



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪286号

## 兖州煤业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“兖州煤业股份有限公司公开发行2017年可续期公司债券（第一期）”和“兖州煤业股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级**AAA**，评级展望稳定；维持“兖州煤业股份有限公司公开发行2017年可续期公司债券（第一期）”债项信用等级为**AAA**；维持“兖州煤业股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”债项信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一九年五月二十八日

## 兖州煤业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）、 公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	兖州煤业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）		
发行主体	兖州煤业股份有限公司		
债券简称	17 兖煤 Y1		
债券代码	143916		
发行规模	人民币 50 亿元		
发行日期	2017/08/17		
存续期限	3 年期固定利率债券，在每个约定的周期末附发行人续期选择权和赎回选择权		
上次评级时间	2018/05/18		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

债券名称	兖州煤业股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）		
发行主体	兖州煤业股份有限公司		
债券简称	18 兖煤 Y1		
债券代码	143959		
发行规模	人民币 50 亿元		
发行日期	2018/03/26		
存续期限	3 年期固定利率债券，在每个约定的周期末附发行人续期选择权和赎回选择权		
上次评级时间	2018/05/18		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

兖州煤业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	522.40	772.81	849.53	877.32
总资产（亿元）	1,530.46	1,948.87	2,036.80	1,970.37
总债务（亿元）	669.55	737.92	719.28	629.03
营业总收入（亿元）	1,022.82	1,512.28	1,630.08	482.44
营业毛利率（%）	12.98	16.62	19.49	15.58
EBITDA（亿元）	97.92	182.39	250.14	-
所有者权益收益率（%）	4.60	10.17	12.54	13.76
资产负债率（%）	65.87	60.35	58.29	55.47
总债务/EBITDA（X）	6.84	4.05	2.88	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	5.43	6.74	-

### 基本观点

2018 年兖州煤业股份有限公司（以下简称“兖州煤业”或“公司”）受安全检查等因素影响，部分矿井生产未达预期，但得益于兖煤澳洲下属莫拉本煤矿投产以及 2017 年 9 月并购的联合煤炭工业有限公司的稳定运营，公司海外煤炭产销量增长明显，加之煤炭价格处于高位波动、甲醇等基础化工产品价格上涨，当年公司整体业绩表现良好。未来，随着内蒙基地石拉乌素、营盘壕和转龙湾三座千万吨矿井产能释率提升，公司煤炭主业仍具备较大发展潜力。另外，2018 年 12 月，公司下属子公司兖煤澳洲于香港联交所挂牌上市，成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司，直接融资渠道进一步拓宽；同时，较为充裕的货币资金及备用流动性亦对公司债务本息偿还提供了一定保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，公司债务规模较大、财务负担重且存在一定资本支出压力，经营方面亦长期面临汇率波动和安全生产风险等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持发行主体兖州煤业主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“兖州煤业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，维持“兖州煤业股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

### 正面

- 显著的资源禀赋和规模优势。截至 2018 年末，公司在产矿井原地资源储量为 117.39 亿吨（JORC 标准），可采储量为 25.39 亿吨（JORC 标准），2018 年原煤产量为 10,589.5 万吨，同比增长 23.68%。未来随着内蒙基地千万吨级新建和产能核增矿井产能释放率的提升，公司煤炭主业仍具备一定发展潜力。
- 盈利能力持续增强。受益于煤炭和煤化工行业的较高景气度，2018 年公司盈利水平进一



- 注：1、所有者权益包含少数股东权益；  
2、2016~2017年财务数据经追溯调整；  
3、2019年一季度所有者权益收益率经年化处理。

步提升，全年营业收入同比增长 7.79%至 1,630.08 亿元；净利润同比增长 35.54%至 106.56 亿元。

- 融资渠道通畅。公司为 A+H 股上市公司，同时下属子公司兖煤澳洲于 2018 年 12 月在香港联交所挂牌上市，成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司，融资渠道得到进一步拓宽。此外，公司与多家金融机构保持着良好合作关系，截至 2018 年末，共获得银行授信 1,133.77 亿元，其中尚未使用额度 527.00 亿元，备用流动性充沛。

## 关 注

- 煤炭价格波动风险。受益于去产能下的供需结构改善，2016 年下半年国内煤炭价格大幅上涨，但宏观经济增速放缓和环保政策趋严都将压制下游行业对煤炭需求的增长，加之国家适度微调行业政策抑制煤价过快上涨，中诚信证评将持续关注未来煤炭供需及市场价格变化可能对公司煤炭业务产生的影响。
- 债务规模较高。截至 2018 年末，公司总债务为 719.28 亿元，总资本化比率为 45.85%，同时权益工具（永续期公司债）为 103.16 亿元，全年利息支出为 37.09 亿元，财务负担较重。
- 汇兑损失风险。公司境外煤炭销售以美元、澳元计价，经营过程中面临一定汇兑损失风险，2018 年汇兑损失金额为 2.60 亿元，负面影响公司盈利水平。
- 安全生产风险。煤矿开采属于高危行业，生产过程中存在水、火、瓦斯、煤尘及顶板等自然灾害构成的安全风险，中诚信证评将对公司安全生产情况予以持续关注。

## 分 析 师

徐 璐 lxu@ccxr.com.cn  
梅 楚霖 clmei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 28 日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 重大事项说明

经公司于 2018 年 6 月 29 日召开的第七届董事会第十五次会议审议批准，公司控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司（以下简称“兖煤澳洲”，2012 年于澳大利亚证券交易所上市）于 2018 年 6 月 29 日向香港联交所保密递交了上市申请，拟在香港联交所实现上市。2018 年 12 月 6 日，兖煤澳洲于香港联交所挂牌上市，股票代码 3668，全球首发股份 5,944.19 万股，每股发行价 23.48 港元，共募集资金 13.96 亿港元，扣除发行费用后，将用于偿还债务、为收购莫拉本合营企业的 4% 权益及其他潜在收购提供资金以及拨付营运资金。至此，兖煤澳洲成为国内首家在澳洲和香港两地主板上市的国有控股公司。

兖煤澳洲成立于 2004 年，经内生增长及一系列外延式并购，现已成为澳大利亚最大的专营煤炭生产商。2017 年 8 月，兖煤澳洲以 24.5 亿美元完成对联合煤炭工业有限公司（以下简称“联合煤炭”）100% 的股权收购，同年 9 月纳入其并表范围。联合煤炭主要运营 HVO 和 MTW 两个矿山项目，主产优质低灰动力煤和半软焦煤，2018 年两个矿山原煤产量为 36.6 百万吨，可售煤销量为 25.4 百万吨。受益于联合煤炭 2018 年全年业绩并表推动，2018 年兖煤澳洲业务规模进一步大幅提升，全年原煤产量为 66.5 百万吨，同比增长 62%，可售煤产量为 50.0 百万吨，同比增长 59%。截至 2018 年末，兖煤澳洲总资产为 589.26 亿元，净资产为 274.36 亿元，资产负债率为 53.44%，全年实现营业收入 232.71 亿元，同比增长 90.30%，取得净利润 42.73 亿元，较上年增加 34.55 亿元，同比增长 422.4%，经营活动净现金流为 95.41 亿元，同比增长 200.26%。总体来看，兖煤澳洲煤炭资源优质，且产量规模较大，目前整体经营较为理想，本次香港上市有助于拓宽其融资渠道，缓解前期大规模并购形成的资金压力，增强其在国际市场上的竞争力。

## 非公开发行 A 股股票

经公司 2017 年 8 月 25 日召开的 2017 年度第二次临时股东大会、2017 年度第三次 A 股类别股

东大会及 2017 年度第三次 H 股类别股东大会审议批准，公司采取向特定投资者非公开发行的方式发行合计不超过 6.47 亿股（含 6.47 亿股）境内上市的人民币普通股（A 股），募集资金总额预计不超过人民币 70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于收购联合煤炭 100% 股权<sup>1</sup>。2018 年 2 月 9 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。2018 年 4 月 24 日，公司对中国证监会的反馈意见进行了答复，同时将募集资金总额由“不超过人民币 700,000 万元”调整为“不超过人民币 635,000 万元”。截至报告出具日，上述定增事项尚处在证监会申报审核中。

