跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1031 号

国家能源投资集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国家能源投资集团有限责任公司公开发行的“19CHNE01”和“19CHNE02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二〇一九年六月二十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

国家能源投资集团有限责任公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19CHNE01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.1.2
19CHNE02	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.1.25

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	17,740.75	17,826.41	18,263.88
所有者权益（亿元）	6,758.98	6,991.49	7,204.42
长期债务（亿元）	4,542.43	4,554.34	--
全部债务（亿元）	8,176.76	8,116.38	--
营业总收入（亿元）	5,099.24	5,422.57	1,400.17
净利润（亿元）	433.86	509.11	144.81
EBITDA（亿元）	1,687.82	1,822.12	--
经营性净现金流（亿元）	1,507.45	1,912.00	309.88
营业利润率（%）	29.08	29.86	29.58
净资产收益率（%）	7.28	7.40	2.04
资产负债率（%）	61.90	60.78	60.55
全部债务资本化比率（%）	54.10	53.72	--
流动比率（倍）	0.45	0.49	0.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.65	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	33.76	36.44	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；4、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”或“公司”）自 2017 年底重组以来，各项业务开展正常。跟踪期内，公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平以及“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式等多方面具备竞争优势。2018 年，公司发电设备利用小时有所提高，收入及利润规模均有所扩大，经营活动净现金流入增加且保持较大规模。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到行业政策变动、安全生产风险等给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链亦将进一步完善，其行业地位将更加稳固。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19CHNE01”和“19CHNE02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司重组以来，各项业务开展正常，公司“煤-电-路-港-航”的一体化经营模式进一步完善，产业间协同效应明显。

2．2018 年，公司发电机组利用小时明显提高，发电量稳定增长，加之电力价格的上升，带动电力板块收入明显增长；公司煤炭板块收入及利润规模均有所增长。

3．2018 年，公司收入及盈利规模进一步扩大，经营活动现金净流入规模很大，可对公司偿债能力形成有力支持。

关注

1. 若公司在煤炭及电力生产过程中发生重大安全事故，将对公司的正常生产经营活动产生较大影响。

2. 近几年，煤炭价格以及煤炭行业景气度受国内煤炭供给侧政策影响较大。目前，煤炭供给侧改革已经进入尾声，未来若优质产能释放，煤炭价格或将有所下降，进而对公司煤炭业务经营产生不利影响。

分析师

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

于彤昆

电话：010-85172818

邮箱：yutk@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“公司”或“国家能源集团”）系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”）重组而成。2017 年 8 月 25 日，经国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革〔2017〕146 号）批准，原国电集团和原神华集团拟实施联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司，作为重组后的母公司，吸收合并原国电集团。

原神华集团成立于 1995 年 10 月 23 日，系经《国务院关于同意成立神华集团有限责任公司的批复》（国务院函〔1995〕75 号）批准，按照公司法组建的国有独资公司。原国电集团成立于 2003 年 4 月 1 日，系由国务院《国务院关于组建中国国电集团公司有关问题的批复》（国函〔2003〕18 号文）批准，在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业。

2017 年 11 月 22 日，原神华集团正式更名为国家能源投资集团有限责任公司，注册资本由 3,940,956.1 万元变更为 10,209,466.11498 万元，并已完成工商登记变更。

截至 2018 年底，公司注册资本为 10,209,466.11498 万元，实收资本 984.89 亿元，实收资本为国务院国资委全资拥有。

2018 年 9 月以来，公司经营范围未发生变更；公司组织结构未发生变化（见附件 1）。截至 2018 年底，公司职工总数约 35 万人，纳入合并范围的二级子公司 67 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 17,826.41 亿元，负债合计 10,834.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 6,991.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 3,987.58 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 5,422.57 亿元，净利润（含少数股东损益）509.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 233.59 亿元；经营活动现金流量净额为 1,912.00 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -165.99 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 18,263.88 亿元，负债合计 11,059.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7,204.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 4,102.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1,400.17 亿元，净利润（含少数股东损益）144.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 60.70 亿元；经营活动现金流量净额为 309.88 亿元，现金及现金等价物净增加额为 110.59 亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门西滨河路 22 号；法定代表人：王祥喜。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕57 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 50 亿元的公司债券。

2019 年 1 月 18 日，公司完成“国家能源投资集团有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”的发行，实际发行规模 20 亿元，为 3 年期固定利率，最终票面利率为 3.55%。债券简称为“19CHNE01”，债券代码为“155159.SH”。

2019 年 2 月 27 日，公司完成“国家能源投资集团有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”的发行，实际发行规模 30 亿元，期限为 3 年，最终票面利率为 3.50%。债券简称为“19CHNE02”，债券代码为“155182.SH”。

截至 2019 年 3 月末，“19CHNE01”和“19CHNE02”均已按照募集说明书中载明的用途使用

完毕。截至本次评级报告出具日，“19CHNE01”和“19CHNE02”均尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．煤炭行业

（1）行业概况

2016 年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017 年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018 年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。

总体看，2018 年，随着供给侧改革的实施以及优质产能的逐步释放，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格保持高位，行业内企业盈利情况良好；未来随着优质产能的进一步释放，供给有望进一步宽松，煤炭价格有下探态势。

（2）煤炭供需

上游供给

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；紧接着又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施，同年 5 月和 7 月先后提出去产能专项补贴以及产能置换方案；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨；相关政策的下发落实，尤其是“276 个工作日”的执行带动煤炭价格开始出现大幅上涨。为了抑制煤价的大幅上涨以及保证冬季取暖煤炭供应，9 月起，发改委逐步放开了 276 个工作日，并于 11 月提出了煤炭供给的“长协模式”。供给侧改革效果明显，2016 年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.20 亿吨，同比增长 3.20%，产量有所回升；2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿元，同比增长 4.43%，增速同比提高 1.11 个百分点。

煤炭进口方面，2017 年 5 月 9 日，国家发改委与多部委《关于严格控制劣质煤炭进口有关措施》，要求限制进口煤同比下降 5~10%（每月进口约 1,500 万吨）；继续引导市场煤价下行，力争迎峰度夏前回落到 570 元/吨以内。2017 年 7 月 1 日起，我国禁止省级政府批准的二类口岸[1]经营煤炭进口业务，超过 12 个港口煤炭进口业务被禁止，多个港口清关条件更加严格；2018 年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸进口煤炭业务陆续开展；2018 年 4 月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继 2017 年 7 月后重启并有所升级。从煤炭进口量看，2016~2018 年，我国煤炭进口量分别为 1.83 亿吨、1.88 亿吨和 1.87 亿吨，同比分别增长 17.83%、增长 2.72%和下降 0.72%，2017 年以来增速下滑明显。

