

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0435 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“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 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

信评委主任

二〇二四年六月二十日

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，但不不对资料提供方和/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2024年6月20日至2025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

2024年6月20日

山东能源集团有限公司

主体及相关债项2024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	2024/6/20	AAA/稳定	郭哲彪	刘星住

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 兖矿 MTN001A	AAA	AAA
20 兖矿 MTN001B	AAA	AAA
20 兖矿债 01/ 20 兖矿 01	AAA	AAA
20 兖矿债 02/ 20 兖矿 02	AAA	AAA
21 山能债 01/ 21 山能 01	AAA	AAA
21 山能债 02/ 21 山能 02	AAA	AAA
21 山能债 03/ 21 山能 03	AAA	AAA
21 山能债 04/ 21 山能 04	AAA	AAA

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”）。

评级模型			
一级指标	二级指标	权重（%）	得分
企业规模	营业总收入（亿元）	10.00	10.00
	原煤产量（万吨）	10.00	10.00
市场竞争力	资源储备（亿吨）	10.00	10.00
	煤种煤质与赋存条件	5.00	5.00
	产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00
	智慧矿山建设与研发投入	5.00	5.00
盈利能力	毛利率（%）	10.00	5.00
	净资产收益率（%）	10.00	7.27
债务负担和保障程度	资产负债率（%）	8.75	5.93
	经营现金流动负债比（%）	8.75	7.42
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.75	6.40
	全部债务/EBITDA（倍）	8.75	4.90

调整因素	财务弹性+1
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

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 179.54 亿吨，2023 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，公司煤炭销量保持增长；跟踪期内，公司化工产品焦炭、甲醇、醋酸产能仍规模较大，拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，化工产品产销量保持增长；公司拥有七家上市子公司，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，财务弹性强。同时，东方金诚关注到，公司仍面临一定的安全生产风险；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“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 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。

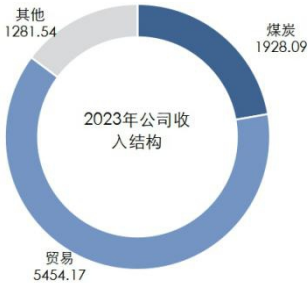
同业比较

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
总资产（亿元）	10020.41	5070.86	5203.85	5252.01	7158.68
营业总收入（亿元）	8663.80	1700.23	2373.89	2503.50	5293.62
毛利率（%）	11.08	22.12	28.66	29.46	19.23
利润总额（亿元）	386.45	85.63	293.52	452.71	431.15
资产负债率（%）	72.43	78.44	72.38	55.90	65.49
流动比率（%）	93.73	90.51	51.71	110.43	81.74
经营现金流动负债比（%）	13.20	8.08	13.34	42.28	20.23

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定。
数据来源：各企业数据为公开披露的 2023 年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2023 年收入构成（亿元）



近年公司债务结构（单位:亿元、%）



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	7514.02	9511.23	10020.41	10051.15
所有者权益（亿元）	2407.35	2854.98	2762.84	2800.71
全部债务（亿元）	3683.73	4229.13	4460.33	4562.84
营业总收入（亿元）	7741.19	8347.15	8663.80	2040.90
利润总额（亿元）	241.11	423.59	386.45	65.86
经营性净现金流（亿元）	540.79	988.89	552.77	95.84
营业利润率（%）	10.85	14.70	9.71	7.66
资产负债率（%）	67.96	69.98	72.43	72.14
流动比率（%）	104.83	110.25	93.73	101.62
全部债务/EBITDA（倍）	6.00	4.72	5.42	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	5.14	5.10	-

注：数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

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 179.54 亿吨，2023 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，公司煤炭销量保持增长；
- 跟踪期内，公司化工产品焦炭、甲醇、醋酸产能仍规模较大，拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，化工产品产销量保持增长；
- 公司拥有七家上市子公司，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，财务弹性强。

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，有息债务保持增长，债务负担有所上升。

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（RTFC002202403）》

历史评级信息

主体信用等级	债项名称	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	主体及相关债项 2023 年跟踪评级	AAA	2023/6/20	何阳、侯珏	《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型》(RTFC002202208)	阅读原文
AAA/稳定	19 尧矿 MTN001A	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。

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
20 尧矿 MTN001A	2023/6/20	2.00	2020/3/10~2025/3/10	无	无
20 尧矿 MTN001B	2023/6/20	8.00	2020/3/10~2030/3/10	无	无
20 尧矿债 01/20 尧矿 01	2023/6/20	15.00	2020/4/28~2030/4/28	无	无
20 尧矿债 02/20 尧矿 02	2023/6/20	10.00	2020/8/28~2030/8/28	无	无
21 山能债 01/21 山能 01	2023/6/20	10.00	2021/9/13~2024/9/13	无	无
21 山能债 02/21 山能 02	2023/6/20	10.00	2021/9/13~2026/9/13	无	无
21 山能债 03/21 山能 03	2023/6/20	15.00	2021/10/18~2024/10/18	无	无
21 山能债 04/21 山能 04	2023/6/20	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2024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，2023年，公司分别位居世界500强企业第72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2023年末，公司煤炭资源总量901.61亿吨，可采储量为179.54亿吨，煤炭产能34846.00万吨/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，具有极强的规模优势和一定的煤种优势。2023年，公司煤炭产量27366.00万吨，区域市场地位突出。同时，公司已具备年产531.5万吨甲醇、715万吨焦炭、100万吨醋酸和92万吨尿素等煤化工产品的综合生产能力。

公司旗下拥有七家上市公司，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”）、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”）、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”）、中泰证券股份有限公司（股票简称“中泰证券”，股票代码“600918.SH”）、淄博齐翔腾达化工股份有限公司（股票简称“齐翔腾达”，股票代码“002408.SZ”）。

图表1 2023年公司下属上市子公司主要财务数据（单位：亿元、%）

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	3542.78	1183.34	1500.25	271.51	66.60
中泰证券	1956.59	423.28	127.62	20.61	78.37
兖煤澳大利亚	542.79	409.41	367.52	86.97	24.57
山东玻纤	66.47	27.88	22.02	1.05	58.05
云鼎科技	26.38	17.54	11.41	1.14	33.52
新风光	27.55	12.88	17.01	1.66	53.26
齐翔腾达	267.80	123.15	269.18	-4.58	54.01

资料来源：公司提供、公开资料，东方金诚整理

截至2024年3月末，公司资产总额10051.15亿元，所有者权益2800.71亿元，资产负债率72.14%；2023年和2024年1~3月，公司分别实现营业总收入8663.80亿元和2040.90亿元，利润总额分别为386.45亿元和65.86亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“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 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，“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 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

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”

政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

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

在保供增产等政策推动下，近年国内煤炭产能增加，但产量增速放缓，产能利用率见顶回落，预计 2024 年，国内煤炭智能化与数字化开采转型加速，供给质量提升，安全监察政策较严，产量增速放缓，焦精煤减产风险仍存

