

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0022号

兖矿能源集团股份有限公司：

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 兖煤 02”、“20 兖煤 03”、“20 兖煤 04”、“20 兖煤 05”、“21 兖煤 01”、“21 兖煤 02”、“21 兖煤 Y1”、“21 兖煤 Y2”、“21 兖煤 Y4”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，同时维持上述债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年五月二十二日

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5月22日至2024年5月21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5月22日

兖矿能源集团股份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	2023/5/22	AAA/稳定	何阳	侯艳华

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
20兖煤02	AAA	AAA	企业规模	营业总收入	10.00	8.09
20兖煤03	AAA	AAA		原煤产量	10.00	8.79
20兖煤04	AAA	AAA	市场地位	资源储备	10.00	7.69
20兖煤05	AAA	AAA		煤种煤质与赋存条件	5.00	4.00
21兖煤01	AAA	AAA		产地多元化、运输条件和产业协同效应	5.00	5.00
21兖煤02	AAA	AAA		智慧矿山建设与研发投入	5.00	5.00
21兖煤Y1	AAA	AAA	盈利能力	毛利率	10.00	8.41
21兖煤Y2	AAA	AAA		净资产收益率	10.00	10.00
21兖煤Y4	AAA	AAA	债务负担和保障程度	资产负债率	8.75	7.77
				经营现金流动负债比	8.75	8.75
				EBITDA 利息保障倍数	8.75	8.06
				全部债务/EBITDA	8.75	3.85
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”			调整因素		无	
主体概况			个体信用状况		aa+	
兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“兖矿能源”或“公司”）仍主要从事煤炭、煤化工及电力等业务，兼营煤炭铁路运输、热力及大宗商品贸易等业务，控股股东仍为山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”），实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。			外部支持		+1	
			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，公司在境内外煤炭资源丰富，煤炭产量位居国内前十，竞争实力极强；2022年，公司自产煤业务盈利能力快速提升，带动公司营业收入和利润实现大幅增长；受益于榆林能化二期项目甲醇装置投产，甲醇产销量增长较快。但另一方面，公司煤炭产销量同比有所减少，2022年以来煤化工业务毛利润和毛利率有所下滑；2022年有息债务规模仍较大。

外部支持方面，作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，公司在资源获取、产业整合、信贷支持等方面将持续获得股东及相关各方的有力支持。

综合分析，东方金诚维持兖矿能源主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持上述债项的信用等级为AAA。

同业比较

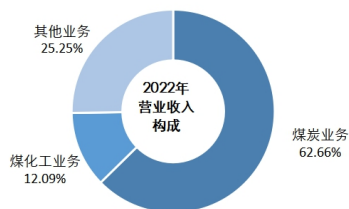
项目	兖矿能源集团股份有 限公司	中国中煤能源股份有 限公司	陕西煤业股份有限公 司	晋能控股山西煤 业股份有限公司	山西焦煤能源集团 股份有限公司
资产总额 (亿元)	2957.96	3401.09	2152.60	422.16	957.38
营业总收入 (亿元)	2008.29	2205.77	1668.48	160.82	651.83
可采储量 (亿吨)	43.28	140.01	106.06	19.24	21.64
原煤产量 (万吨)	9952.80	11917	15727.93	3280.17	4385
毛利率 (%)	40.94	25.12	44.99	50.02	42.2
利润总额 (亿元)	541.59	328.97	640.63	60.00	180.04
资产负债率 (%)	56.70	51.47	35.93	49.81	54.99
经营现金流负债比 (%)	64.27	41.56	110.69	34.26	57.72

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 2022 年数据，东方金诚整理。中国中煤能源股份有限公司的可采储量为 2022 年证实储量，山西焦煤能源集团股份有限公司的可采储量数据为 2022 年 3 月末数据。

主要指标及依据

2022 年收入构成

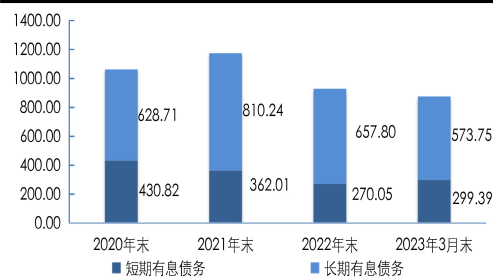


主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	2589.10	2886.96	2957.96	3019.75
所有者权益 (亿元)	797.82	964.87	1280.85	1349.82
全部债务 (亿元)	1059.53	1172.25	927.85	873.14
营业总收入 (亿元)	2149.92	1519.91	2008.29	444.21
利润总额 (亿元)	92.54	240.41	541.59	94.86
经营性净现金流 (亿元)	222.33	361.82	534.50	86.21
营业利润率 (%)	11.63	26.60	37.56	27.98
资产负债率 (%)	69.19	66.58	56.70	55.30
流动比率 (%)	56.89	93.53	106.65	113.80
全部债务/EBITDA (倍)	4.79	2.94	1.31	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.00	7.14	11.08	-

注：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 年和 2022 年审计报告年初数据进行追溯调整。

近年公司债务结构 (单位:亿元)



优势

- 跟踪期内，公司仍是国内重要的煤炭生产企业，国内外煤炭可采储量 43.28 亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，公司煤炭产量位居国内前十，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争力极强；
- 2022 年，受益于煤矿智能高效转型以及煤炭价格上涨，公司自产煤业务盈利能力快速提升，对公司利润贡献度进一步加大，并带动公司营业收入和利润实现大幅增长；
- 公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，醋酸产能位居行业前列，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，2022 年，受益于榆林能化二期项目甲醇装置投产，甲醇产销量增长较快；
- 控股股东山东能源集团是全国前三、山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持。

关注

- 跟踪期内，受安全环保政策、地质条件和澳大利亚洪涝灾害等因素影响，公司煤炭产销量有所减少，2022年以来，因原材料价格上涨影响，煤化工业务毛利润和毛利率有所下滑；
- 公司资产构成以固定资产、无形资产等非流动资产为主，有息债务规模仍较大。

评级展望

公司评级展望为稳定。随着陕蒙基地千万吨级矿井产能释放与装备提升，以及在建煤矿投产，公司煤炭产量将保持近亿吨的规模，预计未来公司仍将保持极强的市场竞争力，盈利能力也将维持较高水平。

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	20 尧煤 01	AAA	2019/10/25	段莎、贾秋慧	《煤炭企业信用评级方法及模型》（2019年7月）	阅读原文
	20 尧煤 02					
	20 尧煤 03					
AAA/稳定	主体及相关债项 2022年跟踪评级	AAA	2022/5/24	何阳、苑小雨	《东方金诚煤炭企业信用评级方法及模型》（RTFC002202103）	阅读原文

注：自 2019 年 10 月 25 日（首次评级）以来，尧矿能源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尧煤02	2022/5/24	27.00	2020/3/12~2025/3/12	无	无
20尧煤03	2022/5/24	20.00	2020/3/12~2030/3/12	无	无
20尧煤04	2022/5/24	35.00	2020/10/23~2035/10/23	无	无
20尧煤05	2022/5/24	15.00	2020/10/23~2030/10/23	无	无
21尧煤01	2022/5/24	30.00	2021/5/31~2024/5/31	无	无
21尧煤02	2022/5/24	10.00	2021/5/31~2026/5/31	无	无
21尧煤Y1	2022/5/24	17.00	2021/6/22~2023/6/22	无	无
21尧煤Y2	2022/5/24	33.00	2021/6/22~2024/6/22	无	无
21尧煤Y4	2022/5/24	10.00	2021/8/20~2024/8/20	无	无

注：20 尧煤 04 期限为 15 (3+3+3+3+3) 年，附第 3 年、第 6 年、第 9 年和第 12 年末调整票面利率及投资者回售选择权；20 尧煤 05 期限为 10 (5+5) 年，附第 5 年末调整票面利率及投资者回售选择权。21 尧煤 Y1 为永续债，期限为 2+N 年，在每 2 个计息年度末，附债券期限延长选择权；21 尧煤 Y2 为永续债，期限为 3+N 年，在每 3 个计息年度末，附债券期限延长选择权；21 尧煤 Y4 为永续债，期限为 3+N 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，附债券期限延长选择权。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及兖矿能源集团股份有限公司（以下简称“兖矿能源”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，公司仍主要从事煤炭、煤化工业务，控股股东为山东能源集团，实际控制人为山东省国资委

兖矿能源主要从事煤炭业务，兼营煤化工及其他业务，控股股东为山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”），实际控制人仍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”）。

公司成立于1997年9月，于1998年分别在上海、香港、纽约三地成功上市，2012年其控股子公司兖州煤业澳大利亚有限公司在澳大利亚证券交易所上市。近年公司通过并购在山东、山西、陕西、内蒙、澳大利亚等地拥有多家煤田，2022年末拥有和控制煤炭原地资源储量136.86亿吨，可采储量43.28亿吨。公司煤化工业务主要产品为甲醇、醋酸、醋酸乙酯和粗液体蜡等。2020年初公司入选加拿大Mining.com官网的全球矿业公司50强排行榜，位列第35名。截至2020年末，兖矿集团有限公司（以下简称“兖矿集团”）直接和间接持有公司56.01%股权，为公司控股股东，山东省国资委直接和间接持有兖矿集团90%股权，为公司实际控制人。2021年10月，经公司董事会及临时股东大会审议批准，公司中文名称由“兖州煤业股份有限公司”变更为“兖矿能源集团股份有限公司”，公司证券简称由“兖州煤业”变更为“兖矿能源”，证券代码保持不变。2020年，公司原控股股东兖矿集团与原山东能源集团有限公司合并，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，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”。截至2023年3月末，公司控股股东为山东能源集团，持股比例为45.61%，实际控制人为山东省国资委。

公司控股股东山东能源集团主要从事煤炭、化工、物流贸易、机械制造等业务，是全国前三、山东省最大的煤炭生产企业。截至2021年末，山东能源集团拥有煤炭地质储量901.34亿吨，可采资源储量190.43亿吨，煤炭生产产能超过3亿吨/年，具有很强的规模与市场竞争力。截至2023年3月末，山东能源集团（合并）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，山东能源集团分别实现营业总收入8347.15亿元和1925.40亿元，利润总额423.59亿元和124.50亿元。

