

# “大”体量与“大”债务 兖矿集团何时能再称霸

作者 詹碧华

连日来，负债总额高达2281.63亿元的矿集团有限公司（下称兖矿集团）再次发债，引发广泛关注。

11月20日，兖矿集团在上海清算所披露了2020年度第五期中期票据募集说明书。联合资信评估有限公司出具的票据信用评级报告显示，兖矿集团主体长期信用等级为AAA，2020年第五期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

11月24日，兖矿集团发行了2020年度第五期中期票据募集说明书，基础发行金额10亿元，发行额度上限20亿元。

11月25日，煤炭巨头兖矿集团有限公司（下称兖矿集团）宣布成功发行20亿元债券。

财务专家王耀武接受《企业观察报》采访时表示，像兖矿这样的集团公司发债属于常规动作了，如果发债的企业是股份有限公司，那么净资产不得低于人民币三千万，有限责任公司的净资产不得低于人民币六千万；累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十；最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；筹集的资金投向符合国家产业政策；债券的利率不超过国务院限定的利率水平等等条件。

财务专家王耀武还表示，以往到时债券出现违约，监管机构回头看时发现企业往往是人为包装之后才达到发债条件的，但愿兖矿不会违约。

此次发行人控股股东为山东省国资委，截至2019年末，山东省国资委持有发行人70%股权；山东国惠投资有限公司持有发行人20%股权；山东省社会保障基金理事会持有发行人10%股权。

## 连年亏损 负债率高位

兖矿集团前身是成立于1976年兖州

矿务局。1996年3月，兖州矿务局改制为国有独资公司，并于1999年正式更名为兖矿集团。兖矿集团是国内唯一拥有境内外四地上市平台的特大型煤炭企业。截至今年6月，兖矿集团共拥有37对主要矿井，原煤核定产能为228亿吨/年，拥有和控制煤炭资源地质储量407.51亿吨，剩余可采储量达49.18亿吨，占公司剩余可采储量80%。

作为中国最早建成的大型煤炭基地，兖矿集团堪称中国整个煤炭行业最具代表性的缩影。它占据中国煤炭业龙头老大地位十多年之久，1998年最辉煌时企业利润占全行业利润58%。此后，煤炭产业迎来了十年黄金期，市场供不应求、煤价一路飙升。

而后，随着煤炭市场震荡，煤价出现了断崖式暴跌。大批煤企陷入亏损，整个行业遭遇到有史以来最冷的寒冬。兖矿集团2013年上半年就曝出了1295亿元的巨亏。

经此之后兖矿集团再也未能重回霸主之位。相比于同业中其他企业，兖矿集团的资产规模、债务负担均处于中等水平，营业收入规模较高，但盈利能力较弱。

2017—2018年，兖矿集团分别亏损1893亿元和1707亿元；也就是说，公司2017、2018年合计亏损近36亿。直到2019年才实现扭亏为盈，归母净利润为1899亿元。

2019年，兖矿集团实现营业利润率为11.68%，2017—2019年，兖矿集团营业总收入年均复合增长21.82%，但营业成本增速高于营业收入增速，导致营业利润率波动下降。

煤炭业务为兖州集团的核心业务。2019年，由于煤炭销售均价下降，以及低毛利率的煤炭贸易业务占比提高，兖矿集团综合毛利率同比下降2.94个百分点至12.82%。

截至募集说明书签署日，发行人直接债务融资余额为841.86亿元人民币及27.54亿美元；截至2019年末，发行人间接债务余额为1099.25亿元。

兖矿集团所有者权益中，含有较大规模的永续债券，若行使赎回权将加大兖矿集团的偿债压力。若未来生产经营出现不利变化，该公司将面临债务负担过重的风险。

评级报告显示，截至今年6月底，兖矿集团负债总额2281.63亿元，较上年底增长4.75%，主要是短期借款和应付债券增长所致。其中，流动负债占51.76%，非流动负债占48.24%；永续债账面价值238.89亿元，占归属于母公司权益的66.03%。

一位不愿具名的业内人士对《企业观察报》表示，煤炭行业低迷对国内煤炭企业造成冲击较大，大部分企业盈利水平和现金获取能力显著下降，煤炭企业面临较大经营挑战，行业整体信用水平下降。

然而，为了维持运营，煤炭企业必须继续借钱。负债也随之“水涨船高”。在高负债下，国内部分大型煤炭企业已面临资金严重不足，甚至出现资金链濒临断裂的风险。因此11月25日，兖矿集团再发债20亿。

上述业内人士认为，在行业景气度下滑的背景下，煤炭企业盈利和获现能力大幅下降，高负债率带来的财务费用的攀升将对企业利润空间形成进一步挤压，现金流的紧张将进一步推升企业外部融资需求，同时融资难度和成本也明显上升。

近三年，兖矿集团的资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。2017—2019年末，兖矿集团的资产负债率分别为73.59%、70.53%、68.38%。这甚至能与以高杠杆著称的房企有一拼。

