

# 山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据 信用评级报告

---

项目负责人：刘 旷 [kliu@ccxi.com.cn](mailto:kliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王文洋 [wywang@ccxi.com.cn](mailto:wywang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 8 月 7 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]D 号

## 山东能源集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年八月七日

## 发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
山东能源集团有限公司	15 亿元	3+N (3) 年	每年付息一次, 附公司利息递延支付权和赎回选择权, 本期票据无明确的本金偿付期, 公司在赎回日偿付本金及所有应付未付之利息	破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具	归还公司贷款及补充龙口矿业集团有限公司流动资金

**评级观点:** 中诚信国际评定山东能源集团有限公司 (以下简称“山东能源”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了资源储量丰富、煤炭生产规模大、地理位置优越以及客户关系稳定、很强的盈利及获现能力、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到煤炭价格波动、较大的资产减值损失及营业外支出对利润形成一定侵蚀、安全生产压力较大以及拟筹划战略重组事项等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

山东能源 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	2,835.00	3,004.20	3,103.33	3,181.11
所有者权益合计 (亿元)	922.71	964.81	1,088.36	1,109.42
总负债 (亿元)	1,912.28	2,039.39	2,014.96	2,071.69
总债务 (亿元)	1,184.90	1,296.54	1,380.03	1,462.48
营业总收入 (亿元)	3,085.27	3,389.74	3,584.97	643.32
净利润 (亿元)	62.77	69.48	79.20	-1.82
EBIT (亿元)	152.24	172.97	187.34	--
EBITDA (亿元)	254.76	302.28	296.73	--
经营活动净现金流 (亿元)	166.58	183.61	162.10	19.22
营业毛利率 (%)	12.98	12.94	11.49	10.11
总资产收益率 (%)	5.43	5.88	6.13	--
资产负债率 (%)	67.45	67.88	64.93	65.12
总资本化比率 (%)	56.22	57.33	55.91	56.86
总债务/EBITDA (X)	4.65	4.29	4.65	--
EBITDA 利息倍数 (X)	4.65	4.91	4.03	--

注: 中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型: 煤炭(C020000 2019\_04)

山东能源集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率 (%) *	5.09	7
	总资产收益率 (%) *	5.81	7
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率 (%)	55.91	8
	EBITDA/总债务 (%) *	22.11	8
	EBIT 利息保障倍数 (X) *	2.71	7
	经调整的经营净现金流 (CFO) /总债务 (%) *	6.54	10
规模 (28%)	营业总收入 (亿元) *	3,353.33	10
	原煤产量	10	10
运营实力 (24%)	资源禀赋	10	10
	竞争实力	10	10
	安全生产	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

### 打分卡定性评估与调整说明:

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中, 基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定, 可能与评级模型级别存在差异。

\*指标采用近三年平均值

## 正面

■ **资源储量和规模优势。** 公司为我国华东地区特大型煤炭生产企业之一, 具有很高的行业地位, 截至 2020 年 3 月末, 在山东、内蒙古、陕西、山西和贵州等地拥有煤炭可采储量共计 146.78 亿吨, 资源储量丰富。2019 年公司原煤产量为 1.25 亿吨, 规模优势明显。

■ **地理位置优越, 销售市场稳定。** 公司距离我国主要煤炭消费区华东、中南地区较近, 煤炭运输便利; 且公司与多家大型国有电力和钢铁企业建立了长期合作关系, 销售市场稳定。

■ **保持了很强的盈利及获现能力。** 受益于煤炭行业回暖, 近年来公司保持了很强的盈利及获现能力。

■ **融资渠道畅通。** 截至 2020 年 3 月末, 公司获得主要合作银行授信额度总计 1,738 亿元, 其中未使用的授信额度为 781 亿元, 备用流动性充裕。此外, 2016 年 11 月, 公司与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”)、中国建设银行共同签署了市场化债转股框架协议, 设立基金规模达 150 亿元, 已于 2016 年及 2017 年到位 102 亿元, 对降低财务杠杆起到了积极作用。

## 关注

■ **煤炭价格波动。** 2020 年新冠肺炎疫情爆发以来, 煤炭下游主要行业开工率不足, 煤炭市场价格整体呈下行态势, 将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **较大的资产减值损失及营业外支出对公司利润形成一定侵蚀。** 近年来为清退僵尸企业, 公司计提了大额资产减值损失, 且营业外支出规模亦较大, 对利润形成一定侵蚀。

■ **安全生产压力较大。** 2018 年 10 月 20 日, 公司全资子公司龙口矿业集团有限公司 (以下简称“龙矿集团”) 下属龙郭煤业有限公司 (以下简称“龙郭煤业”) 1303 泄水巷掘进工作面附近发生冲击地压事故, 造成 21 人死亡。事故发生后, 公司部分矿井短暂停产, 并核减 20% 产能共计 666 万吨/年。2020 年 2 月, 公司下属新巨龙矿井发生冲击地压事故, 造成 4 人死亡。公司面临较大的安全生产压力。

■ **公司拟筹划战略重组事项。** 公司与兖矿集团有限公司 (以下简称“兖矿集团”) 正在筹划战略重组事宜, 重组方案尚未确定, 方案确定后尚需取得有关主管部门批准, 中诚信国际将对本次战略重组的进展情况保持持续关注。

## 评级展望

中诚信国际认为, 山东能源集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 煤炭及化工产品价格超预期下行、公司计提大额资产减值损失, 大幅侵蚀利润水平; 杠杆水平持续攀升, 偿债能力大幅弱化等。

## 评级历史关键信息

山东能源集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2020/07/24	刘旷、王文洋	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2017/08/25	曾格凯茜、魏建、张馨予	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较

2019 年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	原煤产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
国家能源集团	51,000	17,502.85	58.97	5,561.16	556.36
中煤集团	18,021*	3,959.35	63.24	1,785.59	88.62
陕煤集团	17,823	5,485.95	69.78	3,025.75	117.08
兖矿集团	16,602	3,185.48	68.38	2,854.80	89.45
同煤集团	16,450	3,693.89	77.16	1,903.73	4.53
山西焦煤	10,481	3,395.39	73.60	1,808.55	34.50
山东能源	12,537	3,103.33	64.93	3,584.97	79.20

注：“国家能源集团”为“国家能源投资集团有限责任公司”简称；“中煤集团”为“中国中煤能源集团有限公司”简称；“陕煤集团”为“陕西煤业化工集团有限责任公司”简称；“兖矿集团”为“兖矿集团有限公司”简称；“同煤集团”为“大同煤矿集团有限责任公司”简称；“山西焦煤”为“山西焦煤集团有限责任公司”简称；带“\*”数据为商品煤产量。

资料来源：中诚信国际整理

## 发行主体概况

公司成立于 2010 年 12 月 16 日，是经山东省委、省政府批准成立的山东省属国有公司，由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”）、淄博矿业集团有限责任公司（以下简称“淄矿集团”）、肥城矿业集团有限责任公司（以下简称“肥矿集团”<sup>1</sup>）、临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临矿集团”）和龙矿集团六家企业重组而成。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 224.53 亿元，山东省国资委、山东省社保基金理事会和山东国惠投资有限公司分别持有山东能源 70%、10% 和 20% 的股份，公司实际控制人为山东省国资委。

公司业务涉及煤炭、物流贸易、化工、电力、机械制造、建筑施工和房地产等多个行业。截至 2020 年 3 月末，公司煤炭可采储量为 146.78 亿吨，拥有矿井 84 对，核定产能为 16,691 万吨/年。同期末，纳入公司合并范围的二级子公司共有 21 家，其中淄矿集团下属山东新华医疗器械股份有限公司（以下简称“新华医疗”，股票代码：600587）为国内 A 股上市公司。

表 1：2019 年末公司下属主要二级子公司情况  
(亿元，%)

子公司	总资产	资产负债率	营业总收入	净利润	经营性净现金流
新矿集团	801.78	71.19	856.18	25.82	46.49
枣矿集团	682.80	40.49	1,165.04	30.30	42.37
淄矿集团	559.35	49.54	605.73	37.25	29.74
临矿集团	373.79	63.74	284.66	2.47	14.31
肥矿集团	90.12	186.71	49.23	-1.64	5.84
龙矿集团	208.95	74.64	36.20	-7.71	-1.07
贵州矿业	54.25	64.53	7.46	0.15	0.54