公司是山东能源集团煤炭业务的重要运营主体，截至2023年3月末，公司（合并）资产总额3019.75亿元，所有者权益1349.82亿元，资产负债率55.30%。2022年及2023年1~3月，公司实现营业总收入分别为2008.29亿元和444.21亿元，实现利润总额分别为541.59亿元和94.86亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“20 兖煤 02”、“20 兖煤 03”募集资金已按规定，8 亿元用于偿还有息负债、剩余部分用于补充营运资金。“20 兖煤 04”、“20 兖煤 05”募集资金已按规定，22 亿元用于偿还有息负债、剩余部分用于补充流动资金。“21 兖煤 01”和“21 兖煤 02”募集资金均已按规定，分别将 4 亿元用于偿还有息负债，剩余部分用于补充流动资金。“21 兖煤 Y1”、“21 兖煤 Y2”、“21 兖煤 Y4”募集资金均已按规定，用于偿还有息债务及补充流动资金。

截至本报告出具日，“20 兖煤 02”、“20 兖煤 03”、“20 兖煤 04”、“20 兖煤 05”、“21 兖煤 01”、“21 兖煤 02”、“21 兖煤 Y1”、“21 兖煤 Y2”和“21 兖煤 Y4”均已正常付息。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

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，但短期内实施降息降准的可能性不大

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面支持力度有望进一步加码。

行业分析

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。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%。

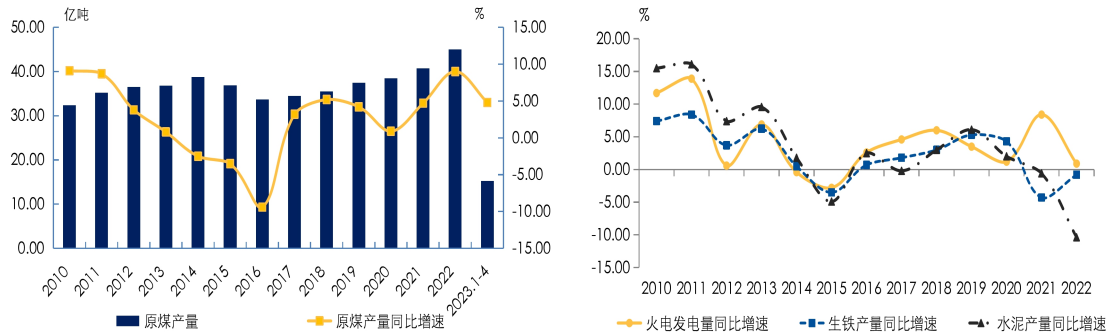
预计 2023 年经济逐步恢复常态发展，地缘冲突持续扰动国际能源供需格局，全球能源供需仍存在一定失衡。国内晋陕蒙新等主产区优质产能将继续释放，部分保供临时产能转为永久产能，大型智能化煤矿生产效率提高、生产弹性增强，全国煤炭产能新增 8900 万吨，煤炭产量适度增长。我国煤炭主产区产量占比进一步提升。进口市场继续呈现多元化趋势，随着全球供应链重构，煤炭资源有望实现再平衡，国内外煤价倒挂价差将收窄，澳煤进口恢复、俄煤、蒙煤进口增加，煤炭进口量同比将实现较快增长。

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 1 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。

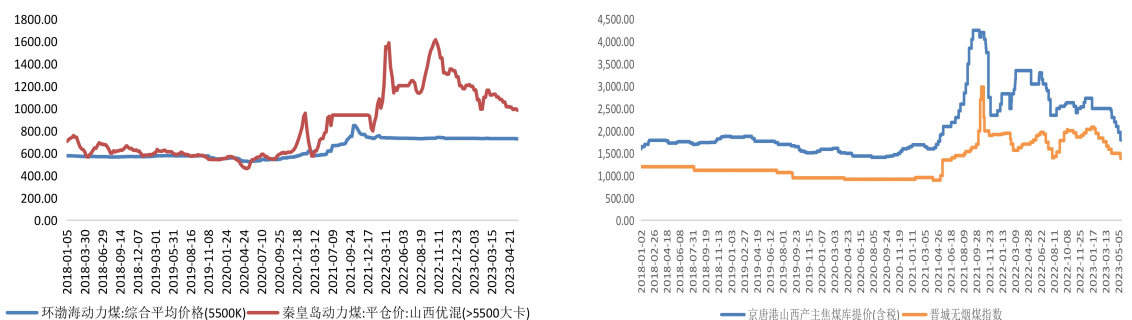
2022年10月31日，国家发改委印发《2023年电煤中长期合同签约履约工作方案通知》要求，2023年电煤中长期合同供应方包括所有在产的煤炭生产企业，需求方包括所有发电、供热用煤企业，冶金、建材、化工等行业不再享受长协煤炭供应。中长期合同签约价格机制为：以产地价计算的电煤中长期合同必须严格按照“煤炭价格形成机制通知”、地方政府和有关部门明确的价格合理区间签订和履约；以港口价格计算的电煤中长期合同按照“基准价+浮动价”

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，加之全国各地疫情反复，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煤矿逐步退出，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 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：Wind，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：亿吨、万吨、亿元、%）



企业名称	股票代码	2022年末		2022年					
		可采储量	产量	营业总收入	利润总额	净利润	毛利率	收入同比	净利润同比
中国神华	601088.SH	138.90	31340	3445.33	962.47	816.55	39.03	2.78	37.56
中煤能源	601898.SH	140.01	11917	2205.77	328.97	253.78	25.12	-4.56	33.55
陕西煤业	601225.SH	106.06	15728	1668.48	640.63	530.89	44.99	9.58	57.33
兖矿能源	600188.SH	43.28	9953	2008.29	541.59	394.38	40.94	32.13	112.41
淮北矿业	600985.SH	20.31	2290	692.25	82.57	71.39	23.15	6.44	37.32
山西焦煤	000983.SZ	21.64	4385	651.83	180.04	132.34	42.20	20.33	86.27
华阳股份	600348.SH	15.08	4523	350.42	108.31	79.65	46.43	-7.80	87.13
山煤国际	600546.SH	8.27	4057	463.91	151.21	109.95	44.84	-3.46	40.68
潞安环能	601699.SH	9.03	5690	542.97	199.11	156.44	55.88	20.27	128.62
平煤股份	601666.SH	16.43	3030	360.44	83.02	61.81	34.38	21.37	88.96
合计	-	519.01	92913.01	12389.69	3277.92	2607.18	39.70	7.67	57.86

数据来源：Wind，东方金诚整理

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。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司毛利润仍主要来源于煤炭业务，受益于境内外煤炭价格上涨，公司营业收入、毛利润和毛利率均增长较快

公司主要从事煤炭和煤化工业务。2022年，受境内外能源价格上涨和公司煤化工产品销量增加，公司营业收入同比增长32.13%。从收入结构来看，跟踪期内，煤炭业务仍是公司收入的主要来源，煤化工业务收入和以非煤贸易为主的其他业务收入同比增长，但占营业收入的比例有所下降。

2022年，公司毛利润同比增长81.50%，主要系煤炭销售价格上涨，煤化工产品销量增加所致。从利润构成来看，跟踪期内，煤炭和煤化工业务仍是公司利润的主要来源，2022年毛利润占比分别为93.12%和6.15%。公司其他业务毛利润占比为0.73%。2022年，公司毛利率受益于煤炭业务盈利能力提升而同比提高10.98个百分点。

2023年1~3月，受益于煤炭价格维持高位，煤炭业务销售收入同比增长，公司营业收入444.21亿元，同比增长7.82%；但受吨煤销售成本增加、煤化工产品销售价格下降影响，公司毛利润为139.86亿元，同比下降8.91%；毛利率31.49%，同比下降5.78个百分点。

图表4 公司营业收入、毛利润及2022年收入构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤炭业务

跟踪期内，公司煤炭业务境内经营主体主要包括公司本部、兖州煤业山西能化有限公司（以下简称“山西能化”）、兖煤菏泽能化有限公司（以下简称“菏泽能化”）、陕西未来能源化工有限公司（以下简称“未来能源”）、兖州煤业鄂尔多斯能化有限公司（以下简称“鄂尔多斯公司”）和内蒙古昊盛煤业有限公司（以下简称“昊盛煤业”）和内蒙古矿业（集团）有限公司（以下简称“内蒙古矿业”）负责运营。公司煤炭业务境外仍主要由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 5 2022 年公司煤炭业务主要经营主体经营与财务数据（单位：%、万吨、亿元）

公司简称	持股比例	商品煤产量	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
公司本部	-	-	1738.73	651.29	348.87	147.41	62.54
山西能化	100.00	1086	12.04	5.79	7.16	1.24	51.91
菏泽能化	98.33	1686	141.52	99.20	37.86	10.12	70.10
未来能源	73.97	17368	309.74	222.93	178.16	68.58	71.97
鄂尔多斯公司	100.00	11711	277.56	129.43	172.88	29.61	53.37
昊盛煤业	59.38	4284	256.73	126.61	32.55	33.29	49.32
内蒙古矿业	51.00	4090	385.98	119.22	38.91	0.25	30.89
兖煤澳洲	62.26	29435	600.16	378.59	498.21	167.39	63.08
兖煤国际	100.00	4922	199.04	47.69	56.42	17.82	76.04

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司仍是国内大型煤炭生产企业，在国内外拥有煤炭资源可采储量 43.28 亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，公司煤炭产量近亿吨，位居国内前十，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争实力极强

公司仍为山东能源集团煤炭业务的唯一上市经营主体，在中国内陆及澳洲等境内外拥有丰富煤炭资源。截至 2022 年末，按国际标准评估(JORC 规范)公司拥有原地煤炭资源储量 136.86 亿吨（其中，境内原地资源储量 43.90 亿吨，境外原地资源量为 92.96 亿吨），煤炭可采储量 43.28 亿吨（其中，境内可采储量为 26.88 亿吨；境外可采储量 16.40 亿吨），原地资源储量和可采储量同比分别下降 5.95%和 4.18%。2022 年公司煤炭总产量 9952.80 万吨，生产规模位居国内煤炭行业前十，保持很强的规模优势。

公司煤炭业务矿井分布区域较广，三大生产基地包括山东本部基地、陕蒙基地和境外澳洲基地。三大生产基地在跟踪期内呈现不同特点，其中本部基地保持智能化、机械化、自动化开采特点，实现稳产提效，对公司效益起到支撑作用。跟踪期内，公司加快煤矿智能高效转型，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。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。跟踪期内，公司保持较强的盈利能力，营业收入和利润总额在煤炭行业前 10 大上市企业中排名靠前。