下游需求

煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其分别占煤炭消费总量的 44%、20%、8%和

[1] 一类口岸指由国务院批准开放的口岸（包括中央管理的口岸和由省、自治区、直辖市管理的部分口岸），二类口岸指由省级人民政府批准开放并管理的口岸。

4%；煤炭最终端需求主要来源于房地产投资和基础设施建设投资。

从下游火电行业看，根据国家统计数据，2016~2017 年我国火电发电量分别为 4.40 万亿千瓦时和 4.61 万亿千瓦时，同比分别增长 4.41%和 4.91%，增速基本保持稳定。2018 年，我国火电发电量 4.98 万亿千瓦时，同比增长 7.98%，火电发电量增速创 2014 年以来新高，主要系 2018 年年初天气较往年寒冷以及夏天较往年炎热，同时 2018 年房地产投资维持较高增速所致。

从下游钢铁行业看，2018 年我国粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 11.61%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于 2017 年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求正规钢铁企业填补。

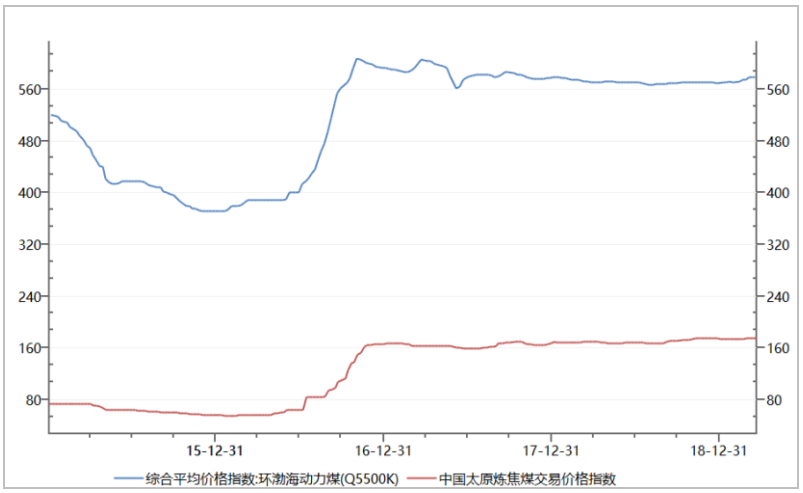
从终端需求看，2018 年，受房地产去库存政策、利率仍处于较低水平以及房地产开发商加快开工以回笼资金等因素影响，房地产投资力度强劲导致煤炭需求增长；具体看，2018 年全国房地产开发投资完成额 120,264 亿元，同比增长 9.5%，投资增速同比提高 2.5 个百分点；房地产新开工面积增速为 17.2%，同比大幅提高 10.2 个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为 17.17 亿万平方米，同比增长 1.3%，同比下降 4.4 个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由 2017 年底的 5.89 亿平方米下降至 5.24 亿平方米，房地产继续去库存。受去杠杆政策影响，2018 年基础设施建设投资增速由 2017 年的 14.93%大幅下滑至 1.79%，对煤炭需求造成一定影响。

总体看，2018 年，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端偏紧的情况有所缓解；同时，2018 年房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需整体处于紧平衡状态。

（3）煤炭价格

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于 2016 年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；其中，年初天气较往年寒冷，煤炭价格有所增长；国家发改委于 2 月表示不允许有高于 750 元/吨的煤炭进港，大型煤企带头稳价，煤炭价格有所下降；4 月国家加大煤炭进口限制力度，煤价小幅回升；三季度以来，随着电厂为采暖季补库存，煤价震荡走高。随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动中有所上升。

图 1　近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019 年，供给侧改革已经进入尾声，国家发改委计划 2019 年增加 1~1.2 亿吨煤炭产量，但年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，很大程度上影响了煤炭供给；预计短期内煤炭供需仍将处于紧平衡状态，煤炭价格将保持高位震荡，但长远看，随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

总体看，2018 年，优质产能进一步释放，煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位；未来随着优质产能的逐步释放，煤炭价格或将有所下降。

（4）行业政策

煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《意见》为起点，国家陆续出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要包括 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列政策稳定煤价。2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、推进煤炭去产能的产能置换和职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。

从政策实施效果看，2016 年计划煤炭去产能 2.5 亿吨、实际完成 2.9 亿吨（国家发改委口径），2017 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 2.5 亿吨（国家发改委口径），2018 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 1.5 亿吨（国家安监局口径）；2016~2018 年，煤炭行业合计完成去产能 6.9 亿吨，超出计划 10.8%，完成“十三五”计划的八成以上。

进入 2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。具体看：

保供给稳煤价方面，2018 年初印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》明确，煤炭去产能重点在“破”“立”“降”上下功夫，由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主，重点处置“僵尸企业”。为加强对电煤中长期合同签订履约的监管，国家有关部门于 5 月组织督查组，对晋陕蒙地区煤炭企业的电煤中长期合同签订履行情况进行全面核查，对履约不规范的企业进行惩戒；11 月发布的《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》延续了近三年来加大中长期协定签约的政策导向。

煤电联营方面，为保障煤炭、电力行业协调发展，缓解煤电矛盾，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发的《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持发展煤电联营，支持有条件的煤炭企业之间、煤炭与煤化工企业及其他关联产业企业兼并重组。9 月，国家发展改革委、国家能源局联合下发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》，提出鼓励发展多种形式的煤电联营，同等条件下优先支持煤炭和发电企业相互持股比例超过 30%的项目，优先释放煤电联营企业的优质产能等支持煤电联营的具体措施，煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

环保及安全生产方面，国务院于 7 月印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》明确了大气污染防治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图。于 2017 年 12 月经国家安监局审议通过的《煤矿安全培训规定》于 2018 年 3 月 1 日起施行；国家煤监局于分别 5 月和 6 月发布《防治煤矿冲击地压细则》和新版《煤矿防治水细则》，进一步细化煤炭采掘生产规范。2018 年四季度以来，煤炭行业安全事故频发，国务院安委会办公室于 11 月 8 日发布关于进一步加强当前安全生产工作的紧急通知，要求各地坚决防范遏制重特大生产安全事故发生；同时防止和减少煤矿生产安全事故，保护煤矿从业人员生命安全，应急管理部办公厅国家煤矿安监局办公室于 11 月 23 日发布关于《煤矿安全条例（草案征求意见稿）》意见的通知。

