

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0415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根据跟踪评级安排对贵公司“19 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿 MTN001A”、“20 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿债 01/20 兖矿 01”、“20 兖矿债 02/20 兖矿 02”、“21 兖矿债 01/21 兖矿 01”、“21 山能债 01/21 山能 01”、“21 山能债 02/21 山能 02”、“21 山能债 03/21 山能 03”、“21 山能债 04/21 山能 04”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持上述债券信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月20日至2024年6月19日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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.本报告的著作权等相关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

2023年6月20日

山东能源集团有限公司主体及 相关债项2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2023/6/20	AAA/稳定	何阳	侯珏

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
19 兖矿 MTN001B	AAA	AAA	企业规模	营业总收入	10.00	10.00
20 兖矿 MTN001A	AAA	AAA		原煤产量	10.00	10.00
20 兖矿 MTN001B	AAA	AAA		资源储备	10.00	10.00
20 兖矿债 01/20 兖矿 01	AAA	AAA		煤种煤质与赋存条件	5.00	5.00
20 兖矿债 02/20 兖矿 02	AAA	AAA	多元化及市场地位	产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00
21 兖矿债 01/21 兖矿 01	AAA	AAA		毛利率	10.00	5.03
21 山能债 01/21 山能 01	AAA	AAA	盈利能力和运营效率	净资产收益率	10.00	6.59
21 山能债 02/21 山能 02	AAA	AAA		资产负债率	8.75	6.56
21 山能债 03/21 山能 03	AAA	AAA	债务负担和保障程度	经营现金流动负债比	8.75	7.14
21 山能债 04/21 山能 04	AAA	AAA		EBITDA 利息倍数	8.75	5.86
				全部债务/EBITDA	8.75	4.05

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

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、房地产、煤机制造及工程施工等业务，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”）。

调整因素

个体信用状况	aaa
外部支持	-
评级模型结果	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

跟踪期内，公司是我国产量前三大、山东省最大的煤炭生产企业，拥有煤炭可采储量 180.55 亿吨，2022 年煤炭产量稳步增长，仍保持极强的市场竞争力；公司区位优势显著、销售渠道稳定，跟踪期内，煤炭业务收入和毛利润实现较快增长；公司拥有六家上市子公司，直接融资渠道畅通，公司直接或间接持有的兖矿能源、中泰证券未质押股权价值很高，未使用授信额度充足，财务弹性较强；跟踪期内，公司经营性净现金流同比大幅增长，经营获现能力很强，对投资性现金支出覆盖较好。同时，东方金诚关注到，公司仍面临一定的安全生产风险；公司贸易业务盈利能力依然较弱，有息债务规模增长较快，债务负担有所上升，母公司债务负担较重。

综合分析，东方金诚维持山东能源集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“19 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿 MTN001A”、“20 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿债 01/20 兖矿 01”、“20 兖矿债 02/20 兖矿 02”、“21 兖矿债 01/21 兖矿 01”、“21 山能债 01/21 山能 01”、“21 山能债 02/21 山能 02”、“21 山能债 03/21 山能 03”、“21 山能债 04/21 山能 04”的信用等级为 AAA。

同业比较

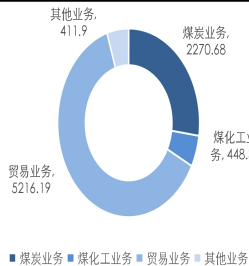
项目	山东能源集团有限公司	晋能控股煤业集团有限公司	山西焦煤集团有限责任公司	中国中煤能源集团有限公司	陕西煤业化工集团有限责任公司
资产总额（亿元）	9511.23	4948.16	5186.24	4862.81	7227.46
营业总收入（亿元）	8347.15	2631.96	2802.51	2825.03	5103.68
可采储量（亿吨）	180.55	162.90	115.63	376.00	203.09
原煤产量（万吨）	26516.00	18740.39	15564.00	21965.00	21000.00
毛利率（%）	16.41	17.67	33.20	28.87	22.27
利润总额（亿元）	423.59	116.40	300.83	443.13	603.88
资产负债率（%）	69.98	78.46	73.78	58.92	65.49
经营现金流动负债比（%）	26.82	4.61	17.43	38.48	32.36

数据来源：各企业公开披露的 2022 年资料、iFinD，东方金诚整理。

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

主要指标及依据

2022 年收入构成（单位：亿元）

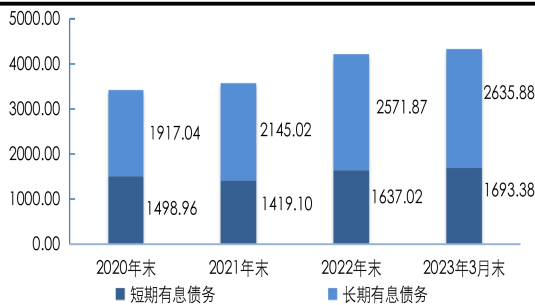


主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	6862.25	7007.81	9511.23	9591.99
所有者权益（亿元）	2255.04	2230.34	2854.98	2916.81
全部债务（亿元）	3416.00	3564.13	4208.89	4329.26
营业总收入（亿元）	6763.18	7538.99	8347.15	1925.40
利润总额（亿元）	168.49	233.52	423.59	124.50
经营性净现金流（亿元）	313.53	544.87	988.89	122.07
营业利润率（%）	8.28	10.72	14.70	11.08
资产负债率（%）	67.14	68.17	69.98	69.59
流动比率（%）	92.23	94.95	110.25	114.34
全部债务/EBITDA（倍）	6.47	5.99	4.70	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	3.76	5.11	-

注：表中数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。2020 年、2021 年财务数据分别按照 2021 年、2022 年审计报告年初数据追溯调整。

近年末公司债务结构（单位：亿元）



优势

- 公司是我国产量前三大、山东省最大的煤炭生产企业，在山东、陕蒙和澳大利亚等煤矿基地拥有煤炭可采储量 180.55 亿吨，2022 年受益于部分矿井产能核增及开采智能高效转型，煤炭产量稳步增长，仍保持极强的市场竞争力；
- 公司所处华东地区铁路、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，与大型钢铁和发电企业战略合作关系稳定，跟踪期内受益于煤炭销售价格上涨及销量增加，煤炭业务收入和毛利润实现较快增长；
- 公司拥有六家上市子公司，直接融资渠道畅通，持有的兖矿能源、中泰证券未质押股权价值很高，兖矿能源和中泰证券均为上市流通股，变现能力强，公司未使用授信额度充足，财务弹性较强；
- 跟踪期内，公司经营性净现金流大幅增长，经营获现能力很强，对投资性现金支出覆盖较好。

关注

- 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，未来仍面临一定安全生产风险；
- 公司贸易业务盈利能力依然较弱，有息债务增长较快，债务负担有所上升，母公司债务负担较重。

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，公司煤炭和煤化工产品产量将继续增加，仍将保持极强的市场竞争力。

评级方法及模型

《煤炭企业信用评级方法及模型（RTFC002202208）》

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	AAA(主体及相关债项 2022 年跟踪评级)	2022/6/20	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	AAA（19 尧矿 MTN001A）	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。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 尧矿 MTN001B	2022/6/20	4.00	2019/2/22~2024/2/22	无	无
20 尧矿 MTN001A	2022/6/20	2.00	2020/3/10~2025/3/10	无	无
20 尧矿 MTN001B	2022/6/20	8.00	2020/3/10~2030/3/10	无	无
20 尧矿债 01/20 尧矿 01	2022/6/20	15.00	2020/4/28~2030/4/28	无	无
20 尧矿债 02/20 尧矿 02	2022/6/20	10.00	2020/8/28~2030/8/28	无	无
21 尧矿债 01/21 尧矿 01	2022/6/20	15.00	2021/3/4~2026/3/4	无	无
21 山能债 01/21 山能 01	2022/6/20	10.00	2021/9/13~2024/9/13	无	无
21 山能债 02/21 山能 02	2022/6/20	10.00	2021/9/13~2026/9/13	无	无
21 山能债 03/21 山能 03	2022/6/20	15.00	2021/10/18~2024/10/18	无	无
21 山能债 04/21 山能 04	2022/6/20	10.00	2021/10/18~2026/10/18	无	无

跟踪评级原因

根据相关监管要求及山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

跟踪期内，公司主要从事煤炭、贸易、煤化工等业务，控股股东和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、煤机制造为主的高端装备制造与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。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2023年3月末，公司控股股东与实际控制人山东省国资委持股比例为70.00%，第二大股东山东国惠投资控股集团有限公司持股比例为20.00%，第三大股东山东省财欣资产运营有限公司持股比例为10%。

跟踪期内，公司为山东省国资委下属的山东省第一大有煤炭企业，2022年，公司分别位居世界500强企业第69位和中国企业500强第23位，中国煤炭企业前3位，综合实力很强。截至2022年末，公司拥有煤炭资源总量908.72亿吨，可采储量180.55亿吨，煤炭产能32370万吨/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。2022年，公司煤炭产量26516万吨，区域市场地位突出。同时，公司已具备年产531万吨甲醇、563万吨焦炭、100万吨醋酸和52万吨尿素等煤化工产品的综合生产能力。

公司旗下拥有六家上市公司，分别为兖矿能源集团股份有限公司（股票简称“兖矿能源”，股票代码“600188.SH”和“1171.HK”）、兖矿能源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“Yancoal Aus”）、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”）、
枣庄矿业(集团)有限责任公司下属的中泰证券股份有限公司（股票简称“中泰证券”，股票代码
“600918.SH”）。

图表 1 2022 年公司下属上市子公司主要财务数据（单位：亿元、%、亿澳元）

子公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	资产负债率
兖矿能源	2957.96	1280.85	2008.29	394.38	56.70
中泰证券	1988.94	396.70	93.25	7.03	80.05
兖煤澳大利亚	128.01	80.30	105.48	35.86	37.27
山东玻纤	50.46	28.39	27.81	5.36	43.73
云鼎科技	24.79	16.37	10.91	0.61	33.97
新风光	24.20	11.45	13.03	1.28	52.69

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 9591.99 亿元，所有者权益 2916.81 亿元，资产负债率 69.59%；2022 年和 2023 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 8347.15 亿元和 1925.40 亿元

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“19 兖矿 MTN001B”募集资金已按规定，全部用于偿还公司本部金融机构借款及到期债券。“20 兖矿 MTN001A”、“20 兖矿 MTN001B”募集资金已按规定，全部用于偿还公司本部发行的债务融资工具。“20 兖矿债 01/20 兖矿 01”募集资金已按规定，全部用于补充营运资金。“20 兖矿债 02/20 兖矿 02”募集资金已按规定，全部用于 30 万吨/年己内酰胺项目。“21 兖矿债 01/21 兖矿 01”募集资金已按规定，5 亿元用于补充营运资金已使用完毕，10 亿元用于 30 万吨/年己内酰胺项目，已全部使用完毕。“21 山能债 01/21 山能 01”募集资金已按规定，5 亿元用于补充营运资金，剩余募集资金用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目。“21 山能债 02/21 山能 02”募集资金已按规定，5 亿元用于补充营运资金，募集资金期末余额 5 亿元，将用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目。“21 山能债 03/21 山能 03”募集资金已按规定，7.5 亿元用于补充营运资金，募集资金期末余额 7.5 亿元将用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目。“21 山能债 04/21 山能 04”募集资金已按规定，5 亿元用于补充营运资金，募集资金期末余额 5.00 亿元将用于 2×60 万千瓦煤炭地下气化发电工程项目。

