成，其中外部董事 5 名、职工董事 1 名，外部董事人选由山东省国资委提出，公司设董事长 1 人。监事会为公司的监督机构，成员 5 人，其中股东代表监事 2 名、专职监事 1 名和职工监事 2 名，每届任期为 3 年。公司目前监事会暂时缺位，主要系《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发[2018]42 号）规定山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会¹²。公司设经理主持日常生产经营管理工作，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。

公司建立了较为完整的内部组织结构，形成日常经营和财务管理等体系，能够覆盖业务运营的主要环节。公司对全资子公司实行资产经营责任制，子公司可根据自身实际设置内部经营管理机构，并根据发展战略享有一定限额自有资金投资权。对于控股子公司，公司通过委派产

¹² 山东省国资委、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅和山东省社保基金理事会联合下发的《关于杨少军等 20 人免职的通知》（鲁国资任字[2018]41 号）要求，公司原山东省国资委派驻的监事会主席赵荣浩及监事段银山职务自然免除；根据《山东省国资委山东省社保基金理事会关于王笃平免职的通知》（[2018]49 号），原监事王笃平职务自然免除；根据《中共兖矿集团有限公司委员会关于皮光灿、冯腾同志免职的通知》（兖矿便发[2019]17 号），由于鲁国资任字[2018]41 号文件，公司不再设立省属企业监事会，监事会人员职务自然免除。皮光灿、冯腾同志不再担任兖矿集团有限公司职工监事职务。

权代表行使管理权，但控股子公司自主经营。公司制定了集团公司及各矿的各级各部门安全生产职责和生产管理运行机制及程序，形成一套较完整的安全管理体系和安全管理措施。

兖矿集团和原山东能源集团完成战略重组，公司作为合并后的存续主体，资本实力和市场竞争力明显提升

2020年8月14日，山东能源集团与兖矿集团签署了《山东能源集团有限公司与兖矿集团有限公司之合并协议》。根据该协议，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”作为存续公司，自本次合并交割日起，合并前山东能源和兖矿集团的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由存续公司承继、承接或享有，合并前山东能源和兖矿集团的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于存续公司。2020年11月30日，山东能源集团与兖矿集团签署了《交割确认书》，双方于2020年8月14日签署的《合并协议》所约定的本次合并交割前提已全部满足，本次合并可以进行交割，交割日为2020年11月30日。2021年3月31日，原山东能源完成注销手续。兖矿集团已于2021年3月31日在山东省市场监督管理局完成公司信息登记变更手续，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”，并取得了山东省市场监督管理局颁发的营业执照。

未来公司将进一步巩固发展煤炭、煤电、煤化工三大传统产业，大力发展高端装备制造、新能源新材料、现代物流贸易三大新兴产业

煤炭业务方面，公司将发挥行业智能化、清洁化引领优势，立足国际化运营经验，整合与配置全球优质煤炭资源，推动绿色清洁发展、加大产业整合、延伸产业链条、提升附加价值。煤化工方面，公司将加快建设高端煤化一体化基地，以精细化工和化工新材料为方向，发挥区域与资本优势，推动煤化工、石油化工融合发展，壮大产业集群，形成规模化优势，不断向高端化、园区化、终端化升级，构建从原料到终端的全产业链发展新格局。煤电和新能源方面，公司将拓展多元能源供应体系，统筹推进煤电、光伏、风电、氢能、天然气并举发展，协同推进生物质发电、醇基燃料、核电、地热等新能源共同发展，大力提升新能源产业规模，全面形成供能、储能、运能、用能、能源金融、智慧能源解决方案的能源综合服务生态圈。现代物流贸易方面，公司将聚焦“煤焦钢建”产业链，创新升级能源交易中心、线上线下、期现结合、供应链服务、金融衍生品对冲等商业模式，建立现代物流贸易的数字化供应链服务平台。此外，公司还将持续落实安全生产目标，绿色发展目标以及碳中和目标，围绕全产业链碳减排技术实施科研攻关。

财务分析

财务质量

公司提供了2018年~2020年的合并财务报告和2021年1~6月的合并财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对兖矿集团2018年、2019年的财务数据进行了审计，并对公司2020年的财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2021年1~6月的合并财务报表未经审计。2018年财务数据按照兖矿集团2019年审计报告年初数据进行了