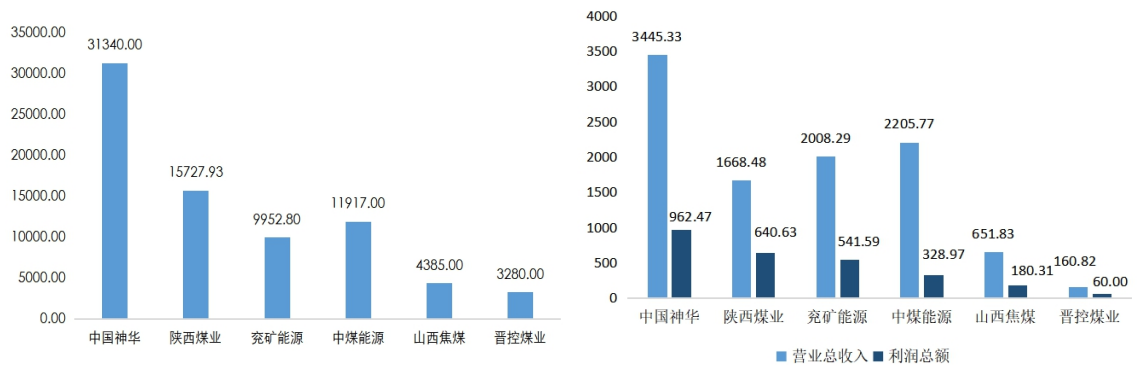
2022 年，公司下属榆林金鸡滩煤矿产能核增 200 万吨/年至 1700 万吨/年。菏泽能化下属在建万福煤矿设计产能 180 万吨/年，截至 2022 年末已完成投资 53.38 亿元，预计于 2024 年实现生产。兖煤澳洲莫拉本煤矿处于在建，设计产能 2100 万吨/年，截至 2022 年末公司持有莫拉本煤矿 100.00%的股权。未来，公司还将压缩非煤贸易规模，计划多项并购项目，自产煤炭业务产能和产量增长空间较大，储备资源较多，公司仍将维持极强的规模优势。

图表 6 截至 2021 年末公司煤炭资源储量情况² (单位: 百万吨)

序号	单位名称	煤种	原地资源储量	可采储量
1	公司本部	动力煤	679	247
2	菏泽能化	1/3 焦煤	159	83
3	山西能化	动力煤	25	12
4	未来能源	动力煤	966	495
5	鄂尔多斯能化	动力煤	318	202
6	昊盛煤业	动力煤	725	502
7	内蒙古矿业	动力煤	1518	1148
境内合计			4390	2688
8	兖煤澳洲	喷吹煤、动力煤、半软焦煤、半硬焦煤	7749	1499
9	兖煤国际	喷吹煤、动力煤	1547	141
境外合计			9296	1640
合计			13686	4328

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

图表 7 2022 年同业比较煤企原煤产量情况³及盈利情况 (单位: 万吨、亿元)



资料来源: 公司提供, Wind, 东方金诚整理

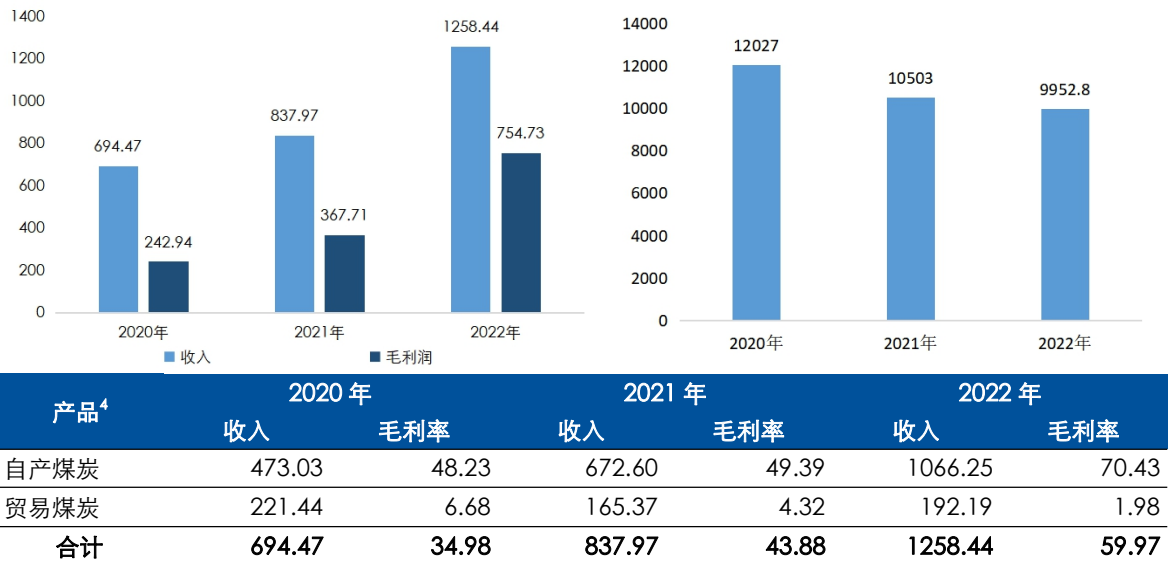
跟踪期内, 公司煤炭业务收入和毛利润仍主要来自自产煤炭, 受安全环保政策和地质环境等因素影响, 公司山东本部基地、山西和海外煤炭产量减少, 但受益于境内外煤炭价格上涨, 公司煤炭业务收入和毛利润快速增长

公司煤炭业务分为自产煤炭及贸易煤炭, 其中自产煤炭是收入及利润主要来源。2022 年, 公司煤炭产量 9952.80 万吨, 同比下降 5.23%, 主要是因为安全环保政策和地质环境等因素影响, 山东本部、山西和海外矿井煤炭产量减少所致, 但公司仍保持较强规模优势。受下属子公司兖煤澳洲、未来能源和菏泽能化产量减少及贸易煤销量下降影响, 公司销售煤炭 10375 万吨, 同比下降 1.80%。受国际能源供需偏紧、能源价格大涨, 煤炭市场价格高位运行等多重因素影响, 公司煤炭销售均价 1213.00 元/吨, 同比大幅增长 152.93%。受煤炭销售均价大幅增长影响, 2022 年公司煤炭业务收入同比增长 50.18%, 煤炭业务毛利润同比增长 105.25%, 毛利率同比提高 16.09 个百分点。

² 原地资源储量与可采储量均由公司按照国际标准 (JORC 规范) 进行了资源储量评估。

³ 图中各企业煤炭产量来自 wind, 与实际值或存在差异。

图表 8 公司煤炭业务收入、毛利润和商品煤产量情况（单位：亿元、万吨、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 自产煤炭

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，受益于煤炭价格上涨，公司自产煤业务获利能力快速提升，预计未来煤炭价格中枢仍位于高位，陕蒙基地千万吨级矿井产能释放与装备提升，自产煤炭业务的利润贡献仍将较高

跟踪期内，公司自产煤炭主要包括原煤及商品煤。2022年，公司加快煤矿智能高效转型升级，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。截至2022年末，公司累计投入资金58亿元，实施智能化建设项目530项，先后建成智能化采煤工作面73个，智能掘进工作面66个。但受安全环保和地质环境等因素影响，公司自产煤产量9952.80万吨（国内产量6517.10万吨，国外产量3435.70万吨），同比下降5.23%；其中，公司本部、菏泽能化和山西能源煤炭产量分别为2494.7万吨、168.60万吨和108.60万吨，同比分别下降6.87%、33.44%和16.42%，主要是受安全环保政策和地质环境影响所致。子公司未来能源、昊盛煤业和鄂尔多斯能化煤炭产量分别为1736.80万吨、1171.10万吨和428.40万吨，同比分别增长1.50%、1.74%和34.40%，主要是受益于陕蒙区域内政策限制性因素消除所致。子公司内蒙古矿业煤炭产量409.0万吨，同比大幅增长391.26%，主要是因为下属营盘壕煤矿于2022年3月进入试生产阶段，煤炭产能逐步释放所致。公司境外兖煤澳洲和兖煤国际商品煤产量分别为2943.50万吨和492.20万吨，同比分别下降19.79%和2.79%，主要是受澳大利亚洪涝灾害影响所致。

2022年，公司自产煤销量9117万吨，同比下降2.83%，主要是受自产煤产量减少影响所致。受国际能源供需偏紧，煤炭市场高位运行影响，2022年公司自产煤炭全年销售均价1169.48元/吨，同比增长63.15%。跟踪期内，公司煤炭国内销售市场仍以华东和华北为主，国外销售市场仍以日本、韩国、泰国和澳大利亚等地区为主。公司与电力、大型贸易商、化工、钢铁等企业建立了长期稳定的战略合作关系，下游客户稳定，销售渠道畅通。2022年，公司煤炭销往

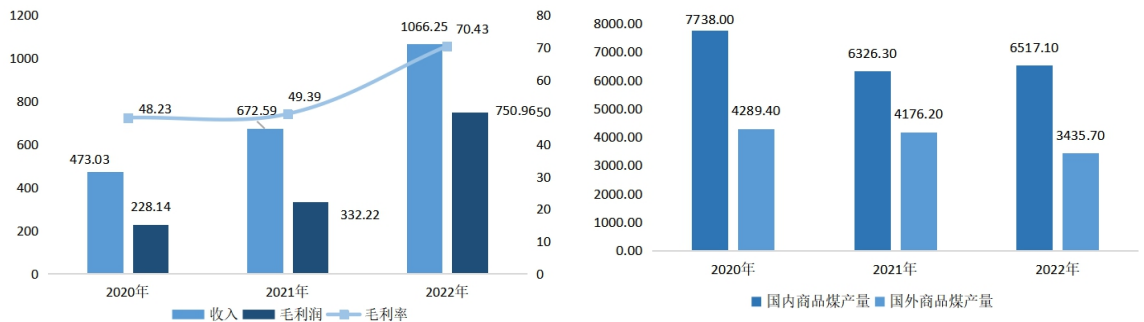
⁴ 表中自产煤炭及贸易煤炭业务收入合计或与煤炭业务总数不一致，主要系四舍五入所致。