截至本报告出具日，“19 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿 MTN001A”、“20 兖矿 MTN001B”、“20 兖矿债 01/20 兖矿 01”“20 兖矿债 02/20 兖矿 02”、“21 兖矿债 01/21 兖矿 01”、“21 山能债 01/21 山能 01”、“21 山能债 02/21 山能 02”、“21 山能债 03/21 山能 03”、“21 山能债 04/21 山能 04”均已正常付息。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

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

2022 年以来，在保供增产等政策推动下，国内煤炭产能增加，晋蒙陕疆主产区部分临时保

供产能转为永久产能，生产弹性增强，预计 2023 年，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，煤炭产量保持增长，澳煤进口恢复，煤炭进口量和煤质将有所改善

“十三五”时期，在煤炭行业供给侧改革推动下，我国累计关闭退出煤矿 5500 处，退出煤炭落后产能 10 亿吨以上，同时释放优质产能 3 亿吨左右。根据中国煤炭工业协会数据，2021 年末，全国煤炭储量达到 2078.85 亿吨。2022 年末，全国煤矿数量减少至 4400 处以内；年产 120 万吨以上的大型煤矿产量占全国产能的 85% 左右，年产千万吨级的生产煤矿 79 处，全国煤矿单矿供给效率进一步提升。2022 年，通过核增产能、扩产和新投产方式，全国新增煤炭产能 3 亿吨/年。根据国家统计局数据，2022 年全国原煤产量 44.96 亿吨，同比增长 9.00%，煤炭开采和洗选行业产能利用率 74.90%，同比提高 0.40 个百分点。2023 年 1~5 月，全国煤炭产量 19.12 亿吨，同比增长 4.80%。

近年，煤炭供给结构持续向主产区集中，2022 年，煤炭主产区晋陕蒙新四省（区）原煤产量 36.40 亿吨，占全国原煤产量的 80.96%，区域集中度同比提高 1.08 个百分点。从主产区各省煤炭产量来看，2022 年，山西、内蒙古、陕西和新疆煤炭产量分别为 13.07 亿吨、11.74 亿吨、7.46 亿吨和 4.13 亿吨，同比分别增长 8.70%、10.10%、5.40% 和 28.60%。但受安全事故、关闭退出落后产能与超千米冲击地压矿井等因素影响，贵州、安徽和山东等省份煤炭产量同比下降。根据海关总署数据，2022 年，受国际能源紧张、进口煤价倒挂、品质不高等因素影响，我国进口煤炭（煤及褐煤）2.93 亿吨，同比下降 9.6%，为七年来首次出现负增长。2021 年以前，澳大利亚、印尼、俄罗斯是我国主要煤炭进口国。2022 年，受中澳政治关系恶化影响，澳大利亚煤炭进口量大幅下降，进口数量均为在港通关煤炭。澳煤进口缺口由印尼和俄罗斯进口煤炭补充。在俄乌冲突和美欧制裁影响下，欧洲国家禁止进口俄煤，出于地缘政治和市场价格考虑，2022 年以来国内对俄煤进口量增加。

根据中国煤炭工业协会发布的《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量将控制至 41 亿吨左右，全国煤矿数量控制在 4000 处以内，大型煤矿产量占比 85% 以上，大型煤炭基地产量占比 97% 以上。晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、蒙西基地担负全国煤炭供应保障的责任，将建设千万吨级大型智能化煤矿，提高煤炭单矿生产效率，实现煤炭生产转型升级。此外，煤炭行业将持续实施煤矿“上大压小、增优汰劣”，有序释放先进产能，进一步淘汰湖南、江西等地区落后产能，至“十四五”末，全国煤矿数量将由 4500 座减少至 4000 座，建成智能化煤矿 1000 座以上。根据山西、内蒙古、陕西和新疆主产区地方政府工作报告提出的 2023 年煤炭产量目标，晋蒙陕疆地区煤炭目标产量分别为 13.65 亿吨、12.5 亿吨、7.5 亿吨和 5.63 亿吨，同比分别增长 4%、6%、1% 和 2%。

预计 2023 年经济逐步恢复常态发展，地缘冲突持续扰动国际能源供需格局，全球能源供需仍存在一定失衡。国内晋陕蒙新等主产区优质产能将继续释放，部分保供临时产能转为永久产能，大型智能化煤矿生产效率提高、生产弹性增强，全国煤炭产能新增 8900 万吨，煤炭产量适度增长。我国煤炭主产区产量占比进一步提升。进口市场继续呈现多元化趋势，随着全球供应链重构，煤炭资源有望实现再平衡，国内外煤价倒挂价差将收窄，澳煤进口恢复、俄煤、蒙煤进口增加，煤炭进口量同比将实现较快增长。

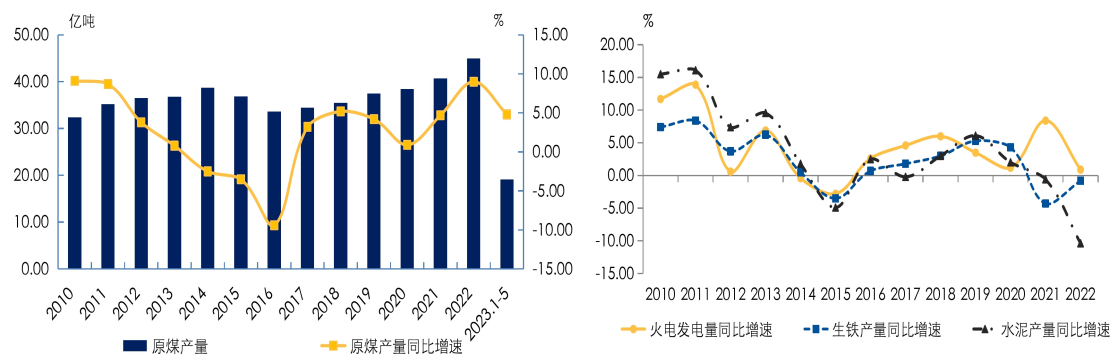
受国际能源供需偏紧、国内火电需求增加等多重因素影响，2022 年国内煤炭市场供需仍偏

紧，预计 2023 年随着地产调控政策放松，国内经济温和复苏，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求增加，煤炭需求保持增长

2022 年，深圳、上海等地受不可控因素影响经济增长放缓，上半年宏观经济面临三重压力，全社会用电需求增速放缓，叠加水力和新能源发电增长，火电需求下降；下半年，经济修复，传统高载能行业和高技术及装备、新能源设备等新兴产业用电需求增加，但极端高温天气导致长江下游汛期返枯，水电发力不足，水电大省四川阶段限电，火电发电量恢复增长带动电煤需求增加。2022 年全社会用电量 8.64 万亿千瓦，同比增长 3.6%，但受上半年不可控因素及高基数影响，全社会用电量增速下滑 6.7 个百分点；其中，第二产业用电量（5.70 万亿千瓦）和第三产业用电量（1.49 万亿千瓦）同比分别增长 1.2% 和 4.4%，增速同比分别下降 7.9 个百分点和 13.4 个百分点。从电源结构来看，2022 年火力发电量占全国发电量的 69.77%，是我国电源供应的主力，经济增长带动的用电需求仍主要依赖于火电增发电量来满足。根据国家统计局数据，2022 年全国煤炭消费量同比增长 4.3%。从焦煤下游需求来看，2022 年 1~8 月，房地产开发投资受房企“三道红线”政策影响，地产新开工、销售和投资均超预期下行，拖累钢铁需求，同时，“双碳”背景下短流程电炉钢占比上升，钢厂和独立焦化企业开工率下行，生铁产量同比下降 4.10%，焦炭产量同比下降 1.10%。9 月以来，在稳增长政策和稳地产政策支撑下，地产和基建投资有所好转，下游市场回暖，钢厂和焦化厂开工率上升带动焦炭和焦煤需求增加，全年焦煤消费量同比增长 1.97%。2022 年《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》提出，确保钢铁行业到 2030 年前碳达峰，相比 2021 年征求意见稿，钢铁行业碳达峰目标推迟 5 年，粗钢产量压减节奏有所延缓，预计未来粗钢减产政策对生铁、焦炭和焦煤影响趋弱。

预计 2023 年，地产调控政策放松，基建投资保持增长，宏观经济加快恢复，传统高载能工业、新兴产业等制造业用电量和交通运输、住宿餐饮、旅游等第三产业用电量将明显提升。但水电修复和新能源装机容量上升，部分挤出火电需求，预计 2023 年火电发电量增速将由 0.9% 恢复至 3%，火电行业耗煤增速将提高至 6.5%。在央行和银保监会“金融 16 条”支持房地产融资、稳地产融资“三箭齐发”，以及地方地产调控政策持续放松等支持下，房地产行业新开工、销售面积和投资降幅有望收窄，生铁和产量有望企稳回升，提振焦炭和焦煤需求。随着钢铁高质量转型发展，高炉大型化趋势对焦炭反应强度（CSR）提出了更高要求，主焦煤配比量与焦炭反应强度（CSR）存在正相关性，炉容提升将进一步拉动主焦煤需求。受安全环保约束、极端天气、水电和新能源出力等不确定性的影响，局部区域、个别时段、部分煤种仍存在供需偏紧的情况。

图表 2 近年我国原煤产量及下游需求增速情况



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》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，现代煤化工工业有望成为煤炭需求增长点。未来，我国能源结构将由“一煤独大”向“多能互补”转变，煤炭由单一燃料向原料和燃料并重转变。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”。

2022年煤炭供需偏紧，价格高位趋稳，预计2023年动力煤需求增长，主产区产能继续释放，价格形成机制完善，动力煤价格中枢有所下降，焦煤主产区持续减产，澳煤进口恢复，焦煤供需改善，焦煤价格中枢亦将回落

自2017年以来，国家发改委推动煤炭企业与用煤企业实行中长期合同制度和“基准价+浮动价”的价格机制，实行煤炭市场化价格与长协价格双轨并行，长协价格成为煤炭市场稳健发展的基石。推动发电供热用煤企业实施中长期合同全覆盖，有助于发电和供热企业提前锁定煤炭资源和价格，平抑煤价大幅波动，促进煤炭市场平稳运行，降低发电供热企业运营成本。2022年2月24日，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（以下简称“煤炭价格形成机制通知”），将长协煤合理区间由500元/吨~600元/吨重新界定为570元/吨~770元/吨，价格下限较之前提高了14%，价格上限较之前上调了28%。价格机制通知提出在该价格区间内，煤炭生产、流通、消费能够保持基本平稳，煤、电上下游产业能够实现较好的协同发展，因此，570元和770元分别代表了煤企和电企双方都能健康运营时，各自成本边界。同时，价格机制通知新增设置晋陕蒙三大主产区坑口煤长协价的合理区间分别为：山西370元/吨~570元/吨、陕西320元/吨~570元/吨、蒙西260元/吨~460元/吨、蒙东200元/吨~300元/吨。