总体看，经过 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭

去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。2018 年随着供给侧改革进一步推进，国家在保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，以及加强环保及安全生产管理等方面继续加大力度。

（5）行业关注

行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017 年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升；但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，而下游火电企业普遍亏损。未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定性产生重要影响。

安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重。近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出；同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

（6）未来发展

政策支持行业景气度保持稳定、实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格大幅上涨；短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的释放，煤炭行业供给将有所增长；随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小；加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸，煤、电行业产业链进一步完善。

2．电力行业

（1）行业概况

2018 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组装机维持低速增长，2018 年，全国新增发电装机容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%，其中，新增火电装机 4,119 万千瓦，同比下降 7.5%，但火电的主导地位保持不变，截至 2018 年末，全国全口径发电装机容量 189,967 万千瓦，其中火电装机占 60.20%。同时，电网投资增速趋于稳定，2018 年，中国电网基本建设投资合计完成 5,373 亿元，同比增长 0.64%。

在电源投资增速下滑的情况下，我国全社会用电量保持稳定增长。2018 年全社会用电量同比增长 8.49%，带动设备利用小时的增长，其中 6,000 千瓦及以上电厂发电设备利用小时同比增长 72 小时；火电利用小时同比增长 142 小时。

总体看，我国电源投资维持低速增长，而电网投资增速逐步趋于稳定，但随着全社会用电量增长，发电设备利用小时同比上升，行业整体发电效率有所提升，有利于电力行业整体业绩的改善。

（2）行业供需[2]

2018 年，全国新增发电装机容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%，其中，新增火电装机 4,119 万

[2] 该部分数据来自于中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》

千瓦，同比下降 7.5%；新增水电装机 854 万千瓦，同比降低 33.7%。2018 年 5 月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新能源发电装机受到影响。全年风电新增装机 2,100 万千瓦，同比增长 20.3%，较市场预计 25GW 的装机规模有一定差距；光伏 4,473 万千瓦，同比下降 16.2%；受益于三代核电站的陆续投产，核电新增装机 884 万千瓦，同比增加 306.3%。截至 2018 年末，全国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦，较上年末增长 6.5%；其中火电装机容量 11.4 亿千瓦，较上年末增长 3.0%。

2018 年，我国实现全口径发电量同比增长 8.4%。受电力消费较快增长等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,862 小时，同比增长 73 小时；水电 3,613 小时，同比增长 16 小时；核电设备利用小时 7,184 小时、同比提高 95 小时；全国并网风电设备利用小时 2,095 小时、同比提高 146 小时。2018 年，全国弃风电量 277 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点；全国弃光电量 54.9 亿千瓦时，平均弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102、215 和 236 小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 小时。我国弃风弃光问题继续得到改善。

分类型看，2018 年，我国水电发电量 12,329 亿千瓦时，同比增长 3.2%，占全国发电量的 17.63%，比上年下降 0.89 个百分点；火电发电量 49,231 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全国发电量的 70.39%，比上年下降 0.70 个百分点；核电发电量为 2,944 亿千瓦时，同比增长 18.7%，占全国发电量的比重 4.21%，较上年提高 0.36 个百分点；并网风电发电量为 3,660 亿千瓦时，同比增长 20.2%，占全国发电量的比重 5.23%，较上年提高 0.51 个百分点；并网太阳能发电量为 1,775 亿千瓦时，同比增长 50.7%，占全国发电量的比重 2.54%，较上年提高 0.71 个百分点。非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

从电力需求看，2018 年全社会累计用电量同比增长 8.5%，增速同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。分产业看，第一产业累计用电量 728 亿千瓦时，同比增加 9.8%，第二产业累计用电量 47,235 亿千瓦时，同比增长 7.2%，其中高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，占全部用电量的 69.0%（上年为 70.4%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 10,801 亿千瓦时和 9,685 亿千瓦时，分别同比增长 12.7%和 10.4%。

总体看，2018 年，我国发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，带动各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善。

（3）电煤价格

电煤价格的具体波动情况见煤炭行业分析部分。总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，煤炭价格高位波动，2018 年煤炭价格延续了高位波动；电煤价格的高位运行将持续给电力企业成本控制带来较大压力，未来随着优质产能的逐步释放，电煤价格或将有所下降。

（4）行业政策

2018 年，电力行业政策主要集中在去落后产能、售电侧改革以及环保三方面。主要政策如下表所示：

表 1　2018 年以来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	发改委、财政部、国资委、工信部等 6 部委	煤电行业淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，2018 年全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度，中部地区具备条件的机组 2018 年完成，西部地区于 2020 年完成。	2018 年 4 月
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	提高市场化交易电量规模、推进各类发电企业进入市场、放开符合条件的用户进入市场、积极培育售电市场主体、完善市场主体注册、公示、承诺、备案制度、规范市场主体交易行为、完善市场化交易电量价格形成机制、加强事中事后监管、加快推进电力市场主体信用建设。	2018 年 7 月
《关于印发 2018 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》	能源局	继续加大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，2018 年全国完成超低排放改造 4,868 万千瓦，节能改造 5,390.5 万千瓦。	2018 年 8 月
《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》	发改委、能源局	推进电力交易机构股份制改造、充分发挥市场管理委员会作用、进一步规范电力交易机构运行。	2018 年 8 月
关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报	发改委、能源局	加快推动试点工作，国家发改委和能源局决定建立增量配电业务改革试点进展情况每月通报制度。	2018 年 10 月

资料来源：联合评级整理

总体看，我国政府通过化解过剩产能、售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

（5）行业关注

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中有六成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

售电侧改革的持续推进，或将对电价产生一定不利影响

2018 年，售电侧改革持续推进，且取得了很大的成效，部分城市市场电量增幅明显；售电侧改革的推进导致电力销售市场竞争激烈，市场电价较基础电价普遍偏低，将对电力行业盈利产生不利影响，但长远看，有利于优质企业发挥自身规模效应，提高发电利用小时。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈，且 2016 年供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升并稳定在较高水平，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

（6）未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低，但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内