注：2012 年下半年以来，公司为加强外省市煤炭资源区域集中管理的力度，分别将新矿集团、枣矿集团和肥矿集团下属的贵州地区煤炭资源统一划拨至二级子公司山东能源集团贵州矿业有限公司（以下简称“贵州矿业”）。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期票据概况

<sup>1</sup> 肥矿集团自 2012 年以来持续亏损，资产负债率极高，2015 年以来已资不抵债，经营困难，并且预计短期内亏损局面难以改善，拟进行改革重组。2016 年 11 月 4 日，肥矿集团发布《肥城矿业集团有限责任公司关于拟改革重组的公告》，公告中称，改革重组整体方案为：肥矿集团

山东能源集团有限公司拟发行“山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据”，本次发行规模为 15 亿元，其中 8 亿元用于归还公司贷款，7 亿元用于补充龙矿集团流动资金。期限方面，本期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

利率方面，本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始每 3 年调整一次票面利率。如果公司选择不赎回本期永续票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率可调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

赎回权方面，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及孳息）赎回本期永续票据。本期票据具有递延支付利息条款。除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件方面，在本期永续票据付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

拟剥离部分资产成立肥城肥矿煤业有限公司（以下简称“肥城煤业”），肥矿集团存续银行债务由肥城煤业、肥矿集团、山东能源按一定比例分担。肥矿集团改革重组于 2016 年 12 月完成。



利息递延下的限制事项方面，公司有递延支付利息的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

会计处理方面，根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，公司在会计初始确认时是拟将本期永续票据计入所有者权益。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中

复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度

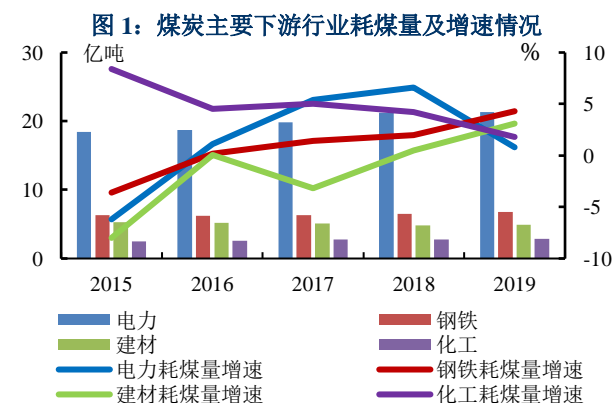
经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

**2019年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平**

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在90%左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019年我国煤炭消费量为39.7亿吨，同比仅增长0.9%，消费增速同比下降2.5个百分点。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在50%以上。2019年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速

同比下降5.8个百分点，下滑明显。2019年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升2.3个百分点和2.6个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、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增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

**目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化**

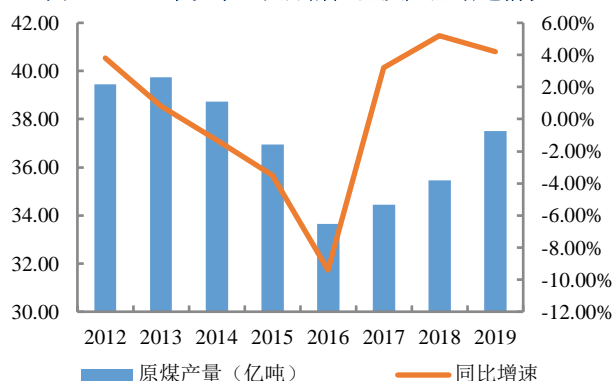
我国煤炭行业“十三五”期间8亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到2021年底将全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内。截至2018年底我国30万吨/年以下煤矿数量约为2,200处，合计产能2.43亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于30万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等30万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019年9月，我国纵贯南北的



北煤南运能源运输大通道浩吉铁路<sup>2</sup>（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响<sup>3</sup>，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2% 至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区<sup>4</sup>（三西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

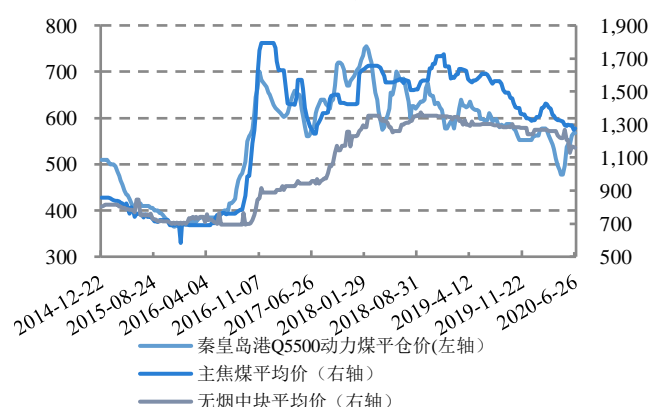
**2019 年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游**

## 行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团<sup>5</sup>开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨，较年初分别下降 4.33%、19.99% 和 8.11%。

图 3：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

2020 年上半年，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势。截至 2020 年 6 月 28 日，我国炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 1,276.41 元/吨和 1,158.13 元/吨，较年初

<sup>2</sup> 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

<sup>3</sup> 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产

面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

<sup>4</sup> 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

<sup>5</sup> 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

分别下降 3.73% 和 6.60%。动力煤价格方面，2020 年 1~4 月，受下游需求疲软及进口量显著增加等因素影响，我国动力煤价格大幅下降；5 月以来，受大秦铁路检修及山西地区矿井停产检修<sup>6</sup>等因素影响，动力煤供应有所收缩，煤炭价格明显回升。截至 2020 年 6 月 28 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 567.5 元/吨，较年初上升 1.79%，但上半年均价为 543.3 元/吨，同比下降 10.68%。

中诚信国际认为，短期内随着我国复工复产工作的继续推进，煤炭下游行业需求有望回暖，但考虑到随着丰水期的到来，水力发电的增加将对电煤需求形成挤压，煤炭需求回升仍具有一定的不确定性，煤炭价格或将呈波动态势。长期来看，受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

## 山东省地方区域经济概况

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，黄河横贯东西，大运河纵穿南北，是我国重要的工业、农业和人口大省。山东省拥有天然的地理区位优势和资源禀赋，黄金、石油、铁矿石、煤炭、菱镁矿等矿产资源基础储量丰富，全国排名前列。全国十四大煤炭基地中的鲁西基地位于山东省内，范围覆盖兖州、济宁、新汶、枣庄、龙口、淄博、肥城、巨野、黄河北等 9 个矿区，已探明煤炭储量约 160 多亿吨。

近年来，山东省经济保持良好发展趋势，经济总量规模大。2019 年，山东省实现生产总值（GDP）7.11 万亿元，按可比价格计算同比增长 5.5%，经济实力排名全国前列。其中第二产业增加值 2.83 万亿元，同比增长 2.6%。

煤炭采掘业作为资金和资源密集型产业，在山东省经济发展中占有着十分重要的地位。同时，山

东省的支柱产业主要为冶金、建材、发电、化工等高耗能产业，对能源依赖性较大。2019 年，山东省煤炭继续保持供小于求的状态，同时省内超千米冲击地压矿井产能的核减进一步加大了供应缺口，能源较为紧缺，煤炭价格也较西部地区高。此外，山东省地处东部沿海，铁路、公路、水路等交通便利，且运距较近，运输成本相对较低，省内煤炭企业相较中、西部地区的煤炭企业具有明显的区位优势。

## 业务运营

公司主营业务包括煤炭生产销售、物流贸易和化工等，其中物流贸易是收入最主要来源，但利润贡献较低。近年来，随着煤炭销售均价的波动，公司煤炭板块收入呈波动态势，但保持了很强的盈利水平，是公司利润的主要的来源；同期，公司物流贸易收入逐年增长。2018 年，受益于化工产品销售量价齐升，公司化工板块收入同比有所增长；但 2019 年，受主要产品价格下降影响，该板块收入同比有所减少。近年来，由于业务板块调整，公司机械制造收入波动较大。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	550.64	610.73	589.56	118.16
物流贸易	2,055.91	2,276.82	2,497.59	430.50
化工	132.39	143.87	142.97	26.31
机械制造	142.99	138.55	41.33	9.18
其他	203.34	219.80	313.52	59.17
合计	3,085.27	3,389.74	3,584.97	643.32
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	17.85%	18.02%	16.45%	18.37%
物流贸易	66.64%	67.17%	69.67%	66.92%
化工	4.29%	4.24%	3.99%	4.09%
机械制造	4.63%	4.09%	1.15%	1.43%
其他	6.59%	6.48%	8.75%	9.20%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：公司其他板块收入主要为医疗健康板块收入、地产板块收入及电力板块收入等；2017~2018 年机械制造板块收入包含新华医疗收入，2019 年公司重新划分业务板块，将新华医疗划入医疗健康板块。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