追溯调整，2019年财务数据按照兖矿集团与原山东能源集团合并后的2020年审计报告年初数据进行了追溯调整。

截至2020年末，公司纳入合并范围二级子公司共60家。

资产构成与资产质量

近年公司资产规模逐年增长，资产构成以非流动资产为主；流动资产中存货、其他应收款占比较高，其他应收款计提坏账准备规模较大；受限资产规模较大，资产流动性受到一定影响

近年公司资产规模逐年增长，资产构成仍以非流动资产为主。2020年末，公司资产总额同比增长9.07%，非流动资产占总资产的比例为66.18%。2020年末，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款、预付款项、应收账款、其他流动资产、应收票据等构成，占比分别为29.29%、26.68%、13.58%、7.25%、6.57%、5.15%和5.12%。

2020年末，公司货币资金和交易性金融资产等现金类资产占流动资产的29.23%。2020年末，受限货币资金占货币资金的比例为35.02%，主要为保证金等。公司存货规模较大，2020年末存货主要由自制半成品、库存商品及在产品构成，2020年末计提存货跌价准备3.53亿元。其他应收款主要为往来款（不含应收利息和应收股利），共计提坏账准备264.85亿元，计提比例为45.70%，主要为因为公司下属部分僵尸企业破产清算并清退员工产生的其他应收款项确认无法收回而计提坏账准备。2020年末，公司预付款项主要是贸易业务预付款，账龄一年以内的预付款项占比78.17%，共计提坏账准备5.21亿元。公司应收账款共计提坏账准备24.83亿元，账龄以1年以内为主，应收账款前五名分别为宝塔石化集团财务有限公司、国家电网有限公司、山东智森电子商务有限公司、首钢集团有限公司和佳木斯市惠农谷物专业合作社，前五名应收账款期末余额合计占比6.39%。2020年末，公司其他流动资产主要是土地塌陷、复原、重整及环保费，环境治理保证金等。

图表 21 近年末公司资产构成及 2020 年末流动资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

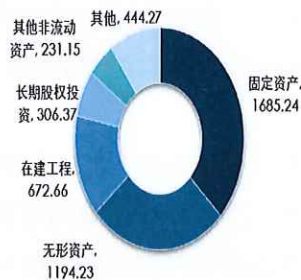
公司非流动资产仍主要由固定资产、无形资产、在建工程、长期股权投资和其他非流动资产构成，2020年末账面价值占比分别为37.17%、26.34%、14.84%、6.76%和5.10%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等；无形资产主要为采矿权、土地使用权；在建工程为加拿大钾矿、万福煤矿、荣信甲醇厂二期、榆林甲醇厂二期、30万吨/年己内酰胺项目、伊犁一矿、长城一矿矿井及洗煤厂改扩建工程、长城二矿矿井改扩建项目和长城三矿（沙章图）矿井建设、横山堡煤矿和鲁新能源矿井建设项目等；长期股权投资主要为对浙商银行股份有限公

司、内蒙古锦联铝材有限公司、临商银行股份有限公司、中泰证券股份有限公司、内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司和齐鲁银行股份有限公司的长期股权投资。

2021年6月末，公司资产总额7041.81亿元，较2020年末增长2.78%，资产构成中非流动资产占比64.66%；流动资产中，货币资金、存货、其他应收款、预付款项、应收账款和其他流动资产分别为690.48亿元、699.52亿元、286.48亿元、272.29亿元、169.67亿元和84.77亿元。2021年6月末，货币资金期末余额较2020年末增长11.68%，主要是公司及子公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，以及长期借款增加所致。

截至2020年末，公司受限资产为1042.59亿元，占资产总额的15.22%，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