的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

四、管理分析

2019 年 3 月 4 日，公司召开中层以上管理人员会议宣布：王祥喜同志任公司董事长、党组书记；免去乔保平同志的董事长、党组书记职务。

王祥喜同志，1962 年 8 月生，汉族，工程硕士，高级工程师，中共党员。王先生自 2017 年 7 月至 2019 年 3 月任湖北省委常委、省政法委书记；自 2017 年 6 月至 2017 年 7 月任湖北省委常委，省政府秘书长、党组成员，省政府办公厅党组书记、主任；自 2012 年 7 月至 2017 年 6 月任湖北省政府秘书长、党组成员，省政府办公厅党组书记、主任；自 2010 年 5 月至 2012 年 7 月历任湖北省随州市委书记、市人大常委会主任、党组书记。此前，王先生还曾担任湖北省荆州市委副书记、市长，湖北省质量技术监督局局长、党组书记，湖北省经济贸易委员会副主任、党组成员，湖北省煤炭行业管理办公室主任、党组书记，湖北省煤炭工业厅副厅长、党组成员，湖北省松宜矿务局第一副局长、党委委员等职务。自 2019 年 3 月起任国家能源集团党组书记、董事长。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

总体看，跟踪期内，公司进行了正常的换届，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

目前公司主营业务以煤炭和电力的生产及销售为主，近两年，煤炭业务及常规能源业务占比均在 90%以上。2018 年，公司各主要业务板块收入均有不同程度增长，带动公司营业收入同比增长 6.34%；得益于公司常规能源业务板块利润总额的大幅增长，公司利润总额同比增长 12.90%至 735.41 亿元，净利润同比增长 17.34%至 509.11 亿元。

从收入构成看，公司各业务占比较上年变动不大。具体看，公司煤炭业务收入同比增长 8.00%至 2,624.00 亿元，主要系优质产能释放及煤炭销售价格上涨所致；得益于发电量的增长，公司常规能源业务收入同比增长 4.38%至 2,734.05 亿元；公司积极响应国家政策导向，新能源业务快速发展，2018 年收入同比增长 17.44%至 375.14 亿元；公司交通运输业务实现稳定增长，2018 年收入同比增长 5.70%；受益于环保趋严以及去落后产能等政策，公司煤化工业务收入大幅增长 29.64%至 517.12 亿元。公司产业金融业务、产业科技业务及其他业务主要服务于公司主业，规模相对较小。

从利润总额看，主要得益于收入的增长，公司煤炭业务利润总额同比增长 4.96%；得益于火电标杆电价上调以及公司发电量的增长，公司常规能源业务利润总额同比增长 10.58%；受新增装机规模扩大影响，公司新能源业务利润总额同比大幅增长 22.77%；公司交通运输业务利润总额同比减少 4.45%，主要系运输价格下降所致。受益于环保趋严以及去落后产能等政策，公司煤化工业务扭亏为盈，2018 年为 22.00 亿元。公司产业金融业务、产业科技业务及其他业务利润总额均有所下降。综上，2018 年公司利润总额同比增长 12.90%。

表 2　2017~2018 年营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			同比变动	
	收入	占比	利润总额	收入	占比	利润总额	收入	利润总额
煤炭业务	2,429.59	47.65	420.20	2,624.00	48.39	441.04	8.00	4.96
常规能源业务	2,619.29	51.37	88.32	2,734.05	50.42	97.66	4.38	10.58
新能源业务	319.42	6.26	101.25	375.14	6.92	124.30	17.44	22.77
交通运输业务	486.96	9.55	197.16	514.70	9.49	188.37	5.70	-4.45
煤化工业务	398.90	7.82	-11.81	517.12	9.54	22.00	29.64	--
产业金融业务	78.42	1.54	37.24	92.12	1.70	33.26	17.47	-10.70
产业科技业务	167.23	3.28	8.43	160.29	2.96	3.29	-4.15	-60.99
其他业务	322.68	6.33	-66.89	304.64	5.62	-30.82	-5.59	-53.92
抵销	-1,723.25	-33.79	-122.49	-1,899.50	-35.03	-143.69	10.23	17.30
合计	**5,099.24**	**100.00**	**651.40**	**5,422.57**	**100.00**	**735.41**	**6.34**	**12.90**

资料来源：公司审计报告

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1,400.17 亿元；实现营业收入 1,386.12 亿元，较上年同期增长 5.69%，主要系发电量增加所致；实现营业利润 202.50 亿元，较上年同期增长 30.54%；实现净利润 144.81 亿元，较上年同期增长 29.10%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务仍以煤炭和常规能源为主，主营业务突出，煤电互补业务结构运行良好，2018 年公司收入稳定增长，盈利水平明显提升。

2．煤炭业务板块

目前公司仍是全球最大的煤炭生产企业。截至 2018 年底，公司拥有煤矿 90 处，其中井工矿 68 处、露天矿 22 处，核定产能达到 5.6 亿吨，占全国总产能的 13%。公司建成千万吨及以上生产煤矿 19 处。

2018 年，公司实现煤炭产量 5.1 亿吨，同比增长 3.7%，实现煤炭销量 6.8 亿吨，同比增长 1.9%。公司煤炭销售仍以长期重点合同煤为主。截至 2018 年 11 月底，公司与大唐集团、华能集团、华电集团等大型电力集团签订的三年期长协总额已达 5,000 万吨/年。稳定的煤炭销售同时也在一定程度上保证了公司运力的满足，实现产业链的协同发展。

2018 年，公司煤矿采掘机械化率达到 100%；公司全员工效 37.9 吨/工·天，较上年提高 2.2 吨/工·天；回采工效 168.8 吨/工·天，较上年提高 3.1 吨/工·天。

总体看，公司煤炭生产经营体量大，与国内大型电力集团签订的长协有利于保持公司经营稳定，2018 年，公司煤炭板块运行良好。

3．常规能源业务板块

公司电厂遍布全国各个省市，有利于化解单一区域电力供销矛盾对公司电力板块业绩产生的影响，同时，有利于公司煤炭资源的消纳、有利于降低发电成本。

从装机规模看，截至 2018 年底，公司拥有 163 个火力发电厂，共 477 台机组，总装机 1.8 亿千瓦，其中 60 万千瓦及以上机组占 60.6%。水电业务方面，公司拥有资源总量约 5,000 万千瓦，已投产装机 1,866 万千瓦，拥有 220 座水电站、577 台机组。公司新能源装机容量 3,969 万千瓦，已形成涵盖风能、太阳能、生物质能、潮汐能、地热能在内的门类齐全的新能源产业体系。公司风电装机达 3,829 万千瓦，居世界第一，海上风电储备总容量超过 800 万千瓦。太阳能发电装机 131 万千瓦。从发电量看，2018 年，公司发电量 9,533 亿千瓦时，同比增长 7.4%。