<sup>6</sup> 大秦铁路于 2020 年 5 月 1 日至 28 日集中检修，每日停运 3 小时；同时，根据山西省大同市应急管理局和煤矿安监局发布的停产通知，大同市下属 20 座煤矿于 2020 年 5 月 12 日起至“两会”结束期间进行全面

停产检修，涉及产能 6,615 万吨/年，受此影响山西省当月煤炭产量同比下降 0.6% 至 3.95 亿吨，短期内对煤炭供应及港口库存影响较大。

**公司为我国华东地区特大型煤炭生产企业之一，煤炭资源储量丰富，煤种齐全，区位优势明显；公司产能规模位居国内前列，且多数在建矿井建设接近尾声，未来产能规模将进一步扩张**

公司煤炭业务经营主体主要为下属子公司新矿集团、枣矿集团、淄矿集团、肥矿集团、临矿集团、龙矿集团和贵州矿业。公司煤炭储量丰富，在鲁西煤炭基地拥有多个矿井，是我国华东地区特大型煤炭生产企业之一，同时依托省内便利的交通运输条件，公司区位优势明显。此外，公司还先后在陕西、内蒙古、贵州、新疆和山西等多个省区开发煤炭资源，矿井分布区域较广，其山东省内矿井的主要煤种为气肥煤，属于优质的工业炼焦用煤和动力煤，煤种优质；内蒙古区域矿井主要煤种包括气肥煤、长焰煤等；新疆区域矿井主要煤种为长焰煤、不粘煤等；贵州区域矿井煤种主要为优质无烟煤，公司煤种齐全。

**表 3：截至 2020 年 3 月末公司煤炭资源储备情况**  
(年，亿吨)

子公司	主要煤种	平均可采年限	地质储量	可采储量
新矿集团	气肥煤、长焰煤、不粘煤	122	206.34	94.75
枣矿集团	气肥煤、长焰煤	15	42.18	7.06
淄矿集团	气肥煤、长焰煤	32	48.14	16.04
肥矿集团	气肥煤	106	30.15	13.39
临矿集团	气肥煤、长焰煤	39	111.14	9.84
龙矿集团	气肥煤、长焰煤	23	17.16	2.65
贵州矿业	无烟煤	54	21.18	3.05
合计	--	--	476.29	146.78

注：肥矿集团储量、平均可采年限数据包含肥矿煤业数据；临矿集团地质储量含澳大利亚 RCI 项目储量，但可采储量不含该项目储量；新矿集团储量含在建及托管矿井储量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司拥有矿井 84 对，核定产能为 16,691 万吨/年<sup>7</sup>，其中生产矿井 73 对，核定产能为 12,306 万吨/年，位居国内前列，其中 56% 的生产能力集中在山东省内。

去产能方面，公司积极推进落实去产能政策，

2016~2019 年共退出煤矿 42 对，涉及产能 2,010 万吨/年，共安置及分流职工 27,414 人。截至 2020 年 3 月末，公司共有正式在册职工 145,432 人。2020 年，公司计划关闭矿井 7 对，涉及产能 791 万吨/年，将安置分流职工 7,821 人；上述矿井关停后，公司将完成山东省政府下达的去产能目标。

在建及改扩建矿井方面，截至 2020 年 3 月末公司拥有在建矿井 9 对，设计能力 3,595 万吨/年；改扩建矿井 2 对，设计能力 700 万吨/年，主要位于内蒙古及新疆等先进产能地区。2020 年内，公司预计有 7 对矿井进入联合试运转期<sup>8</sup>，共涉及产能 2,775 万吨/年。**中诚信国际认为**，公司在建矿井较多，且目前多数矿井建设已接近尾声，未来随着在建矿井产能的逐步释放，公司产能规模将进一步扩张，竞争实力将进一步增强。

**表 4：公司主要在建及改扩建矿井情况（万吨/年）**

矿井	区域	建设主体	设计产能	预计投产时间
长城三矿	内蒙古	新矿集团	500	2021.8
长城五矿	内蒙古	新矿集团	180	2021.8
长城六矿	内蒙古	新矿集团	150	2021.8
鲁新煤矿	内蒙古	新矿集团	500	2020.12
伊犁一矿	新疆	新矿集团	1,000	2020.12
油房壕煤矿	内蒙古	淄矿集团	500	2022.12
邵寨煤矿	甘肃	淄矿集团	120	2021.6
锦源煤矿	山西	枣矿集团	600	2021.7
兴阳煤矿	贵州	贵州矿业	45	2020.12
在建矿井合计	--	--	3,595	--
长城一矿	内蒙古	新矿集团	300	2022.6
长城二矿	内蒙古	新矿集团	400	已投产
改扩建矿井合计	--	--	700	--
合计	--	--	4,295	--

注：枣矿集团于 2019 年 7 月收购锦源煤矿；淄矿集团于 2018 年末收购邵寨煤矿；长城三矿、长城五矿、长城六矿、鲁新煤矿、伊犁一矿、油房壕煤矿、锦源煤矿、邵寨煤矿及兴阳煤矿已获核准；长城一矿改扩建分为两期：60 万吨/年至 180 万吨/年及 180 万吨/年至 300 万吨/年，其中 60 万吨/年至 180 万吨/年改扩建部分已获核准；长城二矿改扩建分为两期：120 万吨/年至 240 万吨/年及 240 万吨/年至 400 万吨/年，其中 120 万吨/年至 240 万吨/年改扩建部分已获核准；新矿集团还将建设阿城煤矿及伊犁二矿，设计产能分别为 300 万吨/年和 1,000 万吨/年，但推进较慢，未计入上述在建矿井。肥城煤业于 2020 年 1 月增资五举煤业并将其纳入合并范围，五举煤业设计产能为 240 万吨/年，已于 2020 年 6 月获得国家能源局核准批复。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

转时间早于矿井正式投产时间。

<sup>7</sup> 该口径含在建及托管矿井产能。

<sup>8</sup> 公司各矿井联合试运转时间是根据预计投产时间预测形成，联合试运



## 近年来公司原煤产量呈波动下降态势，但仍保持极强的规模优势，行业地位显著；近年来吨煤成本有所波动

煤炭生产方面，近年来公司原煤产量呈波动下降趋势，但仍具有极强的规模优势，是我国 7 家原煤产量过亿吨企业之一<sup>9</sup>。其中 2018 年，受龙郓煤业事故影响，公司山东省内部分矿井短暂停产，共影响省内原煤产量 300 万吨，但受益于内蒙和新疆部分矿井产能释放，公司当年原煤产量仍同比小幅增长。2019 年，受部分矿井产能核减、退出、龙郓煤业短暂停产<sup>10</sup>及托管矿井陆续退出不再托管等因素影响，公司原煤产量同比下降 13.76%。2020 年 1~3 月，受疫情及新巨龙煤矿安全事故影响，公司原煤产量同比下降 15.03%。

洗选方面，为增加原煤附加值，公司下属矿井基本都配套洗煤厂，对生产的原煤进行洗选。近年来，受益于洗出率的增长，公司商品煤产量逐年增长。煤矿装备技术水平方面，截至 2020 年 3 月末，公司采煤机械化率为 100%，掘进机械化率为 98%，处于行业优秀水平。

表 5：近年来公司煤炭生产情况（万吨）

子公司	2017	2018	2019	2020.1~3
新矿集团	4,512	4,598	4,004	536
枣矿集团	2,770	2,833	3,045	523
淄矿集团	3,202	3,058	2,431	561
肥矿集团	704	712	567	126
临矿集团	1,921	2,322	1,577	359
龙矿集团	986	908	762	184
贵州矿业	44	104	151	17
合计	14,139	14,537	12,537	2,306
商品煤产量	10,592	11,165	11,168	2,391

注：贵州矿业多为停、缓建矿井，故产量较少；肥矿集团产量数据包含肥矿煤业数据；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致；公司原煤产量含托管矿井及在建矿井产量；2020 年 1~3 月，公司商品煤产量大于原煤产量，主要系外购煤炭入洗所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从开采成本来看，近年来，随着材料费、职工