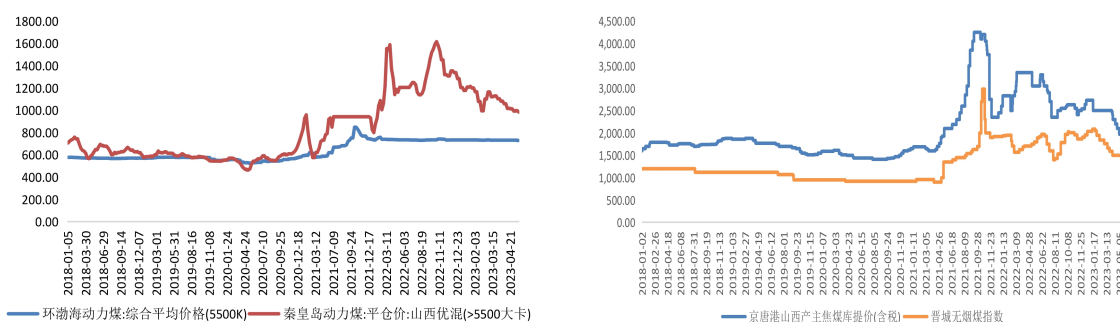
2022年10月31日，国家发改委印发《2023年电煤中长期合同签约履约工作方案通知》要求，2023年电煤中长期合同供应方包括所有在产的煤炭生产企业，需求方包括所有发电、供热用煤企业，冶金、建材、化工等行业不再享受长协煤炭供应。中长期合同签约价格机制为：以产地价计算的电煤中长期合同必须严格按照“煤炭价格形成机制通知”、地方政府和有关部门明确的价格合理区间签订和履约；以港口价格计算的电煤中长期合同按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，不超过明确的合理区间。其中，下水煤合同基准价按5500大卡动力煤675元/吨执行，较2022年的700元/吨的价格下调25元/吨；浮动价按月调整，当月浮动价按全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数、CCTD秦皇岛动力煤综合交易价格指数的3个指数每月最后一期价格，按同等权重确定指数综合价格。随着动力煤价格形成机制的不断完善，动力煤中长期合同履约力度将进一步强化，长协煤保供的“压舱石”和“稳定器”作用将得以充分发挥。

近年，受益于出口超预期增长，第二、三产业用电量较快增长，火电耗煤需求增加，同时受环保限产、煤矿事故导致区域停产、澳煤进口受限为零等因素影响，我国煤炭供需持续偏紧。

2022 年，受工业用电量恢复增长，印尼 1 月限制煤炭出口和俄乌冲突影响，一季度秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价在 3 月最高上涨至 1664.00 元/吨，较年初大幅上涨 111.17%；京唐港山西产主焦煤库提价在 3 月中旬最高上涨至 3350.00 元/吨，较年初上涨 36.73%。二季度，随着采暖季结束，居民用电量下降，加之外部环境影响，煤炭需求下降，煤炭价格有所回落。三季度迎峰度夏期间，高温干旱导致水电发电量大幅下降，同时气温升高推动电煤需求增加，煤炭价格逐步回升。四季度，工业用电量增长和采暖季补库需求上升，煤炭价格在 11 月较快上涨，但 12 月我国东部地区呈现暖冬，电煤需求弱于往年，钢铁等行业持续亏损，生产积极性较差，非电煤需求偏弱，煤炭价格快速下跌。

2023 年，预计宏观经济持续复苏，基建投资保持增长，房地产投资增速和新开工面积增速“筑底”，火电和化工耗煤需求保持增长，同时晋蒙陕新等主产区优质产能继续释放，部分保供临时产能转为永久产能，生产弹性增强，全国煤炭产量适度增长，动力煤供需关系改善，煤炭市场价格形成机制完善，动力煤价格中枢将有所下降。在电煤长协价格形成机制完善影响下，未来动力煤的淡旺季将由传统的夏冬两季更迭为以钢铁、建材、化工开工情况定义淡旺季。在“能耗双控”和粗钢压减政策影响下，预计焦煤需求同比承压；但受山东超千米冲击地压焦煤矿井逐步退出，安监环保力度加大，以及国际能源紧张背景下澳煤进口难以恢复至 2019 年水平，焦煤供给仍将下降，焦煤供需仍偏紧，焦煤价格中枢将在高位有所回落。

图表 3 国内主要煤炭品种现货价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

我国煤炭供给体系持续优化，大型煤矿成为煤炭生产主体，晋蒙陕新等主产区优质产能将继续释放，加之煤炭行业盈利能力将持续改善，煤炭行业重组整合进度的加快，区域集中度和行业集中度进一步提升

受益于煤炭价格和煤化工产品价格中枢高位运行，2022 年，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 4.02 万亿元，同比增长 19.50%；全国规模以上煤炭企业实现利润总额 1.02 万亿元，同比增长 44.30%。2023 年，预计煤炭价格和煤化工产品价格维持高位，煤炭行业整体盈利能力将维持较高水平。

近年，我国煤炭供给体系持续优化，供给弹性较强，大型现代化煤矿成为煤炭供应主体，同时煤炭生产进一步向资源禀赋好、市场竞争力强的晋蒙陕疆地区集中，中东部煤矿赋存条件差、煤质差、资源濒临枯竭的煤矿基本退出，全国煤炭生产主要集中在 14 个大型煤炭生产基地。2022 年，全国 120 万吨/年以上大型煤矿产量占比超过 85%；行业前 8 家大型煤企原煤产量占

全国原煤产量的比例超 49%。山西、内蒙古、陕西、新疆、贵州、安徽等 6 个省（区）原煤产量超亿吨，产量合计约占全国产量的 85%。近年，山东能源集团有限责任公司与兖矿集团有限公司合并重组；山西省七大煤企¹重组整合为晋能控股集团有限公司、山西焦煤集团有限公司、华阳新材料科技集团有限公司和潞安化工集团有限公司四大企业集团，其中，晋能控股集团有限公司二级子公司包括晋能控股煤业集团有限公司（原同煤集团）、晋能控股电力集团公司（原晋能集团）、晋能控股装备制造集团有限公司（原晋煤集团）等。中国国新控股有限责任公司将中央企业煤炭资产管理平台公司——国源时代煤炭资产管理有限公司管理权移交中国中煤能源集团有限公司，标志着中央企业煤炭资源整合基本完成。黑龙江龙煤能源投资集团有限公司成立，定位为黑龙江省煤炭项目和新能源投资开发主体。未来，晋蒙陕新等煤炭主产区优质产能将继续释放，部分保供临时产能逐步转为永久产能，供给弹性增强、结构优化，区域集中度和行业集中度将进一步提高。

《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》指出，到“十四五”末，我国将培育 3~5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业；支持煤炭企业跨行业、跨区域、跨所有制兼并重组。预计未来煤炭行业集中度将进一步提升。

图表 4 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：亿吨、万吨、亿元、%）



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煤炭和贸易业务，毛利润仍主要来自煤炭业务，跟踪期内，受益于煤炭销售均价上涨和贸易规模扩大，公司营业收入较快增长，毛利润大幅增长，毛利率有所提升

公司主营业务为煤炭开采，同时经营贸易、煤化工等业务。公司营业总收入主要来源于煤炭和贸易业务。受益于煤炭销售价格上涨、贸易业务规模扩大，2022 年公司营业总收入同比增长 10.72%。2022 年煤炭和贸易业务收入占比分别为 27.20%和 62.49%。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、金融

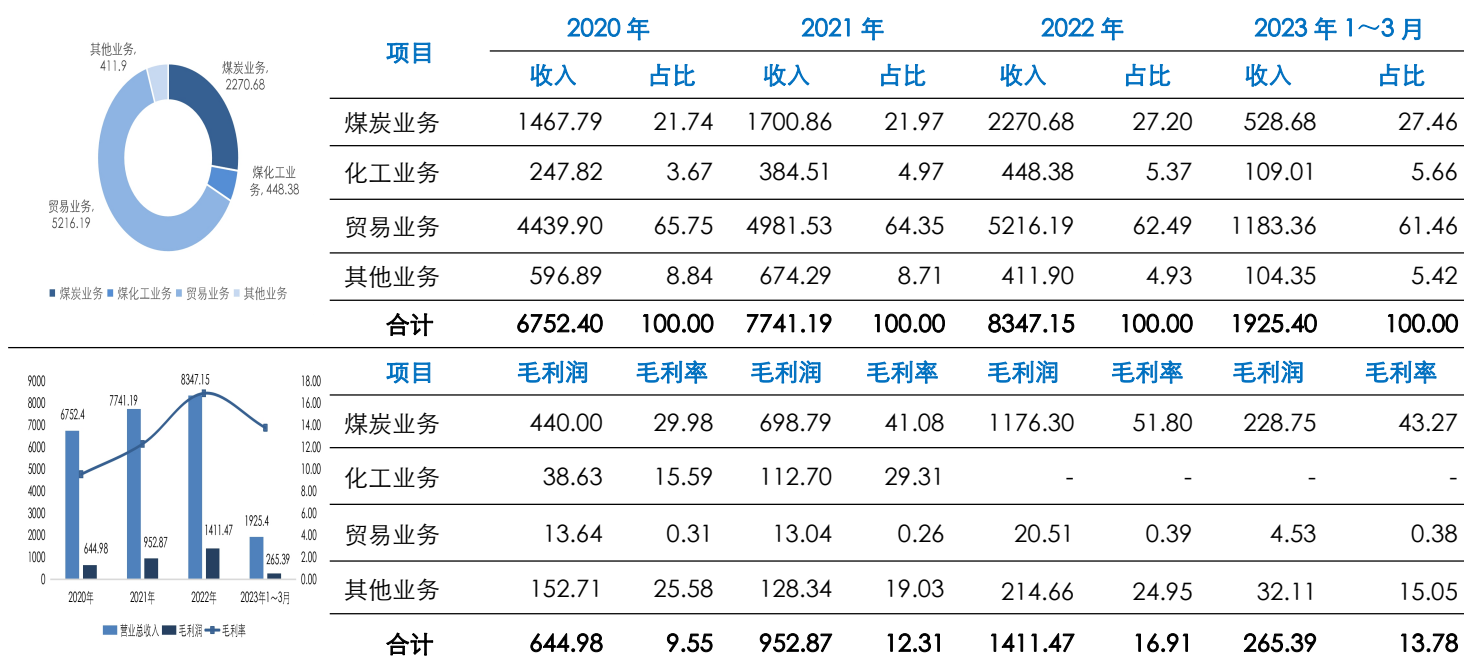
¹ 包括大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）、山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”）、阳泉煤业（集团）有限责任公司（以下简称“阳煤集团”）、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”）、山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安”）、山西晋能集团有限公司、山西煤炭进出口集团有限公司。