上述发行决议及授权的有效期限均为前述股东大会审议通过之日起十二个月（即有效期至 2018 年 8 月 24 日）。鉴于公司本次发行的申请尚在证监会审核过程中，为确保本次发行的顺利进行，经公司股东大会批准，延长本次发行决议的有效期限至 2019 年 8 月 24 日。

## 行业关注

**2018 年全国煤炭市场供需实现基本平衡，煤炭价格在合理区间波动，行业效益持续好转。但当前煤炭产能仍然较大，结构性问题依然突出，需关注未来政策调控以及需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响**

2017 年煤炭行业优质产能加速释放使得原煤产量小幅增长 3.3% 至 35.2 亿吨。2018 年煤炭供应能力持续增加，全国原煤产量 36.8 亿吨，同比增长 4.5%。当年煤炭进口 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，出口 493.4 万吨，同比下降 39%，净进口 2.76 亿吨，同比增长 5.2%，为近四年来最高水平。同时，2018 年全国铁路累计煤炭运输量完成 23.81 亿吨，同比增长 10.3%，主要港口发运煤炭 8.1 亿吨，同比增长 7.5%。需求端方面，我国商品煤消费量为 39.30

<sup>1</sup> 2017 年 8 月，兖煤澳洲以 24.5 亿美元完成对联合煤炭 100% 的股权收购。兖煤澳洲已以配股和定增的方式募集资金支付上述交易对价，其中，公司以银行贷款和自有资金出资 10 亿美元参与认购兖煤澳洲的配股。本次非公开发行股票募集资金到位后将按要求对公司先期已投入资金予以置换。

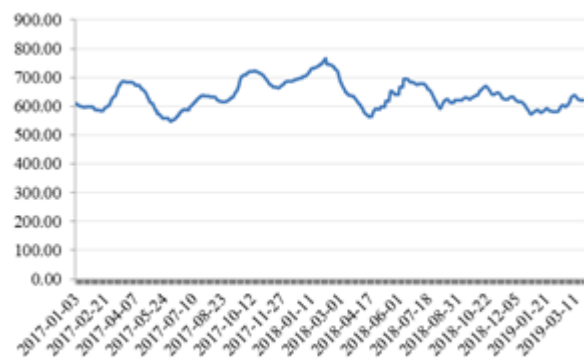
亿吨，同比增加 3.4%，消费增速同比上升 1.0 个百分点。从下游消费结构来看，2018 年电力、钢铁、建材及化工四大行业煤炭消费占比分别为 53.94%、16.54%、12.21% 和 7.12%，其中电力行业耗煤量最高，是煤炭最重要的下游行业。具体来看，2018 年全国房地产开发投资和基础设施投资分别同比增长 9.5% 和 3.8%，受益于房地产和基建的投资拉动，钢铁行业需求继续平稳释放，当年全国粗钢产量为 9.28 亿吨，同比增长 6.6%，表观消费量为 8.7 亿吨，同比增长 14.8%，达到历史最高水平；此外，随着国内经济平增长以及电能替代效应推动，2018 年我国全社会用电量同比增长 8.5% 至 6.8 亿千瓦时，带动全国发电量同比增长 6.8% 至 6.79 万亿千瓦时，其中火电发电量为 5.07 万亿千瓦时，同比增长 6.7%，较上年增加 1.6 个百分点。总体看，2018 年以来电力、钢铁及化工等煤炭主要下游行业回暖使得煤炭需求有所回升，但中诚信证评亦关注到，在经济转型、环保加强及新能源行业不断发展等因素的制约下，煤炭在我国能源消费中占比已由 2010 年的 69.2% 降至 2018 年的 59.0%，且随着中国经济改革和人口红利逐步减弱，原有的投资拉动型经济增长模式也难以以为继，目前煤炭消费量增速整体处于较低水平。未来，经济增长方式的不断转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费量增速承压。中诚信证评认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

在煤炭市场供需基本平衡、动力煤销售长协占比提升、进口煤调节以及煤炭企业库存考核的综合影响下，2018 年我国煤炭价格在合理区间波动，全年价格波动幅度小于 2017 年。2018 年 12 月 29 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平均价格为 577 元/吨，晋城无烟煤中块价格为 1,120 元/吨，分别较年初下跌 126 元/吨和 80 元/吨。2019 年以来，受春节假期影响，下游补库需求释放；同时矿难频发，陕西省榆林地区 45 万吨以下及炮采、残采井工矿全部停产整顿，煤炭供应量收缩，煤炭价格持续小幅上涨；2018 年 3 月 7 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格报 638 元/吨。但 3 月中下旬天气转暖促需求回落叠加产地煤矿加速复产，供需宽松下煤炭价格有所回

调。

图 1：2017~2019 年 3 月秦皇岛 5,500 大卡

动力煤价格走势（元/吨）

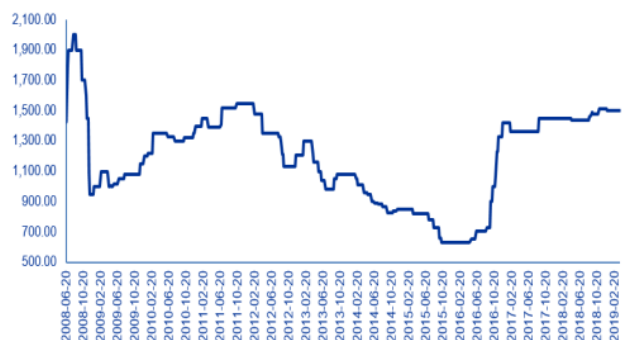


数据来源：同花顺 iFinD，中诚信证评整理

炼焦煤方面，2018 年一季度，受春节期间下游需求低迷及环保限产等因素影响，我国焦煤价格有所下降，5 月以来随着环保限制的放松，焦煤价格相应回升，截至 2018 年 12 月 28 日，炼焦煤全国平均价为 1,653.24 元/吨，较年初上涨 15.72%。2019 年一季度，受春节煤矿安全检查影响，各大煤矿多以保安全为主，再加上春节放假，煤矿复产缓慢，供应受限，低硫煤种紧缺。另外，2019 年 2 月 21 日，大连港海关无限期禁止进口澳大利亚煤，并将于 2019 年将总量限制在 1,200 万吨以内。2018 年我国从澳大利亚进口焦煤量，占总进口量的 80% 以上，占国内焦煤产量的 14% 左右。澳洲煤低硫的特性，使其较难被替代。限制进口煤政策进一步支撑了一季度焦煤价格走强。2019 年一季度，平顶山地区主焦煤出厂均价为 1,540 元/吨，较上年同期的 1,490 元/吨上涨 3.35%。

图 2：2008 年以来河南平顶山 1/3 焦煤价格走势情况

单位：元/吨



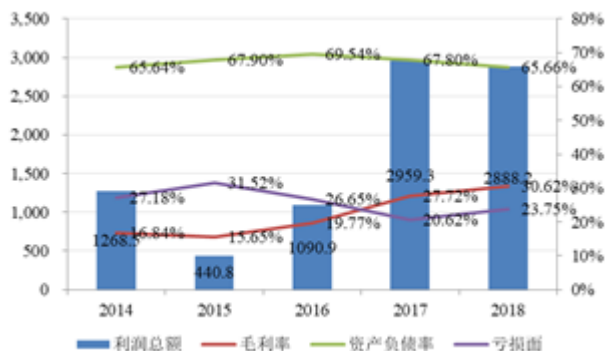
数据来源：公开市场

2018 年我国煤炭行业经营效益持续好转，根据中国煤炭工业协会数据，全国规模以上煤炭企业主



营业务收入 2.27 万亿元，同比增长 5.5%<sup>2</sup>；实现利润 0.29 万亿元，同比增长 5.2%，其中协会统计的 90 家大型企业利润总额（含非煤）0.16 万亿元，同比增长 26.7%。此外，规模以上煤炭企业资产负债率 65.66%，同比下降 2.14 个百分点；协会统计的 90 家大型企业应收账款（含非煤）0.18 万亿元，同比下降 22.7%，企业现金流明显增加。