薪酬及其他费用的波动<sup>11</sup>，公司商品煤完全成本呈波动态势。

表 6：近年来公司商品煤完全成本构成情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
材料	30.74	37.98	33.19	27.54
职工薪酬	118.76	128.91	121.72	123.79
安全费用	17.60	16.26	19.50	22.34
折旧	45.15	41.56	45.70	49.31
修理费	11.91	11.70	10.34	8.01
电费	17.43	17.87	18.53	19.22
地面塌陷补偿费	19.49	10.09	17.76	17.25
地方规费	2.08	1.59	1.47	0.96
维简费	8.81	8.82	8.89	8.92
其他	106.71	127.44	120.77	111.02
商品煤完全成本	378.68	402.22	397.87	388.36

注：其他主要为财务费用、研发费用、各种检测费用及运输费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司山东省内部分矿井属超千米冲击地压矿井，面临较大的安全生产压力，对煤炭生产造成一定负面影响

近年来，公司保持较大规模的安全投入。安全事故方面，2018 年 10 月 20 日，公司下属龙矿集团的龙郓煤业 1303 泄水巷掘进工作面附近发生冲击地压事故，造成 21 人死亡。受此影响，2019 年 1 月，国家煤矿安监局责令全国采深超千米煤矿停产进行安全论证，要求经安全论证后在现有技术条件下难以有效治理的煤矿，地方政府要立即将其列入关闭退出名单并组织实施；经论证具备灾害防治能力、且瓦斯、冲击地压等灾害治理到位的煤矿，要在现有产能基础上核减 20% 的产能，涉及公司矿井 15 对，共核减产能 666 万吨/年。此外，2019 年 11 月 19 日，肥矿集团梁宝寺能源公司井下 3306 掘进工作面发生一起火灾事故，造成 11 人被困，11 人均已获救。2020 年 2 月，公司下属新巨龙煤矿发生冲击地压事故，造成 4 人死亡。中诚信国际关注到，随着山东省内部分生产矿井开采年限和开采深度的增加，公司将面临较大的安全生产压力，对煤炭

<sup>9</sup> 根据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，2018 年大型煤炭企业原煤产量完成 26.10 亿吨，同比增加 8,877 万吨，其中过亿吨企业 7 家，分别为：国家能源集团 50,816 万吨，中煤集团 19,221 万吨，兖矿集团 16,148 万吨，陕煤集团 16,023 万吨，山东能源 14,537 万吨，同煤集团 13,721 万吨，山西焦煤 10,011 万吨。

<sup>10</sup> 龙郓煤业于 2019 年 4 月 16 日恢复生产。

<sup>11</sup> 2018 年，随着材料费、职工薪酬及其他费用中利息支出的增长，公司商品煤完全成本同比增长 6.22%；2019 年，公司推动机械化换人、自动化减人、智能化无人等降本增效措施，使得材料费及职工薪酬有所下降，加之其他支出有所减少，公司商品煤完全成本同比下降 1.08%。

生产造成一定负面影响。

表 7：近年来公司安全生产指标

	2017	2018	2019
公司百万吨死亡率	0	0	0
全国平均百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083
安全投入（亿元）	21.32	29.42	19.60

注：山东省政府于 2019 年 4 月批复了《山东能源龙矿集团山东龙郛煤业有限公司“10·20”重大冲击地压事故调查报告》，认定该事故是一起冲击地压引发的生产安全事故，公司不是该安全事故的主要责任方，因此不纳入百万吨死亡率的计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司销售市场稳定，长协销售占比高；受益于行业供需格局改善，近年来煤炭销售价格高位运行

公司主要煤炭产品包括洗精煤、混煤、块煤和煤泥等，且以混煤和洗精煤销售为主。公司煤炭销售以省内市场为主，并采取以直销为主、中间商为辅的销售方式，初步建立了“铁路、公路、水路”立体式销售网络，客户遍布山东、河北、江苏、浙江、湖北、江西等地。同时，公司成立了煤炭营销中心，目前主要负责下属煤炭运营主体山东省内及内蒙古区域的煤炭销售；未来，煤炭营销中心计划

逐步管理公司下属煤炭运营主体其他区域的煤炭销售。

销量方面，随着商品煤产量的增加，近年来公司商品煤销量整体呈增长趋势；其中洗精煤销量亦整体呈增长趋势，主要受益于公司加大了原煤洗选力度。销售价格方面，为加强煤炭销售价格监管，公司成立煤炭价格管理委员会。该委员会依据客户的煤炭需求量、市场地位和信用状况，实行大客户准入制度。对列入大客户的企业，在资源保障、销售价格、结算方式等方面给予优惠措施；对于未列入大客户的企业，价格按照市场价格执行。2017~2018 年，随着煤炭市场景气度的回升，公司煤炭销售均价呈上升趋势；2019 年，公司销售价格较低的块煤销量有所增加，导致公司煤炭销售均价小幅下降，但仍维持较高水平，公司煤炭业务继续保持很强的盈利能力。2020 年 1~3 月，受疫情影响，公司商品煤销量及煤炭销售均价同比均有所下降。

表 8：近年来公司煤炭销售情况（万吨，元/吨）

	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
洗精煤	4,247	873.20	4,871	859.97	4,742	868.19	918	858.47
混煤	4,898	317.59	4,799	325.92	4,610	314.99	1,136	284.13
块煤	584	361.45	583	323.40	822	204.17	207	204.29
煤泥	885	199.14	893	185.08	877	180.89	191	148.81
合计	10,614	541.55	11,147	547.89	11,051	533.50	2,452	481.81

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致；上述价格不含税；2020 年一季度公司煤炭销量含库存量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭产品对外销售客户主要为大型电力、钢铁企业，公司与客户多为长期合作关系，每年签订长期协议，2019 年公司长协销售占比约为 75%。良好的客户关系保证了公司煤炭需求的稳定，但下游客户整体集中度不高。除大型钢厂客户外，公司对客户销售煤炭采用先款后货的方式，大型钢厂客户的账期为 30 天左右，存在一定账期，但回款较有保障。

表 9：2019 年公司煤炭前五名客户销售情况（亿元，%）

客户名称	销售额	占比
宝山钢铁股份有限公司	29.03	4.92

华能国际电力股份有限公司	24.07	4.08
武汉钢铁有限公司	21.75	3.69
马鞍山钢铁股份有限公司	20.93	3.55
浩宇集团有限公司	15.89	2.70
合计	111.67	18.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 物流贸易业务规模迅速扩张，是公司收入主要来源；但该业务毛利率较低，对利润贡献不大

近年来，为整合物流贸易业务板块，公司成立全资子公司山东能源国际物流有限公司和山东能源国际贸易有限公司，对各权属企业的物流贸易业务代行管理职能，搭建公司煤炭贸易物流业务的新



平台，全面提升该业务板块在集团发展中的基础支撑作用。

公司物流贸易业务分为煤炭贸易和普通物资贸易，以服务煤炭主业为主要目的，其中物资贸易主要为矿石、矿粉、矿砂、生铁、钢材、电子组件、机械设备、金属材料等物资的贸易销售。近年来公司物流贸易收入呈逐年快速增长趋势。下游客户方面，依托于煤炭业务的运输网络，公司物流贸易业务可实现全国性销售，重点销售区域包括山东、上海、江苏和甘肃等，下游客户以中间经销商为主，主要采取预付款、货到付款等模式，主要结算方式包括现汇、银行承兑汇票、信用证、保函等。

表 10：近年来公司主要贸易产品情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭贸易	197.38	286.50	315.19	60.69
物资贸易	1,858.51	1,989.77	2,163.13	359.96
其他	0.03	0.55	19.27	9.85
合计	2,055.91	2,276.82	2,497.59	430.50

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 近年来公司化工板块主要产品产销量整体呈波动增长趋势，但该板块盈利能力受行业周期性波动影响较大

公司化工业务产品种类主要包括焦炭、甲醇及橡胶等，其中焦炭主要由新矿集团及枣矿集团负责运营，甲醇主要由枣矿集团及淄矿集团负责运营，橡胶产品主要为轮胎，主要由枣矿集团下属山东八一轮胎制造有限公司（以下简称“八一轮胎公司”）负责运营。截至 2020 年 3 月末，公司焦炭、甲醇及轮胎产能分别为 340 万吨/年<sup>12</sup>、63 万吨/年及 1,300 万条/年。

表 11：近年来公司化工业务主要产品产量

（万吨，万条，元/吨，元/条）

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	386	388	393	77
甲醇	26	59	61	15
轮胎	890	990	905	193