从运营效率看，2018 年，公司火电设备利用小时数 4,669 小时，较上年增加 276 小时，较全国平均水平高出 308 小时。公司常规煤电机组供电煤耗 304.8 克/千瓦时，同比降低 1.7 克/千瓦时，较全国 60 万千瓦及以上机组标准煤耗低 3.2 克/千瓦时。火电主要污染物排放烟尘 1.1 万吨、二氧化硫 7.4 万吨、氮氧化物 1.3 万吨，同比分别减排 27.1%、12.7%、10.3%。

总体看，公司电力装机规模很大，电源结构丰富，2018 年，公司发电量稳定增长，各项运营效率指标均有所提升。

4．煤化工板块

公司是全球最大的煤制油煤化工企业，致力于已投产煤制油、煤化工示范项目的安、稳、长、满、优运行，为我国煤制油、煤化工行业的发展做好示范。2018 年，公司化工品产量 1,494 万吨，同比增长 16.1%。

截至 2018 年底，公司生产运营化工项目 28 个，已建成运营的煤制油产能 526 万吨，煤制烯烃产能 393 万吨；是全球唯一同时掌握百万吨级煤直接液化和煤间接液化两种煤制油技术的公司，拥有世界上唯一的百万吨级煤直接液化示范项目和世界上单套投资规模最大、装置最大、拥有自主知识产权的煤炭间接液化示范项目，在煤化工主要技术领域拥有自主技术，煤化工产业规模和技术水平处于世界领先地位。

总体看，公司作为全球最大的煤制油化工企业，装备及技术处于世界先进水平；2018 年，公司化工板块实现了稳定增长。

5．交通运输业务

煤炭运输方面，公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，公司目前已经形成了“铁路—港口—航运”为一体的强大的运输网络，主要由中国神华能源股份有限公司负责运营。

截至 2018 年底，公司运输产业拥有 2,155 公里区域铁路路网，运输能力达到 5.2 亿吨，拥有独享的朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路等多条相连的自有铁路专线。此外，公司还拥有矿区自备铁路、参股铁路等。2018 年铁路货运量共计 4.6 亿吨，同比增长 6.4%。

公司拥有 3 个专业煤炭港口（码头）及 62 艘自有船舶，港口设计吞吐能力 2.5 亿吨，船舶载重规模 336.8 万载重吨。

总体看，跟踪期内，公司运输业务稳定发展，业务规模有所扩大。

6．在建项目

截至 2018 年末，公司在建项目以大容量煤电项目以及煤矿项目为主，如下表所示。预算资金共计 641.48 亿元，未来尚需投资 213.13 亿元。

表 3　截至 2018 年末公司主要在建项目建设情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程投入占预算比例	尚需投入
国电宁夏方家庄电厂 2*1,000MW“上大压小”项目	76.25	77.84	16.90
玻璃沟、黑岱沟项目	48.73	99.00	0.49
国电电力邯郸东郊热电 2*350MW“上大压小”项目	30.96	85.00	4.64
国电兰州热电有限责任公司“上大压小”项目	32.15	82.39	5.66
国华爪哇 7 项目 2*1,000MW 新建工程项目	119.99	62.00	45.60
黄大铁路	105.12	67.00	34.69

黑龙江宝清电厂一期 2*600MW 机组	55.32	67.25	18.12
塔然高勒煤矿项目-煤矿	33.36	100.00	--
金家渠煤矿基本建设	30.32	86.87	3.98
神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程	109.28	24.00	83.05
合计	**641.48**	**67.54**	**213.13**

资料来源：公司审计报告

总体看，公司在建项目以大容量煤电项目以及煤矿项目为主，有利于公司平均装机规模的提高以及机组运营效率的提升。

7．经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 10.18 次、9.89 次和 0.30 次，较上年的 9.82 次、8.93 次和 0.29 次均有所提高。与同行业上市公司相比，公司各项经营效率指标均处于很高水平。

表 4　2018 年公司与同行业公司经营效率指标比较情况（单位：次）

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
中国大唐集团有限公司	11.90	5.48	0.26
中国华电集团有限公司	13.31	6.30	0.27
国家电力投资集团有限公司	8.80	5.85	0.22
中国华能集团有限公司	13.41	5.96	0.26
国家能源投资集团有限公司	**13.21**	**14.96**	**0.39**

资料来源：Wind
注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业电力公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 数据。

总体看，2018 年，公司各项经营效率指标均有所提高，且公司整体经营效率相较同行业处很高水平。

8．经营关注

（1）宏观经济周期性波动风险

煤炭、电力行业均为国民经济的基础性行业，其下游需求与国民经济景气度具有很强的相关性。虽然公司煤电一体化优势明显，但目前宏观经济上行压力较大，下游基础行业需求增长乏力，将对公司未来生产经营可能产生一定影响。

（2）行业政策变动风险

公司作为大型央企，其业务经营和新建项目的规划与建设受国家的煤炭和电力产业政策的影响较大。近几年，煤炭价格以及煤炭行业景气度受国内煤炭供给侧政策影响较大。目前，煤炭供给侧改革已经进入尾声，未来若优质产能释放，煤炭价格或将有所下降，进而对公司煤炭业务经营产生不利影响。

（3）安全环保风险

公司在进行煤炭生产时存在发生包括重大瓦斯事故、煤尘与瓦斯爆炸和矿井火灾水灾等多种灾害的可能，电力生产过程中也存在发生各种技术和设备安全事故的风险。年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，未来若公司发生重大安全事故，将对其正常生产经营活动产生较大影响，同时可能造成诉讼、赔偿性支出、处罚以及停产整顿等。此外，近几年环保监管逐步趋严，环保投入的增加将不利于公司的成本控制。

9．未来发展

公司的总体战略目标是：建设具有全球竞争力的世界一流综合能源集团。聚焦煤炭、发电主业，发挥产业协同优势，推动质量变革、效率变革、动力变革，把集团建设成为发展科学、管理先进、科技领先、文化优秀、履责担当、品牌优良的世界一流企业。

未来，公司将全方位推进资产、业务、机构、人员、管理、文化和党建深度融合，确保实现强强联合、优势互补；用改革的办法推进结构调整，严控各类投资，着力做强做优煤炭、新能源、运输等业务；持续加大煤电去产能力度，实现从速度规模型向质量效益型转变。