图 3：2014-2018 年煤炭开采和洗选业主要财务指标



数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

目前全国总体煤炭产能相对过剩的态势没有改变，市场供需平衡的基础还比较脆弱，行业发展不平衡不充分的问题突出，生产力水平有待提升，去产能和“三供一业”分离移交难、人才流失与采掘一线招工接替等问题仍然突出。

总体来看，未来一段时期煤炭消费将保持基本平稳，煤炭产能释放加快，煤炭供应能力进一步增加，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变。在供给侧改革仍将持续的背景下，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，煤炭价格仍将处于合理区间。但在经济增长方式不断转变、能源结构调整以及政府治理大气污染决心加大背景下，未来煤炭消费量增速或将承压，需关注需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响。

## 业务运营

2017 年公司下属子公司兖煤澳洲完成对联合煤业的 100% 股权收购，于同年 9 月将其纳入并表范围。受益于联合煤炭的业绩贡献以及煤炭价格中高位运行，2018 年公司经营业绩进一步提升，全年营业收入同比增长 7.79% 至 1,630.08 亿元，营业毛

利率较上年增加 2.87 个百分点至 19.49%。分行业收入构成来看，2018 年公司煤炭生产、煤炭贸易和煤化工分别实现销售收入 507.47 亿元、116.81 亿元和 34.95 亿元，占营业收入比重分别为 31.13%、7.17% 和 2.14%；其中，煤炭生产收入较上年同期增长 32.08%，煤炭贸易收入同比增长 16.23%。

表 1：2018 年公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

分行业	营业收入	同比增长	毛利率	同比增加 (百分点)
煤炭生产	507.47	32.08	53.82	-4.36
煤炭贸易	116.81	16.23	4.91	1.51
煤化工	34.95	12.42	35.51	6.54
电力	5.92	5.15	10.14	10.14
机电装备制造	4.78	135.47	30.75	-7.45
铁路运输	4.20	38.61	57.62	14.61
热力	0.34	47.83	44.12	0.60
其他业务	955.61	-3.04	2.28	0.94
<b>合计</b>	<b>1,630.08</b>	<b>7.79</b>	<b>19.49</b>	<b>2.87</b>

注：业务板块中的“其他”主要为钢材、电解铜等非煤贸易业务。  
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**受安全生产和环保检查趋严影响，2018 年公司部分矿井产能释放未达预期，但受益于联合煤炭的稳定运营以及兖煤澳洲下属莫拉本煤矿投产，公司海外煤炭产销量增长明显，推动公司煤炭板块业绩增长。**

煤炭开采系公司核心产业，公司通过新建矿井、并购海外优质资源等方式在境内外地控制了大量煤矿资源，截至 2018 年末，公司在产矿井的原地资源储量（JORC 标准<sup>3</sup>）为 117.39 亿吨，可采储量（JORC 标准）为 25.39 亿吨，由于兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂尔多斯能化”）所属营盘壕煤矿、内蒙古昊盛煤业有限公司（以下简称“昊盛煤业”）所属石拉乌素煤矿行政许可尚在办理过程中，因此暂未开展 JORC 标准下的资源储量评估，但按照中国国家标准 GB/T17766-1999《固体矿产资源/储量分类》，2018 年末上述两矿的保有资源储量合计约 46.05 亿吨，可采储量合计约 20.16 亿吨。公司煤炭资源按区域可分为山东、山西、内

<sup>2</sup> 增速按可比口径计算，报告期数据与上年同指标数据有不可比因素，不能直接计算增速；下同。

<sup>3</sup> 澳大利亚矿产资源和矿石储量报告标准，2012 版。按照香港联交所要求，公司统一对中国境内所属煤矿依据国际标准（JORC 2012）进行了资源储量评估。

蒙古和澳洲四个基地，2018 年末四个基地可采储量占比分别为 12.60%、0.51%、8.35% 和 78.53%。截至 2018 年末，公司在产矿井核定总产能为 12,645 万吨/年，其中境内产能为 4,735 万吨/年，境外产能为 7,910 万吨/年。2018 年公司原煤产量为 10,589.5

万吨，同比增长 23.68%；商品煤产量为 9,510.1 万吨，同比增长 18.99%，其中山东、山西、内蒙古和澳洲四个基地原煤产量占比分别为 37.56%、1.80%、19.07% 和 41.57%。

**表 2：截至 2018 年末公司煤炭资源储量情况**

单位：亿吨

位置	煤种	原地资源储量	可采储量	
公司本部	山东济宁	动力煤	7.97	2.96
菏泽能化	山东菏泽	1/3焦煤	0.88	0.24
山西能化	山西省和顺县	动力煤	0.28	0.13
鄂尔多斯能化	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	3.63	2.12
昊盛煤业	内蒙古鄂尔多斯	-	-	-
兖煤澳洲	昆士兰州及新南威尔士州	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	88.78	17.63
兖煤国际	昆士兰州及西澳大利亚州	喷吹煤、动力煤	15.85	2.31
<b>合计</b>	-	-	<b>117.39</b>	<b>25.39</b>

注：上表所述各煤矿为公司目前在产煤矿，原地资源量、可采储量均为截至 2018 年末各煤矿按 100% 权益和 JORC 2012 标准估算。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分区域来看，山东基地主要由公司本部和菏泽能化运营，以动力煤为主，2018 年随着菏泽能化生产恢复正常（受地质条件影响，2017 年煤炭生产受到限制），当年山东基地实现原煤产量 3,574.9 万吨，同比增长 3.22%。山东省属于煤炭净调入区，煤炭价格较高，吨煤盈利较好，因此山东基地是公司重要的利润贡献主体之一。2018 年公司本部和菏泽能化分别实现营业收入 248.37 亿元和 33.81 亿元；实现净利润分别为 38.50 亿元和 10.09 亿元。公司山东基地除现有在产矿井外，菏泽能化下属的万福煤矿将于 2021 年建成并投入试生产，该矿设计产能为 180 万吨/年，规划总投资 38.02 亿元，截至 2018 年末已完成投资 24.75 亿元，鉴于该矿的区域优势，建成投产后，将进一步增加公司收入规模。公司山西基地运营主体为兖州煤业山西能化有限公司（以下简称“山西能化”），2018 年山西能化原煤产量为 173.0 万吨，同比增长 28.43%，全年实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 28.98%，实现净利润 0.24 亿元。山西能化下属矿井已开采多年，生产经营较为稳定，但其负债规模大，2018 年末资产负债率高达 94.87%。内蒙基地系公司近年重点开发的新基地，主要运营主体为鄂尔多斯能化和昊盛煤业，2018 年原煤产量为 1,816.0 万吨。内蒙基地矿井多为近年

新投产的大型新矿井，其中年产 1,000 万吨的石拉乌素煤矿、年产 1,200 万吨的营盘壕煤矿均于 2017 年投入商业运营，但两个矿井证照不全，加之 2018 年内蒙地区煤监局安全“体检”影响，公司新矿井产能释放受限，其中昊盛煤业下属的石拉乌素煤矿产量大幅减少 46.10% 至 328.6 万吨，并导致内蒙基地全年原煤产量同比减少 0.40% 至 1,816.0 万吨，产能释放率相对不足。2018 年鄂尔多斯能化和昊盛煤业分别实现营业收入 67.42 亿元和 10.09 亿元，同比分别减少 1.59% 和 44.36%；取得净利润分别为 2.18 亿元（上年为-0.20 亿元）和-0.53 亿元（上年为 5.06 亿元）。2018 年内蒙地区安全检查因素导致公司生产经营未达预期，未来随着石拉乌素矿和营盘壕煤矿相关证照的取得以及经营步入正轨，另加之 2019 年 1 月鄂尔多斯能化下属的转龙湾煤矿矿生产能力由 500 万吨/年核增至 1,000 万吨/年，在三对千万吨级矿井产能逐步释放预期下，公司内蒙基地发展潜力较大。澳洲基地方面，公司境外经营主体主要为兖煤澳洲和兖煤国际，随着兖煤澳洲下属的莫拉本井工矿（产能提升项目，年生产能力由 1,300 万吨提高至 2,100 万吨）于 2017 年下半年投入商业运营以及 2017 年 9 月成功收购联合煤炭后，公司海外资源和生产能力得到大幅扩充，现兖煤澳洲已成为