<sup>12</sup> 公司焦炭产能较 2019 年 9 月末下降 70 万吨/年，主要系枣矿集团下属山东同泰能化有限公司集团产能关停所致。

<sup>13</sup> 该项目总投资额为 13.57 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 5.29 亿

销量	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	381	378	390	70
甲醇	35	58	61	15
轮胎	890	954	904	192
生产成本	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	1,159	1,235	1,247	1,143
甲醇	1,792	1,603	1,569	1,416
轮胎	293	288	273	247
销售价格	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	1,402	1,615	1,525	1,394
甲醇	2,164	2,338	1,777	1,543
轮胎	308	309	306	285

注：公司轮胎为子午胎，其产能为与产量差距大，主要系部分生产线未开工所致。2017 年公司页岩油产量为 0.08 万吨；2018 年，公司停止页岩油的生产，因此未在上表列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

焦炭方面，近年来受益于产能利用率的提升，公司焦炭产量逐年小幅增长。此外，新矿集团正在建设产能为 130 万吨/年的内蒙恒坤化工焦化二期项目<sup>13</sup>。中诚信国际认为，未来随着该项目的投产，公司煤化工板块业务规模有望实现增长。甲醇方面，近年来随着淄矿集团下属部分生产线复产及达产，公司甲醇产量呈逐年增长趋势。销售价格方面，2018 年，受益于化工行业景气度的回升，公司焦炭及甲醇销售价格均有所增长；但 2019 年以来，国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足使得行业景气度下行，公司焦炭及甲醇销售价格均有所下滑，化工板块盈利能力随之下降。

橡胶方面，八一轮胎公司现生产有内胎和无内胎 2 个系列的 12 种规格 30 多个品种的产品。公司部分子午线轮胎产品销售主要依赖出口，2017 年及 2018 年，随着项目产能的释放，公司子午线轮胎产量有所增加；2019 年及 2020 年 1~3 月，受中美贸易战及疫情影响，公司子午线轮胎产量同比均有所下降。销售价格方面，2017~2019 年公司子午线轮胎销售价格小幅波动；2020 年 1~3 月，受疫情影响，公司子午线轮胎销售价格较上年有所下降。

元。

## 公司机械制造板块生产规模和技术水平具有一定优势，但对收入及利润贡献有限

公司机械制造业务主要包括煤机装备和医疗器械。其中机械制造业务主要由山东能源重型装备制造集团有限责任公司（以下简称“山能重装”）经营，产品覆盖煤机装备、煤化工装备、矿物洗选设备和装车站等多个大类和系列，拥有 1,000 多个产品品种。山能重装以煤炭综掘设备（液压支架、皮带机、刮板机、采煤机、掘进机）为主要产品，其中液压支架在国内市场占有率位居第三，能够满足大采高、大倾角及薄煤层开采的使用要求，具备一定的竞争实力。山能重装具备以“四机一架”为主导的采煤成套装备生产能力，但其采煤机技术实力相对较弱，生产和销售规模较小。除煤炭综掘设备外，山能重装还从事洗选煤设备、提升运输设备、港口装车站和污水处理压滤机等其他设备的研发和制造。截至 2020 年 3 月末，山能重装已具备年产 11,000 台液压支架、110 台皮带机、250 台刮板机、30 台装车站和 105 台采煤机的生产能力<sup>14</sup>。近年来，受益于煤炭机械市场需求处于高位，山能重装<sup>15</sup>机械业务收入及毛利率整体呈增长趋势。

公司医疗器械业务经营主体新华医疗<sup>16</sup>是国内医疗器械行业大型生产企业和医院医疗企业装备重点生产企业，业务包括医疗器械、医疗商贸、制药装备和医疗服务。新华医疗医疗器械制造主要产品以感染控制、放疗及影像和手术器械等为主，其中感染控制设备的品种和产量依然稳居国内第一，以医用电子直线加速器为代表的放疗系列产品亦处于国内领先水平。2018 年以来，受益于主要产品销量及价格的增长，新华医疗医疗器械业务收入及毛利率均呈增长态势<sup>17</sup>。

<sup>14</sup> 上述产能可为规划设计口径，山能重装披露数据口径为实际订单生产能力。

<sup>15</sup> 2017~2019 年，山能重装机械业务分别实现收入 42.83 亿元、39.40 亿元和 46.99 亿元，毛利率分别为 15.56%、18.34% 和 18.28%。

<sup>16</sup> 截至 2019 年末，新华医疗总资产为 116.08 亿元，资产负债率为 59.57%；2019 年新华医疗营业总收入为 87.67 亿元，净利润同比大幅增至 8.60 亿元，其中投资收益为 10.60 亿元，主要为新华医疗下属子公司华佗国际发展有限公司以股权对价和现金支付相结合的方式将所持有

## 战略规划及管理

### 公司投资主要集中在煤炭及电力板块，未来仍将保持一定的投资规模；此外，公司拟和兖矿集团进行战略重组，中诚信国际将对该项目进展保持持续关注

公司未来战略定位为坚持以煤为基、适度多元，聚焦煤炭、电力、煤化工等煤基关联产业，医疗健康、金融、物流贸易等现代服务业，新能源、能源清洁利用等战略新兴产业的投资和运营，构建“大能源、大金融、大服务”三大产业协同发展格局，打造竞争能力强的国内领先、国际一流的综合性能能源控股集团。

具体来看，公司投资方向集中在煤炭和电力板块。煤炭方面，公司在建煤矿大多位于内蒙古及新疆等地区，多为现代化大型矿井。其中新矿集团下属在建矿井已基本建设完成。淄矿集团下属油房壕煤矿位于内蒙古自治区鄂尔多斯东胜区，2019 年 10 月已获得国家发改委核准，目前正在建设中；淄矿集团于 2018 年末收购中国华能集团有限公司下属邵寨煤矿，该矿位于甘肃省平凉市灵台县，2019 年 3 月已取得国家能源局的项目核准批复，预计于 2021 年 10 月建成投产。枣矿集团于 2019 年 7 月收购山西美锦能源集团（以下简称“美锦集团”）锦源煤矿<sup>18</sup>，该矿为在建矿井，设计产能为 600 万吨/年，已获国家发改委核准，预计于 2021 年 7 月建成投产。

电力方面，盛鲁电厂项目位于鄂尔多斯上海庙工业园区，规划建设装机容量 4×1,000MW，一期装机容量为 2×1,000MW，为鄂尔多斯到临沂的特高压输电项目，一期项目于 2016 年 7 月获得核准，预计于 2020 年 12 月投运。公司下属枣矿集团正在

的威士达医疗有限公司 60% 的股份转让给华佗医疗控股有限公司所获得的投资收益；同期新华医疗经营性净现金流为 6.31 亿元，同比小幅下降。

<sup>17</sup> 2018 年及 2019 年，新华医疗医疗器械收入分别为 22.53 亿元和 25.79 亿元，毛利率分别为 35.98% 和 38.13%。

<sup>18</sup> 收购后，美锦集团持有锦源煤矿 51% 股权，枣矿集团持有锦源煤矿 49% 股权，但枣矿集团对锦源煤矿有经营管理权，因此纳入枣矿集团合并范围。

建设田陈 2×350MW 煤矸石综合利用电厂，预计将于 2020 年 6 月投入运营。此外，公司及下属子公司计划参股建设多个 2×1,000MW 电厂，但由于参股比例不高、投资建设进度较缓慢等因素，公司参股电厂年度投资额较小，短期内投资压力不大。

中诚信国际认为，公司主要在建矿井将陆续在 2022 年末前投产，剩余投资规模不大；但公司电力板块仍存在一定规模的投资支出，整体投资压力可控。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目（万吨/年，MW，亿元）

项目名称	建设主体	总投资	设计产能	计划投产时间	截至 2020 年 3 月末累计投资	2020 年 4-12 月投资额	2021 年投资额	2022 年投资额
长城一矿及洗煤厂	新矿集团	17.81	300	2021.12	17.60	0.11	--	--
长城二矿（福城矿井）	新矿集团	26.41	400	2020.1	13.92	1.00	--	--
伊犁一矿	新矿集团	40.94	1,000	2020.12	38.40	1.00	1.00	--
鲁新煤矿	新矿集团	28.25	500	2020.9	36.98	0.30	0.20	--
油房壕煤矿	淄矿集团	42.72	500	2022.12	11.35	5.70	12.00	13.67
邵寨煤矿	淄矿集团	32.67	120	2021.6	20.15	10.00	2.52	--
锦源煤矿	枣矿集团	38.80	600	2021.7	8.32	12.50	--	--
盛鲁电厂一期 2×1,000MW 超超临界空冷机组发电工程	山东能源	68.42	2×1,000	2020.12	55.82	11.49	--	--
田陈 2×350MW 煤矸石综合利用电厂	枣矿集团	31.80	2×350	2020.12	20.08	7.65	2.00	--
合计	--	327.82	--	--	222.62	49.75	17.72	13.67