等，其他业务仍较分散，各业务规模相对较小。

公司毛利润仍主要来自煤炭业务，2022 年煤炭业务毛利润占比为 83.34%，煤化工业务是公司利润的重要补充。跟踪期内，受益于煤炭销售价格上涨，公司毛利润同比增长 48.13%，综合毛利率同比提高 4.60 个百分点。

2023 年 1~3 月，公司营业总收入同比增长 6.11%，毛利润同比增长 20.33%，综合毛利率同比提高 1.43 个百分点。

图表 5 公司营业总收入和毛利情况²（单位：亿元、%）



煤炭业务

公司煤炭业务主要由下属子公司兖矿能源、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”）、临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临矿集团”）、山东能源集团鲁西矿业有限公司（以下简称“鲁西矿业”）、山东能源集团西北矿业有限公司（以下简称“西北矿业”）、兖矿新疆能化有限公司（以下简称“新疆能化”）、山东能源集团贵州矿业有限公司（以下简称“贵州矿业”）等负责运营。公司境外煤炭业务由兖矿能源下属的兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”）和兖煤国际（控股）有限公司（以下简称“兖煤国际”）运营。

图表 6 2022 年公司煤炭业务经营主体主要经营和财务数据³（单位：亿吨、万吨、亿元、%）

子公司名称	持股比例	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
兖矿能源	54.81	15444.00	2957.96	1280.85	2008.29	394.38	56.70

² 图表 4 中 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。2020 年、2021 年收入合计数与附件三不一致，主要是财务分析与附件三数据使用 2022 年审计报告年初数据。2019 年和 2020 年毛利率数据与附件三不一致，主要系四舍五入所致。公司未提供 2022 年和 2023 年 1-3 月化工业务毛利润和毛利率数据，2022 年和 2023 年 1-3 月其他业务毛利润和毛利率的计算中包括了化工业务的毛利润。

³ 公司未提供淄矿集团、临矿集团煤炭产量。

新矿集团	82.17	2388.00	907.49	277.26	1127.29	5.63	69.45
枣矿集团	100.00	1851.00	2860.77	904.01	1180.58	12.67	68.40
淄矿集团	100.00	-	639.57	301.32	768.57	39.37	52.89
临矿集团	81.09	-	810.41	216.14	576.75	0.45	73.33

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，在山东、山西、陕西、内蒙古、新疆和澳大利亚等地控制大量煤炭资源，原煤产量 2.65 亿吨，煤种齐全，煤质优良，仍保持极强的市场竞争力

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 2022 年末，公司煤炭资源总量 908.72 亿吨，可采储量 180.55 亿吨（其中，陕蒙基地可采储量 76.10 亿吨），在产产能 32370 万吨/年（其中，陕蒙基地核定产能 9891.00 万吨）。2022 年公司煤炭产量 26516.00 万吨，位居国内煤炭行业前三位，具备很强的规模优势。公司在海外的兖煤澳洲所属煤矿可采储量 14.99 亿吨，兖煤国际所属煤矿可采储量 1.41 亿吨。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 7 截至 2021 年末公司主要子公司煤炭资源储量情况（单位：座、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	2022 年产量
1	兖矿能源	气肥煤、长焰煤、不粘煤	333.41	53.48	18190.00	15444.00
2	新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	89.24	22.05	3296.00	2388.00
3	枣矿集团	气肥煤、长焰煤	14.70	3.23	2585.00	1851.00
4	西北矿业	气肥煤、长焰煤	53.86	27.70	3140.00	2977.00
5	鲁西矿业	气肥煤、长焰煤	53.93	10.38	2872.00	1795.00
6	新疆能化	长焰煤	343.88	59.83	2020.00	1965.00
7	贵州矿业	无烟煤	19.70	3.88	267.00	96.00
合计		-	908.72	180.55	32370.00	26516.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

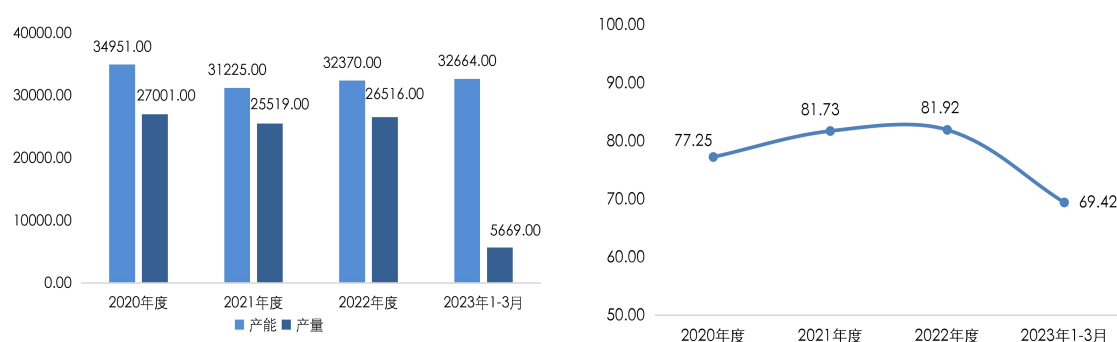
受益于煤炭保供政策实施、部分矿井产能核增，以及持续推进山东、陕蒙和澳洲三大基地智能高效转型，2022 年，公司煤炭产能和产量同比增长

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。截至 2022 年末，公司煤炭核定产能 32370.00 万吨/年，较 2021 年末增长 3.67%。跟踪期内，公司持续推进山东、陕蒙

和澳洲三大基地智能高效转型，子公司兖矿能源投资 20 亿元新建智能采掘工作面 28 个，4 对国家级首批智能化示范矿井通过验收，金鸡滩矿井产能核增至 1700.00 万吨/年，转龙湾煤矿建成超长智能化综采工作面，具备未来 10 年单面年产千万吨水平。

2022 年，受益于煤炭保供政策实施，公司下属兖矿能源金鸡滩矿井等产能核增，同时公司持续推进煤矿开采智能高效转型，公司煤炭产量同比增长 3.91%，产能利用率同比略有提高。2023 年一季度，受地质条件变化、采场更替等影响，公司煤炭产能利用率和产量同比有所下降。预计 2023 年随着在建煤矿投产及产能的进一步释放，公司煤炭产能规模将进一步扩大，煤炭业务市场竞争力将进一步提升；但受地质条件变化、采场更替等影响，煤炭产能利用率和产量同比将有所下降。

图表 8 近年公司原煤产能、产量和产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

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

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业有限公司发生 1 起较大顶板事故，造成 3 人死亡，1 人轻伤。2022 年，公司百万吨煤死亡率低于全国煤矿百万吨煤死亡率。2023 年 1 月，子公司兖矿新疆矿业有限公司硫磺沟（4-5）06W 皮带顺槽掘进工作面发生 1 起冲击地压事故，造成 1 人死亡、1 人受伤。2020 年以来，公司发生多起安全生产事故，对煤炭正常生产运营造成一定负面影响。

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⁴煤矿主要包括万福煤矿、长城二矿二期、鲁新煤矿、和油房壕煤矿等。在建煤矿设计总产能 1580 万吨/年，计划总投资 161.93 亿元，截至 2022 年末已累计完成投资 151.75 亿元。2023 年，公司计划投资 25.95 亿元；2024 年尚无拟投资金额。公司拟建煤矿为准东五彩湾四号露天矿，设计产能 1000 万吨，计划总投资 54.93 亿元，2023 年拟投资额为 33.93 亿元。

⁴ 公司部分在建项目尚未办理结算。

图表 9 截至 2022 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 2022 年 末已投资额	2023 年 拟投资额	2024 年 拟投资额	截至 2022 年末建设 进度
1	万福煤矿及选煤厂	180	50.35	55.91	11.35	-	完成矿建进尺 5500m， 洗煤厂基本完工。
2	长城二矿二期项目	400	30.81	20.15	1.43	-	完成矿建进尺 1976m
3	鲁新煤矿	500	33.05	55.39	8.83	-	矿井基本建成，首采工 作面 2019 年 12 月装备 完成
4	油房壕矿井	500	47.72	20.30	4.34	-	在建
合计		1580	161.93	151.75	25.95	-	-

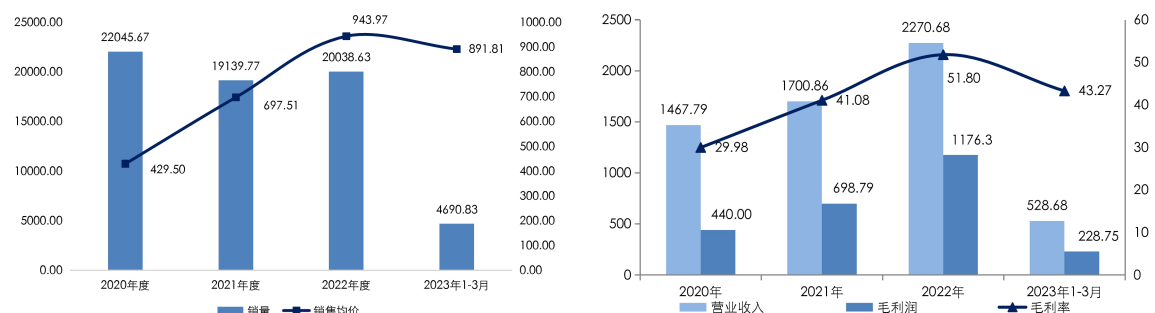
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司所处华东地区铁路、水路运输便利，煤炭主要销往华东、华北等经济发达地区，临近长三角地区，主要客户包括华电集团、宝武钢铁集团等，区位优势显著、销售渠道稳定，2022 年，受益于煤炭销售均价上涨、煤炭销量增加，煤炭业务收入和毛利润实现较快增长

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。公司主要客户为华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）、宝武钢铁集团有限公司（以下简称“宝武钢铁集团”）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。2022 年，公司煤炭销售前五大客户分别为华电集团、宝武钢铁集团、浩宇集团有限公司、山东钢铁股份有限公司和马鞍山钢铁股份有限公司，煤炭销售前五大客户销售金额合计 113.94 亿元，销售金额合计占煤炭业务营业收入的比例为 5.02%，客户集中度较低。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。

2022 年，受国际能源供需偏紧、国内火电需求增加等影响，公司煤炭销量同比增长 4.70%，煤炭销售均价同比增长 35.33%。受益于煤炭销量增加和销售均价上升，2022 年公司煤炭业务收入同比增长 33.50%，毛利润同比增长 68.33%，毛利率同比提高 10.72 个百分点。