澳大利亚最大的专营煤炭生产商，亦为公司重要的利润贡献主体之一。截至 2018 年末，公司澳洲基地总产能为 7,910 万吨/年，全年原煤产量为 5,025.6 万吨，同比增长 60.02%，其中兖煤澳洲当年原煤产量同比增长 81.65% 至 4,378.4 万吨。2018 年兖煤澳洲和兖煤国际实现营业收入 232.71 亿元和 602.56 亿元，净利润分别为 42.73 亿元和 11.13 亿元，经营性净现金流分别为 95.41 亿元和 6.80 亿元。

表 3：2017~2018 年公司煤炭产量

单位：万吨			
	2017	2018	增减情况
<b>原煤产量</b>	<b>8,562.0</b>	<b>10,589.5</b>	<b>2,027.5</b>
公司本部	3,223.7	3,248.2	24.5
山西能化	134.7	173.0	38.3
菏泽能化	239.7	326.7	87.0
鄂尔多斯能化	1,213.7	1,487.4	273.7
昊盛煤业	609.6	328.6	-281.0
兖煤澳洲	2,410.3	4,378.4	1,968.1
兖煤国际	730.3	647.2	-83.1
<b>商品煤产量</b>	<b>7,992.4</b>	<b>9,510.1</b>	<b>1,517.7</b>
公司本部	3,221.4	3,247.4	26.0
山西能化	131.9	171.4	39.5
菏泽能化	236.8	324.7	87.9
鄂尔多斯能化	1,211.8	1,485.1	273.3
昊盛煤业	609.6	328.6	-281.0
兖煤澳洲	1,926.6	3,359.9	1,433.3
兖煤国际	654.3	593.0	-61.3

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司煤炭销售包括自产煤销售和外贸购煤销售两方面，下游客户以大型电力、化工和冶金企业为主，销售渠道稳定。2018 年煤炭产量增加带动全年自产煤销量同比增长 20.42% 至 9,363 万吨；同期，在煤炭行业景气度高位运行背景下，公司增加了贸易煤业务量，全年外贸购煤销量同比增长 6.63% 至 2,031.7 万吨。2018 年公司煤炭价格高位波动，全年商品煤均价较上年增加 47.17 元/吨至 547.90 元/吨。销量和价格齐增推动 2018 年公司煤炭业务收入（自产煤和外贸购煤合计）同比增长 28.79% 至 624.28 亿元，其中销往电力、化工、冶金和商贸四个行业的收入占比分别为 41.06%、11.77%、9.85% 和 36.94%。

表 4：2017~2018 年公司煤炭销售情况

单位：万吨、元/吨				
	2017		2018	
	销量	平均售价	销量	平均售价
公司本部	3,174.6	584.82	3,226.0	599.36
山西能化	131.8	347.65	172.7	341.28
菏泽能化	215.3	996.99	288.0	981.70
鄂尔多斯能化	1,056.8	248.69	1,377.6	259.98
昊盛煤业	606.0	296.07	330.2	300.87
兖煤澳洲	1,930.8	540.38	3,365.4	623.21
兖煤国际	659.5	363.13	602.6	405.95
外购煤(煤炭贸易业务)	1,905.4	527.47	2,031.7	547.95
<b>合计</b>	<b>9,680.2</b>	<b>500.73</b>	<b>11,394.2</b>	<b>547.90</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从吨煤销售成本来看，2018 年山西能化劳务费用、安环和环保投入增加导致吨煤销售成本同比增长 29.07% 至 247.31 元/吨；同期，鄂尔多斯能源受新投产矿井配套设施折旧增加、员工工资增加、劳务费用增加以及安全和环保投入增加影响，吨煤销售成本同比增长 24.18% 至 166.20 元/吨；同期，昊盛煤业受煤炭产销量大幅减少、安全和环保投入增加、劳务费用支出增加以及新投产矿井配套设施折旧增加等因素影响，2018 年吨煤销售成本同比大幅上升 129.97% 至 331.85 元/吨。此外，在环保、人工等支出增加压力下，公司本部、兖煤澳洲等煤炭生产主体的吨煤成本均有不同程度增加，最终导致公司全年自产煤成本同比增长 17.94% 至 221.32 元/吨，自产煤毛利率较上年减少 4.36 个百分点至 53.82%。但总体来看，公司煤炭成本控制依然较好，保障了煤炭主业的盈利空间。

表 5：2017~2018 年公司煤炭业务销售成本情况

单位：元/吨			
	2017	2018	增减幅
公司本部	227.68	251.89	10.63%
山西能化	191.61	247.31	29.07%
菏泽能化	422.17	429.10	1.64%
鄂尔多斯能化	133.84	166.20	24.18%
昊盛煤业	144.30	331.85	129.97%
兖煤澳洲	237.45	270.08	13.74%
兖煤国际	241.03	227.82	-5.48%
贸易煤	509.49	516.71	7.31%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

煤炭运输方面，公司澳大利亚普力马煤矿与西澳州政府的维福电厂签署了长期供应合同，煤炭通过皮带输送机输送到发电站，通过铁路运至其他当地用户；澳洲东部各矿通过澳大利亚第三方铁路网向纽卡斯尔港和格拉德斯通港等运输煤炭，然后再通过海运出口至韩国、日本和其它地区。公司山东基地各矿主要通过公路和自有铁路网直达用户或连接到国家铁路，还可通过京杭大运河或日照港送至沿河或沿海地区。在山西省，公司利用贯穿山西能化所属天池煤矿所在地的阳涉铁路，把煤炭运送到河北省、山东省等港口及周边地区。在内蒙古自治区，公司部分煤炭通过公路运输至周边用户，部分通过东乌铁路、包西铁路、准东铁路运输至华东、华南、华北等区域。2017年12月1日，公司以19.43亿元完成对内蒙古伊泰煤炭股份有限公司持有的内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司（以下简称“准东铁路”）的25%股权收购，有助于解决公司陕蒙基地煤炭外运通道问题，并提升在当地煤炭销售和铁路运力的主动权，实现与当地煤炭业务的协同发展。2018年公司铁路资产完成货物运量1,987.9万吨，同比增长38.19%，实现铁路运输业务收入4.20亿元，同比增长38.6%。

安全生产方面，为减少安全事故发生，保障员工和企业利益，2018年公司继续保持较大规模的安全装备投入和培训力度，全年支出安全生产费8.61亿元，同比增长3.36%，年度实现百万吨死亡率为零的安全目标。但煤炭开采属于高危行业，中诚信证评将对公司相关安全生产风险保持密切关注。

总体来看，公司已形成山东、山西、内蒙古和澳洲四个基地同步发展的产业格局，尽管受环保检查和安全生产要求加强影响，2018年部分矿井生产未达预期，但基于山东基地的区域优势以及内蒙、澳洲地区的资源禀赋优势，未来随着石拉乌素、营盘壕等新建矿井以及转龙湾矿井核增产能的逐步释放，公司整体发展潜力较大。

2018年非煤贸易业务仍是公司收入的重要组成部分，但该业务仍面临盈利低、资金占用和汇率波动等风险。另外，2018年公司煤化工业务产销两旺，收入和毛利率均有所提升，同时公司加快推进在建项目投资，2019年内有望投产，但需关注行业产能集中释放带来的产能过剩风险。

除煤炭业务外，公司其余业务主要包括非煤贸易、煤化工、电力和热力等，2018年合计收入为1,005.80亿元，同比减少2.18%。

公司非煤贸易集中于电解铜、石油、钢材和铁矿石等大宗商品贸易业务，2018年实现收入为923.98亿元，毛利率为0.36%。公司非煤贸易业务体量大，占2018年营业总收入比重达50%以上，系其收入的重要支撑，但毛利率低。公司非煤贸易业务客户主要为境外公司，2018年主要客户包括GM（新加坡）有限公司（169.65亿元）、万向新加坡有限公司（38.00亿元）等，供应商包括山东高速（新加坡）有限公司（49.22亿元）、齐鲁钢铁有限公司（39.03亿元）、万向新加坡有限公司（34.60亿元）等，公司实行“以销定购”模式，但经营过程中仍存在一定的资金占用和汇率波动等风险，另外，经济周期性波动亦会对大宗商品贸易业务的展开形成一定不利影响。