这主要由于兖矿集团近年开启了多

项收购所导致的。其先后在内蒙古、贵州、新疆、陕西、山西等地收购多处矿井和采矿权，并在澳大利亚、加拿大等国收购多处煤矿及钾肥资源探矿权。这也意味着兖矿存在一定的海外投资经营风险。

《企业观察报》还注意到，2020年度第五期中期票据募集说明书显示，兖矿集团还面临煤炭价格波动、化解过剩产能等风险。

## 前路未卜 重组杠杆率仍较高

为抓住国家鼓励煤炭行业兼并重组的历史机遇，8月14日，ST地矿、兖州矿业等发布公告，兖矿集团股东大会批准了兖矿集团与山东能源集团的合并方案，兖矿集团更名为“山东能源集团有限公司”作为存续公司。

兖矿集团和山东能源都处于全球成本曲线的中端。按2019年财务数据测算，重组后的山东能源集团资产总额达到6379亿元，营业收入达到6371亿元。重组后的新集团将成为以原煤产量计的中国第二大煤炭企业，超过中国中煤能源集团有限公司，仅次于国家能源投资集团有限责任公司。

财务专家王耀武认为，企业重组具有财务和非财务两方面的缘由。重组一定程度财务上可以降低资产负债率、优化资本结构。非财务方面可以优化资源配置，发挥协同效应，提升企业竞争力。重组的理由并非单单是为了追求财务指标。

据山东能源集团2020年中期财务等重大信息公告显示，截至上半年负债总额是2181.68019万元。加上兖矿集团的负债，重组后的山东能源集团负债总额超过4000亿元。

重组后的新集团仍将是单一大宗商品生产商，但拥有更大的规模和市场份额以及更稳固的分销网络。多余资产重

组和削减成本产生潜在协同效应将需要时间。标普全球评级认为，若重组后不存在资产剥离或未发行新股，未来12-24个月新集团杠杆率或将保持在高位。标普全球评级还预计，重组后新集团获得山东省政府特别支持的可能性并不会发生显著变化。

此外，自合并交割日起，合并前山东能源和兖矿集团的资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由存续公司继承、承接或享有，合并前山东能源和兖矿集团的下属分支机构及下属企业股权或权益归属于存续公司。合并后公司煤炭资源总量、产量、资产、收入及人员规模等都将得到大幅提升，同时也将会对公司经营管理造成较大压力。本次合并尚需履行反垄断审查等必要的境内外审批程序，具体的合并方案仍处于筹划阶段，存在一定的不确定性，如合并事项不能顺利进行，也会对兖矿集团造成不利影响。

能源政策研究员李斯认为，山能与兖矿体量相当，而且山能也是通过合并重组组建的企业，目前内部还未能实现完全融合。本次合并重组，很考验主管机关的管理能力，应避免新集团对原有个体企业无法掌控的问题，最大限度地发挥企业合并后的集群效应。

一位就职于投行的人士指出，作为国有能源企业，受多方面因素影响，存在经营压力、财务压力，国企重组，一方面是“下好一盘棋”，避免内部竞争、减少重复建设、实现资源优化配置，同时，也要处置不良资产，使重组后的企业成为专业化的优质公司。

近年来，兖矿集团在“僵尸企业”和“亏损企业”治理上取得显著效果，但长期亏损的开阳化工、国际焦化等公司仍然在吞噬着集团公司利润。加上重组仍然在进行中，未来兖矿集团能否再次称霸，我们还拭目以待。■

# 韩企紧盯“双循环”战略，半导体产业或成合作突破口

作者 石恩泽

在十几年前开始，中国已经是韩国企业重点瞄准的世界市场，韩国企业现今是为了进军世界市场而来到中国。

今年二季度开始，中国经济持续稳定恢复，再加上近期RCEP（区域全面经济伙伴关系协定）签订成功，以及中国国务委员兼外长王毅赴韩国访问达成10项共识后，韩国业界更加看好疫情日趋常态化的中韩经济合作。

如何进一步谋求两国协同发展呢？韩国产学研各领域专家最近“盯”上了中国提出的“双循环”战略，希望以此作为突破口，与中国建立更深层次的合作。

12月2日，在大韩民国驻广州总领事馆举办的“双循环经济与中韩合作方案”研讨会上，中韩两国专家对于如何在“双循环”经济发展趋势下建立合作，纷纷表达了各自观点。

12月2日，大韩民国驻广州总领事馆举办了“双循环经济与中韩合作方案”研讨会。《时代财经》记者石恩泽摄

## 从土地人力合作 过渡到资本技术合作

今年53岁的大韩贸易投资振兴公社、广州韩国自贸馆馆长黄在元在中国工作已有17年。在演讲中，他对于中国

粤港澳大湾区的相关政策信手拈来，在他的微信朋友圈上，每周拜访中国企业的行程被安排得满满当当。

在韩方嘉宾对中国内地劳工成本上涨，优惠政策减少等问题表达出忧虑时，黄在元对这个问题表达了自己的观点，“早年间我们把中国视为世界工厂，仅把它当成一个生产基地。但是在十几年前开始，中国已经是我们重点瞄准的世界市场，韩国企业现今是为了进军世界市场而来到中国。”