注：长城二矿一期改扩建已投产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2020 年 7 月，公司下属上市公司新华医疗收到公司发来的通知，获悉公司与兖矿集团正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需取得有关主管部门批准。中诚信国际认为，未来重组方案的顺利实施将有助于资源配置的优化及竞争实力的提升，中诚信国际将对本次战略重组的进展情况保持持续关注。

## 法人治理结构完善，安全生产和财务管理体系健全

公司设立董事会、监事会和党委会，董事会下设经理层，经理层下设战略规划部、资本运营部、经济运行部、财务管理部等。

公司制定了较完善的配套管理体制，包括投融资管理制度、财务制度及安全管理制度等，对公司的投资、财务和业务运营起到了良好的支撑和风险防范作用。同时，为加强资金集中管理，提高资金使用效率和效益，公司还成立了山东能源集团财务有限公司，截至 2019 年末资金归集度约为 40%。

子公司管理方面，公司为新矿集团、临矿集团、枣矿集团及淄矿集团等 6 大矿业集团整合重组企业，整合初期涉及业务范围广、资产规模大且下属子公司历史相对较长、人员负担相对较重。近年来，公司逐步建立子公司管理制度，形成集团公司、各权属企业和三级实体单位的三级管理格局，对下属子公司的管理逐步加强。但公司在财务管理、资本运作、投资等方面仍面临一定挑战。安全生产管理方面，公司严格落实“安全第一、预防为主、综合治理”的安全生产方针，按照“分级管理、逐级负责”的原则，明确各级安全职能定位，调动抓安全、保安全的积极性。

## 财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>19</sup> 审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财

<sup>19</sup> 2019 年，公司更换会计师事务所，主要系前会计师事务所合作到期。



务报告全部依据新会计准则编制。各期财务数据均为期末数。为计算公司债务，中诚信国际将“长期应付款”中有息债务调至长期债务，将“其他流动负债”中短期融资券和“应付债券”中超短期融资券调至短期债务。

## 盈利能力

### 近年来，公司保持了很强的盈利能力，但较大规模的资产减值损失及期间费用对利润形成一定拖累

2018年，受生产成本上升影响，公司煤炭业务毛利率有所下降；2019年以来，由于煤炭销售均价下降，公司煤炭业务毛利率进一步下降，但仍处于较高水平，公司煤炭业务盈利能力很强。化工业务方面，2018年，受产品价格上涨带动，公司化工业务毛利率同比增长；但2019年以来，化工产品价格下降使得该业务毛利率有所下滑。近年来公司机械制造板块毛利率有所波动，主要系板块划分调整所致；同期，公司物流贸易业务毛利率整体呈增长趋势，但处于较低水平。

表 13：近年来公司主要业务板块毛利率情况（%）

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	55.60	52.80	48.63	38.92
物流贸易	0.49	0.62	0.72	0.61
化工	13.21	20.20	14.29	12.43
机械制造	18.65	18.20	16.91	23.97
营业毛利率	12.98	12.94	11.49	10.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来公司期间费用呈逐年增长趋势，且以管理费用及财务费用为主。2018年，随着职工薪酬、修理费和研究费用的增加，公司管理费用同比有所增长；2019年，受益于职工薪酬、修理费及办公费的下降，公司管理费用同比有所下降，但仍维持较大规模，占当期期间费用比重为60.40%。近年来，随着债务规模的增长，公司财务费用呈逐年上升趋势。中诚信国际认为，近年来公司期间费用规模有

所上升且保持较大规模，对利润形成一定侵蚀，费用控制能力有待增强。

受益于煤炭销售量价齐升等因素，2017~2018年公司经营性业务利润有所增长并维持较高水平，是公司利润的主要构成。同期，受清理僵尸企业等因素影响，公司资产减值损失保持在较大规模，对利润造成侵蚀；但目前公司下属僵尸企业已基本清理完毕，短期内将不会计提较大规模的资产减值损失。2019年，受煤炭、化工等产品价格下降影响，公司经营性业务利润同比下降18.74%，但受益于非经常性损失规模的大幅下降及投资收益的增长，公司继续保持了很强的盈利能力。中诚信国际关注到，2020年1~3月，受疫情影响，公司煤炭销售价格降幅较大，导致其经营性业务利润大幅下滑，且由于当期所得税费用较高，公司净利润呈亏损状态。

近年来，受益于盈利能力的增长，公司EBITDA和EBIT整体呈增长态势，带动各项盈利指标整体有所增强。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	29.28	33.88	36.55	7.55
管理费用	124.40	144.62	142.74	30.86
财务费用	41.09	50.82	57.06	14.79
期间费用合计	194.76	229.32	236.35	53.20
期间费用率(%)	6.31	6.77	6.59	8.27
经营性业务利润	166.31	169.23	137.52	3.25
资产减值损失	65.84	35.83	12.44	0.08
投资收益 <sup>20</sup>	12.31	-5.11	7.64	-0.06
营业外损益 <sup>21</sup>	-7.32	-10.54	-3.08	0.35
利润总额	105.38	118.37	130.19	3.58
EBITDA 利润率(%)	8.26	8.92	8.28	--
EBIT 利润率(%)	4.93	5.10	5.23	--
总资产收益率(%)	5.43	5.88	6.13	--

注：管理费用含研发费用；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 资产质量

为“三供一业”改造支出。2019年公司营业外支出为16.36亿元，主要为枣矿集团支付的移交医疗统筹费用；同期公司营业外收入同比大幅增长，主要为“三供一业”补助资金以及债务重组利得，整体使得当期营业外损失同比降幅较大。

<sup>20</sup> 2018年，新矿集团参股的伊犁新天煤化工有限责任公司（以下简称“新天煤化工”）带来投资收益-8.26亿元，导致公司投资收益同比大幅下降，呈亏损状态。2019年，受益于新华医疗出售子公司股权，公司投资收益大幅增长。

<sup>21</sup> 2017年公司营业外损益主要为清退僵尸企业相关款项形成的非流动资产处置损失。2018年公司营业外支出为18.70亿元，其中9.23亿元

随着在建项目的推进和煤炭资源的不断获取，公司债务规模逐年上升，但受益于利润积累及合并范围扩大等因素，公司所有者权益不断增长，财务杠杆保持合理水平

公司资产主要由非流动资产构成，其中固定资产、无形资产和在建工程占比较大，资产结构符合煤炭行业特征。近年来，公司持续推进在建项目的建设，同时合并范围有所增加<sup>22</sup>，加之淄矿集团下属巴彦高勒煤矿缴纳 35.10 亿元矿业权收益金并且枣矿集团收购锦源煤矿使得无形资产增幅较大，整体使得非流动资产规模持续增长。近年来，公司货币资金呈波动态势，同时其他应收款整体呈下降趋势，整体使得公司流动资产有所波动。此外，近年来公司存货保持较大规模，主要为房地产开发成本及库存商品。同时，中诚信国际关注到，近年来公司其他应收款规模较大，且受下属部分僵尸企业破产清算并清退员工影响，其他应收款计提坏账<sup>23</sup>规模较大。

表 15：近年来公司资产构成（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	275.66	304.81	246.77	328.65
存货	230.14	246.57	241.97	243.88
其他应收款	180.90	241.51	177.38	158.98
应收票据	170.83	135.57	142.48	127.15
<b>流动资产</b>	<b>1,020.75</b>	<b>1,075.64</b>	<b>967.34</b>	<b>1,033.32</b>
固定资产	838.64	888.97	881.33	864.79
无形资产	397.27	404.49	551.20	537.65
在建工程	358.21	365.12	393.47	402.14
<b>非流动资产</b>	<b>1,814.24</b>	<b>1,928.56</b>	<b>2,135.98</b>	<b>2,147.79</b>
<b>资产总额</b>	<b>2,835.00</b>	<b>3,004.20</b>	<b>3,103.33</b>	<b>3,181.11</b>