公司煤化工业务运营主体主要为榆林能化和鄂尔多斯能化，产品主要为甲醇，2018年产销量分别为165.6万吨和164.5万吨，较上年分别增长2.60%和2.11%。受主要原料煤炭价格高企影响，2018年公司煤化工生产成本上浮2.08%至1,361元/吨，但当年甲醇平均价格同比增长10.09%至2,124.55元/吨，覆盖了成本的上涨，在带动全年煤化工板块收入同比增长12.42%至34.95亿元的同时，亦推动毛利率大幅增加6.54个百分点至35.51%。为延伸陕蒙基地煤化工产业链，2018年公司继续推进鄂尔多斯能化下属的荣信化工二期工程（年产40万吨乙二醇、30万吨聚甲氧基二甲醚）和榆林能化甲醇厂二期项目（180万吨甲醇生产规模，并配套建设100万吨烯烃项目）建设，全年投入资金约52.84亿元，并计划于2019年投入约36.08

亿元，预计于 2019 年建成投产。未来新项目投产将进一步提升公司在煤化工领域的实力，但中诚信证评亦关注到，目前国内大型煤企投资在建的煤化工项目较多，尤其是甲醇行业产能过剩问题突出，节能环保压力大，后期达产释放后，包括甲醇在内的煤化工产品存在产能集中释放风险。

表 6：2017~2018 年公司煤化工产品产销量情况

单位：万吨、元/吨

	2017	2018	增减幅
甲醇产量	161.4	165.6	2.60%
甲醇销量	161.1	164.5	2.11%
平均价格	1,929.81	2,124.55	10.09%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

电力和热力业务方面，公司电力和热力业务规模较小，仅在满足部分自用需求后对外销售。2018 年公司发电量和售电量分别为 277,533 万千瓦时和 171,197 万千瓦时，同比分别增长 3.78% 和 3.45%；实现销售收入 5.92 亿元，同比增长 5.15%。年内公司热力产销量分别为 137 万蒸吨和 24 万蒸吨，实现销售收入 0.34 亿元，同比增长 47.83%。

总体来看，公司煤炭资源分布区域广，储量丰富且煤种优质，目前生产能力已达亿吨级，整体具备很强的规模优势。随着化工行业景气度提升，公司煤化工业务发展向好，2018 年收入和盈利能力进一步提升，但在建二期项目投资规模较大，需关注资本支出压力和产能过剩风险。另外，2018 年公司非煤贸易业务规模依然较大，其资金占用、汇率波动等风险亦值得关注。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告，以及带关键审计事项的 2018 年审计报告。审计报告中的关键审计事项为：2018 年 12 月 31 日，兖州煤业公司管理层对存在减值迹象的停产煤矿的采矿权进行减值测试，管理层对上述存在减值迹象的采矿权按照其所在的资产组进行减值测试后，计提了文玉煤矿采矿权减值准备 2.9 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日该采矿权累计计提减值准备 17.82 亿元。由于采矿权资产对于兖州煤业合并财务报表的重要性，且管理层

对具有减值迹象的采矿权所在资产组可收回金额进行测算时需运用重大估计和判断，因此将采矿权减值准备的估计识别为关键审计事项。

公司于 2017 年完成了对兖矿集团财务有限公司（以下简称“兖矿财务公司”）65% 股权的收购。根据中国会计准则，本次收购构成同一控制下企业合并。公司对 2016 年度比较财务报表及以前年度比较财务报表相关科目进行了追溯调整。2018 年，公司根据新金融工具准则的规定以及《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，对 2017 年度比较财务报表进行了追溯调整。因此，本报告 2016 年数据采用 2017 年审计报告中对 2016 年的追溯调整数据；2017 年数据采用 2018 年审计报告中对 2017 年的追溯调整数据。

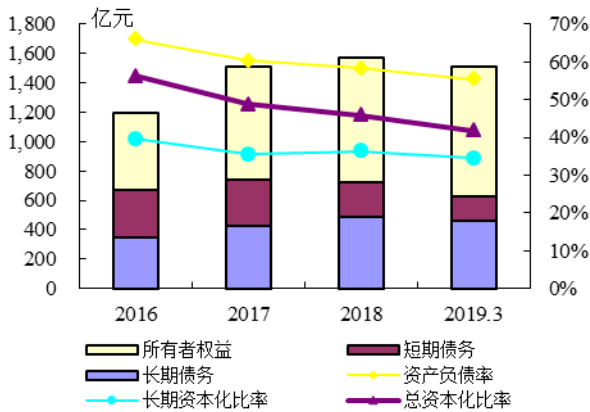
## 资本结构

随着在建项目的投资推进，2018 年末公司总资产同比增长 4.51% 至 2,036.80 亿元；同期，总负债为 1,187.26 亿元，同比微增 0.95%。所有者权益方面，2018 年末公司净资产为 849.53 亿元，同比增长 9.93%，其中，2018 年 3 月成功发行 50 亿元可续期公司债券（“18 兖煤 Y1”）使得其他权益工具增至 103.16 亿元；安全生产费用和维简费等增加使得专项储备同比增长 47.67% 至 30.46 亿元；另外，盈利经营下，年末未分配利润增加 53.93 亿元至 431.42 亿元，盈余公积增加 3.24 亿元至 62.24 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 1,970.37 亿元，同比小幅下降 3.26%，总负债为 1,093.05 亿元，所有者权益较上年末增长 3.27% 至 877.32 亿元，其中未分配利润为 454.39 亿元，占净资产比重为 51.79%。

权益的持续增厚使得公司财务杠杆呈下降趋势，2018 年末公司资产负债率较上年末下降 2.05 个百分点至 58.29%，总资本化比率较上年下降 3.00 个百分点至 45.85%。2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率为 55.47% 和 41.76%。作为资本密集型企业，公司财务杠杆比率适中。



图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2018 年末非流动资产主要包括长期应收款（74.59 亿元）、长期股权投资（166.84 亿元）、固定资产（442.93 亿元）、在建工程（131.04 亿元）、无形资产（451.78 亿元）和递延所得税资产（72.80 亿元）。具体来看，长期应收款主要为应收融资租赁款和长期贷款，2018 年公司将中山矿合资企业长期贷款（展期贷款）转入长期应收款，年末长期应收款同比增长 18.38% 至 74.59 亿元，该事项具体情况为：公司之子公司格罗斯特煤炭有限公司向中山矿合资企业提供长期贷款，该项贷款于 2015 年 12 月 24 日到期，累计贷款金额为 3.49 亿澳元，利率为同期商业贷款利率；该项贷款经多次展期至 2020 年末，免息期至 2020 年末，2018 年末根据实际利率计算的金额为 2.18 亿澳元，折合人民币 10.51 亿元。2018 年公司对临商银行股份有限公司、浙商银行股份有限公司以及山东省东岳泰恒发展有限公司的分别追加投资款 21.53 亿元、17.68 亿元和 2.00 亿元，年末长期股权投资同比增长 85.33% 至 166.84 亿元，截至 2018 年末，公司持有临商银行股份有限公司 7.18 亿股股份，占其总股本的 19.75%，与临沂市财政局并列该行第一大股东，兖煤国际持有浙商银行股份有限公司 9.34 亿股 H 股股份，持股比例为 4.99%，占 H 股股份比例为 20.51%。公司固定资产主要由矿井建筑物、机器设备以及房屋建筑物等构成，同比变动较小。2018 年公司荣信甲醇厂二期项目、万福煤矿以及莫拉本井工矿等项目投资推进使得在建工程同比增长 97.18% 至 131.04 亿元，截至 2018 年末，公司重要在建项目计划总投资为

117.82 亿元，已累计投入 61.46 亿元，未来仍需投入资金 56.36 亿元。公司无形资产主要为采矿权（406.97 亿元）和未探明矿区权益（26.89 亿元），2018 年公司对有减值迹象的停产煤矿采矿权进行减值测试，当年对文玉煤矿采矿权计提减值准备 2.90 亿元，截至 2018 年末，该采矿权累计计提减值准备 17.82 亿元，另加之每年摊销，年末公司无形资产同比减少 4.84% 至 451.78 亿元。2018 年末递延所得税资产比减少 18.52% 至 72.80 亿元，主要系澳大利亚子公司因未弥补亏损产生的可抵扣暂时性差异同比减少所致。