图表 22 截至2020年末非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



受限资产类型	受限金额	受限原因
兖煤澳大利亚资源有限公司与联合煤炭工业有限公司总资产	285.05	银行授信额度质押
货币资金	216.51	保证金等
长期股权投资	100.20	融资租赁质押、长期借款抵押和诉讼冻结
存货	89.13	借款抵押
普力马煤矿总资产	75.63	长期借款抵押
固定资产	64.64	借款抵押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	56.36	长期借款质押
无形资产	55.26	借款抵押
其他非流动资产	43.77	长期借款质押
应收票据	16.53	借款质押、开具应付票据抵押
应收款项融资	13.40	借款质押、开具银行承兑汇票及保函、信用证押汇
其他	4.35	-
合计	1042.59	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累、发行永续债、资本公积增加，近年公司所有者权益保持增长，但少数股东权益占比较高

受益于经营积累、发行永续债、资本公积增加，近年公司所有者权益保持增长。2019年末，公司所有者权益大幅增长，主要是合并范围追溯调整，纳入原山东能源集团的所有者权益所致。2020年末，公司所有者权益2262.51亿元，同比增长8.38%，主要系公司发行永续债券导致其他权益工具增加和未分配利润增加所致。所有者权益中永续债占比为12.41%，对权益质量产生一定影响。公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润、实收资本、其他权益工具和资本公积占比分别为50.33%、13.57%、13.36%、12.41%和9.03%。2021年6月末，公司所有者权益较2020年末小幅增长2.83%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。

图表 23 公司所有者权益规模及 2020 年末构成情况（单位：亿元）



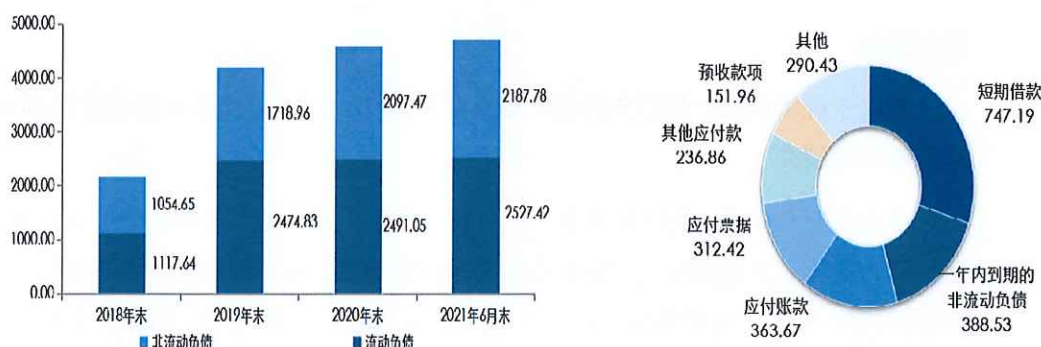
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司全部债务逐年增加，债务规模较大且面临一定集中偿付压力，母公司债务规模较大、债务负担较重

近年公司负债总额逐年增加。2020 年末，公司流动负债和非流动负债占比分别为 54.29% 和 45.71%。2020 年末，公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、应付票据、其他应付款、预收款项构成，占比分别为 30.00%、15.60%、14.60%、12.54%、9.51% 和 6.10%。短期借款主要由信用借款和保证借款组成。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的应付债券和一年内到期的长期借款组成。其他应付款主要由押金与保证金、资金往来款、工程及设备款组成。

公司非流动负债变化不大，主要由长期借款和应付债券构成，期末余额分别为 1051.32 亿元和 798.16 亿元，占比分别为 50.12% 和 38.05%。公司长期借款主要由信用借款和保证借款构成，2020 年末，长期借款同比增长 16.22%，主要是随着公司在建项目投入，保证借款增加所致。公司应付债券同比增长 32.41%，主要是公司发行了“20 鲁能源 MTN001”、“20 鲁能源 MTN002A”、“20 鲁能源 MTN002B”、“20 鲁能源 MTN003”、“20 兖煤 01”、“20 兖煤 02”、“20 兖煤 03”、“20 兖煤 04” 和 “20 兖煤 05” 等多只债券。