“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。2021 年~2023 年，我国新增煤炭产能 6 亿吨/年。2022 年末，全国煤炭储量 2070.12 亿吨，可采年限 46 年，低于全球煤炭资源可采年限 220 年。2023 年末，全国煤矿数量减少至 4300 处，其中，年产 120 万吨及以上的大型煤矿产量占全国产能的 85%以上，较 2020 年提高 5 个百分点。从国内产量来看，2023 年我国原煤单月产量 3.88 亿吨，当月同比增速从上年同期的 8%以上下降至 4.5%以下，累计同比增速也明显低于 2021 年和 2022 年。2024 年，由于我国供给侧改革后新批复的产能较少，且以动力煤为主，加上安监升级，产能利用率在 2021 年后见顶回落，未来产能增长弹性有限。虽然国家发改委拟建立煤矿产能储备制度，有助于提升中长期产能，但对短期产能影响较小。根据国家统计局数据，2023 年，全国煤炭产量 46.58 亿吨，同比增长 2.90%。煤炭开采和洗选行业产能利用率 74.43%，同比下降 0.47 个百分点。随着人工智能、5G、大数据、区块链等新技术快速发展，煤炭工业加快向生产智能化、管理信息化、煤炭利用清洁化转型，充填开采、保水开采、煤气共采、煤水共采等绿色开采技术应用范围不断拓展，煤矿向自动化、智能化、数字化和绿色化加速转型，供给质量提升。2023 年全国智能化采掘工作面从 400 个快速增加 1600 个左右，全国百万吨煤死亡率降低至 0.094 人/百万吨煤以下。

2023 年下半年以来，焦煤因为资源衰减、山西、山东、新疆、河北等焦煤产区产量减少、洗出率受电煤保供而下降，虽然炼焦原煤产量同比增长，但炼焦精煤产量同比下降。由于炼焦原煤部分用于保供，近年洗出率从 40%下降至 36%（洗出率每下降 1 个百分点，精煤的产量就会减少 1000 万吨），精煤产量增速持续低于原煤，特别是炼焦骨架煤主焦煤产量 23 年同比下降。从焦煤的主产区来看，虽然山西省炼焦原煤产量同比增长，但受到安全事故、电煤保供、关闭退出落后产能的影响，山西省炼焦精煤产量同比下降 1.12%。山东省主要是受超千米冲击地压矿井关闭退出影响，炼焦原煤和精煤的产量均同比下降 0.54%。由于山西省炼焦精煤产量占到全国一半以上，虽然内蒙、安徽、贵州省炼焦原煤与炼焦精煤的产量同比增长，但也难以抵消山西和山东两省炼焦精煤产量下降的影响。此外，2023 年，由于保供以来高负荷生产，加之部分煤矿智能化开采与安全生产投入不足，事故频发，安全监察升级，国家矿山安全局撤销核增产能 30 余处，减退产能 2625 万吨。同时，国家出台“加强矿山安全生产意见”，要求停建、关闭退出地质复杂、安全条件不符合要求的矿山。在安监升级的背景下，预计原煤增产压力较大，炼焦精煤产量仍存在下降的风险。

近年，我国煤炭供给结构持续向主产区集中，2023 年，煤炭主产区晋蒙陕新四省（区）原煤产量合计 37.86 亿吨，占全国原煤产量的 81.28%，区域集中度同比提高 0.32 个百分点。从主产区各省煤炭产量来看，2023 年，山西、内蒙古、陕西和新疆煤炭产量分别为 13.57 亿吨、12.11 亿吨、7.61 亿吨和 4.57 亿吨，同比分别增长 3.78%、3.14%、2.05%和 10.63%。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，山东、河北、黑龙江、辽宁、四川等省份煤炭产量同比下降。

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。

综合来看，预计2024年，保供政策继续实施，国内煤炭供给质量提升，安监力度加大，动力煤产量中枢将维持在月均2.4亿吨的历年高位水平上，但产量增速放缓，高热值动力煤结构短缺。国内焦煤资源短缺，焦煤资源探明储量仅占煤炭总储量的26%，可采储量中焦煤和肥煤等稀缺煤种占比较低，主焦煤可采年限只有19年，由于焦煤洗出率下降，精煤产量增速持续低于原煤，进口关税恢复后，焦煤进口增速将回落，焦煤总体供给弹性仍不足。

2023年，在传统产业用电需求拉动、新兴产业用电快速增长、以及水电蓄能不足影响下，国内煤炭市场需求较快增长，预计2024年，工业库存周期见底，制造业转型升级，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求平稳增加，煤炭能源基石地位依然稳固

2023年，上半年在传统四大高耗能产业用电需求拉动，以及新兴产业新能源汽车与高技术装备快速发展、用电量上升带动下，第二产业用电量同比小幅增长；同时，由于水电梯级蓄能减少，水电发电量同比下降22.9%，支撑火电耗煤需求。下半年，迎峰度夏期间，极端高温天气带动沿海六大电厂耗煤快速上升，全国火电月度耗煤量增长到2.42亿吨。2023年全社会用电量9.22万亿千瓦，同比增长6.70%；其中，第二产业用电量（6.07万亿千瓦）和第三产业用电量（1.67万亿千瓦）同比分别增长6.50%和12.20%；电力行业动力煤消费量25.73亿吨，同比增长8.85%。

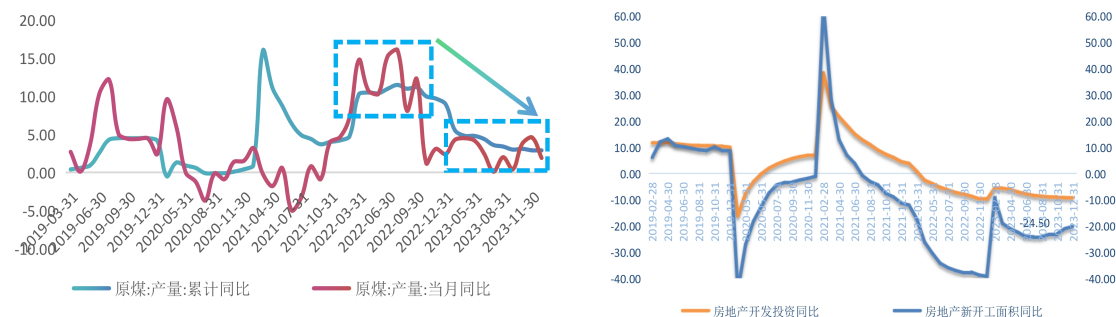
2024年，从用电侧来看，工业库存周期见底，开启补库周期，同时制造业转型升级，传统高耗能产业用电增速放缓的情况下，高技术装备、IDC数据中心、新能源汽车制造等新兴产业的用电量快速增加，支撑工业用电增长；第三产业批发零售、餐饮文旅、交运等服务业延续复苏态势，用电量增速提升。从发电侧来看，2023年火力发电量占全国发电量的69.95%，是我国电源供应的主力，经济增长带动的用电需求仍主要依赖于火电增发电量来满足。在经历2021、2022年全国多省阶段限电后，国家新批复的一批火电建设机组陆续投产，2023年，全国火电新增装机6567万千瓦，同比增长46.88%，预计2024年我国仍将新增5000万千瓦火电装机容量。此外，国家出台容量电价政策，减少煤电业绩波动，对冲利用小时数下滑，保障火电企业长期收益，从而带动火电耗煤需求。

从水电和新能源发电挤出效应来看，2024年随着长江流域来水改善，水电发力，对火电挤出效应上升。2023年，全国风电新增装机容量7566.00万千瓦，同比增长101.06%，光伏行业强内卷，新增装机容量21602.00万千瓦，同比增长147.13%，新能源电力持续扩容，对火电形成一定挤压。但从发电占比来看，目前火电发电占比接近70%，水电发电占比12.18%、风电与光伏发电占比合计12.38%，虽然新能源装机快速增长，但由于从装机到并网发电存在时滞，且光伏利用小时数低于风电和火电，新能源发电总体占比相对较低，在碳达峰之前对火电的挤出效应有限，火电能源基石的地位依然稳固。综合来看，2024年，国内经济平稳增长，制造业转型升级，带动全社会用电需求上升；水电和新能源电力占比仍较低，对煤电挤出效应有限。同时，在建煤电机组投产、化工与建材等非电产业耗煤需求增加，动力煤需求继续修复。