注：其他应收款含应收股利及应收利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 16：截至 2019 年末公司其他应收款前五名情况（亿元，%）

<sup>22</sup> 2018 年山东省国资委将山东省徐庄生建煤矿、山东省三河口矿业有限公司、山东省七五生建煤矿、山东省岱庄生建煤矿划入枣矿集团，将山东省武所屯生建煤矿划入临矿集团。上述 5 家监狱煤矿于 2018 年度纳入合并报表范围。2019 年，枣矿集团购买锦源煤矿，并将其纳入合并报表范围，同时临矿集团将里彦煤矿和鲁西煤矿纳入合并报表范围。  
<sup>23</sup> 公司因清退内部部分僵尸企业产生的其他应收款款项确认无法收回，计提坏账准备，截至 2019 年末公司其他应收款账面坏账准备为 108.42 亿元。

单位名称	金额	占比	关联关系	款项内容
新天煤化工	22.54	7.89	关联方	往来款
肥城矿业集团杨营能源有限责任公司	18.36	6.43	关联方	往来款
新泰良庄能源发展有限公司	9.50	3.33	非关联方	往来款
肥矿集团涿鹿安泰煤业有限公司	6.58	2.30	关联方	往来款
肥矿集团阳原百安矿业有限公司	5.84	2.05	关联方	往来款
<b>合计</b>	<b>62.83</b>	<b>22.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 17：近年来公司存货构成情况（亿元）

	2017	2018	2019
房地产开发成本	77.17	83.32	78.19
开发产品	17.12	13.36	--
在产品	37.28	43.89	48.30
库存商品	69.55	73.87	87.83
<b>合计</b>	<b>201.11</b>	<b>214.44</b>	<b>214.32</b>
<b>存货</b>	<b>230.14</b>	<b>246.57</b>	<b>241.97</b>

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致；2019 年，因更换会计师事务所，公司将开发产品计入库存商品。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2018 年以来，随着在建项目的推进及煤炭资源的获取，公司总债务呈逐年增长趋势。同时，近年来受益于合并范围变化及利润积累<sup>24</sup>等因素，公司所有者权益呈逐年增长趋势，整体使得杠杆水平小幅波动，但处于合理水平。

债务期限结构方面，近年来公司短期债务/长期债务呈波动上升趋势，债务结构有待优化。其中 2018 年，由于公司及下属子公司发行多期长期债券，公司短期债务/长期债务比例同比下降；2019 年，受公司加大票据支付力度以及长期债务临近到期转入一年内到期的非流动负债影响，短期债务/长期债务比例有所增长。

表 18：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元，X）

	2017	2018	2019	2020.3
--	------	------	------	--------

<sup>24</sup> 其中 2018 年，公司实现净利润 69.48 亿元，且将 5 家监狱矿并纳入合并范围，期末所有者权益同比增加 4.56%。2019 年，公司实现净利润 79.20 亿元，加之锦源煤矿纳入合并范围使得少数股东权益增幅较大，同时各股东对公司合计增资 11.69 亿元带动公司实收资本有所增加，整体使得公司所有者权益同比增长 12.81%。截至 2020 年 3 月末，公司专项储备有所增长，同时龙矿集团下属龙福公司、龙矿龙海配煤公司等不再纳入合并范围，整体带动公司所有者权益进一步上升。



短期债务	605.90	601.89	736.91	787.24
长期债务	579.00	694.65	643.11	675.25
短期债务/长期债务	1.05	0.87	1.15	1.17
<b>总债务</b>	<b>1,184.90</b>	<b>1,296.54</b>	<b>1,380.03</b>	<b>1,462.48</b>
实收资本	176.04	212.84	224.53	224.53
其他权益工具	20.00	20.00	20.00	20.00
未分配利润	213.37	219.18	264.64	273.54
少数股东权益	316.44	320.42	390.11	399.62
<b>所有者权益合计</b>	<b>922.71</b>	<b>964.81</b>	<b>1,088.36</b>	<b>1,109.42</b>
总资本化比率(%)	56.22	57.33	55.91	56.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**近年来公司经营活动净现金流呈先增后降趋势，但仍保持了很强的经营获现能力；近年来公司偿债指标整体有所弱化，但仍处于较好水平**

近年来，公司经营活动净现金流呈先增后降趋势<sup>25</sup>，但仍保持了很强的经营获现能力；同期，公司持续推进在建项目的建设及获取煤炭资源，投资支出保持较大规模，使得投资活动现金流持续净流出；近年来，由于公司偿付利息支付的现金规模较大，筹资活动现金流持续呈大幅净流出状态。2020年1~3月，受疫情影响，公司煤炭产销量同比有所减少，使得其经营活动净现金流同比有所下降；同期，由于债务规模的增长，公司筹资活动现金流净流入规模较大。

偿债指标方面，近年来，公司经营活动净现金流呈先增后降趋势，且债务规模不断增长，使得各项现金流偿债指标整体有所下降；同期，由于债务规模增幅较大，各项盈利偿债指标亦整体有所下降，但仍维持较好水平。

**表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元，X）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	166.58	183.61	162.10	19.22
投资活动净现金流 <sup>26</sup>	-85.79	-49.90	-143.28	-23.24
筹资活动净现金流 <sup>27</sup>	-86.68	-116.96	-72.79	92.45

<sup>25</sup> 2018年，受益于煤炭行业景气度的提升，公司经营活动净现金流同比有所增长；2019年，受收现比下降的影响，公司经营活动净现金流同比有所减少。

<sup>26</sup> 2019年，由于新矿集团、淄矿集团、临矿集团、山东能源集团内蒙古盛鲁能化有限公司等子公司对外投资项目逐步开工建设，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增长，带动投资

经营活动净现金流/总债务	0.14	0.14	0.12	0.05*
经营活动净现金流/利息支出	3.04	2.99	2.20	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.58	7.89	5.14	--
EBITDA 利息保障倍数	4.65	4.91	4.03	--
EBIT 利息保障倍数	2.78	2.81	2.54	--
总债务/EBITDA	4.65	4.29	4.65	--

注：由于缺乏相关数据，2020年1~3月公司部分财务指标无法计算；带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了保障；或有负债风险可控，受限资产占比较低，对外担保代偿风险不大**

备用流动性方面，截至2020年3月末，公司获得授信额度总计1,738亿元，其中未使用的授信额度为781亿元，备用流动性充裕。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产合计为250.70亿元，主要为受限的货币资金（86.02亿元）、固定资产（71.13亿元）、无形资产（46.67亿元）和应收票据（26.56亿元）等，占总资产的比例为8.08%。

对外担保方面，截至2019年末，公司对外担保余额为24.95亿元，占净资产的比重为2.29%，被担保方主要为公司参股企业以及山东省盐业集团有限公司、山东省交通运输集团有限公司（14鲁国企债/14鲁国集）等，根据公司提供资料，目前被担保公司均运营正常，公司代偿风险较小。

**表 20：截至2019年末公司对外担保情况（亿元）**

企业名称	金额
新天煤化工	5.87
内蒙古三新铁路有限责任公司	2.20
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	5.68
枣庄八一水煤浆热电有限责任公司	4.75
山东凯乐化工有限公司	0.45
山东鲁华能源集团有限公司	2.00
山东盐业集团集团有限公司	2.00
山东省交通运输集团有限公司	2.00
<b>合计</b>	<b>24.95</b>

活动现金流净流出规模增幅较大。

<sup>27</sup> 2019年，由于下属子公司办理信用证、应收票据贴现等业务收到的资金有所增加，公司收到其他与筹资活动有关的现金同比增幅较大，使得筹资活动现金流净流出规模同比有所下降。

注：枣庄八一水煤浆热电有限责任公司及山东凯乐化工有限公司为枣矿集团参股企业；内蒙古三新铁路有限责任公司为临矿集团及新矿集团参股企业；鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司为淄矿集团参股企业。  
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司涉及多项诉讼案件，但单项规模均不大，整体或有负债风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料，截至 2020 年 3 月末，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