图表 24 近年末公司负债构成及 2020 年末流动负债构成情况（单位：亿元）

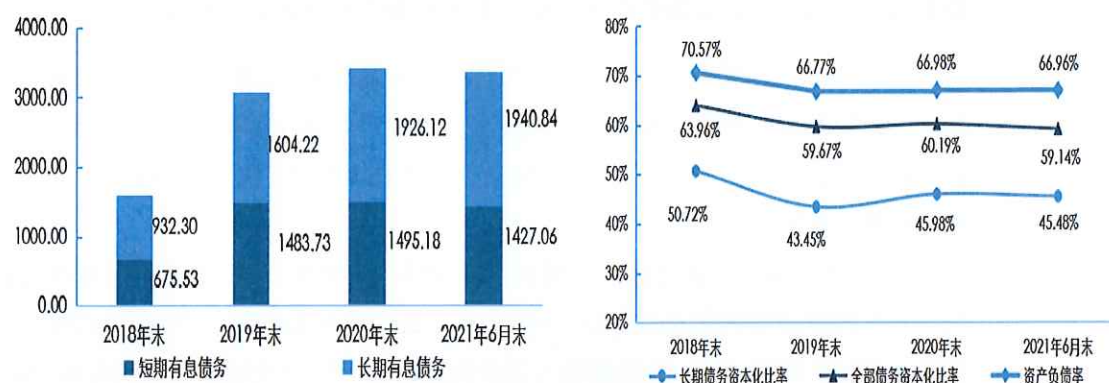


资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年末，公司债务规模逐年增长，有息债务规模较大，以长期有息债务为主，2020 年末，公司短期有息债务占比小幅下降。2020 年末公司资产负债率同比增长 0.21 个百分点，全部债务资本化比率同比增长 0.53 个百分点。从债务期限结构来看，截至 2020 年末，公司短期有息

债务占比 43.70%，存在一定集中偿付压力。公司一年内到期的有息债务主要为短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的短期融资券。

图表 25 近年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

母公司有息债务方面，2020 年末，母公司全部有息债务分别为 888.74 亿元，其中短期有息债务占比 51.81%；资产负债率 56.55%，短期有息债务占比和资产负债率同比分别下降 4.35 个百分点和 6.01 个百分点，母公司债务规模较大，债务负担较重。

公司对外担保和未决诉讼涉及金额较大，面临一定或有负债风险

截至 2020 年末，公司对外担保余额 46.62 亿元，担保比率 2.06%，主要是对公司参股企业伊犁新天煤化工有限责任公司、鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司和贵州安晟能源有限公司等的担保。

未决诉讼方面，公司存在多起未决诉讼，涉及金额较大，面临一定或有负债风险。其中，涉及金额较大的为内蒙古新长江矿业投资有限公司（以下简称“新长江”）与兖州煤业仲裁案、中国华融资产管理股份有限公司内蒙古自治区分公司（以下简称“中国华融”）与公司及其下属的鄂尔多斯金诚泰化工有限责任公司（以下简称“金诚泰”）诉讼案。

2018 年 4 月，新长江以兖州煤业违反双方有关股权转让协议为由，向中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）提出仲裁申请，要求兖州煤业支付股权转让价款人民币 7.49 亿元，相应违约金人民币 6.56 亿元及本案涉及的律师费、仲裁费、保全费等共合计约 14.35 亿元。该案件于 2018 年 10 月 12 日、2018 年 12 月 17 日两次开庭审理本案，未做出裁决；2019 年 4 月，新长江将仲裁请求变更为解除股权转让协议，并获得中国贸仲的许可，中国贸仲于 2019 年 8 月和 12 月分别第三次和第四次开庭审理此案，尚未作出裁决。2020 年 12 月 30 日，中国贸仲做出中止审理裁定。

2020 年 6 月，中国华融以买卖合同纠纷为由分两起案件将金诚泰等诉至呼和浩特市中级人民法院（“呼市中院”），要求金诚泰分别偿还欠款本金及相应利息等费用合计 11.31 亿元。因金诚泰将其对公司的应收账款向中国华融做了质押，中国华融将公司作为第三人诉至呼市中院，要求公司在应收账款质押范围内履行相应的给付义务。2020 年 8 月，公司收到变更后的起诉状，中国华融将公司列为共同被告。截至 2020 年 12 月 31 日，呼市中院尚未作出裁决。