此外，2024年房地产“三大工程”加快建设，房地产投资降幅收窄，地产用钢需求恢复缓

慢；中央财政提高赤字率，增发万亿国债，基建投资稳增长；钢结构、工业与出口用钢增长较快，贡献用钢增量，焦煤需求预期改善。

图表 1 近年我国原煤产量及下游需求增速情况



资料来源：同花顺，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，预计中长期煤炭消费量将“稳中有降”，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。

2023 年煤炭价格呈“V”字形走势，预计 2024 年，动力煤需求增长，产量增速和进口增速放缓，动力煤价格中枢企稳回升，焦煤主产区持续减产，焦精煤减产风险仍存，万亿国债带动基建投资增速上升，铁水焦炭开工维持高位，焦煤价格维持高位

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。国家发改委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“303 号文”），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，价格下限和价格上限较之前分别提高了 14% 和 28%。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。

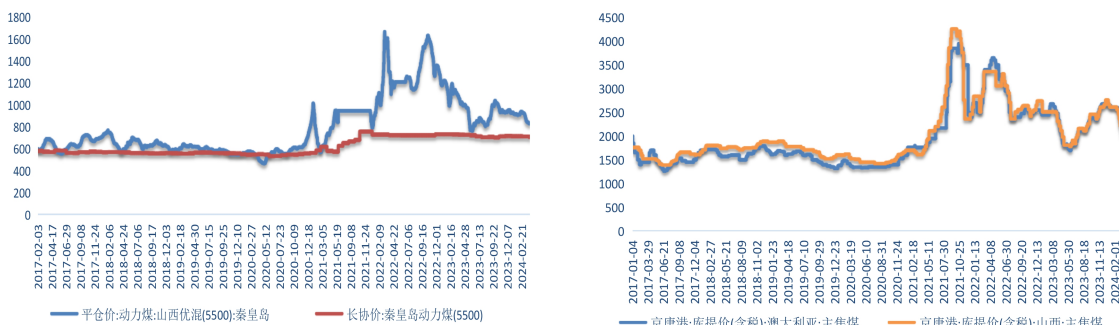
2023 年 12 月，国家发改委、国家能源局发布《关于做好 2024 年电力中长期合同签订履约工作的通知》提出，继续发挥电煤中长期合同在能源保供中“压舱石”和“稳定器”的作用；2024 年电煤中长期合同延续此前定价机制和 303 号文，以港口价格计算的电煤中长期合同应按照“基准价+浮动价”价格机制签订和执行，但并未给出明确的基准价和浮动价参考的价格指标。与 2023 年电煤中长期合同签订履约要求相比，2024 年电煤中长期合同的签订需求方范围缩小，仅强制要求统调电厂及承担居民供暖任务的电厂签订长协合同，供热企业不再强制签订长协合

同。同时，需求方的签约弹性由 2023 年的 100%~105%覆盖，下降至 80%~100%覆盖。供给方煤炭生产企业签订任务量不低于自有资源量的 80%，但对动力煤的签订任务量不再要求不低于自有资源量的 75%。综合来看，2024 年电煤长协合同供需方签约要求均有所放松。

2023 年煤炭价格呈 V 字形走势。上半年，由于经济复苏不及预期，电煤 3 月下旬以来进入传统消费淡季，非电需求疲软，加上欧洲能源需求放缓、高库存压力，进口煤凭借价差优势大幅涌入国内市场，煤价趋势下降；其中，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价在 6 月末下滑至 830 元/吨，同比下降 33.17%；京唐港山西产主焦煤库提价在 6 月末下降至 1870 元/吨，同比下降 38.69%。下半年，迎峰度夏期间，传统电煤需求旺季，煤价止跌企稳，化工等非电用煤需求增长，叠加海外能源价格走强、进口煤价差优势减弱，进口增速放缓，国内煤价有所回升。2023 年末，秦皇岛港山西产 5500 大卡优混动力煤市场价为 923 元/吨，同比下降 22.31%；京唐港山西产主焦煤库提价 2750 元/吨，同比增长 0.73%。

2024 年，动力煤需求增长、供给有所放缓，动力煤库存压力得以缓解。化石能源价格联动增强，高油价支撑国际煤价，国内长协定价机制延续，为动力煤价格筑底；美联储降息周期即将开启，大宗原料价格重估，动力煤供需将形成新平衡，下游去库支撑动力煤价格筑底回升。焦煤供给弹性不足，需求预期改善，大宗原料价格重估，焦煤价格中枢将上升。

图表 2 国内主要煤炭品种现货价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

近年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

受煤炭价格和煤化工产品价格高位回落影响，2023 年，全国规模以上煤炭企业实现营业收入 3.50 万亿元，同比下降 13.09%；全国规模以上煤炭企业实现利润总额 0.76 万亿元，同比下降 25.22%。

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。2023 年，全国 120 万吨/年以上大型煤矿产量占比超过 85%；行业前 10 家大型煤企原煤产量占全国原煤产量的比例超过 50%。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%。2023 年 3 月，贵州省政府批复组建贵州能源集团有限公司（以下简称“贵州能源集团”），将盘江煤电集团有限责任公司更名为贵州能源集团，并吸收合并贵州乌江能源集团有限责任公司。根据贵州省政府及贵州省国资委相关批复要求，贵州省国资委将贵州水矿控股集团有限责任公司（以下简称“水矿集团”）委托贵州能源集团管理，将在水矿集团债转股完成后将水矿集团股权划转给贵州能源集团。未来，晋蒙陕新等煤炭主产区优质产能将继续释放，供给结构优化，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 3 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、%）



资料来源：同花顺，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，受益于贸易规模扩大等因素，公司营业收入较快增长，但受煤炭价格下降影响，毛利润和毛利率有所下降

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。受益于煤炭贸易业务规模扩大及其他业务，2023 年公司营业总收入同比增长 3.79%。2023 年煤炭和贸易业务收入占比分别为 22.25%和 62.59%。公司其他业务包括化工、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、金融等，其他业务仍较分散。

公司毛利润仍主要来自煤炭业务，2023 年煤炭业务毛利润占比为 71.76%，其他业务中的化工业务是公司利润的重要补充。跟踪期内，受煤炭价格下降影响，公司毛利润同比下降 25.63%，综合毛利率同比下降 4.79 个百分点。

2024 年 1~3 月，公司营业总收入同比增长 6.00%，毛利润同比下降 21.40%，综合毛利率同比下降 3.56 个百分点。

图表 4 公司营业总收入、毛利润及毛利率构成情况¹（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

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 2023 年公司煤炭业务经营主体主要经营和财务数据²（单位：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	13219	3542.78	1183.34	1500.25	271.51	56.70
新矿集团	100.00	1841	923.84	320.18	1217.46	44.03	69.45
枣矿集团	86.31	1978	2860.77	904.01	1180.58	12.67	68.40
淄矿集团	100.00	-	577.84	291.65	743.07	15.37	52.89

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 2.74 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、

¹ 其他收入包括主营业务其他收入和其他业务收入，其他毛利润包括主营业务其他毛利润和其他业务毛利润。毛利率计算公式为（营业总收入-营业成本）/营业总收入。
² 公司未提供淄矿集团煤炭产量。