图表 10 近年公司煤炭销售和盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

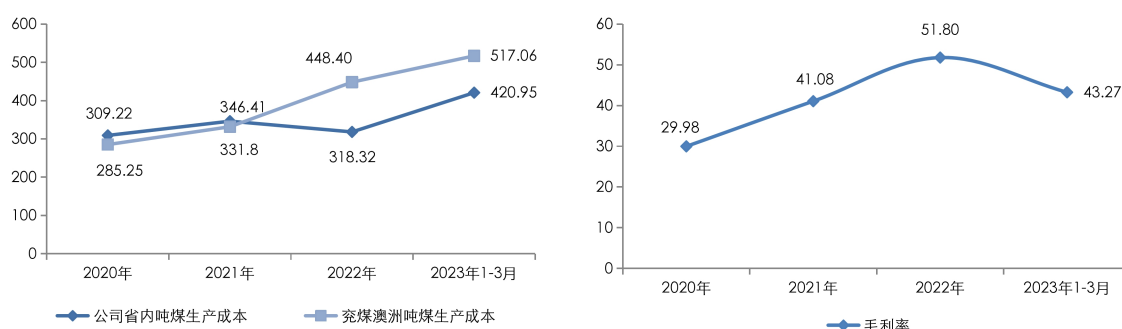


资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。2022年，受开采成本较低的陕蒙基地煤炭产量增加、以及公司严控非生产性费用支出等影响，公司本部煤矿吨煤生产成本同比下降8.11%。境外吨煤生产成本同比增长35.14%，主要是受澳大利亚洪涝灾害影响所致。受益于煤炭销售均价上升和本部吨煤成本下降，公司煤炭业务毛利率同比提高10.72个百分点。

2023年1~3月，公司煤炭销售均价同比增长，销量同比有所下降，煤炭业务收入同比下降7.05%，但受益于煤价维持高位，煤炭业务毛利润和毛利率同比提高。预计2023年受国内煤炭供需趋于宽松、煤炭价格中枢回落和吨煤生产成本增加影响，公司煤炭业务盈利将有所承压。

图表 11 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

化工业务

公司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、未来能源和兖矿能源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。

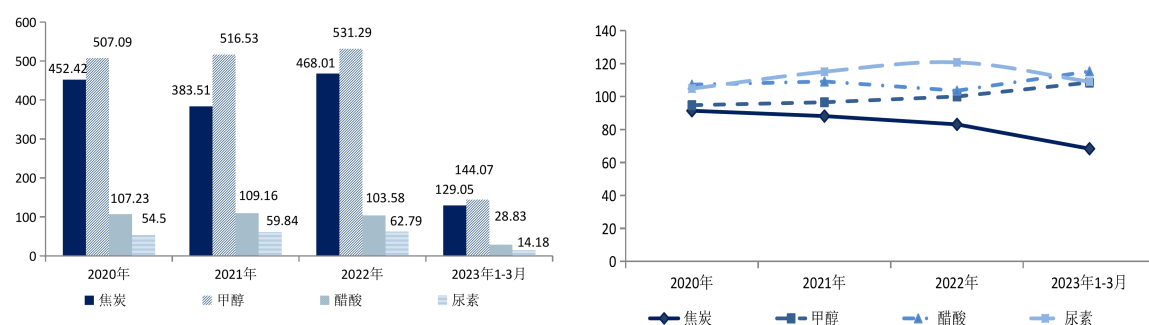
跟踪期内，公司化工产品焦炭、甲醇、醋酸产能规模较大，拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，受益于焦炭、甲醇和尿素价格上涨，公司化工业务收入增加，但受原料煤成本高企影响，化工业务获利能力有所下降

公司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2023年3月末，公司已具备年产531万吨甲醇、755万吨焦炭、100万吨醋酸和52万吨尿素的综合生产能力，焦炭、甲醇、醋酸产能规模较大。公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，子公司鲁南化工是山东省煤基精细化工品产业链“链主”企业，30万吨/年内酰胺项目于2022年初正式投产。

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。2021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1.86%，产能利用率同比提高1.77个百分点；受下属子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15.23%；受下游需求增长影响，尿素产量同比增长9.80%；醋酸产量同比增长1.80%。2022年，受新建

生产线投产释放产能影响，公司焦炭产能 563 万吨/年，同比增长 29.43%；焦炭产量同比增长 22.03%。甲醇、醋酸和尿素产能基本保持稳定，分别为 531 万吨/年、100 万吨/年和 52 万吨/年，醋酸产量同比下降 5.11%，甲醇和尿素产量同比分别增长 2.86%和 4.93%。2022 年，公司醋酸和焦炭产能利用率同比分别下降 5.58 个百分点和 5.03 个百分点，甲醇和尿素产能利用率同比分别提高 3.50 个百分点和 5.67 个百分点。近年，公司醋酸和尿酸产能利用率持续高于 100%。2023 年 1~3 月，尿素产能利用率虽有下降，但仍高于 100%，焦炭产能利用率较 2022 年下降 14.76 个百分点。

图表 12 近年公司化工主要产品产量和产能利用率情况（单位：万吨、%）



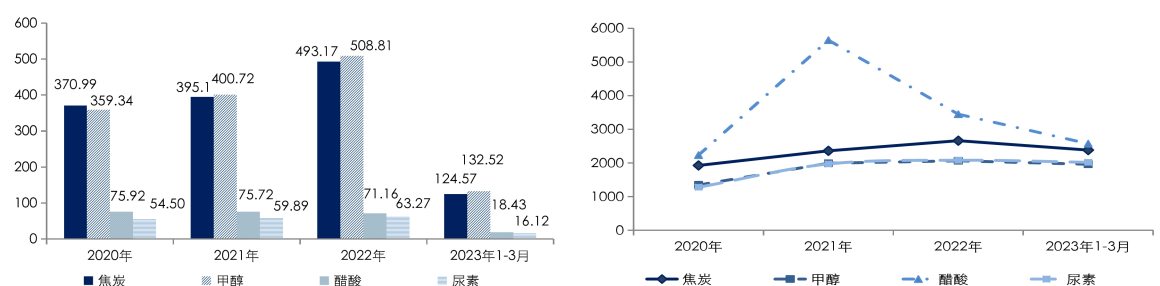
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年，受下游需求增长影响，公司煤化工产品甲醇、尿素和醋酸销量同比增长，焦炭销量同比下降；甲醇、尿素和醋酸受市场景气度上升影响产销率同比提高。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。2021 年，受焦炭行业去产能，原材料焦煤和焦炭市场价格上涨影响，公司焦炭销售均价同比有所提高，同时，受甲醇、醋酸和尿素价格上涨影响，公司煤化工业务收入和毛利润大幅增长。2022 年，子公司兖矿能源榆林能化煤化工二期项目甲醇装置于年初正式投产。受益于下游需求增长、新建项目投产、维简及设备升级改造影响，公司焦炭和甲醇销量同比分别增长 24.82%和 26.97%；醋酸销量同比下降 6.02%，尿素销量同比增长 5.64%。2022 年，焦炭、甲醇和尿素销售均价同比分别增长 12.75%、3.58%和 5.63%；醋酸销售均价同比下降 38.93%。2023 年 1~3 月，随着国际原油价格中枢回落，受化工产品下游需求放缓、市场价格回落影响，公司化工产品焦炭和醋酸的销售均价较 2022 年有所下降。

2022 年，公司化工业务前五大销售客户分别为杭州聚合顺特种材料科技有限公司、江苏弘盛新材料股份有限公司、上海嘉胜石油化工有限公司、连云港友联化工有限公司和铜陵嘉合科技有限公司，销售金额合计 18.31 亿元，占化工业务销售总额的 11.03%，客户集中度一般。

公司化工业务原材料供应商主要为中国石化化工销售有限公司齐鲁经营部、上海煜驰进出口有限公司、黑龙江鸿展酒业有限公司、江西省汉氏贵金属有限公司和费县大成酒业有限公司，采购金额合计 30.43 亿元，占化工业务原材料采购总额的 48.24%，供应商集中度较高。

图表 13 近年公司化工业务主要产品销量和销售均价情况（单位：万吨、元/吨）

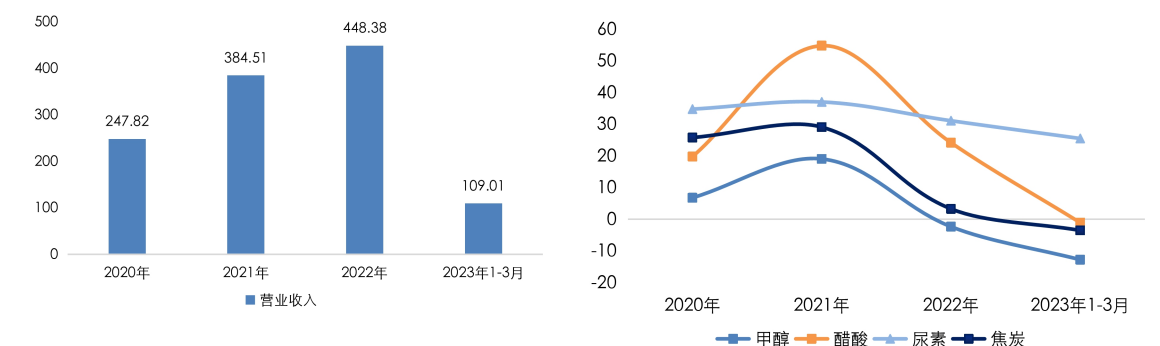


资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司无在建化工项目。拟建化工项目为鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目，计划总投资 11.00 亿元，2023 年拟投资金额 3.00 亿元。随着在建项目和拟建项目投产后释放产能，公司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。

2022 年，受焦炭、甲醇和尿素产品价格上涨影响，公司化工业务收入同比增长 16.61%，但受原料煤成本维持高位影响，主要产品毛利润和毛利率同比有所下降。2023 年 1~3 月，受主要产品销售价格下降、原材料成本维持高位影响，公司甲醇、醋酸和焦炭销售均价低于平均成本，毛利润和毛利率下降。预计 2023 年，受产品价格下降影响，公司化工业务收入和毛利润同比将有所下降，毛利率同比将有所下滑。

图表 14 近年公司化工业务营业收入和主要产品毛利率情况（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，跟踪期内，贸易业务收入和毛利润同比增加，毛利率有所提高，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购销差价。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，加大物资流通量，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。

2022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95.77%。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。2022年，公司贸易业务前五大销售客户销售金额644.44亿元，占销售收入的比例为12.35%，客户集中度一般。

图表 15 2022 年公司贸易业务前五大客户情况（单位：亿元、%）

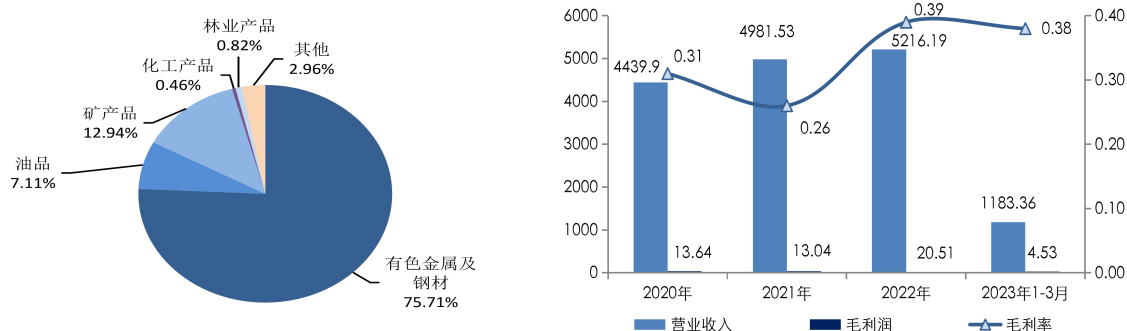
前五大客户名称	销售金额	占比
WANXIANG SG PTE.LTD.	179.14	3.43
上海期货交易所	170.54	3.27
SHANDONG HI-SPEED (SINGAPORE) PTE.LTD.	115.17	2.21
TONGLI DEVELOPMENT LIMITED	96.15	1.84
KING STONE GROUP TRADING COMPANY LIMITED	83.44	1.60
合计	644.44	12.35