由于上述案件尚未做出裁决或已终止审理裁定，尚无法判断对公司本期利润或后期利润的

影响，东方金诚将持续关注案件后续进展。

盈利能力

受益于贸易规模扩大，近年公司营业总收入逐年增长，但受煤炭和煤化工主要产品价格下降影响，公司近年利润总额有所波动，利润总额中投资收益、其他收益占比较大

受益于贸易规模扩大，近年公司营业总收入逐年增长。2019年，公司营业总收入同比增幅较大，主要系兖矿集团与原山东能源集团合并后，对2019年收入进行了追溯调整。2020年，公司营业总收入同比增长11.23%。公司近三年期间费用率分别为8.79%、7.19%和6.34%，费用控制能力较好。

2019年，公司利润总额同比增长153.59%，主要系2019年利润总额中包括了追溯调整的原山东能源集团的利润总额所致。2020年，公司利润总额同比下降34.03%，主要是煤炭和煤化工产品销售均价下降，叠加重新合并沃特岗矿业产生一次性非现金损失68.44亿元影响所致。公司利润总额中投资收益、其他收益等非经常性损益占比较大。

公司投资收益主要是权益法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益和持有至到期投资在持有期间的投资收益。2018~2020年，公司投资收益分别为23.15亿元、33.38亿元和95.60亿元，2020年公司投资大幅增长186.36%，主要系浙商银行股份有限公司、齐鲁银行股份有限公司、临商银行股份有限公司等的投资收益增加所致。公司其他收益主要是政府补助，2018~2020年，公司其他收益分别为1.76亿元、11.91亿元和20.04亿元。2018~2020年，公司资产减值损失主要是计提坏账损失、存货跌价损失及无形资产减值损失，近年资产减值损失分别为-51.86亿元、-48.06亿元和-20.56亿元，呈持续净损失状态，主要系清理僵尸企业造成公司其他应收款坏账损失较大所致。

表 26 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

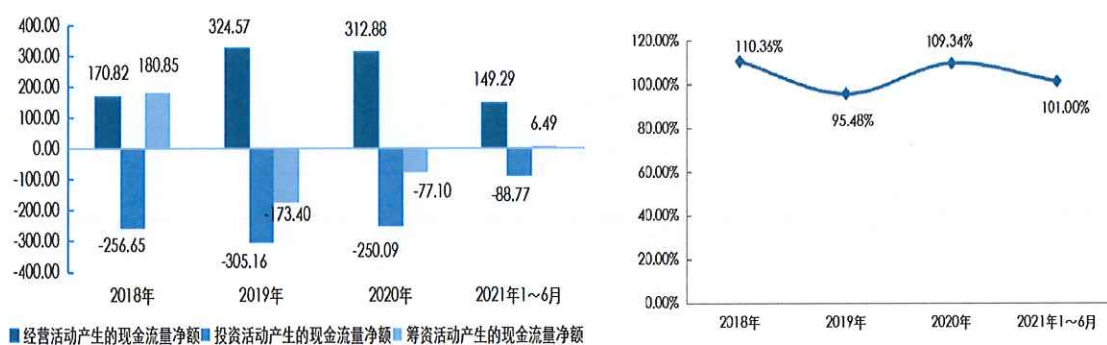
2021年1~6月，公司营业总收入同比增长164.07%，利润总额同比增长67.40%，营业利润率基本保持稳定。预计2021年全年，受益于煤炭和煤化工产品价格上涨，公司营业总收入和利润总额将实现较快增长。

现金流

近年公司经营性净现金流状况良好，经营获现能力较强，投资性支出规模较大，对外部融资依赖程度较大

近年公司经营性现金流持续净流入。受益于较好的经营状况、较好的净利润及规模较大的固定资产等折旧，近年经营性现金流净流入保持较大规模。2019年和2020年，公司投资活动净现金流持续净流出，净流出主要系新建煤矿、化工项目建设投资，煤矿生产过程中持续性资本投入等资金需求较大，以及增加对浙商银行股份有限公司、临商银行股份有限公司的权益性工具投资所致。公司筹资活动净现金流有所波动，2019年，公司筹资活动现金流净流出规模增加，主要系公司偿还债务所支付的现金增加以及分配股利、利润或偿付利息所支付的现金增加所致；2020年，取得借款所收到的现金增长较快，筹资活动现金流净流出规模较2019年有所减少。公司2020年取得借款所收到的现金为2007.18亿元，总体看来公司对外部融资依赖程度仍较大。