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 2023 年末，公司煤炭资源总量 901.61 亿吨，可采储量为 179.54 亿吨，煤炭产能 34846.00 万吨/年。2023 年公司煤炭产量 27366.00 万吨，位居国内煤炭行业前三位，具备很强的规模优势。2023 年兖煤澳洲所属煤矿可采储量为 14.40 亿吨，兖煤国际所属煤矿可采储量为 1.30 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 2023 年末公司主要子公司煤炭资源储量情况（单位：亿吨、万吨/年、万吨）

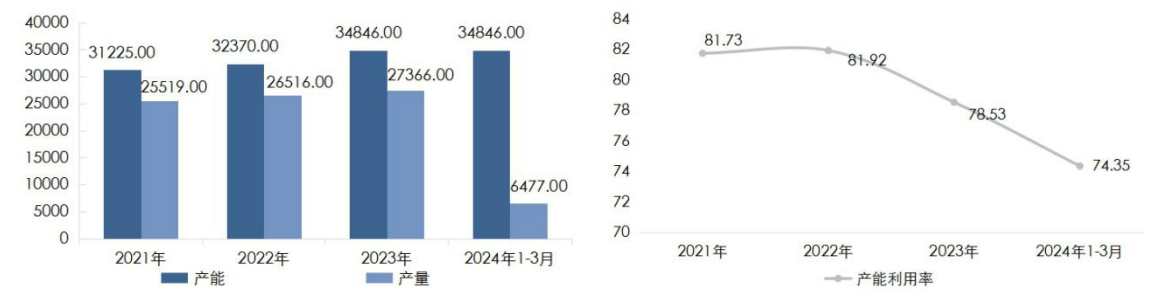
序号	单位名称	煤炭品种	资源总量	可采储量	产能	2023 年产量
1	兖矿能源	气肥煤、长焰煤、不粘煤	332.25	56.45	20405.00	16691.00
2	新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	84.84	20.45	3296.00	1841.00
3	枣矿集团	气肥煤、长焰煤	16.02	3.42	2585.00	1978.00
4	西北矿业	气肥煤、长焰煤	54.24	22.59	3380.00	2916.00
5	鲁西矿业	气肥煤、长焰煤	55.85	10.25	2872.00	1862.00
6	新疆能化	长焰煤	338.98	62.54	2041.00	1969.00
7	贵州矿业	无烟煤	19.43	3.84	267.00	109.00
合计			901.61	179.54	34846.00	27366.00

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，2023 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 2023 年末，公司煤炭核定产能 34846.00 万吨/年，较 2022 年末增长 7.65%。

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

2023年，受益于公司煤炭矿井产能核增，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3.21%，产能利用率同比略有提高。2024年一季度，受益于产能释放，公司煤炭产量同比有所提高。预计2024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。

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。2023年1月1日，发行人子公司兖矿新疆矿业有限公司的兖矿新疆矿业有限公司硫磺沟煤矿（4-5）06W皮带顺槽掘进工作面发生一起冲击地压事故，造成1人死亡、1人受伤。2024年6月1日，公司子公司新汶矿业集团有限责任公司的新汶矿业集团有限责任公司华丰煤矿发生透水事故，造成2人死亡。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³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216.83亿元，截至2023年末已累计完成投资165.71亿元。2023年，公司计划投资21.06亿元。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65.83亿元，2024年拟投资额为33.96亿元。

图表9 截至2023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2023年末 已投资额	2024年 拟投资额	2025年 拟投资额	截至2023年末 建设进度
1	万福煤矿及选煤厂	180	81.50	60.68	13.19	-	2023年完成进尺5672米。
2	长城二矿二期项目	400	30.81	20.32	0.31	-	2023年完成进尺1060米。
3	鲁新煤矿	500	50.10	64.41	0.10	-	具备联合试运转条件。
4	油房壕矿井	500	54.42	20.30	7.46	-	风井已完工。
合计		1580	216.83	165.71	21.06	-	-

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，2023年，煤炭销量增加，但受煤炭价格下降，煤炭业务收入和毛利润均有所下降

³ 公司部分在建项目尚未办理结算。

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。2023 年，公司煤炭销售前五大客户分别为华电集团、浩宇集团有限公司、山东钢铁股份有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司和中国华能集团有限公司，煤炭销售前五大客户销售金额合计 106.32 亿元，销售金额合计占煤炭业务营业收入的比例为 5.51%，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。

2023 年，公司煤炭销量同比增长 4.70%，但受由于经济复苏不及预期、欧洲能源需求放缓、高库存压力，进口煤凭借价差优势大幅涌入国内市场等影响，煤炭销售均价同比下降 35.33%。受销售均价下降影响，2023 年公司煤炭业务收入同比下降 20.17%，毛利润同比下降 35.96%，毛利率同比下降 12.73 个百分点。

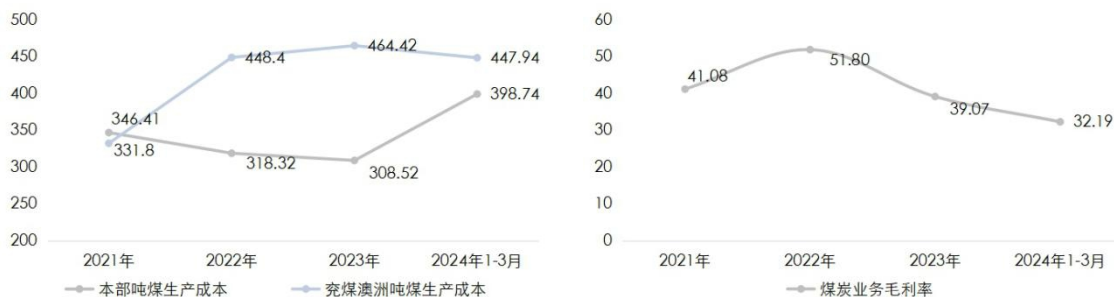
图表 10 近年公司煤炭销售和盈利情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）



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。2023 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 3.08%。境外吨煤生产成本同比增长 3.57%，煤炭生产成本保持相对稳定。受煤炭销售均价下降，公司煤炭业务毛利率同比大幅下降。

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

2024年1~3月，销量同比有所提高，公司煤炭销售均价同比大幅下降，煤炭业务收入同比下降13.62%，煤炭业务毛利润和毛利率同比大幅下降。预计2024年受国内煤炭需求增长，供给放缓等影响，煤炭销售价格中枢将有所提高，公司煤炭业务盈利将有所提高。

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。

2023年，公司物流贸易业务收入构成中，有色金属及钢材、油品和矿产品收入占比较大，合计占比88.24%。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。2023年，公司贸易业务前五大销售客户销售金额605.12亿元，占销售收入的比例为11.09%，客户集中度一般。

图表 12 2023 年公司贸易业务前五大客户情况（单位：亿元、%）

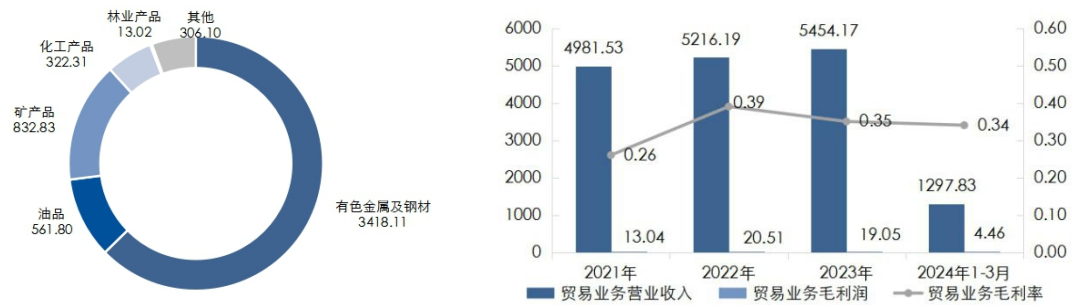
前五大客户名称	销售金额	占比
金川集团贸易有限公司	149.52	2.74
KINGSTONEGROUPTRADINGCOMPANYLIMITED	121.06	2.22
TONGLIDEVELOPMENTLIMITED	120.25	2.20
SINCERUSINTERNATIONALTRADINGLIMITED	112.41	2.06
上海华昌源实业投资有限责任公司	101.87	1.87
合计	605.12	11.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年，公司贸易业务前五大供应商采购金额合计750.65亿元，占贸易业务采购总额的13.81%，供应商集中度一般。