电力、商贸、冶金和化工的煤炭销售收入占比较大，分别为 47.28%、19.56%、14.13%和 13.44%。

2022 年，公司自产煤吨煤销售成本 391.78 元/吨，同比增长 8.01%。其中，境内自产煤吨煤销售成本同比有所下降，主要是受开采成本较低的陕蒙地区产量增加，同时公司严控非生产性费用支出所致。公司本部、子公司未来能源、鄂尔多斯能化、昊盛煤业和内蒙古矿业吨煤销售成本下降所致。公司境外煤炭业务经营主体兖煤澳洲下属煤矿澳思达和唐纳森仍处于闭矿养护阶段，运营成本增加；艾什顿矿在采矿活动中面临岩土工程方面挑战，境外煤矿自产商品煤销售成本同比增长。公司吨煤成本处于行业中等水平，煤炭业务毛利润及综合毛利率均同比有所提高。

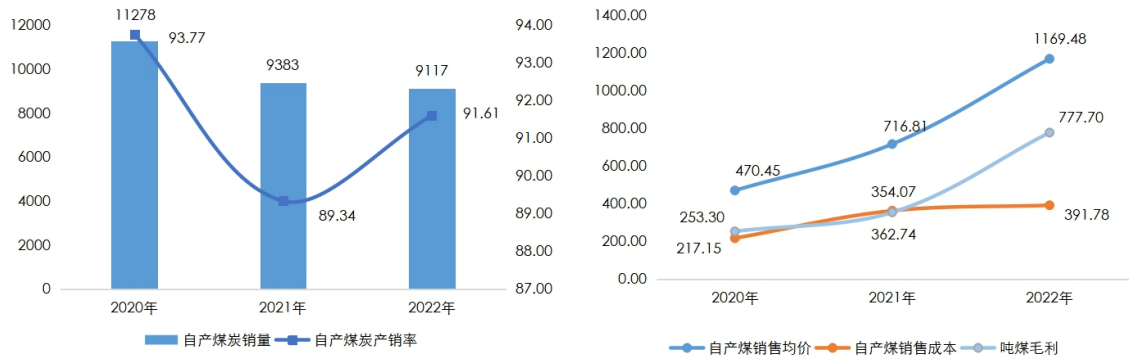
2023 年 1~3 月，受地质条件变化、采场更替影响，公司煤炭产量 2253 万吨，同比下降 10.4%；煤炭销量 2453 万吨，同比下降 2.9%，煤炭销售均价 1138.05 元/吨，同比上涨 14.14%。受益于煤炭销售价格上升，2023 年一季度煤炭业务销售收入 279.16 亿元，同比增长 10.82%；煤炭业务毛利润同比增长 1.06%。预计 2023 年，国内经济温和复苏，二三产业用电需求和化工行业耗煤需求增加，煤炭需求保持增长，煤炭价格中枢虽有回落，但仍维持较高水平，同时，随着内蒙古营盘壕煤矿逐步释放产能，智能化改造煤矿产能利用率提升，境外露天矿井产能逐步释放，自产煤炭收入、毛利润和毛利率将维持较高水平，自产煤业务对公司利润的贡献仍较大。

图表 9 公司自产煤炭盈利和生产情况（单位：亿元、%、万吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 10 公司自产煤炭销售情况（单位：万吨、%、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.贸易煤炭

公司贸易煤炭要由公司本部、兖煤国际负责运营。

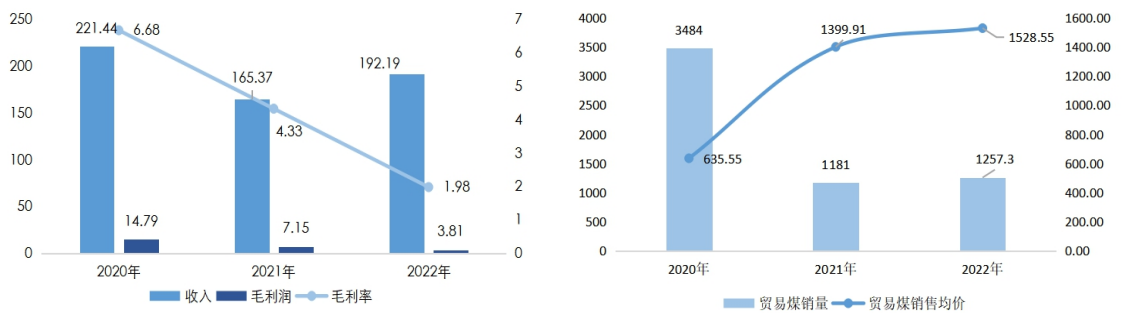
跟踪期内，受贸易煤炭销售价格上升和销量增加影响，贸易煤收入同比增长，但受外购煤炭成本增加影响，贸易煤炭毛利率同比进一步下滑

公司贸易煤炭主要由公司本部、兖煤国际负责运营，公司依托多年经营积累和资金优势开展贸易煤炭业务，主要从周边煤企采购冶金煤和高热值优质动力煤，经洗选加工后再销售。

2022年，煤炭下游需求较高，公司贸易煤炭销量同比增长6.43%。受国际能源价格上涨影响，公司贸易煤炭销售均价同比增长9.19%。受贸易煤炭销售价格上涨、销量增加影响，公司贸易煤炭业务收入同比增长16.22%，贸易煤炭业务毛利润同比下降46.78%，毛利率同比下滑2.35个百分点，毛利润和毛利率下降主要是受煤炭价格上涨，贸易煤采购成本上升，压缩了贸易煤业务毛利空间。

预计2023年，国内经济温和复苏，煤炭市场需求较强，公司贸易煤炭盈利能力保持稳定。

图表 11 公司贸易煤炭利润及销售情况（单位：亿元、%、万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤化工业务

公司煤化工业务主要由子公司鄂尔多斯能化、兖州煤业榆林能化有限公司（以下简称“榆林能化”）、内蒙古荣信化工有限公司（以下简称“荣信能化”）、兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“鲁南化工”）和未来能源负责运营。榆林能化、荣信能化和鄂尔多斯能化主要产品为甲醇，鲁南化工主要产品为醋酸和醋酸乙酯，未来能源主要产品为粗液体蜡。

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，2022年，受益于榆林能化二期项目甲醇装置投产，甲醇产销量增长较快，煤化工业务收入同比增长，但受原材料价格上涨影响，毛利润和毛利率有所下滑；预计2023年公司煤化工业务盈利仍将面临一定下行压力

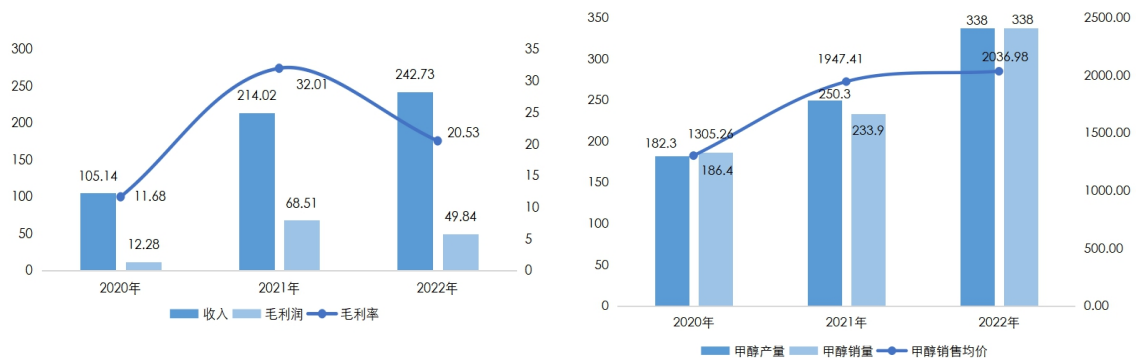
公司拥有四个煤化工产业园区，依托煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，公司推动煤炭由“燃料”向“原料”转型，形成多层次产品发展的全产业链格局。跟踪期内，公司化工产业加快“价值高端”延伸，公司同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，子公司未来能源10万吨/年高温费托合成产品填补高端特种蜡国产空白；子公司鲁南化工是山东省煤基精细化化工品产业链“链主”企业，30万吨/年己内酰胺项目于2022年初正式投产。

受技改升级影响，公司甲醇产能利用率仍保持在100%以上。2021年，鄂尔多斯能化煤化工二期项目竣工投产，公司甲醇产量同比增长37.30%；同时，受益于国际原油价格上涨，甲醇销售价格同比增长49.20%。2022年，榆林能化煤化工二期项目甲醇装置于年初正式生产，公司甲醇产量同比增长35.40%。公司甲醇产品主要销往华北、华东等地区，受益于下游需求增长、公司加强销售拓展，2022年公司甲醇产品销量同比增长44.51%。同期，甲醇销售价格同比增长4.60%。

2021年，公司醋酸、醋酸乙酯和粗液体蜡销量同比均有所下降。公司醋酸产品部分用于提取醋酸乙酯，产销率为68.73%，其他产品产销率保持在90%以上。2021年，经济加快复苏带动下下游需求增长，叠加原材料煤炭价格和国际原油价格上涨，醋酸、醋酸乙酯和粗液体蜡销售均价分别同比增长143.74%、209.10%和37.78%。2022年，受下游涂料与油墨需求走弱影响，醋酸、醋酸乙酯销售均价同比分别下降38.99%和17.98%；但受益于国际油价高位运行、部分炼化装置减产影响，粗液体蜡销售均价同比增长38.71%。2022年，随着榆林煤化工二期甲醇装置投产，甲醇产量和销量同比增长，煤化工业务收入242.73亿元，同比增长13.41%；但受煤化工产品销售均价同比下降影响，煤化工业务毛利润和毛利率同比分别下降27.25%和11.48个百分点。此外，为实现利益最大化，子公司未来能源自2023年第三季度末优化生产工艺，不再生产粗液体蜡、稳定轻烃，转而生产柴油、石脑油等化工产品。

2023年1~3月，公司煤化工业务销量同比增长9.12%，销售均价同比下降15.88%，销售收入同比下降8.21%，毛利润同比有所下降。预计2023年，随着国际原油价格中枢回落，主要煤化工产品销售价格将有所下降，同时原材料煤炭的价格仍将居于相对高位，公司主要煤化工产品销量保持稳定，煤化工业务盈利仍将面临一定下行压力。