图表 27 近年公司现金流和现金收入比情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

近年公司流动比率和速动比率有所波动，经营现金流动负债比有所波动。截至2020年末，公司非受限货币资金期末余额401.73亿元，短期有息债务1495.18亿元，账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

图表 28 近年公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年6月
流动比率	105.18	87.58	93.02	98.48
速动比率	79.99	64.63	65.77	70.80
经营现金流动负债比	15.28	13.11	12.56	-
EBITDA 利息倍数	3.22	3.88	3.36	-
全部债务/EBITDA	5.84	5.09	6.46	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，近三年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 有所波动。2020年公司 EBITDA 同比下降 12.65%至 529.56 亿元，受盈利水平下降影响，2020 年末公司长期偿债能力略有下降。

公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2020 年末，公司获得的银行授信总额为 4844.79 亿元，已使用授信额度为 2808.44 亿元，未使用授信额度为 2036.35 亿元。

同业比较

与同业比较，公司净资产、原煤产量、营业总收入、利润总额和经营现金流负债比处于较高水平，可采储量和资产负债率处于同业比较中枢水平；但毛利率低于同业比较平均水平。

图表 29 同业比较情况

项目	山东能源集团有 限公司	晋能控股煤业 集团有限公司	山西焦煤集团有 限责任公司	中国中煤能源 集团有限公司	陕西煤业化工 集团有限责任公司
净资产（亿元）	2262.51	888.81	1080.61	1561.95	1849.38
营业总收入（亿元）	6752.40	1950.20	2101.31	1870.24	3402.70
可采储量（亿吨）	208.00	162.90	117.03	376.00	125.00
原煤产量（万吨）	27001.00	17431.17	15592.00	19708.60	17403.59
毛利率（%）	9.51	15.90	16.86	27.35	15.16
利润总额（亿元）	170.07	22.23	58.28	150.10	174.99
资产负债率（%）	66.98	77.14	75.59	62.16	68.97
经营现金流负债比（%）	12.56	3.91	7.59	27.05	15.72

资料来源：各企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理。注：以上企业最新主体信用等级为 AAA/稳定。山东能源集团有限公司、山西焦煤集团有限责任公司的可采储量数据为 2020 年末，原煤产量数据为 2020 年；陕西煤业化工集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司的可采储量数据为 2021 年 3 月末，产量数据为 2020 年；晋能控股煤业集团有限公司可采储量数据为 2020 年 9 月末，产量数据为 2020 年末。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 7 月 29 日，公司在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各期债券均正常付息，到期债券按时兑付。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行金额 25.00 亿元，其中品种一计划发行金额 15.00 亿元，基础发行金额为 10.00 亿元，弹性配售金额为 5.00 亿元；品种二计划发行金额 10.00 亿元，基础发行金额 5.00 亿元，弹性配售额为 5.00 亿元。若按 25.00 亿元计算，发行金额为公司 2021 年 6 月末全部债务和负债总额的 0.74%和 0.53%，对现有资本结构的影响较小。

截至 2021 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.96%和 59.14%。本期债券发行后，公司负债总额和全部债务将分别增加至 4740.21 亿元和 3392.89 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 67.08%和 59.32%，债务负担略有加重。

以公司 2020 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 26.48 倍、377.04 倍、15.64 倍和 3.14 倍。

图表 30 本期债券偿债能力指标（单位：倍）

指标	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/发债额度	13.75	30.31	26.48
经营活动现金流入量偿债倍数	169.58	298.72	377.04
经营活动现金流量净额偿债倍数	8.54	16.23	15.64
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-4.29	0.97	3.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