2023年，公司贸易业务收入同比增长4.56%，毛利润同比下降7.12%，毛利率同比下降0.04个百分点。2024年一季度，公司贸易业务收入1297.83亿元，毛利润4.46亿元，毛利率0.34%。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 13 2023 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

公司其他业务分布较广，主要包括化工、房地产、装备制造、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、金融等。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化工、房地产、装备制造和工程施工，2023 年上述四项业务收入占比分别为 33.79%、1.25%、2.70%和 0.97%。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。2023 年，公司其他业务实现收入 1281.54 亿元，同比提高 48.97%；毛利润同比有所提高，毛利率小幅下降。

图表 14 近年公司其他业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 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
化工	384.51	36.32	448.38	52.12	432.98	33.79	98.82	34.50
房地产	82.29	7.77	19.20	2.23	16.06	1.25	0.53	0.19
装备制造	55.77	5.27	39.97	4.65	34.65	2.70	5.50	1.92
工程施工	22.24	2.10	14.54	1.69	12.47	0.97	2.71	0.95
其他	513.99	48.54	338.19	39.31	785.38	61.28	178.91	62.45
合计	1058.80	100.00	860.28	100.00	1281.54	100.00	286.47	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司其他业务中的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，受焦炭、甲醇和尿素等产品价格下降，公司化工业务收入及获利能力有所下降

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 2024 年 3 月末，公司已具备年产 531.5 万吨甲醇、715 万吨焦炭、100 万吨醋酸和 92 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。

近年来，随着内蒙古、陕西多处在建化工项目的陆续投产，化工板块产能、产量逐年释放，2023 年公司化工产品产量大幅增长，甲醇产量为 561.32 万吨；醋酸产量为 113.94 万吨；尿素产量为 59.00 万吨；焦炭产量为 523.00 万吨，同比分别增长 5.65%、10.00%、-6.04%和 11.75%。

图表 15 近年公司化工主要产品产量和产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1~3 月	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
甲醇	535.00	516.53	531.00	531.29	513.50	561.32	513.50	147.16
醋酸	100.00	109.16	100.00	103.58	100.00	113.94	100.00	24.58
尿素	52.00	59.84	52.00	62.79	92.00	59.00	92.00	15.82
焦炭	435.00	383.51	563.00	468.01	715.00	523.00	715.00	132.07
合计	1122.00	1069.04	1246.00	1165.67	1420.50	1257.26	1420.50	319.63

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于产量增加，跟踪期内公司化工产品销量整体保持增长。其中，2023 年甲醇、醋酸和焦炭销量同比分别增加 1.97%、3.77%和 5.19%，尿素销量同比下降 2.72%。同期，受能源价格下降及行业供需格局宽松等因素影响，公司化工产品销售价格大幅下降，其中甲醇、醋酸、尿素和焦炭销售价格同比分别下降 8.99%、19.21%、17.09%和 22.82%。

图表 16 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）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1~3 月	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
甲醇	400.72	1992.85	508.81	2064.13	518.84	1878.56	130.56	1829.24
醋酸	75.72	5645.66	71.16	3447.68	73.84	2785.53	15.94	2614.12
尿素	59.89	1970.33	63.27	2081.20	61.55	1725.48	12.40	1687.67
焦炭	395.10	2360.87	493.17	2661.80	518.79	2054.35	123.13	1952.49
合计	931.43	-	1136.41	-	1173.02	-	282.03	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司无在建化工项目；拟建化工项目为五彩湾 80 万吨/年烯烃项目和鲁南化工 6 万吨聚甲醛项目，分别计划总投资 198.24 亿元和 12.72 亿元，2024 年拟投资金额 5.24 亿元和 3.59 亿元。

2023 年，化工产品成本有所下降，但受焦炭、甲醇和尿素产品价格下降影响，公司化工业务收入同比下降 3.43%，主要产品毛利润和毛利率同比有所下降。

图表 17 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

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

跟踪期内，因公司正常人事变动，张宝才同志不再担任公司党委副书记、董事、总经理职务，由周鸿同志担任公司党委副书记、董事、总经理职务。丁海成同志不再担任公司外部董事。

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 2023 年的合并财务报告和 2024 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 2023 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；2024 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。截至 2023 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 70 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额较快增长，构成仍以非流动资产为主，受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，此外，受限资产规模较大，资产流动性受到一定影响

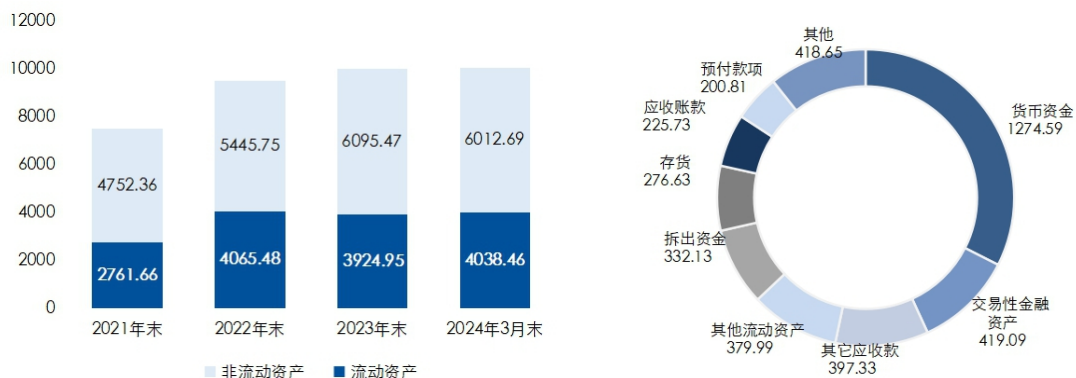
2023年末，公司资产总额同比增长5.35%，非流动资产占总资产的比例为60.83%，资产构成仍以非流动资产为主。

2023年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款、其他流动资产、拆出资金、存货、应收账款和预付款项构成。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43.15%。公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，2023年末货币资金期末余额同比下降12.60%，主要系资本支出及支付利息、股利所致，其中受限货币资金占货币资金的比例为28.57%，主要为各类保证金等。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，2023年末交易性金融资产同比小幅下降。

2023年公司其他应收款同比增长21.98%，主要系与政府之间的往来、备用金、保证金、抵押金等增加所致，其中账期在一年以上的其他应收款占比为78.15%，同期公司其他应收款计提坏账准备352.25亿元，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。公司其他流动资产主要是土地塌陷、复原、重整及环保费，2023年末公司其他流动资产同比增长16.64%，主要是土地塌陷、复原、重整及环保费和存出保证金增加所致。拆出资金主要为融资融券业务融出资金，同比增长7.27%。

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，2023年末存货同比下降10.62%，存货周转率25.90次，同比下降11.95次；2023年末计提存货跌价准备72.34亿元，存货跌价准备计提比例为20.73%。公司应收账款主要是应收货款，2023年末账面价值同比小幅下降1.33%，共计提坏账准备44.56亿元，预期信用损失率为16.49%，应收账款账龄以1年以内的占比为64.56%。2023年末，公司预付账款同比下降4.28%，其中预付款项前五名合计占比为16.93%。