图表 12 近年煤化工业务收入、利润及甲醇销售情况（单位：亿元、%、万吨、元/吨）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 13 公司醋酸、醋酸乙酯和粗液体蜡的产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2020年			2021年			2022年		
	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价
醋酸	107.20	75.90	2316.94	109.20	75.70	5647.29	103.60	71.20	3445.22
醋酸乙酯	37.20	37.40	2483.53	40.10	40.20	7676.62	36.80	36.40	6296.70
粗液体蜡	41.30	41.40	3550.72	44.80	44.50	4892.13	24.20	25.20	6785.71

资料来源：公司提供，东方金诚整理

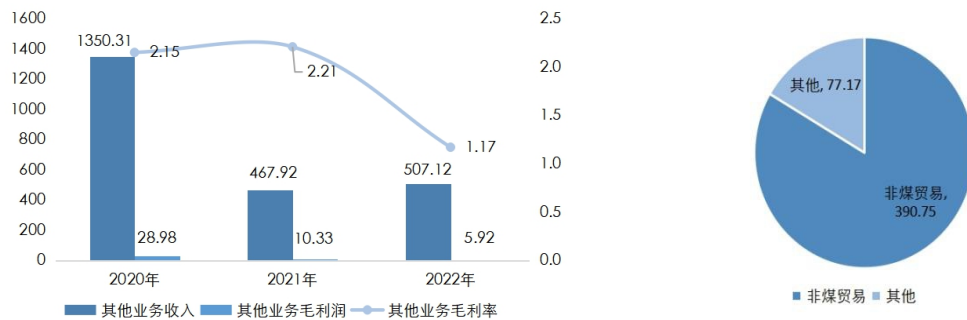
其他业务

跟踪期内，公司其他业务仍以非煤贸易为主，占营业收入比重较大，获利能力仍较弱

公司其他业务仍主要为非煤贸易、铁路运输、电力、机电装备制造和热力业务，以非煤贸易为主，占其他业务收入的比例在 80%以上。公司非煤贸易品种仍以电解铜、铁矿石、油品和铝产品等大宗商品为主。2021 年，公司压缩现金流及利润贡献较低的非煤贸易业务规模，非煤贸易业务收入规模 390.75 亿元，同比下降 69.65%，受赚取购销差价及手续费的运营模式和贸易业务竞争激烈影响，非煤贸易业务毛利率较低，盈利能力仍较弱。2022 年，公司非煤贸易业务收入 414.49 亿元，同比增长 6.5%。

公司利用自有铁路资源拓展铁路运输业务，按货物运量收取运费，和煤炭主业协同。跟踪期内，公司电力业务所发电量仍在满足自用情况下，部分通过地方电网统一售给终端客户。2022 年，子公司鲁南化工一台新发电机组投入运营，对外售电量增加，同时内蒙古矿业等为满足客户用电需求，所属电厂发电量增加，叠加电力销售价格上升，公司电力业务规模扩大，同期电力业务发电量 83.73 亿千瓦时，售电量 72.64 亿千瓦时，同比分别增长 7.83%和 10.96%。公司电力业务实现收入 6.92 亿元，同比增长 8.29%。公司其他业务分布较广，具体业务规模较小，盈利较弱。

图表 14 公司其他业务收入、毛利及 2022 年收入构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

预计未来，随着公司压缩非煤贸易业务规模，其他业务对利润的贡献程度仍较小。

总体来看，跟踪期内，公司收入和毛利润仍主要来源于煤炭业务。2022 年，受益于煤炭销售价格上涨，公司自产煤炭业务盈利能力快速提升。同时，东方金诚关注到，公司非煤贸易获利能力仍较弱；煤化工业务受原材料价格上涨影响，毛利润和毛利率有所下滑，2023 年一季度，受原材料价格上涨、下游需求走弱影响，公司煤化工业务盈利能力同比有所下降。

公司治理与战略

跟踪期内，公司《公司章程》发生变更，公司职工董事与职工监事发生变更

2022 年 10 月 28 日，公司发布《兖矿能源集团股份有限公司关于修改<公司章程>的公告》称，公司第八届董事会第二十五次会议审议通过了《关于修改<公司章程>的议案》，并同意提交公司股东大会讨论审议，并提出公司根据实际运营需要，拟删除《公司章程》经营范围中“房地产开发经营”项目。

2023年4月20日，公司发布《兖矿能源集团股份有限公司关于选举职工代表董事、职工代表监事的公告》称，由于工作调整，公司于2023年4月19日召开第三届四次职工代表大会，选举苏力先生为公司第九届董事会职工代表董事，任期与公司第九届董事会一致；选举靳家皓先生为公司第九届监事会职工代表监事，任期与公司第九届监事会一致。原职工代表董事王若林先生，原职工代表监事苏力先生、邓辉先生因工作调整原因不再担任本公司职工代表董事及职工代表监事。

跟踪期内，公司在现有产业布局基础上，仍以矿业产业、高端化工新材料、新能源、高端装备制造、智慧物流五大主导产业为发展方向，并向新产业、新业态、新模式、高质高效与绿色低碳的新型能源集团转变

未来5-10年，在矿业产业方面，公司计划建成8座以上千万吨级绿色智能矿山，煤炭产量达到3亿吨/年。在现有多种非煤矿产资产的基础上，拓展钼、金、铜、铁、钾等矿产领域，实现由单一煤炭开采向多矿种开发转型。在高端化工新材料产业方面，公司将按照高端绿色低碳发展方向，延伸现有化工产业链，建设化工新材料研发生产基地，力争5-10年化工品年产量2000万吨以上，其中化工新材料和高端化工品占比超过70%。在新能源产业方面，公司将推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设，力争5-10年新能源发电装机规模达到1000万千瓦以上。在高端装备制造产业方面，公司将在现有装备制造产业基础上，专注发展高端煤机制造等传统优势产品，拓展风机等新能源装备制造，培育中高端系列产品。在智慧物流产业方面，公司将统筹产品、用户、第三方服务商，构建智慧化物流体系。

公司未来煤炭、煤化工业务规划产能规模较大，符合主营业务发展路径，战略规划较为清晰。但公司近年并购项目较多，应付投资款规模较大，存在一定资金支付压力和并购后的运营风险。

财务分析

财务概况

公司提供了2022年审计报告及2023年1~3月未经审计的合并财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见审计报告。2023年1~3月合并财务报表未经审计。2020年、2021年财务数据分别按照2021年和2022年审计报告年初数据进行追溯调整。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有35家。

资产构成与质量

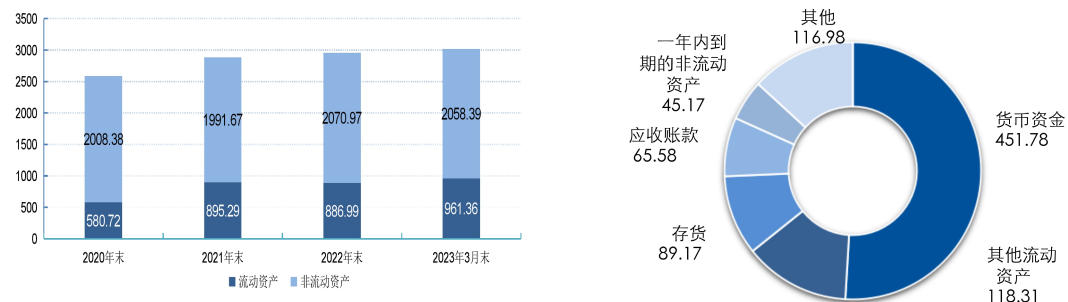
跟踪期内，公司资产总额保持增长，构成仍以固定资产、无形资产等非流动资产为主，受限资产规模仍较大

2022年末公司资产总额同比增长2.09%，非流动资产占比70.01%，资产结构仍以非流动资产为主。

2022年末，公司流动资产同比略有下降，流动资产仍主要由货币资金、其他流动资产、存货、应收账款和一年内到期的非流动资产构成，合计占比超过85%。2022年末，公司货币资金

期末余额同比略有下降，主要系公司减少借款金额，并将经营积累获得现金用于偿还债务所致；货币资金构成仍以银行存款和其他货币资金为主，其他货币资金均为受限货币资金，期末余额为 65.54 亿元。公司其他流动资产主要为土地塌陷、复原、重整及环保费，发放贷款及垫款等，2022 年末其他流动资产同比下降 7.72%，主要是子公司兖矿财务发放贷款及垫款同比减少所致。公司存货主要为库存商品、产成品和原材料，2022 年末存货期末余额同比增长 5.46%，累计计提存货跌价准备 2.87 亿元。2022 年末应收账款同比增长 6.13%，2022 年末应收账款累计计提坏账准备 3.39 亿元，应收账款账龄集中于 1 年以内，应收账款期末余额前五名单位合计占比 31%，集中度较高。2022 年末，公司应收账款周转率同比提高 1.61 个百分点；存货周转率同比提高 0.38 个百分点，运营效率有所提升。

图表 15 公司资产构成情况 (单位: 亿元) 图表 16 2022 年末流动资产构成 (单位: 亿元)



项目	2020 年	2021 年	2022 年
存货周转率 (次)	31.77	13.28	13.66
应收账款周转率 (次)	54.95	29.92	31.53

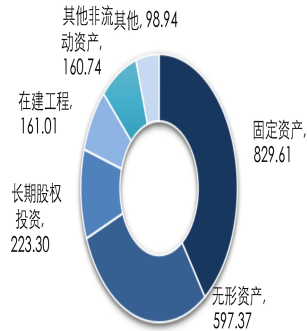
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产同比增长 3.98%，仍主要由固定资产、无形资产、长期股权投资、在建工程和其他非流动资产构成，2022 年末合计占非流动资产的比例超 95%。2022 年末，公司固定资产账面价值同比增长 9.40%，主要是在建项目转入固定资产，以及矿井智能化设备投入增加所致，固定资产仍主要由机器设备、矿井建筑物和房屋建筑物构成，累计折旧 595.66 亿元，未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 42.29 亿元、未办妥产权证书的地面建筑物账面价值 0.59 亿元。公司无形资产仍主要为采矿权、土地使用权、未探明矿区权益和产能置换等，2022 年末无形资产账面价值同比下降 3.91%，无形资产累计摊销 192.74 亿元，计提减值准备 33.99 亿元，年末未办妥产权证书的土地使用权账面价值为 6.13 亿元。公司在建工程以基建和维简工程为主，主要包括万福煤矿、加拿大钾矿和兖矿泰安港公铁水联运物流园，2022 年末公司在建工程账面价值同比增长 11.37%，主要系万福煤矿和兖矿公铁水联运物流园增加投资金额所致。公司长期股权投资同比增长 10.82%，主要是权益法下对合营及联营企业确认的投资损益增加所致，公司长期股权投资的主要合营企业为中山矿合营企业，主要联营企业包括内蒙古锦联铝材有限公司、临商银行股份有限公司、内蒙古伊泰呼准铁路有限公司和华电邹县发电有限公司等。