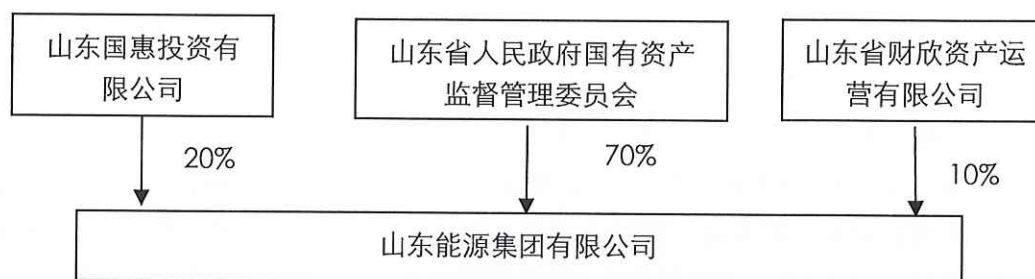
抗风险能力及结论

东方金诚认为，作为兖矿集团与原山东能源集团合并后的存续主体，公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，煤炭资源可采储量 208 亿吨，矿井区域分布较广，市场竞争力极强；公司煤炭主要销往华东、华北等经济发达地区，下游客户稳定且铁路、水路运输便利，2020 年煤炭销量 2.20 亿吨，2021 年以来，煤炭市场价格较快上涨，预计公司煤炭业务盈利能力将增强；公司焦炭、甲醇等煤化工产品规模较大，未来受益于在建项目投产，煤化工业务产业链将进一步延伸，叠加化工产品价格较快上涨，公司煤化工业务市场竞争力将增强；公司经营性净现金流状况良好，经营获现能力较强。

同时，东方金诚关注到，近年公司利润总额有所波动，利润总额中投资收益、其他收益等占比较大；公司存货、其他应收款占比较高，其他应收款计提坏账准备规模较大，受限资产规模较大；公司全部债务逐年增加，债务规模较大且面临一定集中偿付压力，母公司债务负担较重；公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加，或因冲击地压影响，未来面临一定安全生产风险。

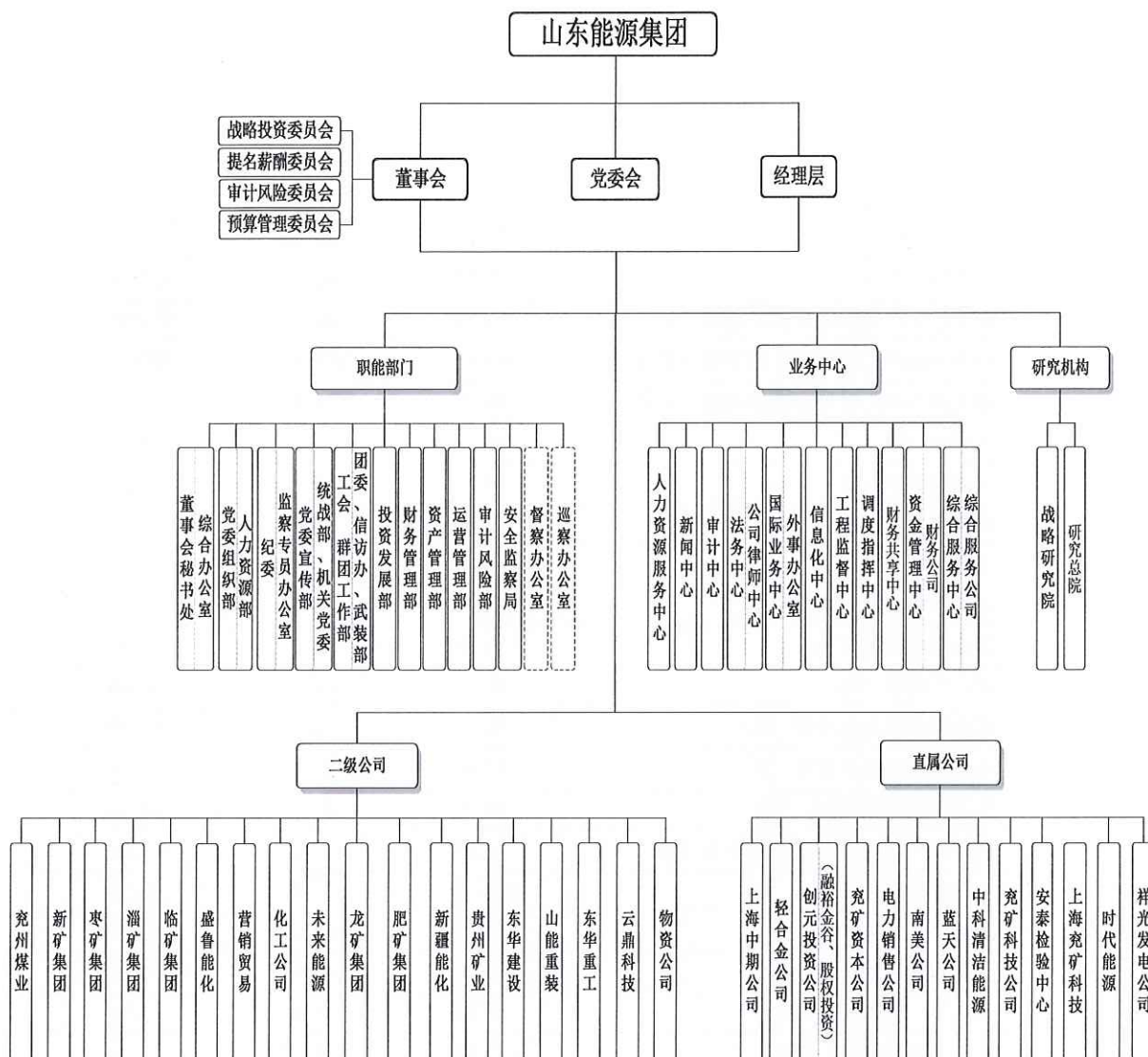
综上所述，东方金诚评定山东能源集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用及本期债券本息偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还能力，到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2021 年 6 月末山东能源集团股权结构图