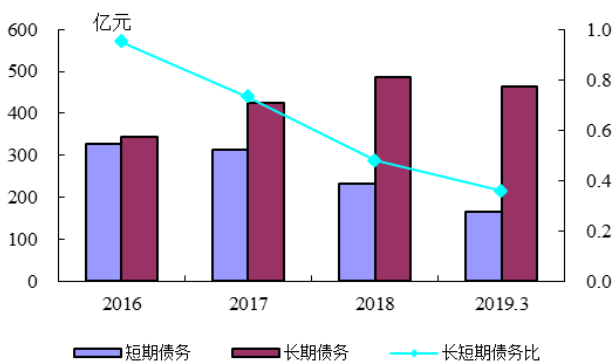
2018 年末公司流动资产占总资产比重为 32.34%，主要包括货币资金（327.23 亿元）、应收票据（44.29 亿元）、应收账款（47.29 亿元）、存货（51.27 亿元）和其他流动资产（126.71 亿元）。具体来看，公司货币资金主要为银行存款，其中受限的货币资金共 53.50 亿元，主要包括质押的定期存款 19.13 亿元、法定存款保证金 10.24 亿元；2018 年减少票据结算，年末应收票据同比减少 51.58% 至 44.29 亿元；随着业务规模扩大，年末应收账款同比增长 22.97% 至 47.29 亿元，账龄集中在一年以内，当期按账龄分析法计提坏账准备 1.76 亿元，期末坏账准备余额为 4.00 亿元；存货主要包括产成品（12.98 亿元）、库存商品（11.22 亿元）和房地产开发成本（10.58 亿元），年末煤炭库存增加使得存货同比增长 27.15% 至 51.27 亿元；其他流动资产主要包括土地塌陷、复原、重整及环保费（35.43 亿元）、兖矿财务公司对兖矿集团和关联方等发放贷款及垫款（62.37 亿元）、应收企业借款（10.66 亿元），其中应收企业借款系鄂尔多斯能化对内蒙古矿业（集团）有限责任公司提供借款 10.70 亿元，计提减值准备 0.04 亿元。

从负债结构来看，2018 年末公司流动负债为 590.58 亿元，同比减少 6.51%，占总负债比重为 49.74%。公司流动负债主要包括短期借款（81.85 亿元）、应付账款（105.03 亿元）、其他应付款（181.18 亿元）、一年内到期的非流动负债（71.95 亿元）和其他流动负债（72.82 亿元），其中，短期借款为保证借款（23.35 亿元）和信用借款（58.50 亿元），

当年 27.53 亿元质押借款偿还使得年末短期借款同比减少 20.84%；其他应付款主要为吸收存款（112.84 亿元）、应付投资款（19.99 亿元）和往来款（11.28 亿元）组成；其他流动负债以短期融资券（49.99 亿元）为主，2018 年部分短期融资券到期偿还使得其他流动负债较上年末减少 45.91 亿元，2019 年 3 月末进一步降至 21.64 亿元。2018 年末，公司非流动负债为 596.68 亿元，同比增长 9.61%，主要包括长期借款（335.56 亿元）、应付债券（144.99 亿元）、预计负债（22.30 亿元）和递延所得税负债（81.22 亿元），其中长期借款以保证借款（109.29 亿元）和信用借款（121.19 亿元）为主，随信用借款增加，2018 年长期借款同比增长 6.38%；2018 年随着多期中期票据和公司债的成功发行，年末公司应付债券同比增长 38.80%；预计负债包括复垦、复原及环境恢复费（12.97 亿元）和亏损合同<sup>4</sup>（4.44 亿元）等。

从债务情况看，2018 年末公司总债务为 719.28 亿元，同比减少 2.53%。2018 年长期借款和应付债券增加使得年末长期债务同比增长 14.08% 至 486.08 亿元，相关债券和借款到期偿付，公司短期债务同比减少 25.21% 至 233.20 亿元，长短期债务比从上年末的 0.73 倍降至 0.48 倍，债务期限结构尚处于合理水平。另外，根据公司的资本开支计划，2019 年计划资本性支出为 90.24 亿元，主要用于煤化工和在建煤矿项目、煤矿技改和维持简单再生产投入等，资金来源为自有资金、银行贷款和发行债券等。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

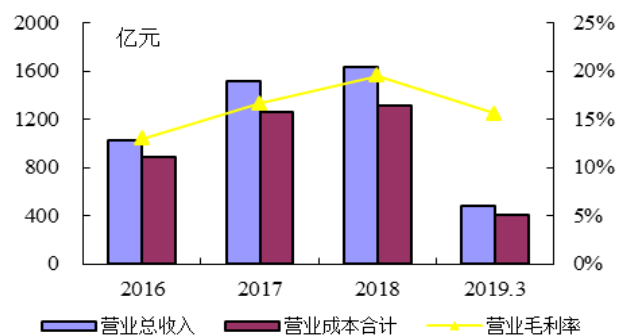
<sup>4</sup> 亏损合同：系联合煤炭与第三方签订的煤炭供应和运输协，该合同价格低于市场价格，为亏损合同，其中一年内到期的预计负债金额为 1.28 亿元。

总体来看，随着权益规模的扩张，2018 年末公司财务杠杆比率进一步下降，目前债务期限结构尚属合理。但前期大规模收购和在建项目等投入导致公司债务规模依然较大，且后续仍存在较大的资本支出计划，短期资金压力犹存。

## 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 1,630.08 亿元，同比增长 7.79%，营业毛利率为 19.49%，较上年增加 2.87 个百分点。具体来看，受益于煤炭价格高位运行以及兖煤澳洲产销量增加，当年公司煤炭生产收入同比增长 32.08% 至 507.47 亿元，但吨煤成本增加导致毛利率较上年减少 4.36 个百分点至 53.82%；公司煤炭贸易业务加大，全年煤炭贸易收入同比增长 16.23% 至 116.81 亿元，毛利率为 4.91%，较上年增加 1.51 个百分点；甲醇产销量增加和价格上涨推动煤化工板块收入和初始获利水平大幅提升，当年煤化工收入和毛利率分别为 34.95 亿元和 35.51%，同比分别增长 12.42% 和 6.54 个百分点，成为公司收入和利润的重要补充；2018 年非煤贸易依然是公司收入重要组成部分，全年收入为 923.98 亿元，但毛利率仅为 0.36%；此外，公司电力、热力、铁路运输等板块规模较小，对收入和利润影响有限。

图 6：2016~2019.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司三费合计 153.17 亿元，较上年增加 34.14 亿元，同比增长 28.68%。具体来看，2018 年公司销售费用增加 21.52 亿元至 60.00 亿元，一方面系兖煤澳洲煤炭销量增加，影响运输费用、港口费用、保险费用等销售费用同比增加 10.58 亿元，另一方面系兖煤澳洲按销售收入比例支付的资源特许权使用费增加 8.58 亿元；职工薪酬社保及福利费、折旧费和过渡性社保及福利费

<sup>5</sup>等增加导致管理费用增加 16.18 亿元至 59.24 亿元；2018 年根据新准则要求，公司将研发费用单独列示，当年研发费用为 1.58 亿元，同比增长 90.36%；财务费用主要为利息支出、汇兑损失等，2018 年受益于利息收入增加（从 7.64 亿元增至 10.04 亿元），以及汇兑损失大幅减少（从损失 9.72 亿元减至损失 2.60 亿元）影响，全年财务费用同比减少 7.44% 至 33.93 亿元，但值得注意的是，由于整体债务规模较大，公司利息支出（资本化+费用化）逐年增加，2018 年为 37.09 亿元，同比增长 10.47%，财务负担较重。总体来看，2018 年公司期间费用上升幅度较大，费用控制能力有待提升。