总体看，产业整合以及从速度规模型向质量效益型转变为公司近期主要任务与未来发展方向。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年审计报告已执行最新的会计准则进行了会计政策变更调整，此外，公司对 2017 年财务报表期末数进行了差错更正以及其他调整，涉及金额相对于公司资产规模较小。本报告中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数。公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。合并范围方面，截至 2018 年底，公司合并范围内二级子公司共 67 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 17,826.41 亿元，负债合计 10,834.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 6,991.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 3,987.58 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 5,422.57 亿元，净利润（含少数股东损益）509.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 233.59 亿元；经营活动现金流量净额为 1,912.00 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -165.99 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 18,263.88 亿元，负债合计 11,059.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7,204.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 4,102.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1,400.17 亿元，净利润（含少数股东损益）144.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 60.70 亿元；经营活动现金流量净额为 309.88 亿元，现金及现金等价物净增加额为 110.59 亿元。

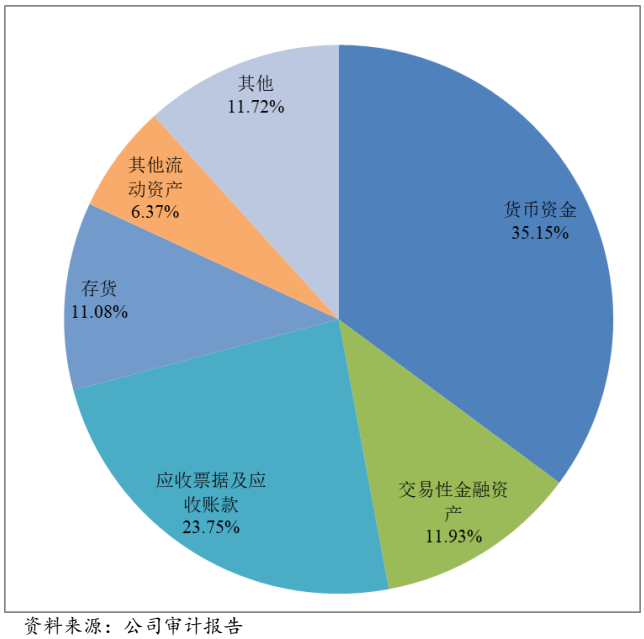
2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 17,826.41 亿元，较年初增长 0.48%；其中，流动资产占 15.86%，非流动资产占 84.14%，资产结构以非流动资产为主，符合公司所在行业特性。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 2,826.49 亿元，较年初增长 5.03%，主要系交易性金融资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 35.15%）、交易性金融资产（占 11.93%）、应收票据及应收账款（占 23.75%）、存货（占 11.08%）和其他流动资产（占 6.37%）构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 993.49 亿元，较年初下降 14.87%。公司货币资金主要由银行存款（占 80.33%）和其他货币资金（占 19.60%）构成；公司存放在境外的款项 30.42 亿元，规模较小；公司受限货币资金 194.71 亿元，占 19.60%，受限比例较低，主要为提取的法定准备金。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产 337.18 亿元，较年初大幅增长 20.69 倍，主要系公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加 324.53 亿元所致。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 671.37 亿元，较年初增长 4.43%。截至 2018 年底，公司应收票据 154.41 亿元，较年初减少 15.18%；主要为银行承兑汇票（占 93.48%）。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 516.97 亿元，较年初增长 12.10%，主要系业务规模扩大尤其是新能源业务规模扩大所致。其中，按照无风险组合计提坏账准备的占 65.85%，此部分应收账款主要系对电网公司的应收款，回收风险小；公司按单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款余额 10.42 亿元（占 3.57%），由于相关债务人存在涉及诉讼或者破产等情况预计部分无法回收，公司对此部分应收账款计提 49.65%的坏账准备，计提较充分。截至 2018 年底，公司按账龄分析法组合计提坏账准备的应收账款余额 41.26 亿元（占 14.13%）；其中账龄在 1 年以内的占 44.80%，其余为 1 年以上，账龄略长。截至 2018 年底，公司共计提坏账准备 15.42 亿元，综合计提比例 5.28%。从集中度看，截至 2018 年底，公司按欠款方归集的期末应收账款余额前 5 名合计金额为 93.32 亿元，占应收账款余额比例 16.65%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 313.04 亿元，较年初下降 7.23%，公司存货账面余额由原材料（占 51.12%）、库存商品（占 31.53%）和半成品及其他（占 17.35%）构成。公司共计提存货跌价准备 41.53 亿元，主要为对原材料计提的跌价准备 31.71 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 180.03 亿元，较年初增长 0.84%；以待抵税费及预缴税费重分类（占 79.76%）为主。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 14,999.91 亿元，较年初小幅下降 0.33%；公司非流动资产主要由固定资产（占 69.29%）、在建工程（9.68%）和无形资产（占 7.83%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 10,393.91 亿元，较年初增长 4.61%。公司固定资产主要由房屋及构筑物（占 29.59%）、机器设备（占 58.69%）和运输设备（占 9.15%）构成；公司固定资产共计提减值准备 481.04 亿元，其中房屋及构筑物计提减值准备 167.04 亿元，机器设备计提减值准备 289.83 亿元；公司累计计提折旧 6,504.88 亿元，其中房屋及建筑物计提折旧 1,203.19 亿元，机器设备计提折旧 4,513.34 亿元，固定资产成新率为 62.57%，成新率较低。

截至 2018 年底，公司在建工程（合计）1,452.27 亿元，较年初减少 30.56%，主要系部分在建工程完工转固所致。公司在建工程主要包括国华爪哇 7 项目 2*1,000MW 新建工程项目、黄大铁路以及神华福建罗源湾储煤一体化发电厂工程等。

截至 2018 年底，公司无形资产 1,173.96 亿元，较年初增长 5.86%；主要为土地使用权（占 31.49%）、采矿权和探矿权（占 22.79%），公司无形资产已累计计提摊销 282.15 亿元。

截至 2018 年底，公司使用受限资产总额 950.07 亿元（占总资产的 5.33%），主要为用于质押的应收账款（373.95 亿元）和用于抵押、融资租赁的固定资产（328.16 亿元），受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 18,263.88 亿元，较上年底增长 2.45%，资产构成较上年底变化不大。