附件二：截至2021年6月末山东能源集团组织结构图

山东能源集团组织架构图



附件三：山东能源集团主要财务数据及财务指标

项目	2018 年 ¹	2019 年	2020 年	2021 年 1~6 月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	3078.23	6281.26	6851.03	7041.81
所有者权益 (亿元)	905.94	2087.47	2262.51	2326.60
负债总额 (亿元)	2172.29	4193.79	4588.52	4715.21
短期债务 (亿元)	675.53	1483.73	1495.18	1427.06
长期债务 (亿元)	932.30	1604.22	1926.12	1940.84
全部债务 (亿元)	1607.83	3087.95	3421.30	3367.89
营业总收入 (亿元)	2572.49	6070.64	6752.40	3982.38
利润总额 (亿元)	101.67	257.82	170.07	105.50
净利润 (亿元)	51.73	168.45	111.79	55.52
EBITDA (亿元)	275.08	606.27	529.56	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	170.82	324.57	312.88	149.29
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-256.65	-305.16	-250.09	-88.77
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	180.85	-173.40	-77.10	6.49
毛利率 (%)	15.73	12.80	9.51	9.18
营业利润率 (%)	14.47	11.52	8.29	8.12
销售净利率 (%)	2.01	2.78	1.66	1.39
总资本收益率 (%)	5.33	5.77	4.15	-
净资产收益率 (%)	5.71	8.07	4.94	-
总资产收益率 (%)	1.68	2.68	1.63	0.79
资产负债率 (%)	70.57	66.77	66.98	66.96
长期债务资本化比率 (%)	50.72	43.45	45.98	45.48
全部债务资本化比率 (%)	63.96	59.67	60.19	59.14
货币资金/短期债务 (%)	66.91	40.91	41.35	48.38
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-5.34	0.63	1.84	1.80
流动比率 (%)	105.18	87.58	93.02	98.48
速动比率 (%)	79.99	64.63	65.77	70.80
经营现金流动负债比 (%)	15.28	13.11	12.56	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.22	3.88	3.36	-
全部债务/EBITDA (倍)	5.84	5.09	6.46	-
应收账款周转率 (次)	43.94	57.70	46.97	-
销售债权周转率 (次)	23.54	31.54	24.03	-
存货周转率 (次)	8.17	12.46	9.80	-
总资产周转率 (次)	0.86	1.30	1.03	-
现金收入比 (%)	110.36	95.48	109.34	101.00

¹ 附件三中 2018 年财务数据为兖矿集团 2019 年审计报告年初数据，未对兖矿集团和原山东能源集团合并后数据追溯调整。

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型 (RTFC002202103)》

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2021年第二期山东能源集团有限公司公司债券”的存续期内密切关注山东能源集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向山东能源集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，山东能源集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如山东能源集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年9月27日