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年，公司贸易业务前五大供应商分别为 WANXIANG SG PTE.LTD、上海期货交易所、SANTIFON INTERNATIONAL(HK) TRADE CO. LIMITED、公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司和金川集团贸易有限公司，前五大供应商采购金额合计586.41亿元，占贸易业务采购总额的11.29%，供应商集中度一般。

2022年，公司贸易业务收入同比增长4.71%，毛利润同比增长57.29%，毛利率同比提高0.13个百分点。2023年一季度，公司贸易业务收入1183.36亿元，毛利润4.53亿元，毛利率0.38%。综合来看，公司贸易业务收入在营业总收入中占比较大，但综合盈利能力较弱。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 16 2021 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

跟踪期内，公司其他业务收入有所下降，整体获利能力仍较弱

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。跟踪期内，公司其他业务仍较为分散，收入占比较大业务分别为煤机制造、房地产和工程施工，2022年上述三项业务收入占比分别为9.70%、4.66%和3.53%。公司其他业务中的其他收入主要来源于子公司中泰证券的金融业务。2022年，公司其他业务实现收入411.90亿元，同比下降38.91%；毛利润和毛利率同比有所下降，整体获利能力仍较弱。

图表 17 近年公司其他业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 年度 1~3 月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
房地产	72.17	12.09	82.29	12.20	19.20	4.66	8.55	8.19
煤机制造	60.23	10.09	55.77	8.27	39.97	9.70	8.15	7.81
工程施工	27.00	4.52	22.24	3.30	14.54	3.53	2.47	2.37
其他	437.49	73.29	513.99	76.23	338.19	82.10	85.18	81.63
合计	596.89	100.00	674.29	100.00	411.9	100.00	104.35	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，公司是我国前三大、山东省最大的煤炭生产企业，保持极强的市场竞争力；受益于煤炭销售价格上涨和煤炭销量增加，公司煤炭业务盈利能力增强。同时，东方金诚也关注到，虽然煤化工业务收入同比增长，但毛利润和毛利率有所下降；公司贸易业务和其他业务获利能力仍较弱。

重大事项

跟踪期内，子公司枣矿集团收购中泰证券 26.05%股权，并获得公司无偿转让中泰证券 6.57%的股权，成为中泰证券控股股东，公司将中泰证券纳入合并报表范围

2021 年 11 月 30 日，子公司枣矿集团于莱钢集团有限公司（以下简称“莱钢集团”）签署《股份转让协议》，以非公开协议转让的方式购买莱钢集团持有的中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”）1815254297 股有限售条件股份（占中泰证券股份总额 26.05%）。同日，枣矿集团与公司签署《无偿划转协议》，以无偿划转的方式获得公司持有的中泰证券 458091900 股有限售条件股份（占中泰证券股份总额的 6.57%）。本次收购完成后，枣矿集团直接持有中泰证券 2273346197 股股份（占中泰证券股份总额的 32.62%），公司不再直接持有上市公司股份，新矿集团直接持有中泰证券 341737300 股股份（占中泰证券股份总额的 36.09%），枣矿集团及一致行动人新矿集团合计持有中泰证券 2515083497 股股份（占中泰证券股份总额的 36.09%）。本次收购完成后，中泰证券实际控制人未发生变化，仍为山东省国资委，控股股东变更为枣矿集团。2022 年 7 月，上述股权已完成变更过户手续，公司将中泰证券纳入合并报表范围。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度等均未发生重大变化，未来公司将巩固发展煤炭、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，将综合碳排放治理水平达到煤基能源行业领先水平。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年的合并财务报告和 2023 年 1~3 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）对公司 2022 年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2023 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。2020 年、2021 年财务数据分别按照 2021 年、2022 年审计报告年初数据进行了追溯调整。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 75 家。

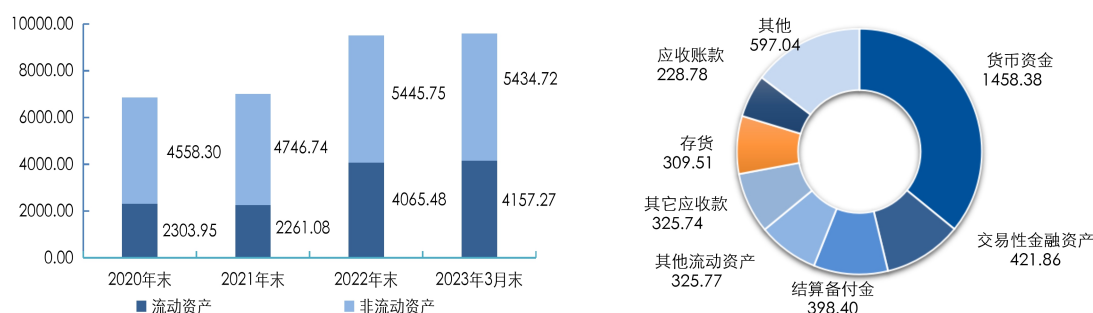
资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额较快增长，资产构成仍以非流动资产为主；受公司清退内部僵尸企业影响，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

2022 年末，公司资产总额同比增长 35.72%，非流动资产占总资产的比例为 57.26%，资产构成仍以非流动资产为主。2022 年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、结算备付金、其他流动资产、其他应收款、存货和应收账款构成，占比分别为 35.87%、10.38%、9.80%、8.01%、7.61%和 5.63%。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比例合计为 46.25%。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，2022 年末货币资金期末余额同比增长 77.31%，主要系公司盈利增长和合并中泰证券所致，其中受限货币资金占货币资金的比例为 21.37%，主要为保证金等。公司交易性金融资产主要是子公司枣矿集团所属企业中泰证券持有的债券、基金与股票等金融资产和权益工具投资等，2022 年末交易性金融资产同比增加 6.05 倍，主要是因为合并中泰证券，增加持有的债券、基金、股票等金融资产所致。公司

结算备付金主要是客户普通备付金和公司自有备付金，2022 年公司结算备付金同比大幅增长，主要是因为合并中泰证券，增加客户普通备付金和公司自有备付金所致。公司其他流动资产主要是土地塌陷、复原、重整及环保费和存出保证金，2022 年末公司其他流动资产同比增长 98.41%，主要是土地塌陷、复原、重整及环保费增加，以及合并中泰证券导致存出保证金增加所致。公司其他应收款账主要往来款，2022 年末其他应收款同比增长 13.49%，共计提坏账准备 409.12 亿元，预期信用损失率为 55.95%，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；2022 年末，公司其他应收款项按欠款方归集的期末余额前五名债务人分别为水发集团有限公司、兖矿鲁南化肥厂、肥城矿业集团张家口能源有限公司、兖矿峰山化工有限公司和兖矿铝业国际贸易有限公司，前五名债务人其他应收款账面余额合计占比 16.40%；2022 年末，公司期末单项金额重大并单项计提坏账准备较多的债务人包括兖矿鲁南化肥厂（计提坏账准备 29.57 亿元）、兖矿峰山化工有限公司（计提坏账准备 17.44 亿元）、兖矿铝业国际贸易有限公司（计提坏账准备 13.57 亿元）、华源资源投资有限公司（计提坏账准备 14.16 亿元）和兖矿集团大陆机械有限公司（计提坏账准备 5.99 亿元）。公司存货主要为库存商品、自制半成品及在产品和原材料等，2022 年末存货同比下降 5.47%，存货周转率 9.97 次，同比下降 2.19 次；2022 年末计提存货跌价准备 75.71 亿元，存货跌价准备计提比例为 19.65%。公司应收账款主要是应收货款，2022 年末账面价值同比增长 39.21%，共计提坏账准备 46.45 亿元，预期信用损失率为 16.88%，应收账款账龄以 1 年以内为主，应收账款前五名客户分别为枣庄八一水煤浆热电有限责任公司、内蒙古电力（集团）有限责任公司、三菱商事股份有限公司、新日本制铁株式会社和韩国浦项钢铁公司，前五名单位应收账款账面余额合计占比 10.72%。

图表 18 近年末公司资产构成及 2022 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权益工具投资构成，2022 年末占比分别为 37.19%、22.53%、9.92%、8.11%和 5.33%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，2022 年末固定资产账面价值同比增长 6.85%，固定资产共计提减值准备 64.07 亿元。公司无形资产主要为采（探）矿权和土地使用权等，2022 年末无形资产账面价值基本保持稳定，无形资产累计计提减值准备 65.70 亿元。公司主要在建工程包括万福煤矿及选煤厂、长城二矿二期项目、鲁新煤矿、油房壕矿井、阿拉善 400MW 风电项目、鲁西 2*60 万千瓦发电机组、山东能源渤中海上风电 B 场址工程等，2022 年末公司在建工程账面价值同比增长 18.17%，主要是增加对山东鲁西发电 2*60 万千瓦发电机组、中泰证券上海绿池外滩项目 A2 办公楼、平凉五举矿井及选煤厂和山能新能源渤中海上风电 B 场址工程等的投资

所致。公司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、内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司、临商银行股份有限公司和齐鲁银行股份有限公司的长期股权投资，2022年末公司长期股权投资同比增长32.10%，主要系公司对山东裕龙石化有限公司追加投资、以及伊犁新天煤化工有限责任公司、浙商银行股份有限公司和齐鲁银行股份有限公司权益法下确认的投资损益增加所致。

2023年3月末，公司资产总额较2022年末增长0.85%，资产构成中非流动资产占比56.66%；流动资产中，流动资产构成较2022年末变化不大。

截至2022年末，公司受限资产为1621.33亿元，占资产总额的16.90%，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

图表 19 截至 2022 年末非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）

	非流动资产构成	
	金额	占比
其他权益工具投资	290.46	1.10%
长期股权投资	441.41	1.70%
在建工程	540.43	2.10%
无形资产	1226.78	4.80%
固定资产	2025.29	7.80%
其他	921.38	3.60%

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	553.89	融资抵押
货币资金	311.60	保证金、冻结资金、专项资金、监管资金等
其他债权投资	141.95	融资抵押
交易性金融资产	112.52	限售股、转融通担保、质押用于回购融资、债券借贷、银行贷款
兖煤澳大利亚有限公司净资产	81.91	融资抵押
固定资产	79.31	融资抵押
普力马煤矿总资产	72.17	融资抵押
长期股权投资	67.79	银行股票质押、股权质押融资
长期应收款	55.30	融资抵押
对陕西未来能源的股权	51.14	融资抵押
应收款项融资	28.58	融资抵押
其他权益工具投资	22.03	融资抵押
在建工程	17.28	融资抵押
债权投资	7.78	融资抵押
无形资产	7.39	融资抵押
投资性房地产	6.89	融资抵押
应收账款	2.00	融资质押
应收票据	1.28	融资质押
存货	0.51	融资抵押
合计	1621.33	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