## 外部支持

**公司作为山东省国资委下属两大煤炭生产企业之一，在煤炭资源整合、增资及债转股等多方面获得了山东省国资委有力的支持**

山东省经济结构以重工业为主，资源型和初加工型工业所占比重较高，主要支柱产业中冶金、建材、发电、化工等都是高耗能产业，对能源的依赖性较大。2019 年山东省煤炭继续保持供小于求的状态，供应缺口主要通过省外调入补足，能源较为紧缺，煤炭价格也较西部地区高。公司为山东省内特大型煤炭生产企业之一，资产规模、营业收入、利润总额均处前列，为区域经济和 Related 产业提供了有力支持，对当地财政贡献程度较高，获得的政府支持力度较大。2016 年，山东省政府及国土资源厅相关文件同意将符合条件的部分国有划拨建设用地使用权由省政府作价出资注入公司，相应增加实收资本 19.25 亿元。2017 年，山东省政府划拨国有土地使用权共 342 宗作价入资，根据当地地价水平及土地出让金标准，相应增加公司实收资本 50.36 亿元。2018 年及 2019 年，山东省国资委将 7 对煤矿划入公司，共增加公司实收资本 48.48 亿元，公司资本实力得以增强。

2017~2019 年，公司分别获得政府补助（不含“三供一业”补助资金）5.37 亿元、2.85 亿元和 2.92 亿元。此外，公司“三供一业”职工家属区分布在山东泰安、莱芜、枣庄、淄博、临沂、烟台、济南、

济宁、日照、菏泽和内蒙古自治区鄂尔多斯市等地，涉及居民总户数 21 万户。在山东省政府、省财政厅、省国资委等大力支持下，公司于 2018 年 12 月前完成上述“三供一业”相关资产的分离及移交，共获得了 42.58 亿元中央财政补助资金。

债转股方面，2016 年 11 月，公司与山东省国资委、中国建设银行共同签署了市场化债转股框架合作协议，设立基金规模达 150 亿元，已于 2016 年及 2017 年到位 102 亿元，对公司降低杠杆起到了积极作用。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东能源集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于山东能源集团有限公司 2020 年度第五期中期票据的跟踪评级安排

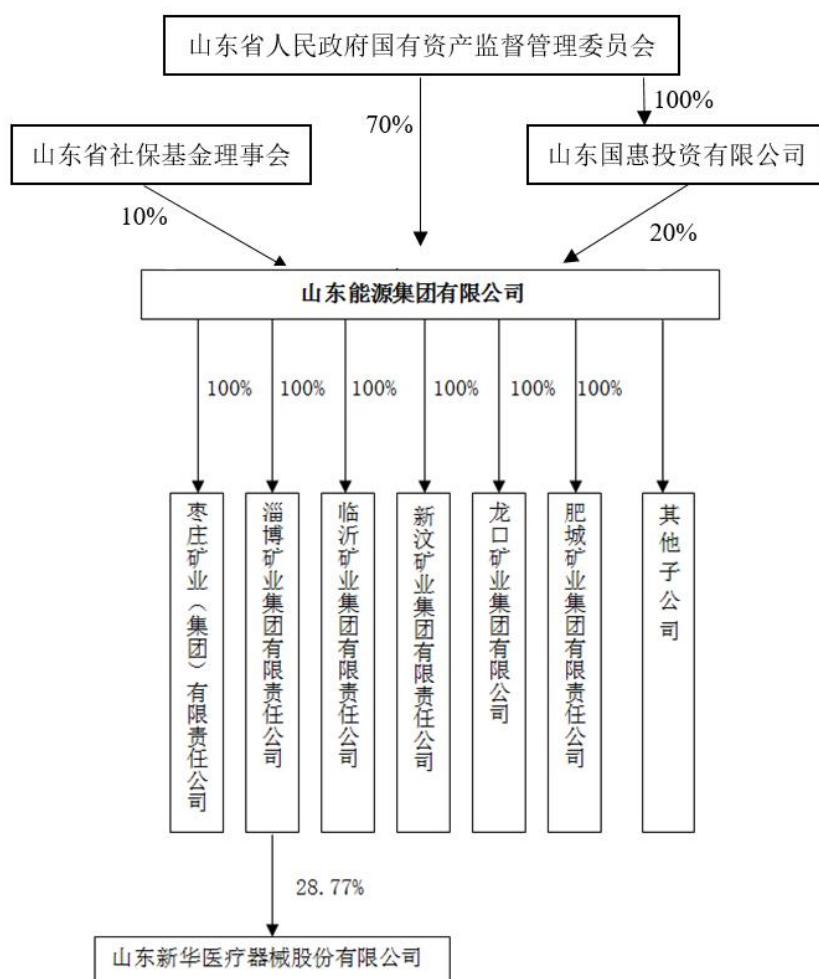
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注山东能源集团有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如山东能源集团有限公司发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 8 月 7 日

# 附一：山东能源集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）





资料来源：公司提供



## 附二：山东能源集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,756,648.08	3,048,080.34	2,467,735.21	3,286,504.69
应收账款净额	788,950.20	680,716.29	622,629.91	763,072.53
其他应收款	1,808,969.87	2,415,067.75	1,773,768.05	1,589,800.76
存货净额	2,301,430.85	2,465,673.78	2,419,676.86	2,438,844.26
长期投资	1,023,707.78	1,204,753.17	1,448,726.60	1,675,666.07
固定资产	8,386,414.93	8,889,670.18	8,813,284.74	8,647,913.98
在建工程	3,582,133.96	3,651,224.87	3,934,712.94	4,021,384.91
无形资产	3,972,665.31	4,044,937.67	5,512,037.69	5,376,526.67
总资产	28,349,953.07	30,042,001.44	31,033,251.03	31,811,087.55
其他应付款	2,733,049.15	2,945,428.70	2,061,454.06	2,230,481.48
短期债务	6,059,037.42	6,018,940.32	7,369,115.54	7,872,359.71
长期债务	5,790,009.99	6,946,450.59	6,431,146.28	6,752,472.61
总债务	11,849,047.41	12,965,390.90	13,800,261.82	14,624,832.33
净债务	9,092,399.32	9,917,310.56	11,332,526.61	11,338,327.64
总负债	19,122,812.46	20,393,940.89	20,149,625.14	20,716,927.91
费用化利息支出	468,571.29	545,984.66	571,510.04	--
资本化利息支出	79,307.20	69,124.49	165,061.20	--
所有者权益合计	9,227,140.61	9,648,060.55	10,883,625.89	11,094,159.64
营业总收入	30,852,722.68	33,897,376.63	35,849,683.17	6,433,198.82
经营性业务利润	1,663,111.20	1,692,255.34	1,375,186.72	32,498.32
投资收益	123,115.80	-51,103.95	76,360.70	-640.87
净利润	627,669.97	694,847.68	791,980.09	-18,228.24
EBIT	1,522,384.67	1,729,675.00	1,873,387.84	--
EBITDA	2,547,635.04	3,022,841.98	2,967,325.03	--
经营活动产生现金净流量	1,665,780.40	1,836,142.46	1,620,980.66	192,213.51
投资活动产生现金净流量	-857,861.86	-498,971.13	-1,432,764.34	-232,350.32
筹资活动产生现金净流量	-866,837.47	-1,169,572.54	-727,916.87	924,459.99
资本支出	614,126.71	15,352.16	904,294.05	88,300.37
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	12.98	12.94	11.49	10.11
期间费用率(%)	6.31	6.77	6.59	8.27
EBITDA 利润率(%)	8.26	8.92	8.28	--
总资产收益率(%)	5.43	5.88	6.13	--
净资产收益率(%)	7.76	7.30	7.71	-0.66*
流动比率(X)	0.82	0.81	0.72	0.75
速动比率(X)	0.64	0.63	0.54	0.58
存货周转率(X)	11.62	12.36	13.01	9.52*
应收账款周转率(X)	37.29	46.30	54.98	37.14*
资产负债率(%)	67.45	67.88	64.93	65.12
总资本化比率(%)	56.22	57.33	55.91	56.86
短期债务/总债务(%)	51.14	46.42	53.40	53.83
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.14	0.12	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.27	0.31	0.22	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.04	2.99	2.20	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.58	7.89	5.14	--
总债务/EBITDA(X)	4.65	4.29	4.65	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.50	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.65	4.91	4.03	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.78	2.81	2.54	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；带“\*”指标已经年化处理；由于缺乏数据，未计算 2020 年 1~3 月部分指标；为计算公司债务，中诚信国际将“长期应付款”中有息债务调至长期债务，将“其他流动负债”中短期融资券和“应付债券”中超短期融资券调至短期债务；应收账款不含应收款项融资；其他应收款含应收利息及应收股利；其他应付款含应付利息及应付股利。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。