表 7：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

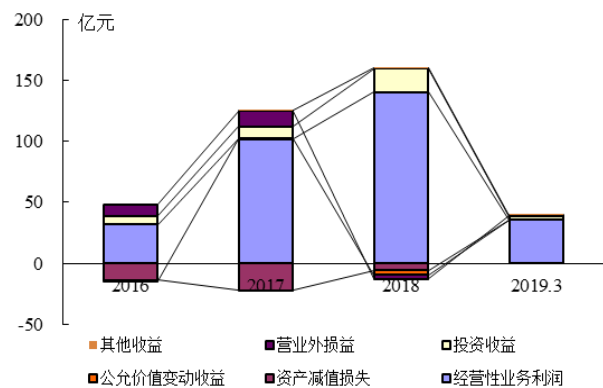
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	25.80	38.48	60.00	14.75
管理费用	36.47	43.06	59.24	57.67
研发费用	-	0.83	1.58	0.31
财务费用	22.21	36.66	33.93	8.11
期间费用合计	84.49	119.03	153.17	34.35
营业总收入	1,022.82	1,512.28	1,630.08	482.44
期间费用/收入	8.26%	7.87%	9.40%	7.12%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于煤炭、煤化工等主要业务板块的利润贡献，2018 年及 2019 年一季度公司实现利润总额分别为 150.43 亿元和 39.15 亿元，同比分别增长 45.76% 和 8.33%，其中经营性业务利润分别为 140.34 亿元和 35.52 亿元，占利润总额比重分别为 93.29% 和 90.73%，是公司利润的主要来源。此外，2018 年投资收益（19.40 亿元）、资产处置收益（3.31 亿元）、其他收益（0.26 亿元）、资产减值损失（2.97 亿元）、信用减值损失（2.93 亿元）、公允价值变动损失（3.74 亿元）、营业外净支出（3.24 亿元）等亦对公司当期利润形成一定影响。2018 年公司获得投资收益 19.40 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，具体包括浙商银行（收益 3.99 亿

元）、陕西未来能源化工有限公司（收益 3.43 亿元）、中山矿合资企业（收益 2.56 亿元）、内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司（1.95 亿元）等；资产处置收益系处置猎人谷合资企业 16.6% 权益形成的 3.40 亿元收益；资产减值损失主要系无形资产减值损失 2.90 亿元；信用减值损失包括应收票据及应收账款坏账损失 1.65 亿元、债权投资减值损失 0.90 亿元和长期应收款坏账损失 0.73 亿元；营业外支出主要系三共一业移交费用（5.39 亿元）和对外捐赠（0.32 亿元）等。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司经营性业务盈利能力进一步提升，同时浙商银行等股权投资收益亦对当期利润形成较大补充，但仍需关注资产减值、信用减值、营业外支出等非经常性损失以及持续大规模利息支出等对其经营形成的负面影响。

## 偿债能力

随着盈利能力增强，2018 年公司主要偿债指标进一步提升。当年 EBITDA 利息保障倍数从上年度的 5.43 倍增至 6.74 倍；总债务/EBITDA 指标上年的 4.05 倍下降至 2.88 倍。

经营活动现金流方面，2018 年公司收入规模扩大，销售和提供劳务收到的现金增加，全年经营性净现金流同比增加 39.65% 至 224.32 亿元。受益于此，公司经营性净现金流对债务本息的保障程度进一步提升，2018 年末经营活动净现金/总债务从上年末的 0.22 倍增至 0.31 倍，经营活动净现金/利息支出从上年的 4.78 倍增至 6.05 倍。另外，公司现金保有量仍较充沛，2018 年末货币资金为 327.23 亿元，货币资金/短期债务比为 1.66 倍，能够对短期

<sup>5</sup> 根据相关文件要求，自 2018 年 1 月 1 日起，公司部分社会保险纳入济宁市统筹管理，报告期内一次性计提社会保险费 10.16 亿元，包含过渡性职工医疗保险费 8.94 亿元和工伤保险费 1.22 亿元。截至 2018 年末，公司已支付 6.10 亿元，剩余 4.06 亿元预计将于 2019 年 6 月支付。



债务偿还提供保障。

表 9：2018 年末公司受限资产情况

表 8：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

单位：亿元

	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA	97.92	182.39	250.14	-
经营活动净现金流	62.35	160.63	224.32	44.24
短期债务	326.45	311.82	233.20	165.59
长期债务	343.10	426.09	486.08	463.44
总债务	669.55	737.92	719.28	629.03
经营净现金流/总债务 (X)	0.09	0.22	0.31	0.28
经营净现金流/利息支出 (X)	2.20	4.78	6.05	-
总债务/EBITDA (X)	6.84	4.05	2.88	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.46	5.43	6.74	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，作为国内唯一拥有境内外三地（上海、香港、澳洲）上市平台的煤炭企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅，同时与多家金融机构保持着良好合作关系，具备一定的再融资能力。截至 2018 年末，公司获得国内多家银行共计 1,133.77 亿元的授信额度，其中尚未使用授信额度 527.00 亿元，备用流动性充裕。

担保方面，截至 2018 年末，公司对子公司提供担保 327.78 亿元，主要包括青岛保税区中兖贸易有限公司、兖煤国际、兖煤国际资源开发有限公司、青岛中垠瑞丰和兖州煤业澳大利亚有限公司等，除此之外，无对子公司以外的提供担保事项。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 714.27 亿元，占总资产比重为 35.07%。

项目	账面价值	受限原因
货币资金	53.50	质押的定期存货和各类保证金
应收票据及应收账款	8.76	用于开具保函质押金额为 875,500 千元
长期应收款	22.53	长期借款质押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	58.40	长期借款质押
普力马煤矿总资产	70.41	长期借款抵押
长期股权投资	42.99	长期借款质押
兖煤澳大利亚资源有限公司与联合煤炭总资产	457.70	银行授信额度质押
<b>合计</b>	<b>714.27</b>	<b>-</b>

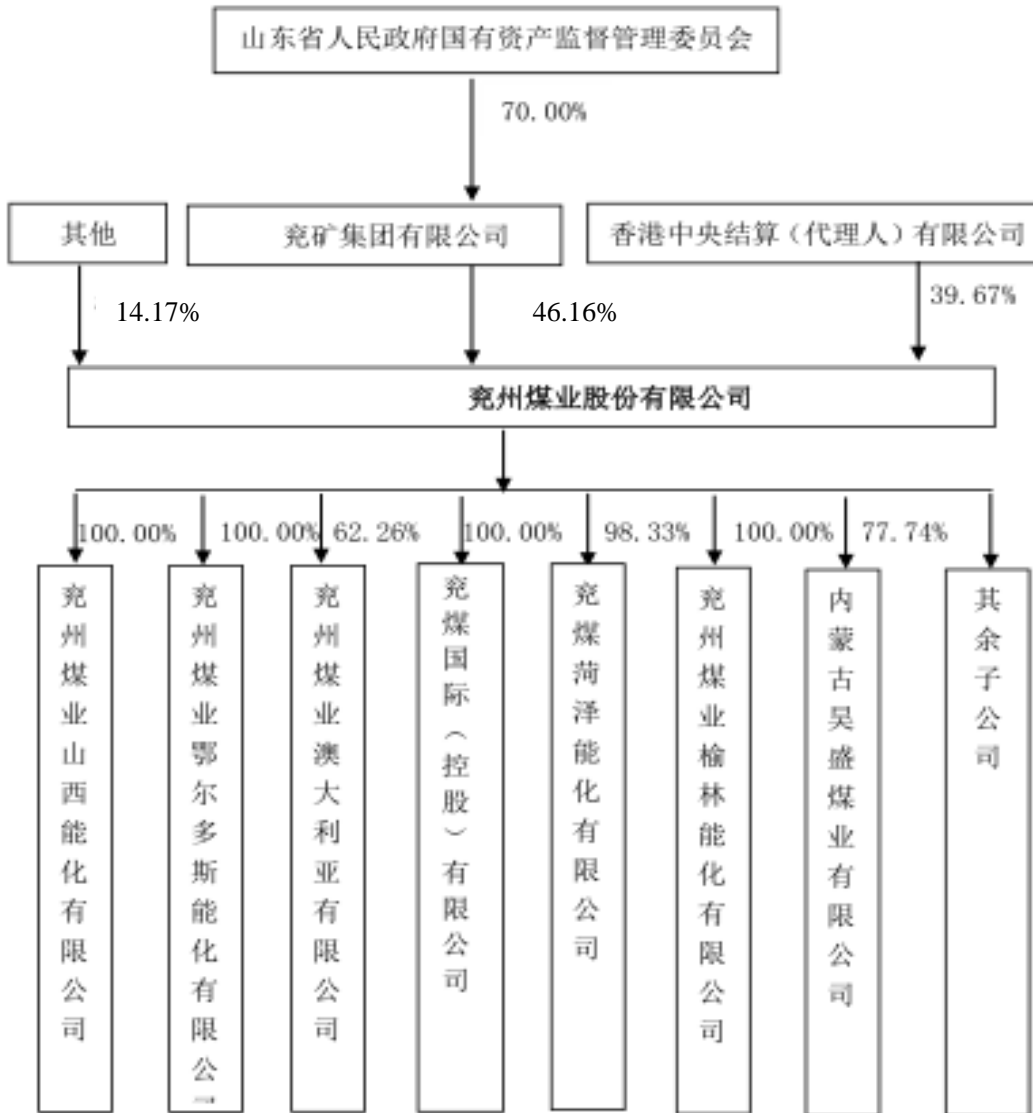
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司煤炭资源丰富、煤质优良、产能产量规模大，受益于煤炭及煤化工行业较高的景气度，2018 年公司整体盈利状况良好，同时通畅的融资渠道和充裕的货币资金亦为其债务本息的按时偿付提供了进一步保障，整体偿债能力极强。但公司债务规模较大，且后续仍存在较多资本支出，整体财务负担较重，中诚信证评将对此予以持续关注。