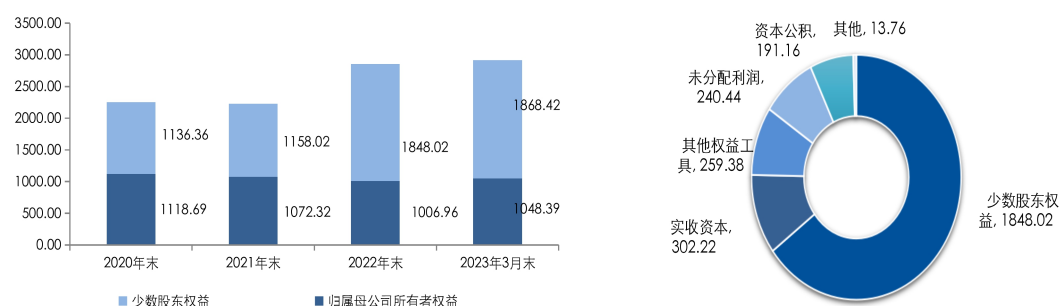
资本结构

跟踪期内，公司所有者权益同比增长，少数股东权益占比仍较高

2022年末，公司所有者权益同比增长28.01%，主要系非全资子公司盈利提升，导致少数

股东权益增加所致。所有者权益中永续债占比为 9.09%，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、实收资本、其他权益工具、未分配利润和资本公积占比分别为 64.73%、10.59%、9.09%、8.42%和 6.70%。2022 年末，公司少数股东权益同比增长 59.58%，主要系少数股东股权占比较高的子公司盈利改善，少数股东损益增加较多所致。2022 年末，公司未分配利润同比下降 5.99%。2022 年末，公司实收资本同比未发生变化。2022 年末，公司其他权益工具同比下降 10.35%，主要是永续债到期偿还所致。2022 年末，公司资本公积同比略有下降。2023 年 3 月末，公司所有者权益较 2022 年末增长 2.17%，主要是因为未分配利润和少数股东权益增加所致。

图表 20 公司所有者权益规模及 2022 年末构成情况（单位：亿元）



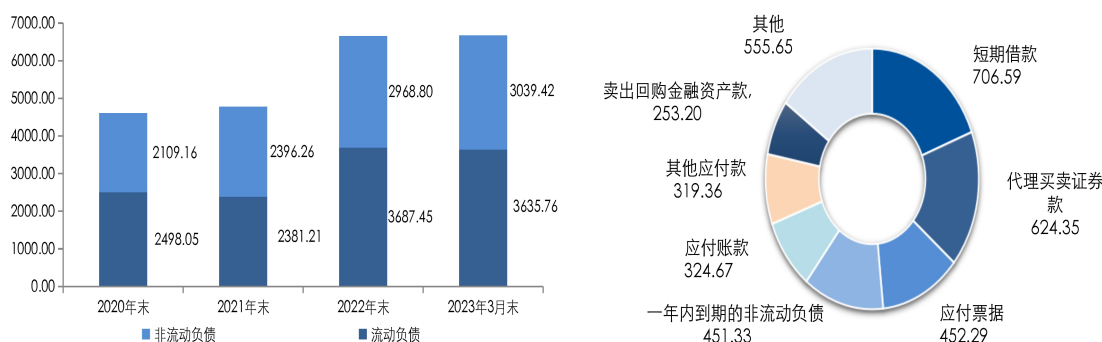
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务同比增长，债务规模仍较大，且母公司债务负担较重

2022 年末，公司负债总额同比增长 39.33%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 55.40% 和 44.60%。2022 年末，公司流动负债主要由短期借款、代理买卖证券款、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和卖出回购金融资产款构成，占比分别为 19.16%、16.93%、12.27%、12.24%、8.80%、8.66%和 6.87%。公司短期借款主要为信用借款、保证借款和其他短期借款，2022 年末，公司短期借款同比增长 22.46%。公司代理买卖证券款主要是中泰证券普通经纪业务和信用业务代理买卖证券款，2022 年末代理买卖证券款同比大幅增加，主要是合并中泰证券所致。公司应付票据主要是银行承兑汇票和商业承兑汇票，2022 年末应付票据同比增长 29.15%。2022 年末，公司一年内到期的非流动负债同比增长 18.88%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券所致。2022 年末，公司其他应付款同比增长 9.04%，主要是应付往来款、应付保证金押金、代收代付款项增加所致，期末其他应付款主要为往来款、保证金押金、代收代付款项等。2022 年，公司应付账款期末余额基本保持稳定，账龄以 1 年以内为主。

公司非流动负债同比增长 23.89%，主要是因为应付债券增加所致，非流动负债主要由应付债券和长期借款构成，期末余额占比分别为 43.94%和 39.92%。公司长期借款主要由信用借款、保证借款和质押借款构成，2022 年末，长期借款同比增长 5.17%，主要是因为公司增加了信用借款和质押借款所致。公司应付债券同比增长 37.44%，主要是公司发行了“22 鲁能源 MTN002”、“22 鲁能源 MTN004（转型）”、“22 鲁能源 MTN003（可持续挂钩）”、“22 鲁能源 MTN003（可持续挂钩）”、“22 鲁能源 MTN005”、“22 鲁能源 MTN006”、“22 山能 01”等多只债券，以及子公司中泰证券等发行债券所致。

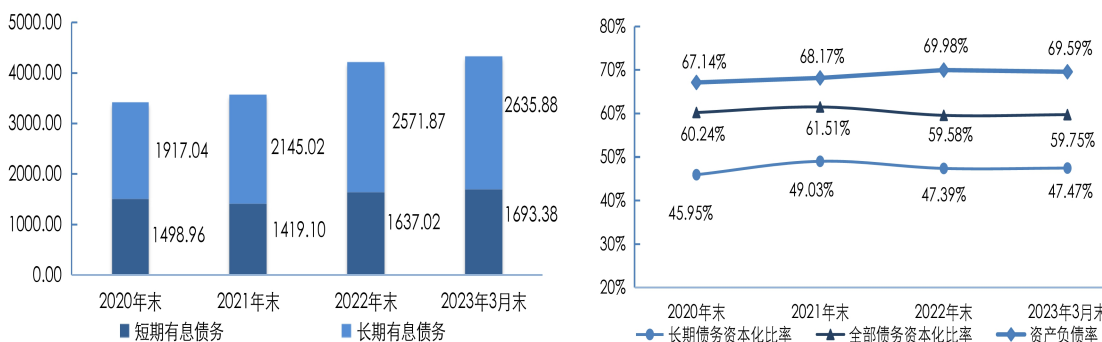
图表 21 近年末公司负债构成及 2022 年末流动负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司全部有息债务规模较大，2022 年末有息债务同比增长 18.09%，主要系短期借款和应付债券增加所致。公司债务结构以长期有息债务为主，跟踪期内，短期有息债务占比略有下降。2022 年末公司资产负债率同比增长 1.81 个百分点，全部债务资本化比率同比下降 1.63 个百分点。从债务期限结构来看，截至 2022 年末，公司短期有息债务占比 38.89%，债务规模较大，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。2023 年 3 月末，公司有息债务略有增加，主要系公司长期借款增加所致。

图表 22 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，2022 年末，母公司全部有息债务为 1152.58 亿元，其中短期有息债务占比 37.13%，短期有息债务占比同比下降 1.84 个百分点；母公司资产负债率 67.93%，资产负债率同比上升 4.51 个百分点，母公司债务规模仍较大，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 2022 年末，公司对外担保余额 146.54 亿元，担保比率 5.13%，主要是对公司及子公司参股企业山东裕龙石化有限公司、山东国欣颐养集团智城房地产有限公司、中垠地产有限公司、伊犁新天煤化工有限责任公司等的担保。

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”）与充矿能源仲裁案

和山东能源国际物流有限公司涉及的买卖合同纠纷等诉讼案。

2018年4月，新长江以兖矿能源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。2023年2月26日，中国贸仲开庭审理本案，目前，中国贸仲尚未做出裁决。

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。

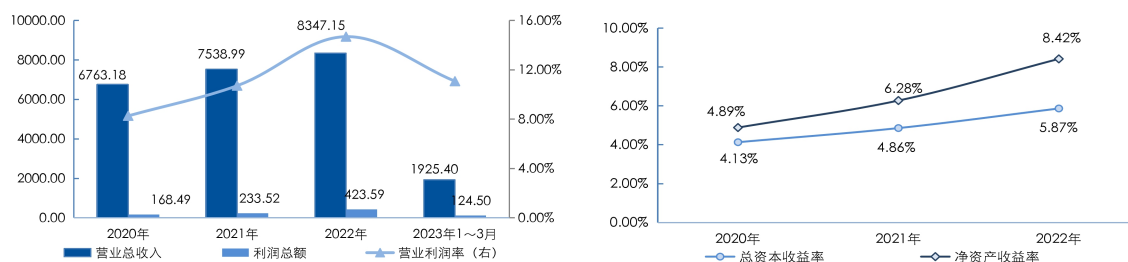
盈利能力

跟踪期内，受益于煤炭销售均价上涨、煤炭销量增加，公司营业总收入有所增长，利润总额增长较快，盈利能力增强

2022年，受煤炭销售均价上涨、煤炭销量增加，公司营业总收入同比增长10.72%，营业利润率同比提高3.98个百分点。同期，公司期间费用率同比提高1.76个百分点至7.89%，期间费用控制能力有所下降。

2022年，公司发生资产减值损失-123.22亿元，主要系存货跌价损失-59.51亿元、固定资产减值损失-32.29亿元、在建工程减值损失-16.63亿元和无形资产减值损失-11.63亿元所致。同期，公司投资收益同比增长89.52%至47.37亿元，主要是权益法核算的长期股权投资收益、交易性金融资产在持有期间的投资收益等增加和处置债权投资取得的投资收益增加所致。2022年，公司营业外收入12.48亿元，同比下降8.23%。2022年，公司营业外支出25.00亿元，同比增长18.51%，主要是赔偿金、违约金、罚款及滞纳金支出增加所致。2022年，公司利润总额同比增长81.39%，主要是煤炭产品销售均价上涨、煤炭销量增加所致。