2023 年 3 月末，公司资产总额较 2022 年末略有增长，非流动资产占比为 68.16%。其中流动资产较 2022 年末增长 8.39%，主要是货币资金、其他流动资产、应收款项融资、预付款项和存货增加所致；非流动资产较 2022 年末略有下降，主要是因无形资产减少所致。

截至 2022 年末，公司受限资产 978.80 亿元，同比略有增长 39.71%，主要是因为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的质押金额增加所致。公司受限资产占资产总额的 33.09%，占净资产的 76.42%，主要系海外子公司等资产用于借款抵质押所致，公司受限资产规模较大，整体受限比例较高。

图表 17 截至 2022 年末非流动资产构成及资产受限情况（单位：亿元）



受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	65.54	保证金、环境恢复治理基金等
应收款项融资	11.20	银行承兑汇票质押
长期应收款	55.30	长期借款质押
长期股权投资	66.59	长期借款质押
固定资产	21.02	售后回租业务抵押
无形资产	0.04	诉讼冻结
对陕西未来能源的股权	51.14	长期借款保证、质押
兖煤澳大利亚有限公司净资产	81.91	长期借款质押
普力马煤矿总资产	72.17	长期借款质押
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	长期借款质押
合计	978.80	-

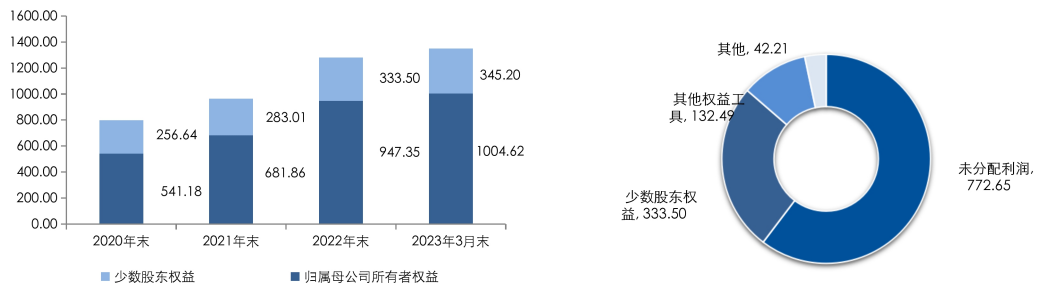
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益仍主要由未分配利润与少数股东权益构成，受益于煤炭业务盈利能力提升、未分配利润增加，以及发行永续债等，所有者权益同比增长

2022 年末所有者权益同比增长 32.75%，主要系煤炭业务盈利能力增强带动未分配利润增加，以及发行永续债导致其他权益工具增加所致。公司所有者权益主要由未分配利润、少数股东权益、其他权益工具等构成。公司未分配利润主要来自利润积累，2022 年末未分配利润同比增长 37.08%，主要是公司盈利提升所致，未分配利润占所有者权益的 60.32%，占比较高，若公司利润分配政策发生变化，将会影响公司资本结构的稳定性。2022 年末，少数股东权益同比增长 17.84%，主要是因为兖煤澳洲和未来能源等非全资子公司利润同比增长所致。其他权益工具仍以永续债为主，2022 年末，其它权益工具同比增长 63.20%，主要是公司发行了“22 兖矿能源 MTN001A”、“22 兖矿能源 MTN001B”和“22 兖矿能源 MTN002”所致，公司永续债规模较大，若永续债赎回，所有者权益规模将有所下降。2023 年 3 月末，公司所有者权益较 2022 年末增长 5.38%。

图表 18 公司所有者权益情况及 2022 年末构成 (单位: 亿元)

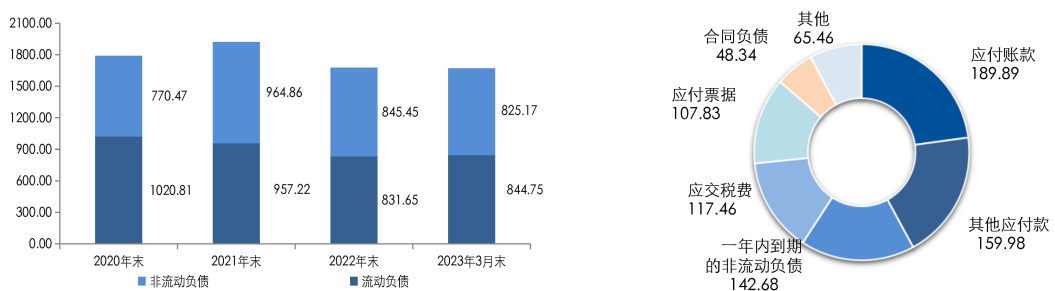


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务规模仍较大, 未决诉讼涉及金额较大, 面临一定或有负债风险

2022 年末, 公司负债总额同比下降 12.75%, 其中流动负债占比为 49.59%, 同比有所下降, 债务结构以非流动负债为主。公司流动负债仍主要由应付账款、其他应付款、一年到期的非流动负债、应交税费和应付票据构成。公司应付账款同比增长 26.60%, 主要是贸易业务应付商品采购款增加所致, 仍以应付工程材料、设备款构成, 应付账款账龄以 1 年以内为主, 占比 78.97%。公司其他应付款主要为子公司兖矿财务吸收存款、往来款、限制性股票回购义务和应付代扣款等, 2022 年末其他应付款同比下降 46.42%, 主要系兖矿财务吸收存款减少所致。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券, 期末余额同比有所下降, 主要是偿还了一年内到期的长期借款。应交税费主要是应交企业所得税, 期末余额同比增长, 主要系应交所得税增加所致。应付票据同比略有增长, 主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票同比增加所致。

图表 19 公司负债构成情况及 2022 年末公司流动负债构成 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年末, 公司偿还了部分到期的长期借款, 非流动负债同比下降 12.38%, 非流动负债仍主要由长期借款、应付债券、预计负债和递延所得税负债构成, 期末余额分别为 382.24 亿元、207.92 亿元、94.21 亿元和 81.22 亿元, 占比分别为 45.21%、24.59%、11.14%和 9.61%, 2022 年末合计占比 90.55%。2022 年末公司长期借款同比下降 24.97%, 主要是随着盈利和现金流增长, 公司偿还了部分长期借款中的信用借款和保证借款所致; 公司长期借款中美元借款余额 5.83 亿美元, 折合人民币 40.60 亿元, 澳元借款余额 0.31 亿澳元, 折合人民币 1.48 亿元; 长期借款中人民币借款利率在 2.80%至 5.90%之间, 外币美元借款利率在 3 个月 libor+1.80%至 3 个月 libor+3.00%之间, 外币澳元借款利率为 8.70%。2022 年末, 应付债券期末余额同比下降 13.75%, 主要是因为公司将即将到期的公司债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至 2023 年 5 月 17 日, 公司本部存续债券共有 15 只, 债券余额 317.50 亿元, 利率区间 3.28%~6.15%。2023

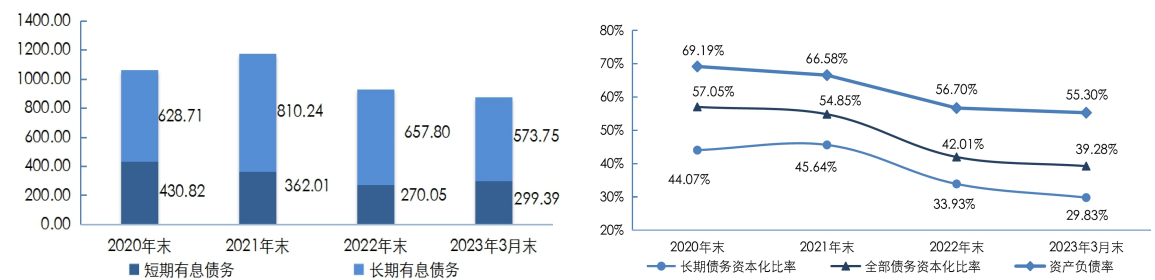
年6月~12月，公司本部应付债券到期及回售金额52亿元；2024年~2026年，公司本部应付债券到期及回售金额分别为123.50亿元、87.00亿元和30.00亿元，2027年及以后，公司本部应付债券到期及回售金额为25.00亿元。公司预计负债主要是复垦/复原及环境恢复，2022年末，预计负债期末余额同比增长118.77%，主要系复垦/复原及环境恢复增加所致。公司递延所得税负债同比下降6.84%。

2023年3月末，公司负债总额较2022年末略有下降，仍以非流动负债为主。其中流动负债较2022年末增长1.58%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；公司非流动负债较2022年末下降2.40%，主要系应付债券减少所致。

跟踪期内，公司全部债务规模仍较大，债务结构仍以长期有息债务为主。2022年末，公司有息债务同比下降20.85%，主要是长期借款减少所致。受益于盈利增长，所有者权益和资产总额增长，公司资产负债率及全部债务资本化比率同比分别下降9.88个百分点和12.84个百分点。公司主要偿债来源为经营性现金流、银行授信、债券发行等。

截至2022年末，公司银行综合授信为1823.55亿元，剩余未使用金额为1138.00亿元，授信额度较大。同时，公司是“A+H”股上市公司，子公司兖煤澳洲是香港和澳大利亚两地上市公司，融资渠道较为畅通，融资能力较强。

图表 20 公司有息债务结构及债务比率情况⁵ (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至2022年末，公司对外担保余额4.69亿元，对外担保比率0.37%，对外担保主要为内蒙古矿业为内蒙古锦联铝材有限公司提供1.35亿元担保，担保期限为2015年12月16日至2025年12月16日；子公司未来能源为陕西靖神铁路有限责任公司提供3.34亿元担保，担保期限为2018年7月26日至2043年7月25日。