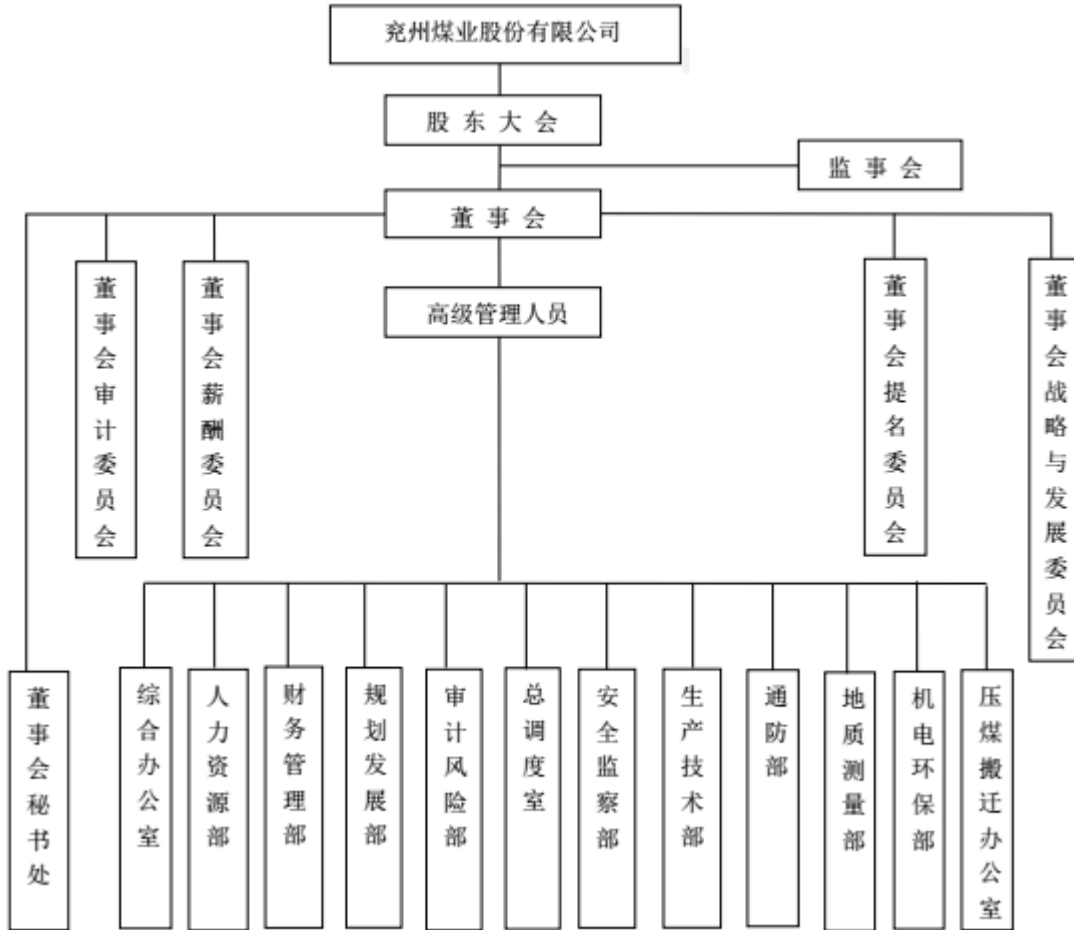
## 结 论

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；维持“兖州煤业股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，维持“兖州煤业股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：兖州煤业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



附二：兖州煤业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年末）





**附三：兖州煤业股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	2,292,950.10	2,856,825.30	3,272,274.40	2,745,995.10
应收款净额	284,985.80	384,513.80	472,855.30	378,358.10
存货净额	265,374.70	403,189.50	512,662.20	564,123.30
流动资产	4,982,705.70	6,613,887.10	6,586,309.60	6,166,616.50
长期股权投资	480,380.80	900,244.80	1,668,393.00	1,639,296.50
固定资产合计	5,538,906.60	5,201,082.60	5,739,743.30	5,594,906.80
总资产	15,304,636.10	19,488,729.10	20,367,990.00	19,703,710.60
短期债务	3,264,483.40	3,118,214.60	2,331,974.10	1,655,882.40
长期债务	3,430,982.80	4,260,939.50	4,860,823.80	4,634,417.60
总债务（短期债务+长期债务）	6,695,466.20	7,379,154.10	7,192,797.90	6,290,300.00
总负债	10,080,620.20	11,760,592.50	11,872,640.90	10,930,539.30
所有者权益（含少数股东权益）	5,224,015.90	7,728,136.60	8,495,349.10	8,773,171.30
营业总收入	10,228,214.80	15,122,777.50	16,300,847.20	4,824,353.60
三费前利润	1,162,113.00	2,208,327.40	2,935,053.20	698,740.70
投资收益	72,464.50	95,894.90	193,958.30	29,577.20
净利润	240,486.30	786,186.30	1,065,593.60	301,743.70
EBITDA	979,247.90	1,823,946.70	2,501,409.60	-
经营活动产生现金净流量	623,548.90	1,606,307.40	2,243,239.60	442,447.50
投资活动产生现金净流量	-969,340.50	-2,747,747.50	-640,119.50	-271,052.30
筹资活动产生现金净流量	-482,069.30	1,536,462.60	-985,107.00	-815,661.40
现金及现金等价物净增加额	-790,975.40	370,173.00	629,968.60	-666,001.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	12.98	16.62	19.49	15.58
所有者权益收益率（%）	4.60	10.17	12.54	13.76*
EBITDA/营业总收入（%）	9.57	12.06	15.35	-
速动比率（X）	0.82	0.98	1.03	1.08
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.22	0.31	0.28*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.52	0.96	1.07*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.20	4.78	6.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	5.43	6.74	-
总债务/EBITDA（X）	6.84	4.05	2.88	-
资产负债率（%）	65.87	60.35	58.29	55.47
总资本化比率（%）	56.17	48.84	45.85	41.76
长期资本化比率（%）	39.64	35.54	36.39	34.57

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016年和2017年财务数据均经追溯调整；

3、2016~2018年及2019年一季度，公司其他流动负债中的短期融资券分别为134.88亿元、119.91亿元、49.99亿元和0.00亿元，中诚信证评将其纳入短期债务计算范畴；同期，其他非流动负债中的“中银租赁一期资产专项计划”分别为0.00亿元、0.00亿元和4.12亿元和3.76亿元；2016~2018年长期应付款中融资租赁款分别为13.69亿元、6.21亿元、1.42亿元，2019年3月末租赁负债为25.32亿元，中诚信证评将其纳入长期债券计算范畴。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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

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



## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。