图表 23 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

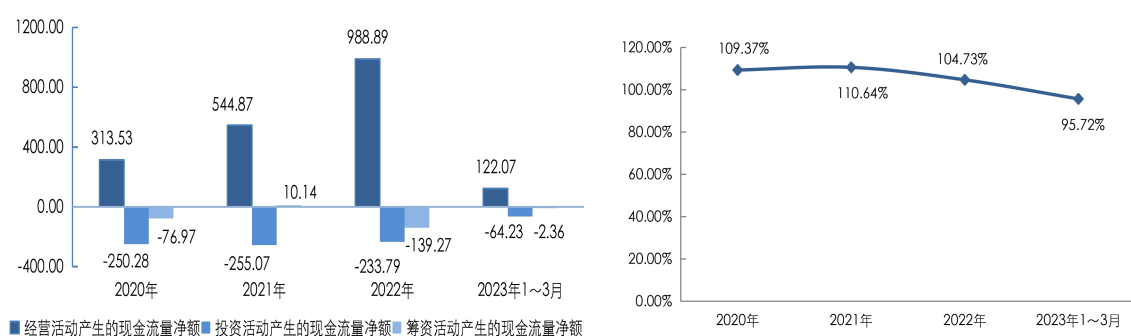
2023年1~3月，受益于煤炭价格维持高位，公司营业总收入同比增长6.11%，利润总额同比增长59.07%。预计2023年全年，随着国内外煤炭供需偏紧格局改善，煤炭价格中枢有所下降，公司盈利能力将有所承压。

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流同比大幅增长，经营获现能力仍较强，投资性支出规模仍较大，对外部融资依赖有所降低

跟踪期内，公司经营活动净现金流同比大幅增长，主要系煤炭销售价格上涨，公司净利润增加，经营性应收项目的减少、经营性应付项目的增加，以及合并中泰证券所致。公司经营获现能力仍较强。同期，投资活动现金流持续保持净流出状态，主要系股权投资及在建项目持续投入所致。2022年公司筹资活动现金流净流出规模减少，主要系公司经营活动现金流持续净流入，公司对外部融资依赖有所降低，取得借款所收到的现金减少，同时偿还债务所支付的现金增加所致。

图表 24 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

跟踪期内，公司流动比率和速动比率同比有所提高，资产流动性增强。受经营活动净现金流增加影响，2022年公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度同比提高 3.94 个百分点。截至 2022 年末，公司非受限货币资金期末余额 1146.78 亿元，短期有息债务 1637.02 亿元，账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

图表 25 近年公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率	92.23	104.83	110.25	114.34
速动比率	66.29	78.90	101.86	104.92
经营现金流动负债比	12.55	20.53	26.82	-
EBITDA 利息倍数	3.35	3.79	5.11	-
全部债务/EBITDA	6.47	6.03	4.70	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，2022 年公司 EBITDA 同比增长 50.62%至 895.63 亿元，受盈利水平上升影响，EBITDA 利息倍数有所提升。公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2023 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 6412.25 亿元，已使用授信额度为 3185.57 亿元，未使用授信额度为 3226.68 亿元。

过往债务履约和其他信用记录

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2023年5月23日，公司本部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。

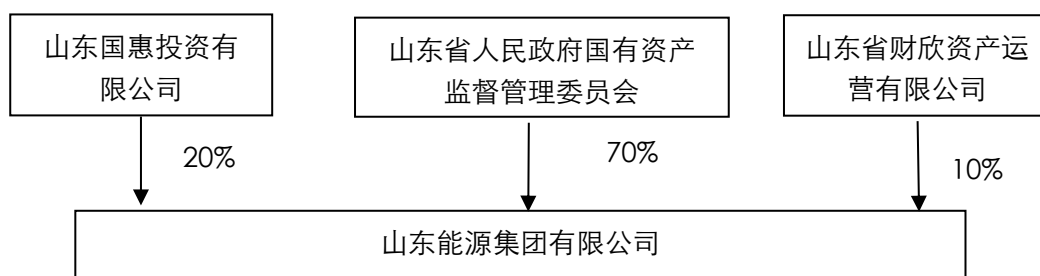
抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司是我国产量前三大、山东省最大的煤炭生产企业，在山东、陕蒙和澳大利亚等煤矿基地拥有煤炭可采储量180.55亿吨，2022年受益于部分矿井产能核增及开采智能高效转型，煤炭产量稳步增长，仍保持极强的市场竞争力；公司所处华东地区铁路、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，与大型钢铁和发电企业战略合作关系稳定，跟踪期内受益于煤炭销售价格上涨及销量增加，煤炭业务收入和毛利润实现较快增长；公司拥有六家上市子公司，直接融资渠道畅通，持有的兖矿能源、中泰证券未质押股权价值很高，兖矿能源和中泰证券均为上市流通股，变现能力强，公司未使用授信额度充足，财务弹性较强；跟踪期内，公司经营性净现金流大幅增长，经营获现能力很强，对投资性现金支出覆盖较好。

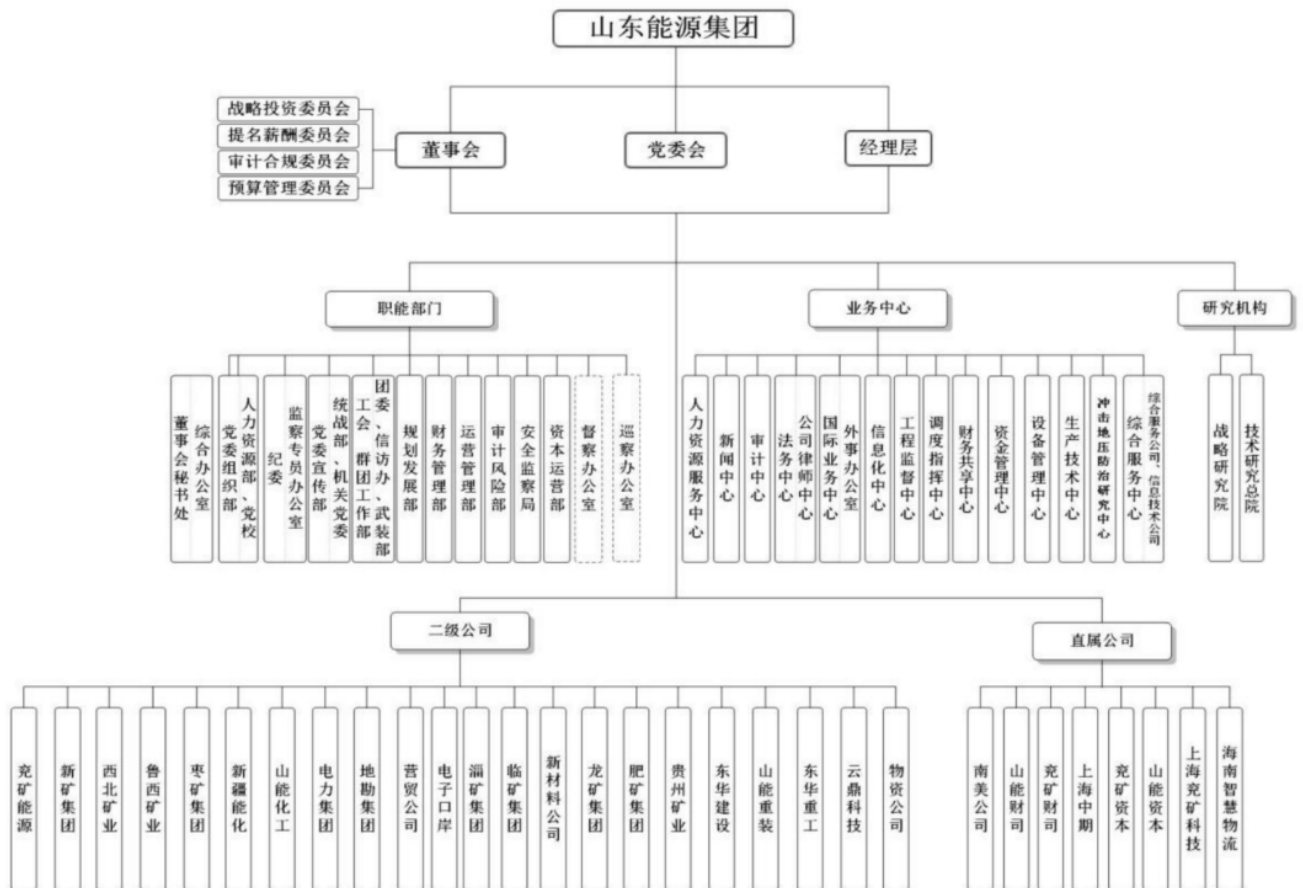
同时，东方金诚关注到，公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加，或因冲击地压影响，未来仍面临一定安全生产风险；跟踪期内，公司贸易业务盈利能力依然较弱，有息债务增长较快，债务负担有所上升，母公司债务负担较重。

综上所述，东方金诚维持山东能源集团主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“19兖矿MTN001B”、“20兖矿MTN001A”、“20兖矿MTN001B”、“20兖矿债01/20兖矿01”、“20兖矿债02/20兖矿02”、“21兖矿债01/21兖矿01”、“21山能债01/21山能01”、“21山能债02/21山能02”、“21山能债03/21山能03”、“21山能债04/21山能04”信用等级为AAA。

附件一：截至 2023 年 3 月末山东能源集团股权结构图



附件二：截至 2023 年 3 月末山东能源集团组织结构图



附件三：山东能源集团主要财务数据及财务指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	6862.25	7007.81	9511.23	9591.99
所有者权益 (亿元)	2255.04	2230.34	2854.98	2916.81
负债总额 (亿元)	4607.21	4777.47	6656.25	6675.18
短期债务 (亿元)	1498.96	1419.10	1637.02	1693.38
长期债务 (亿元)	1917.04	2145.02	2571.87	2635.88
全部债务 (亿元)	3416.00	3564.13	4208.89	4329.26
营业总收入 (亿元)	6763.18	7538.99	8347.15	1925.40
利润总额 (亿元)	168.49	233.52	423.59	124.50
净利润 (亿元)	110.21	140.00	240.41	85.95
EBITDA (亿元)	527.98	594.64	895.63	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	313.53	544.87	988.89	122.07
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-250.28	-255.07	-233.79	-64.23
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-76.97	10.14	-139.27	-2.36
毛利率 (%)	9.49	12.06	16.41	12.75
营业利润率 (%)	8.28	10.72	14.70	11.08
销售净利率 (%)	1.63	1.86	2.90	4.54
总资本收益率 (%)	4.13	4.86	5.87	-
净资产收益率 (%)	4.89	6.28	8.42	-
总资产收益率 (%)	1.61	2.00	2.53	-
资产负债率 (%)	67.14	68.17	69.98	69.59
长期债务资本化比率 (%)	45.95	49.03	47.39	47.47
全部债务资本化比率 (%)	60.24	61.51	59.58	59.75
货币资金/短期债务 (%)	41.35	57.96	89.09	87.15
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	1.85	8.13	17.94	1.34
流动比率 (%)	92.23	94.95	110.25	114.34
速动比率 (%)	66.29	81.21	101.86	104.92
经营现金流动负债比 (%)	12.55	22.88	26.82	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.35	3.76	5.11	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.47	5.99	4.70	-
应收账款周转率 (次)	50.26	50.52	42.13	-
销售债权周转率 (次)	31.30	48.19	38.44	-
存货周转率 (次)	10.07	13.59	21.74	-
总资产周转率 (次)	1.03	1.09	1.00	-
现金收入比 (%)	109.37	110.64	104.73	95.72

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	

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。