图表 18 近年末公司资产构成及 2023 年末流动资产构成情况（单位：亿元）

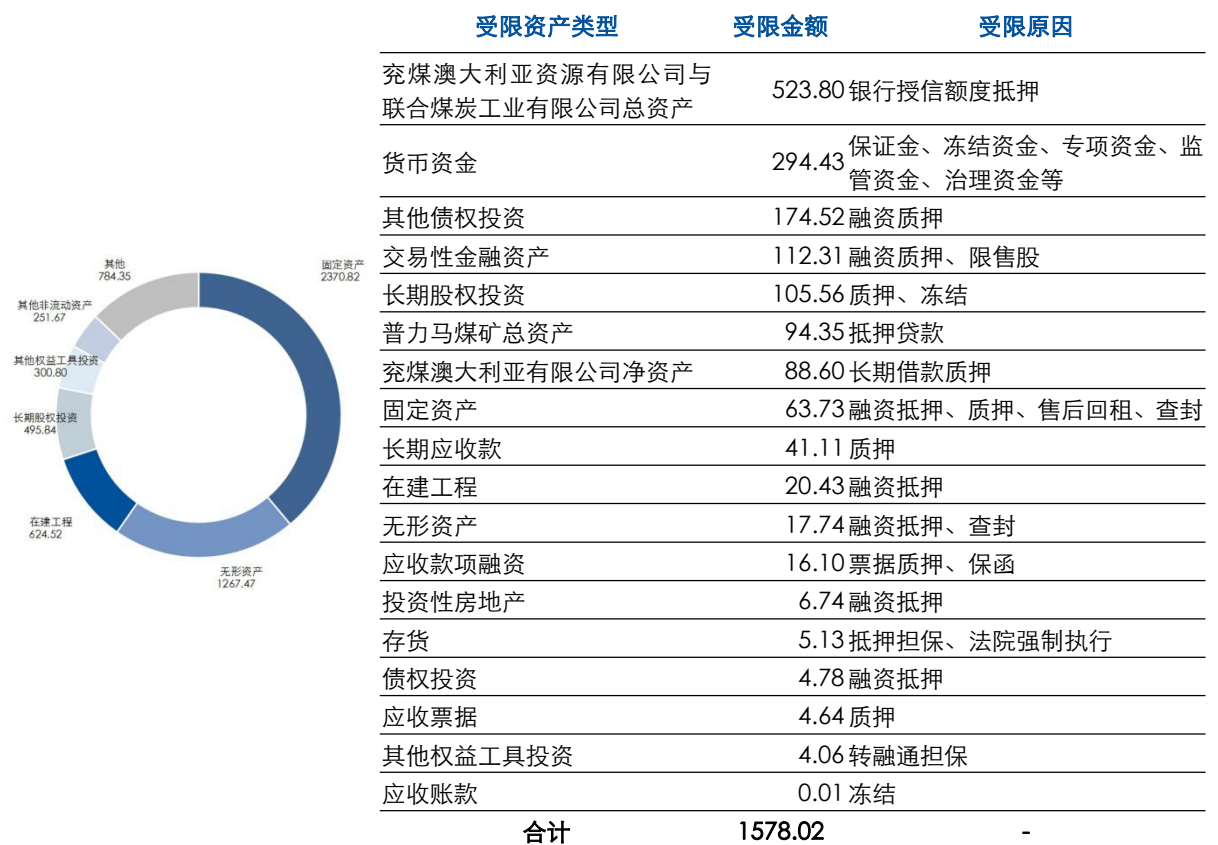


资料来源：公司提供，东方金诚整理

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，2023年末占比分别为38.89%、20.79%、10.25%、8.13%和4.93%。公司固定资产

主要为房屋及建筑物、机器设备等，2023年末固定资产账面价值同比增长17.06%，主要系在建工程转入固定资产所致。公司无形资产主要为采（探）矿权和土地使用权等构成，2023年末无形资产账面价值基本保持稳定。公司主要在建工程包括万福煤矿及选煤厂、榆林能化年产10万吨DMMn项目、红墩界煤电一体化项目电厂期2*660MW工程、山东能源渤中海上风电B场址工程、山东能源灵台2*1000MW调峰煤电项目等，2023年末公司在建工程账面价值同比增长15.56%，主要是增加对红墩界煤电一体化项目电厂一期2*660MW工程、汉峪金谷云鼎大厦办公楼、山东能源灵台2*1000MW调峰煤电项目、30万吨高性能(超高模)玻纤制造项目等的投资所致。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，2023年末公司长期股权投资同比增长12.33%，主要系公司对山东裕龙石化有限公司、水发能源集团有限公司、山东汇荣恒鑫投资合伙企业(有限合伙)追加投资、以及伊犁新天煤化工有限责任公司、内蒙古锦联铝材有限公司、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。

图表 19 截至 2023 年末非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司其他权益工具投资主要由对水发集团有限公司、枣庄银行股份有限公司、山东颐养健康产业发展有限公司和山东省港口集团有限公司等公司的投资，以及中泰证券所持有其他非交易性权益工具，2023年公司其他权益工具投资同比增长3.56%。公司其他非流动资产主要由探（采）矿权、预付购房款、预付设备款等构成，2023年公司其他非流动资产同比增长20.02%，

主要系探（采）矿权增长所致。

2024年3月末，公司资产总额较2023年末增长0.31%，资产构成中非流动资产占比59.82%；流动资产中，流动资产构成较2023年末变化不大。

截至2023年末，公司受限资产账面价值为1578.02亿元，占当期总资产的15.75%，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益同比小幅下降，少数股东权益占比仍较高

2023年末，公司所有者权益同比下降3.23%，主要系支付股利及所属企业股权变动增加资本公积。所有者权益中永续债占比为11.46%，对权益质量产生一定影响。

公司所有者权益主要由少数股东权益、实收资本、其他权益工具、未分配利润和资本公积构成。2023年末，公司少数股东权益同比下降9.39%，主要系子公司支付股利及子公司同一控制下合并企业所致。2023年末，公司未分配利润同比下降11.92%。2023年末，公司实收资本同比未发生变化。2023年末，公司其他权益工具同比提高22.10%，主要系新增永续债所致。2023年末，公司资本公积同比大幅提高29.19%，主要系所属企业股权变动所致。2024年3月末，公司所有者权益较2023年末增长1.37%，主要系经营积累所致。

图表 20 公司所有者权益规模及 2023 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，负债率水平有所提高

2023年末，公司负债总额同比增长9.03%，其中流动负债和非流动负债占比分别为57.70%和42.30%。

2023年末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、代理买卖证券款、应付票据、应付账款、其他应付款和卖出回购金融资产款构成。公司短期借款主要为信用借款、保证借款和质押借款，2023年末，公司短期借款同比下降8.02%。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，2023年末代理买卖证券款小幅下降。公司应付票据主要是银行承兑汇票、商业承兑汇票和信用证构成，2023年末应付票据同比增长5.93%；公司应付账款同比增长65.61%，主要为业务量增加、年末在建项目集中挂账跨年度付

款导致。2023 年末，公司一年内到期的非流动负债同比增长 50.56%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。2023 年末公司其他应付款同比增长 53.37%，主要是储备资源、缴纳政府保证金、村庄搬迁项目导致往来款金额大幅增加所致；期末其他应付款主要为往来款、保证金押金、代收代付款项和购矿款等。