截至2022年末，公司作为被告方，涉及重大未决诉讼及仲裁案件3起，涉诉金额合计26.84亿元，其中涉案金额较大的两起案件分别为：内蒙古新长江矿业投资有限公司（以下简称“新长江”）仲裁案和鄂尔多斯市金诚泰化工有限责任公司（以下简称“金诚泰”）股权转让合同纠纷案。2018年4月，新长江以公司违反双方有关股权转让协议为由，向中国国际贸易仲裁委员会（以下简称“中国贸仲”）提出仲裁申请，要求公司支付股权转让价款7.49亿元，相应违约金6.56亿元及本案涉及的律师费、仲裁费、保全费等合计约人民币14.35亿元。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2020年末做出中止审理裁定。2023年2月26日，中国贸仲开庭审理本案，截至2022年3月24日，中国贸仲尚未作出裁决。公司涉案金额较大，面临一定的或有负债风险。2022年7月5日，金诚泰以股权转让合同纠纷为由，向中国贸仲提出仲裁申请，要求兖矿能源给付金诚泰第三期煤

⁵ 公司未提供2022年3月末的其他流动负债付息项和长期应付款、租赁负债、其他非流动负债付息项。2022年3月末的短期有息债务未统计其他短期有息债务，长期有息债务未统计其他长期有息债务。

矿股权转让费及滞纳金 10.16 亿元。本案正在履行仲裁程序，暂未开庭。

盈利能力

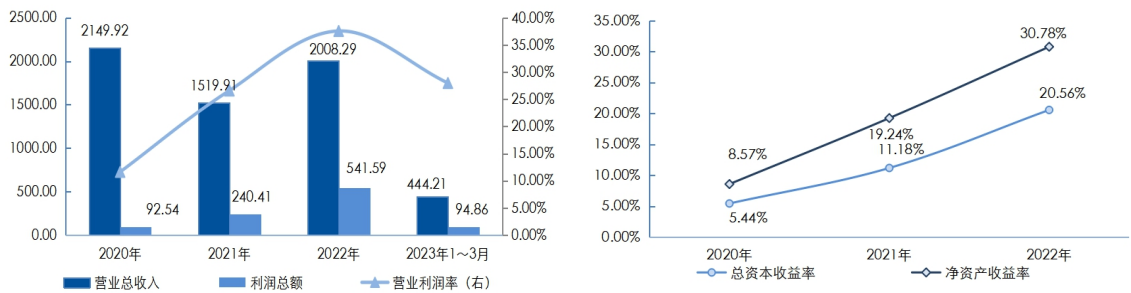
跟踪期内，受益于煤炭销售价格上涨影响，公司营业收入和利润总额同比大幅增长，预计 2023 年受煤炭、煤化工产品价格回落和煤炭销量下降影响，公司盈利将有所下降，但仍将维持在较高水平

2022 年，国际能源供需偏紧，煤炭市场价格高位运行，受益于煤炭销售价格上涨，公司营业总收入同比增长 32.13%，利润总额同比增长 125.28%，营业利润率同比提高 10.96 个百分点。跟踪期内，公司期间费用仍以管理费用和销售费用为主，2021 年公司期间费用同比增长 26.50%，主要是开采权使用费增加导致销售费用同比增加较多所致。公司期间费用率为 10.01%，同比下降 0.45 个百分点，整体费用控制能力有所提升。

2022 年公司投资净收益 21.56 亿元，同比增长 0.56%；公司资产减值损失（损失以“-”列示）为-24.08 亿元，损失金额同比大幅增加。其中，无形资产计提减值 8.16 亿元，主要是兖煤澳洲对唐纳森煤矿项目计提减值；在建工程计提减值 4.34 亿元，主要是兖煤澳洲对莫纳什勘探资产、兖煤国际对哈利布兰特、雅典娜勘探资产计提减值；固定资产计提减值 7.43 亿元，主要是兖煤澳洲对莫纳什资产、兖煤国际对普力马矿井资产计提减值；存货计提跌价损失 2.46 亿元，主要是子公司山东中鼎云联科技有限公司对其大厦计提减值准备所致；使用权资产计提减值损失 12.60 亿元，主要是兖煤澳洲对莫纳什勘探资产计提减值损失所致。

2023 年 1~3 月，受益于煤炭销售均价较高和贸易煤销量增加，公司营业收入同比增长 7.82%，但受公司本部、菏泽能化、鄂尔多斯公司和兖煤澳洲销量减少，吨煤销售成本上升，以及贸易煤毛利为负影响，公司利润总额同比下降 11.11%。预计 2023 年，煤炭价格高位回落，煤化工下游需求走弱，公司盈利能力将有所下降，但仍将维持在较高水平。

图表 21 公司收入和利润情况（单位：亿元） 图表 22 公司主要盈利指标情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

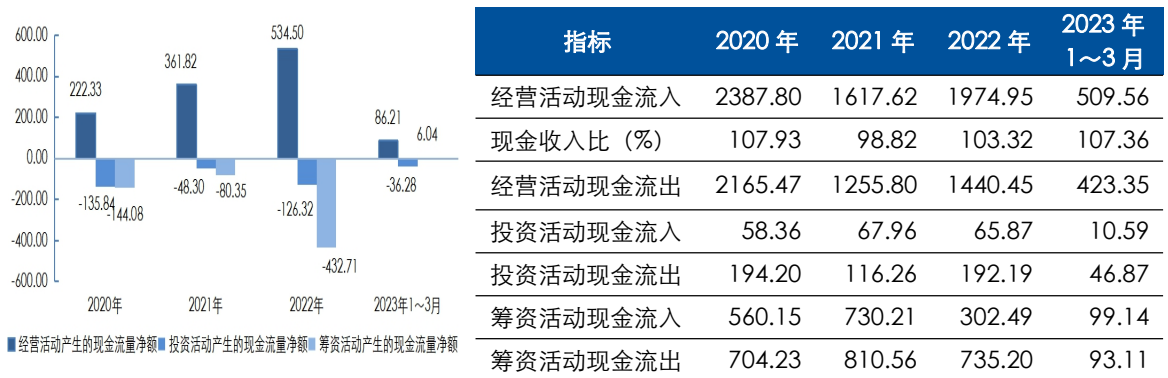
跟踪期内，公司经营性现金流净流入规模扩大，经营获现能力较强，投资活动现金流净流出规模较大，经营性净现金流对债务和利息的保障程度较好

2022 年，公司经营活动现金流量净额同比增长 47.73%，主要系煤炭业务盈利增强，销售产生的现金流入增加、经营性应收项目增加所致。现金收入同比上升，经营获现能力仍较强。投资性净现金流持续为负，2022 年净流出金额同比增长 61.54%，主要是因为公司收回定期存

款同比减少、购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金增加所致。筹资性净现金流仍为净流出，但净流出金额同比增长 338.51%，主要系因为公司压降有息债务，取得借款所收到的现金减少 386.14 亿元所致。

2023 年 1~3 月，公司经营性现金流量保持净流入，投资性净现金流仍为负，筹资性现金流为净流入。预计 2023 年公司收入规模同比增长，经营性净现金流将有所下降。公司未来并购计划和煤化工在建项目较多，投资性净现金流短期内将保持为负；公司补流需求及债务置换需求较强，对外仍存在一定的融资需求。

图表 23 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2022 年末，公司流动比率及速动比率较 2021 年末同比均有所提高。2022 年，受益于经营活动现金流量净额增加、流动负债减少影响，经营现金流动负债比有所提高。2022 年公司 EBITDA 利息倍数有所提高；全部债务/EBITDA 的倍数有所下降。2022 年 3 月末，公司流动比率及速动比率均较 2022 年末有小幅提升。

图表 24 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
流动比率	56.89	93.53	106.65	113.80
速动比率	49.33	84.70	95.53	102.83
经营现金流动负债比	21.78	37.80	64.27	-
EBITDA 利息倍数	6.00	7.14	11.08	-
全部债务/EBITDA	4.79	2.94	1.31	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 6 月~2024 年 6 月，公司面临到期或回售选择权的债券总额为 145.50 亿元，2022 年公司分配股利、利润及偿付利息所支付的现金 215.06 亿元。截至 2022 年末，公司未受限的货币资金 390.18 亿元，2022 年公司经营性净现金流为 534.50 亿元，货币资金及经营性净现金流对一年内有息债务具有较强的覆盖能力。此外，截至 2022 年末公司未使用银行授信 1138.00 亿元，未使用授信额度较为充足。公司长期股权投资规模较大，所持浙商银行股份有限公司、齐鲁银行股份有限公司、临商银行股份有限公司等股权变现能力较强，投资收益处于较高水平，对一年内到期或回售的债券能够实现较好覆盖。

图表 25 2023 年 6 月~2024 年 6 月公司到期或面临回售选择权的债券明细 (单位: 亿元)

债券简称	起息日	到期日/回售日	回售/到期金额
20 兖煤 04	2020-10-23	2035-10-23/2023-10-23	35
21 兖煤 Y1	2021-06-22	2023-06-22	17
21 兖煤 01	2021-05-31	2024-05-31	30
21 兖煤 Y2	2021-06-22	2024-06-22	33
21 兖煤 04	2014-03-03	2024-03-03	30.50
合计	-	-	145.50

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 4 月 11 日，公司在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录。

截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券，均按照约定按时兑付本金及利息，未发生违约情况。

外部支持

跟踪期内，控股股东山东能源集团是全国前三、山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持

2020 年，公司原控股股东兖矿集团与原山东能源集团有限公司合并，并于 2021 年 3 月末完成公司信息登记变更手续。公司原控股股东兖矿集团更名为山东能源集团有限公司，原山东能源集团有限公司注销。公司现控股股东山东能源集团主要从事煤炭开采、煤化工、物流贸易、机械制造等业务，是国内第二大煤炭生产企业，拥有煤炭资源储量超过 800 亿吨，可采资源储量超过 200 亿吨，煤炭生产产能超过 3.5 亿吨，具有很强的规模与市场竞争力。

公司作为山东能源集团下属的煤炭与化工业务唯一上市经营主体，在资源获取、产业整合、项目审批、信贷支持等方面有望持续获得股东及相关各方的大力支持。2016 年，公司下属子公司菏泽能化从原控股股东兖矿集团收购万福煤矿采矿权。同年，兖矿集团为兖煤澳洲向沃特岗提供的 13.63 亿澳元的贷款作出担保。2017 年，公司收购兖矿财务公司 65% 股权。