总体看，2018 年，公司在建项目稳步推进；资产保持较大规模，仍以非流动资产为主。固定资产占比大，相关发电设备技术处于较高水平，公司资产受限比例低，资产质量高。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 10,834.92 亿元，较年初下降 1.34%；其中流动负债占 52.85%，非流动负债占 47.15%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 5,726.74 亿元，较年初下降 3.39%；流动负债主要由短期借款（占 32.06%）、应付票据及应付账款（占 21.02%）、其他应付款（占 8.34%）和一年内到期的非流动负债（占 17.10%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 1,836.03 亿元，较年初下降 22.00%。公司短期借款以信用借款（占 95.55%）为主。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 1,203.94 亿元，较年初减少 5.39%，主要由应付账款构成。公司应付账款主要包括电厂建设工程款、电煤原料货款和应付电厂设备款等。截至 2018 年底，公司应付账款 997.02 亿元，较年初下降 6.15%。从账龄看，公司应付账款 1 年以内的占 64.16%，1~2 年的占 16.76%，2~3 年的占 8.46%，3 年以上的占 10.62%。

截至 2018 年底，公司其他应付款 477.50 亿元，主要由保证金、押金、质保金（占 42.34%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 979.38 亿元，较年初增长 75.26%，主要为一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 5,108.18 亿元，较年初增长 1.07%；公司非流动负债主要由长期借款（占 64.42%）和应付债券（占 24.74%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 3,290.51 亿元，较年初增长 7.51%。公司长期借款仍以信用借款为主（占 87.14%）。

截至 2018 年底，公司应付债券 1,263.83 亿元，较年初下降 14.71%，主要系部分债券于 2019 年即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 8,116.38 亿元，较年初下降 0.74%，其中短期债务 3,562.04 亿元，较年初下降 1.99%；长期债务 4,554.34 亿元，较年初增长 0.26%。从债务结构看，截至 2018 年底，公司债务以长期债务为主（占 56.11%）。2017~2018 年，公司资产负债率分别为 61.90%和 60.78%；全部债务资本化比率分别为 54.75%和 53.72%；长期债务资本化比率分别为 40.19%和 39.45%。公司整体债务负担尚属可控。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 11,059.46 亿元，较上年底增长 2.07%，结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债及债务变化不大，债务结构有所优化，债务负担尚属可控。公司大量债务以信用借款为主，公司在金融机构中信用度高，金融机构对公司支持力度大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 6,991.49 亿元，较年初增长 3.44%，其中，归属于母公司的所有者权益占 57.03%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 24.70%、资本公积占 29.48%、盈余公积占 5.38%、未分配利润占 35.61%；公司未分配利润及少数股东权益占比较高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 7,204.42 亿元，较上年底增长 3.05%，构成较上年底变化不大。

总体看，公司资本实力极强，未分配利润及少数股东权益占比较高。

4．盈利能力

2018 年，公司各主要业务板块收入均有不同程度增长，带动公司营业收入同比增长 6.34%；得益于公司常规能源业务板块利润总额的大幅增长，公司利润总额同比增长 12.90%至 735.41 亿元，净利润同比增长 17.34%至 509.11 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用 772.70 亿元，较上年增长 3.43%；其中销售费用占 5.21%、管理费用占 48.80%、研发费用占 2.65%、财务费用占 43.34%，以管理费用和财务费用为主。2018 年，公司销售费用 40.23 亿元，较上年下降 11.12%，主要系运输费用下降所致；公司管理费用 377.04 亿元，较上年下降 3.72%；公司研发费用 20.50 亿元，较上年增长 22.31%，主要系增加投资所致；公司财务费用 334.92 亿元，较上年增长 14.15%，主要系利息支出增加所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 14.65%和 14.25%，公司整体费用控制能力一般。

利润构成方面，2017~2018 年，公司资产减值损失分别为 171.51 亿元和 139.31 亿元，分别占营业利润的 27.67%和 22.47%，其中 2018 年较上年下降 18.77%，主要系计提坏账损失增加所致，公司资产减值损失主要包括商誉减值损失以及固定资产减值损失，每年维持在一定规模，对利润形成一定侵蚀。2017~2018 年，公司投资净收益分别为 65.34 亿元和 70.03 亿元，分别占当期营业利润的 10.54%和 9.05%，其中 2018 年较上年增长 7.18%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益所致。

2017~2018 年，公司营业外收入分别为 68.75 亿元和 25.88 亿元，分别占利润总额的 10.55%和 3.52%，主要为非流动资产处置利得以及政府补助。其中 2018 年较上年下降 62.36%，主要系政府补助下降所致。2017~2018 年，公司其他收益分别为 19.56 亿元和 22.85 亿元，其中 2018 年较上年增长 2.95%，主要为增值税即征即退的政府补助。2017~2018 年，公司营业外支出分别为 37.29 亿元和 64.45 亿元，分别为当期利润总额的 5.72%和 8.76%。其中，2018 年较上年增长 72.81%，主要系国电赤峰化工有限公司停工期间的各项支出 1.87 亿元等其他支出大幅增加所致，公司营业外收入中政府补贴具有可持续性，可为公司盈利能力提供一定补充。

从盈利指标来看，2017~2018 年，公司营业利润率分别为 29.08%和 29.86%；总资本收益率分别

为 6.32%和 5.61%；总资产报酬率分别为 5.36%和 6.01%；净资产收益率分别为 7.28%和 7.40%，公司盈利水平有所提高。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 1,400.17 亿元；实现营业收入 1,386.12 亿元，较上年同期增长 5.69%，主要系发电量增加所致；实现营业利润 202.50 亿元，较上年同期增长 30.54%；实现净利润 144.81 亿元，较上年同期增长 29.10%。