公司非流动负债同比增长 3.41%，主要系长期借款增加所致，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 49.86%和 33.43%。公司长期借款主要由信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款构成，2023 年末，长期借款同比增长 29.18%，主要是因为公司增加了信用借款所致。公司应付债券同比下降 21.32%，主要部分债券纳入一年内到期的非流动负债所致。公司卖出回购金融资产款主要为卖出回购债券款，2023 年保持相对稳定。

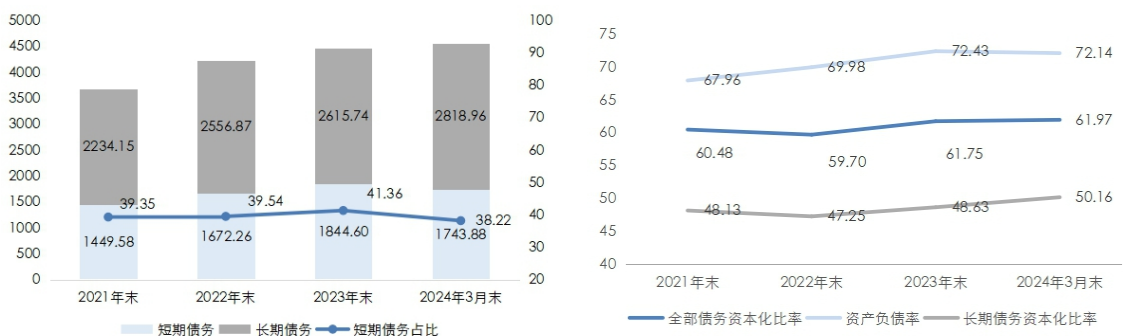
图表 21 近年末公司负债构成及 2023 年末流动负债构成情况（单位：亿元）



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，2023 年末有息债务同比增长 5.47%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款增加所致，负债率有所增加。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上涨。从债务期限结构来看，截至 2023 年末，公司短期有息债务占比 41.36%，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。2024 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及负债率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

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 2023 年末，公司对外担保余额 322.92 亿元，占公司净资产的 11.69%，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中泰证券股份有限公司-乐视网信息技术（北京）股份有限公司投资损失之侵权案、枣矿集团所属企业中泰证券股份有限公司-沈阳市辽中区农村信用合作联社侵权纠纷案。

2022 年 1 月，中泰证券所属企业中泰证券股份有限公司收到北京金融法院送达的《民事起诉状》，上海君盈资产管理合伙企业（有限合伙）等两千名证券投资者（“原告”）向法院诉讼请求判令乐视网信息技术（北京）股份有限公司（被告一）向原告支付因虚假陈述引起的投资损失之侵权赔偿款项（含投资差额损失、印花税、佣金、利息），共计人民币 457,135.72 万元，判令除乐视网外包括中泰证券在内的二十名被告对原告的上述损失承担连带赔偿责任。中泰证券为乐视网 2016 年非公开发行股票项目的联席主承销商之一，而非保荐机构。2023 年 9 月 22 日，中泰证券收到北京金融法院送达的（2021）京 74 民初 111 号《民事判决书》，北京金融法院一审判决驳回了原告投资者对中泰证券的诉讼请求。上诉期内，中泰证券收到北京金融法院送达的《民事上诉状》，一审原告提起上诉，请求改判二十二名被上诉人（含中泰证券）对一审被告一乐视网应支付给全体上诉人（一审原告）的虚假陈述侵权赔偿款项承担全额连带赔偿责任。

中泰证券所属企业万家共赢资产管理有限公司作为管理人于 2016 年 4 月设立“万家共赢敦化一号专项资产管理计划”，该计划为单一资产管理计划，根据委托人吉林敦化农村商业银行股份有限公司的投资指令进行被动投资。敦化一号于 2016 年 12 月提前终止并完成现状分配和清算，敦化农商行已书面确认。2022 年 6 月 22 日，万家共赢收到辽宁省沈阳市中级人民法院文书，因敦化一号项下票据收益权投资项目与第三方产生纠纷，沈阳市辽中区农村信用合作联社作为原告以侵权纠纷为由，起诉陆某、罗某、敦化农商行、万家共赢及广西横州桂银村镇银行股份有限公司。本案主要诉讼请求为：判令被告陆某、罗某、敦化农商行赔偿原告经济损失人民币 89626.79 万元（暂计算至 2023 年 1 月 17 日，自 2023 年 1 月 18 日起，以 28,060.55 万元为基数，按日万分之五计算至实际给付之日止）；判令被告万家共赢、广西桂银对辽中信用联社的损失承担赔偿责任。2023 年 8 月 2 日，沈阳市中级人民法院作出《民事裁定书》，认为原告辽中信用联社不能证明被骗资金实际损失，要求侵权赔偿缺乏依据，裁定驳回辽中信用联社的起诉。辽中信用联社不服上述裁定提出上诉，请求撤销上述裁定。辽宁省高级人民法院受理上诉案件，并于 2023 年 12 月 18 日作出《民事裁定书》，裁定撤销沈阳市中级人民法院（2022）辽 01 民初 680 号民事裁定，本案指令沈阳市中级人民法院审理。

由于上述案件处于上诉中及审理中，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，受益于贸易规模提高，营业收入小幅增长，受煤炭销售均价下降，利润总额小幅下降，盈利能力有所下降

2023年，受贸易业务规模扩大及合并范围增加，公司营业总收入同比增长3.79%，但受煤炭销售均价下降影响，营业利润率同比下降5.02个百分点。同期，公司期间费用同比下降2.10%，期间费用率同比下降0.44个百分点，期间费用控制能力有所提高。

2023年，公司发生资产减值损失5.72亿元，同比大幅下降。同期，公司投资收益同比小幅增长至49.69亿元，主要由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和多次交易分步实现非同一控制下企业合并之损益等构成。2023年，受煤炭产品销售均价下降等因素影响，公司利润总额同比下降8.77%，资产及资本收益率水平有所下降。

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

2024年1~3月，公司营业总收入同比增长6.00%，受煤炭价格下降，利润总额同比下降47.10%。

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流同比大幅下降，经营获现能力仍较强，投资性支出规模仍较大，利息及股利支出规模较大，筹资性净现金流仍为净流出

跟踪期内，公司经营活动净现金流同比大幅下降，主要系煤炭销售价格下降，公司净利润降低，经营性应收项目的增加、经营性应付项目的减少所致，同期公司现金收入比有所提高，经营获现能力仍较强。

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

2023 年，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。同期，公司筹资活动现金流仍处于净流出状态，主要系支付利息及股利支出规模较大所致。

偿债能力

跟踪期内，公司流动比率和速动比率同比有所下降，资产流动性一般。受经营活动净现金流下降影响，2023 年公司经营性净现金流对流动负债的覆盖程度同比大幅下降 13.62 个百分点。截至 2023 年末，公司非受限货币资金期末余额 1052.35 亿元，短期有息债务 1844.60 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	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）
流动比率	104.83	110.25	93.73	101.62
速动比率	78.90	101.86	87.12	93.35
经营现金流流动负债比	20.53	26.82	13.20	-
EBITDA 利息倍数	4.22	5.14	5.10	-
全部债务/EBITDA	6.00	4.72	5.42	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，受盈利水平下降影响，EBITDA 利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA 有所提高。