2020 年 3 月，为进一步聚焦煤炭主业，公司将非煤贸易经营主体，兖煤国际贸易有限公司、兖煤国际（新加坡）有限公司 100% 股权、以及兖矿（海南）智慧物流科技有限公司股权出售给兖矿集团及其子公司。2020 年 9 月，公司以现金约 183.55 亿元收购原控股股东兖矿集团控制的未来能源 49.315% 股权、兖矿榆林精细化工有限公司 100% 股权、鲁南化工 100% 股权、兖矿济宁化工装备有限公司 100% 股权、兖矿煤化供销有限公司 100% 股权、山东兖矿济三电力有限公司 99% 股权和兖矿集团信息化中心相关资产。

2020 年 12 月 16 日，公司原控股股东兖矿集团与公司子公司兖煤澳洲签署《再融资协议》，约定兖矿集团向兖煤澳洲提供 7.75 亿美元财务资助，期限为六年，融资利率前 36 个月为 4.65%。根据《再融资协议》及相关协议约定，兖煤澳洲在取得上述财务资助后，将把该项资金提供给

沃特岗，专项用于沃特岗赎回兖矿集团或其制定主体持有的 7.75 亿美元沃特岗债。

2023 年 4 月，公司与控股股东山东能源集团下属的新汶矿业集团有限责任公司、龙口矿业集团有限公司、淄博矿业集团有限责任公司、肥城肥矿煤业有限公司、临沂矿业集团有限责任公司签署股权转让协议，以 183.19 亿元收购山东能源集团鲁西矿业有限公司（“鲁西矿业”）51% 股权；与新汶矿业集团有限责任公司、山东能源签署股权转让协议，以 81.12 亿元收购兖矿新疆能化有限公司（“新疆能化”）51% 股权。根据鲁西矿业和新疆能化的备考审计报告，2022 年鲁西矿业营业总收入 177.13 亿元，利润总额 53.35 亿元；新疆能化营业总收入 43.29 亿元，利润总额 23.62 亿元。预计收购完成后，公司煤炭业务和煤化工业务规模将进一步扩大。

2023 年公司获得政府补助 1.45 亿元，包括计入其他收益科目的与日常经营活动相关的政府补助 1.25 亿元，计入营业外收入科目的政府补助 0.20 亿元，主要是奖励资金、扶持资金及补贴等。

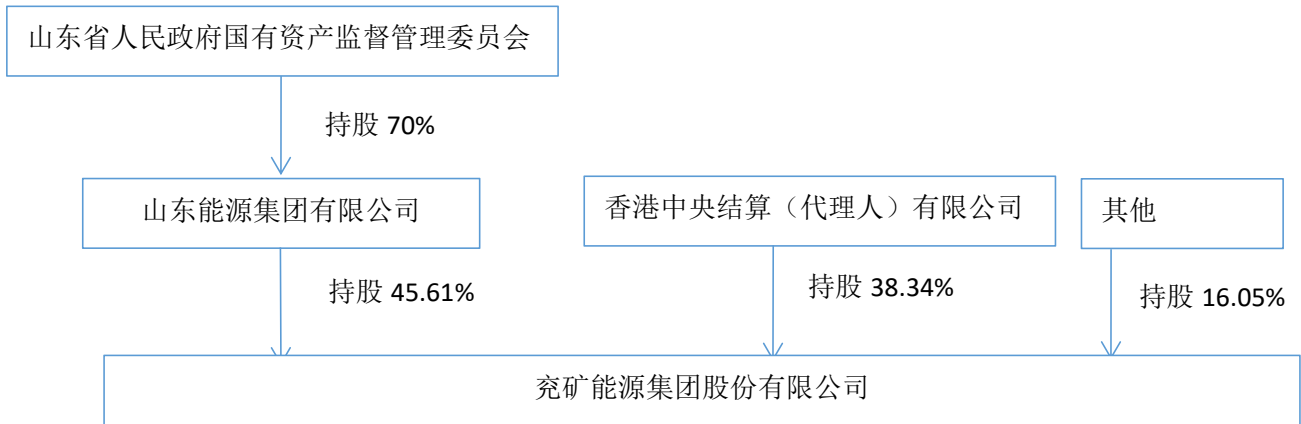
抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司仍是国内重要的煤炭生产企业，国内外煤炭可采储量 43.28 亿吨，子公司兖煤澳洲是澳大利亚最大专营煤炭生产商，公司煤炭产量位居国内前十，煤种以动力煤、喷吹煤和焦煤为主，竞争力极强；2022 年，受益于煤矿智能高效转型以及煤炭价格上涨，公司自产煤业务盈利能力快速提升，对公司利润贡献度进一步加大，并带动公司营业收入和利润实现大幅增长；公司拥有煤气化、煤液化等多条完整煤化工产业链，醋酸产能位居行业前列，同时掌握低温费托合成和高温费托合成技术，2022 年，受益于榆林能化二期项目甲醇装置投产，甲醇产销量增长较快；控股股东山东能源集团是全国前三、山东省最大的煤炭生产企业，公司作为山东能源集团下属的煤炭业务核心上市经营主体，在资源获取、产业整合、信贷支持等方面仍将持续获得股东及相关各方的有力支持。

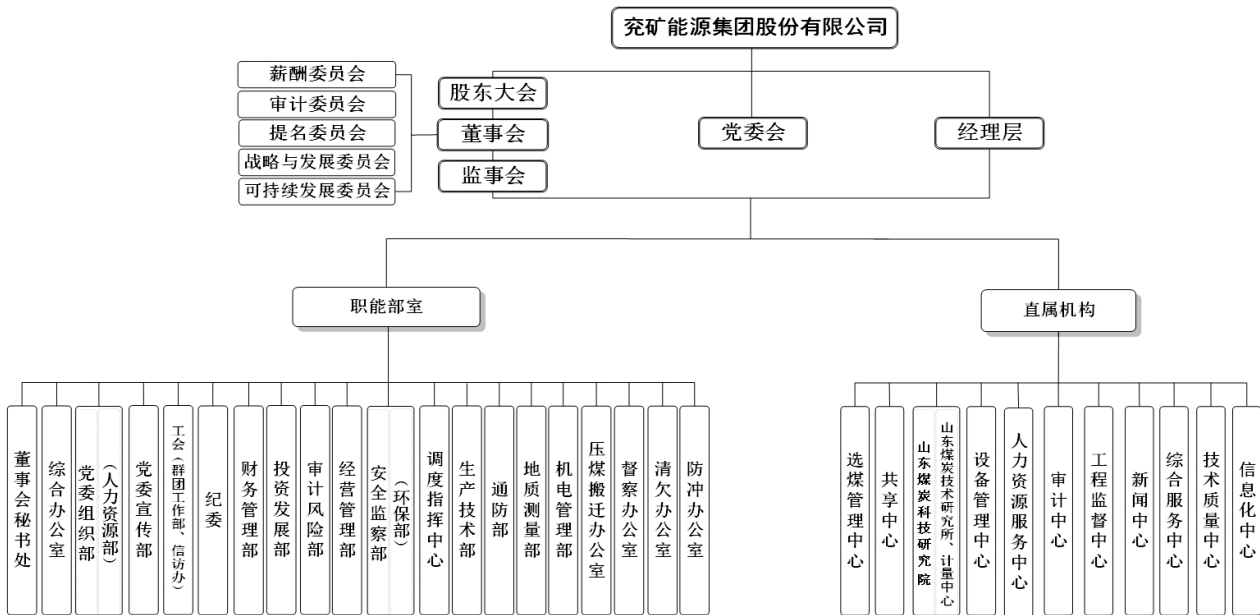
同时，东方金诚关注到，跟踪期内，受安全环保政策、地质条件和澳大利亚洪涝灾害等因素影响，公司煤炭产销量有所减少，2022 年以来，因原材料价格上涨影响，煤化工业务毛利润和毛利率有所下滑；公司资产构成以固定资产、无形资产等非流动资产为主，有息债务规模仍较大。

综上所述，东方金诚维持兖矿能源主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“20 兖煤 02”、“20 兖煤 03”、“20 兖煤 04”、“20 兖煤 05”、“21 兖煤 01”、“21 兖煤 02”、“21 兖煤 Y1”、“21 兖煤 Y2”和“21 兖煤 Y4”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	2589.10	2886.96	2962.49	3019.75
所有者权益 (亿元)	797.82	964.87	1281.40	1349.82
负债总额 (亿元)	1791.28	1922.08	1681.09	1669.93
短期债务 (亿元)	430.82	362.01	270.05	299.39
长期债务 (亿元)	628.71	810.24	657.80	573.75
全部债务 (亿元)	1059.53	1172.25	927.85	873.14
营业总收入 (亿元)	2149.92	1519.91	2008.29	444.21
利润总额 (亿元)	92.54	240.41	541.59	94.86
净利润 (亿元)	68.38	185.67	394.38	69.41
EBITDA (亿元)	221.08	398.31	601.42	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	222.33	361.82	534.50	86.21
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-135.84	-48.30	-126.32	-36.28
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-144.08	-80.35	-432.71	6.04
毛利率 (%)	13.22	29.38	40.94	31.49
营业利润率 (%)	11.63	26.60	37.56	27.98
销售净利率 (%)	3.18	12.22	19.64	15.62
总资本收益率 (%)	5.44	11.28	20.56	-
净资产收益率 (%)	8.57	19.24	30.79	-
总资产收益率 (%)	2.64	6.43	13.33	-
资产负债率 (%)	69.19	66.58	56.70	55.30
长期债务资本化比率 (%)	44.07	45.64	33.93	29.83
全部债务资本化比率 (%)	57.05	54.85	42.01	39.28
货币资金/短期债务 (倍)	56.97	125.89	167.30	168.77
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	8.16	26.74	43.99	5.72
流动比率 (%)	56.89	93.53	106.19	113.80
速动比率 (%)	49.33	84.70	95.93	102.83
经营现金流动负债比 (%)	21.78	37.80	64.27	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.00	7.14	11.08	-
全部债务/EBITDA (倍)	4.79	2.94	1.31	-
应收账款周转次数 (次)	54.95	29.92	31.53	-
存货周转次数 (次)	31.77	13.28	13.66	-
总资产周转次数 (次)	0.95	0.56	0.69	-
现金收入比 (%)	107.93	98.82	103.32	107.36

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+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。