同样以制造业起家，且在疫情暴发后经济也恢复得不错的越南，此前曾数次被西方媒体拿来与中国比较。但黄在元却对《时代财经》记者表示，中国和越南的情况是完全不一样的，“韩国企业会把越南当成重要的生产基地，但是越南市场还存在诸多局限性，例如在基础设施方面，越南与中国不具备可比性。”

随着新冠肺炎疫情日趋常态化，中韩经济合作在“双循环”经济发展背景下，也呈现出了一些新特点和新变化。

韩国SV Investment投资顾问高永和从经济发展要素的角度指出：“过去中韩之间的合作通过人力和土地要素建立，也就是在中国设立制造工厂，但现在正逐渐过渡到寻求资本合作，以及更高尖端的技术领域上的合作。”

而对于技术领域的中韩产业合作，

高永和认为，中国企业在半导体产业上还难以凭一己之力实现重大突破，需要多方共同合作。

在高永和看来，中国在半导体的规划中还可以有更为具体的产业化战略，而这或可成为中韩合作更深入的突破口。

此外，中韩关系还受到国际局势的影响，尤其是在ICT（信息与通信技术）产业方面的合作。韩集成电路研究院院长李炳仁对此表示，美国对中国在芯片领域的制裁，虽然让韩国半导体企业在今年二、三季度因中国客户大规模囤货而享受到了这波红利，但是韩国芯片产业是以美国芯片原始技术为基础发展起来的，所以芯片贸易也是以美元结算的结构，故而也需要寻找在当前环境下生存下去的方案。

此外，李炳仁还指出，半导体的高附加值也能吸引来韩国企业的高度关注。但他同时也提出，过去10年从SK海力士、三星挖人才来中国工作的模式需要改变，两国企业要求寻求更长期共享成果的方案，在角色分配上更加灵活地合作。

## 服务贸易、资本市场的 开放需求在上升

据《时代财经》记者观察，除了“资本合作”和“半导体”以外，参会的中韩专家在演讲中还频频提及“服务贸易”。

中国（海南）改革发展研究院副院长何冬妮表示：“相较于中韩制造业联系深度嵌入、产业内分工协作紧密的情况，中韩在服务贸易及服务业市场的双向开放的深度方面，不仅存在很大的提升空间，还会为供应链、产业链、价值链上的融合带来新的机遇。”

那么这里面的合作空间到底有多大？何冬妮给出了一组具体数据：2005年到2018年，中韩服务贸易年均增长7.2%。这个数据是韩国服务贸易整体年均增长率的1.4倍。

“中国的产业结构升级对研发设计等生产性服务业领域贸易的需求在日益提升，中国城乡居民的消费结构升级，包括城镇化的升级，对教育、医疗、健康、旅游、文化、信息等生活性服务业领域的贸易需求也在上升。而韩国在这些细分领域都有较强的竞争优势，若韩国企业率先进入中国市场，将会起到非常积极的带动作用。”

因此，何冬妮建议，中韩自由贸易协定的第二阶段谈判，应该以服务贸易为重点，以此推进两国自由贸易的进程。“目前中韩两国都越来越重视服务贸易，但目前这块还是一个短板，与欧美发达国家相比仍较为落后。而在2005年双方签订的中韩自由贸易协定，主要目的是降低货物贸易领域的关税壁垒，服务贸

易的开放程度还比较低。”

此外，何冬妮还提出以自贸试验区和自由贸易港为载体，进一步推进中韩的经贸合作进程。“下一步或可将中韩现代服务业领域的自由贸易政策，列入海南自由贸易港的早期收获的项目清单，率先在海南自贸港落地以取得突破。”

而与中方寻求在服务领域突破略有不同的是，多位韩方嘉宾在提问环节都不约而同地询问起中国资本市场的开放进程。

对此，何冬妮表示，中国对于外商投资的准入负面清单有一个趋势，“那就是越来越精简，在已经精简的情况下还会再精简”。

中国察哈尔学会常务副秘书长兼高级研究员周虎城亦认为，中国对外开放的步伐不会停歇。

“中国改革开放40年来来的一个重大的成功经验就是实现了对外‘韧性开放’，同时也取得了中国经济的‘韧性增长’。但是中国在资本方面的开放是有步骤且需要进行反复实验的。”周虎城说，实际上今年以来中国对外资金融业的开放已经是前所未有的，外资银行在中国内地已经可以实现超过51%的控股。接下来在关系到国家经济命脉的重要支撑领域，中国仍将会把握好节奏，逐步扩大开放的步伐。■

（转自《时代财经》）