截至 2023 年末，公司短期有息债务为 1844.60 亿元；2023 年公司分配股利、利润和偿付利息支付的现金为 441.19 亿元。2023 年公司经营性净现金流为 552.77 亿元，投资性净现金流为-237.09 亿元，筹资活动前净现金流为 315.68 亿元，筹资前净现金流对短期债务的保障能力较弱。随着公司煤炭销量的增加，预计 2024 年公司经营性净现金流规模仍旧保持较大规模的净流入，同时在建项目未来仍存在较大资金需求，利息及股利支出规模仍较大，预计 2024 年公司筹资活动前净现金流对短期有息债务保障能力仍较弱。

公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司已获得 7815.68 亿元授信额度，已使用额度 3449.34 亿元，尚有 4366.34 亿元额度未使用。

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 2024 年 5 月 8 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。

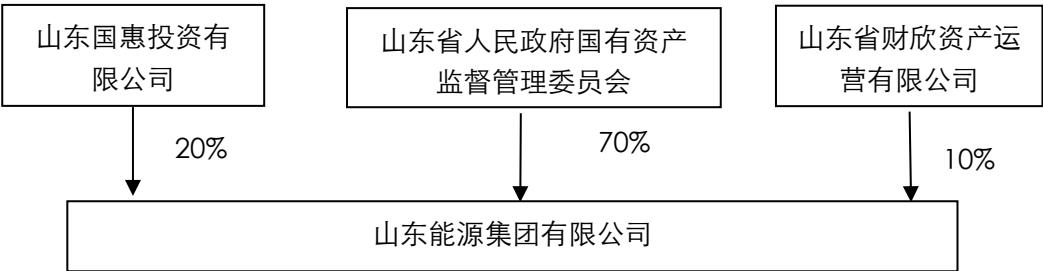
抗风险能力及结论

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 179.54 亿吨，2023 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，跟踪期内公司煤炭销量保持增长；跟踪期内，公司化工产品焦炭、甲醇、醋酸产能仍规模较大，拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，化工产品产销量保持增长；公司拥有七家上市子公司，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，财务弹性强。

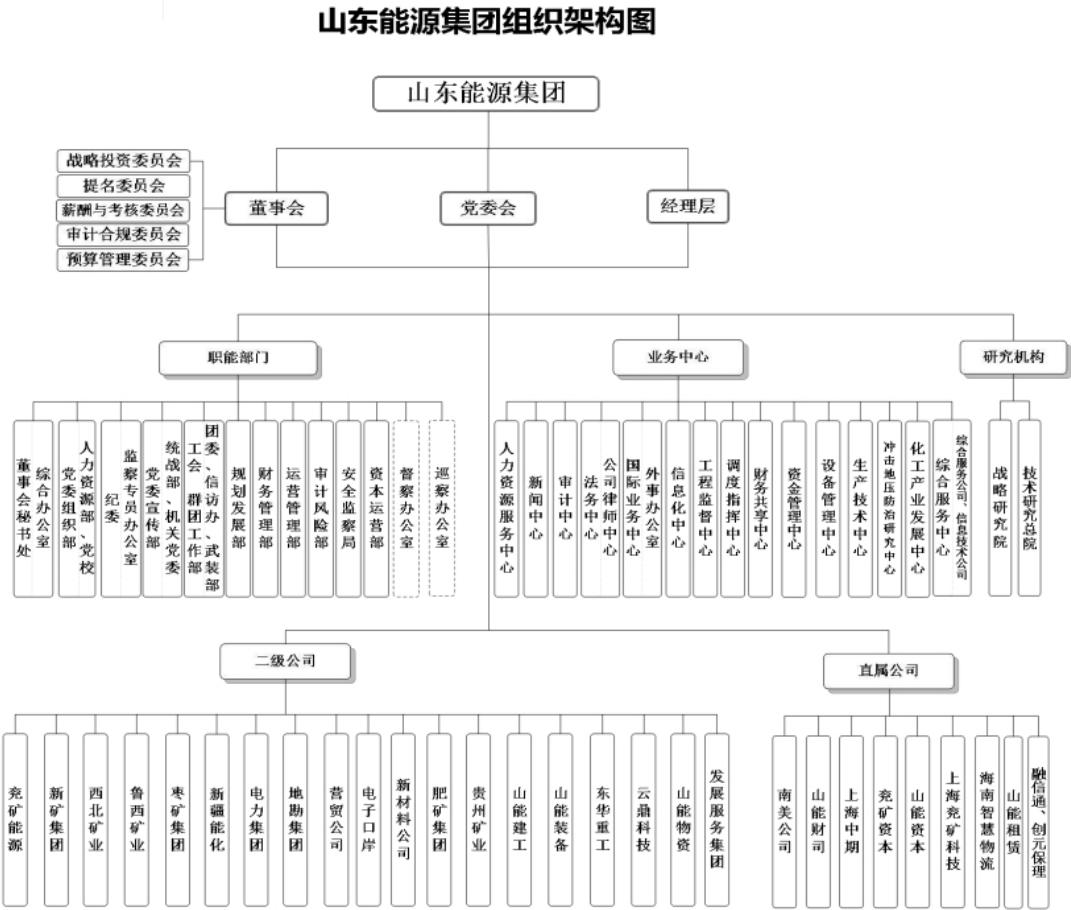
同时，东方金诚关注到，公司位于山东省内的部分矿井随着开采深度和年限增加，或因冲击地压影响，未来仍面临一定安全生产风险；公司贸易业务盈利能力依然较弱，有息债务保持增长，债务负担有所上升。

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；维持相关债项信用等级为 AAA。

附件一：截至 2023 年末山东能源集团股权结构图



附件二：截至 2023 年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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	7514.02	9511.23	10020.41	10051.15
所有者权益 (亿元)	2407.35	2854.98	2762.84	2800.71
负债总额 (亿元)	5106.67	6656.25	7257.57	7250.44
短期债务 (亿元)	1449.58	1672.26	1844.60	1743.88
长期债务 (亿元)	2234.15	2556.87	2615.74	2818.96
全部债务 (亿元)	3683.73	4229.13	4460.33	4562.84
营业总收入 (亿元)	7741.19	8347.15	8663.80	2040.90
利润总额 (亿元)	241.11	423.59	386.45	65.86
净利润 (亿元)	144.45	240.41	226.51	42.37
EBITDA (亿元)	613.84	895.63	823.08	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	540.79	988.89	552.77	95.84
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-260.65	-233.79	-237.09	-107.42
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-22.00	-139.27	-501.14	213.35
毛利率 (%)	12.27	16.41	11.08	9.21
营业利润率 (%)	10.85	14.70	9.71	7.66
销售净利率 (%)	1.87	2.88	2.61	2.08
总资本收益率 (%)	12.05	14.52	14.04	-
净资产收益率 (%)	6.00	8.42	8.20	-
总资产收益率 (%)	1.92	2.53	2.26	-
资产负债率 (%)	67.96	69.98	72.43	72.14
长期债务资本化比率 (%)	48.13	47.25	48.63	50.16
全部债务资本化比率 (%)	60.48	59.70	61.75	61.97
货币资金/短期债务 (%)	61.53	87.21	69.10	74.84
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	7.60	17.85	7.08	-
流动比率 (%)	104.83	110.25	93.73	101.62
速动比率 (%)	78.90	101.86	87.12	93.35
经营现金流动负债比 (%)	20.53	26.82	13.20	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.22	5.14	5.10	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.00	4.72	5.42	-
应收账款周转率 (次)	-	40.62	38.12	-
销售债权周转率 (次)	-	37.21	31.88	-
存货周转率 (次)	-	13.94	25.90	-
总资产周转率 (次)	-	0.98	0.89	-
现金收入比 (%)	110.49	104.73	111.06	117.25

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+使用权资产折旧+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+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

符号	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，违约风险较高。
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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。