总体看，2018 年，公司盈利水平保持稳定，盈利能力较强。虽然较大规模的管理费用、财务费用及资产减值损失对其利润形成一定侵蚀，但投资收益和政府补助为公司盈利提供一定补充。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 6,561.49 亿元，较上年增长 7.06%，主要系公司主营业务收入增长带动销售商品收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出为 4,649.48 亿元，较上年增长 0.61%。受上述因素影响，2017~2018 年，公司经营活动现金净额分别为 1,507.45 亿元和 1,912.00 亿元。2017~2018 年，公司现金收入比率分别为 112.13%和 114.66%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 939.26 亿元，较上年下降 39.71%，主要系收回投资收到的现金下降所致；公司投资活动现金流出为 1,815.34 亿元，较上年下降 9.24%。受上述因素影响，2017~2018 年，公司投资活动现金净额分别为-442.15 亿元和-876.08 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 5,066.71 亿元，较上年下降 10.62%，主要系取得借款收到的现金下降所致；公司筹资活动现金流出为 6,265.13 亿元，较上年下降 1.26%。受上述因素影响，2017~2018 年，公司筹资活动现金净额分别为-676.47 亿元和-1,198.42 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 309.88 亿元，投资活动现金净流出 63.55 亿元，筹资活动现金净流出 128.45 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动获现能力强，经营活动现金净流入保持较大规模，可以较好的覆盖公司投资活动资金需求，近两年，公司积极响应国家降杠杆的号召，借款规模下降，债务净偿还较多。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 0.45 倍和 0.49 倍，速动比率分别为 0.40 倍和 0.44 倍；公司现金短期债务比分别为 0.55 倍和 0.61 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高；公司经营现金流动负债比率分别为 25.43%和 33.39%。考虑到公司大规模的经营活动现金流入量，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 1,822.12 亿元，较上年增长 7.96%，主要系利润总额大幅增长所致。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 40.36%）、计入财务费用的利息支出（占 18.33%）以及折旧（占 38.72%）构成。2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.21 倍和 0.22 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.74 倍和 4.65 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。考虑到公司很高的盈利水平具有可持续性，公司长期偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度约 13,649.12 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。截至 2018 年底，公司对外担保总额 20.13 亿元，占公司净资产的 0.29%，相对于公司资产规模很小。

总体看，考虑到公司资本实力极强、盈利水平很高、经营活动现金流状况佳、经营稳定性和可持续性强、金融机构对公司支持力度很大等因素，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产达 2,156.46 亿元，约为“19CHNE01”和“19CHNE02”本金合计（50.00 亿元）的 43.13 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 6,991.49 亿元，约为债券本金合计（50.00 亿元）的 139.83 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产可对“19CHNE01”和“19CHNE02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 1,822.12 亿元，约为债券本金合计（50.00 亿元）的 36.44 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 6,561.49 亿元，约为债券本金合计（50.00 亿元）的 131.23 倍，公司经营活动现金流量净额 1,912.00 亿元，约为债券本金合计（50.00 亿元）的 38.24 倍，公司经营活动现金流入量及经营活动现金净流入量对债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油、煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、运营模式、规模经济效应、装备技术水平、安全生产以及环保节能等多方面具备领先优势，联合评级认为，公司对“19CHNE01”和“19CHNE02”的偿还能力极强。

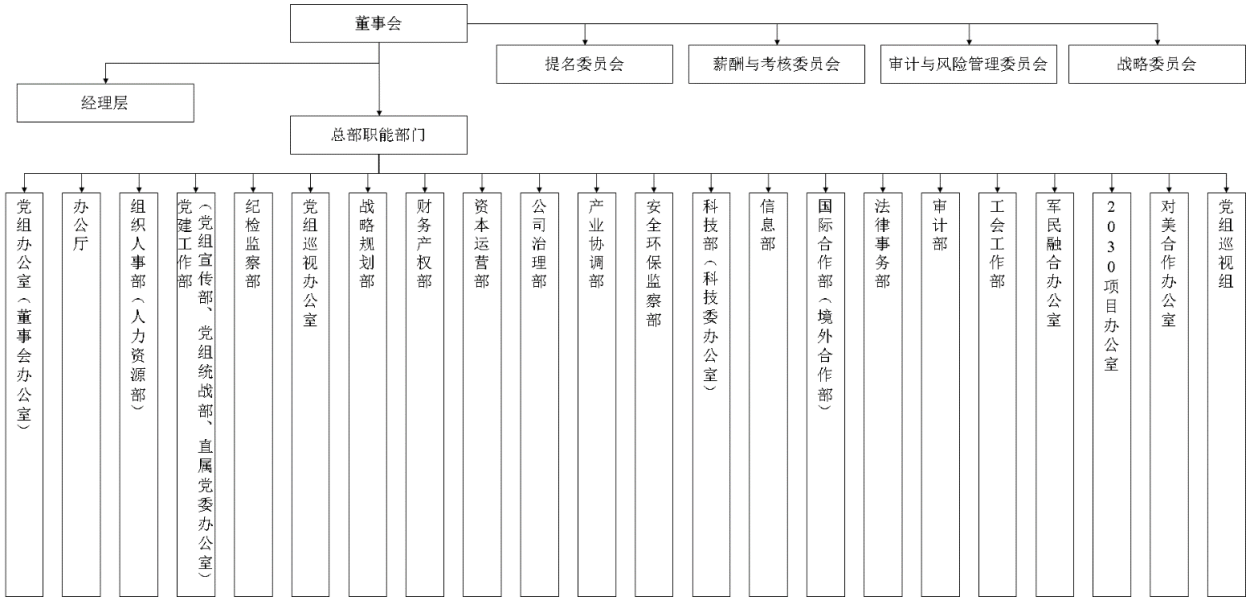
八、综合评价

公司自 2017 年底重组以来，各项业务开展正常。跟踪期内，公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平以及“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式等多方面具备竞争优势。2018 年，公司发电设备利用小时有所提高，收入及利润规模均有所扩大，经营活动净现金流入增加且保持较大规模。同时，联合评级也关注到行业政策变动、安全生产风险等给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链亦将进一步完善，其行业地位将更加稳固。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19CHNE01”和“19CHNE02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　国家能源投资集团有限责任公司
组织结构图



附件 2　国家能源投资集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	17,740.75	17,826.41	18,263.88
所有者权益（亿元）	6,758.98	6,991.49	7,204.42
短期债务（亿元）	3,634.33	3,562.04	--
长期债务（亿元）	4,542.43	4,554.34	--
全部债务（亿元）	8,176.76	8,116.38	--
营业总收入（亿元）	5,099.24	5,422.57	1,400.17
净利润（亿元）	433.86	509.11	144.81
EBITDA（亿元）	1,687.82	1,822.12	--
经营性净现金流（亿元）	1,507.45	1,912.00	309.88
应收账款周转次数（次）	9.82	10.18	--
存货周转次数（次）	10.42	9.89	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.30	0.08
现金收入比率（%）	112.13	114.66	113.27
总资本收益率（%）	6.38	5.65	--
总资产报酬率（%）	6.90	6.01	--
净资产收益率（%）	7.28	7.40	2.04
营业利润率（%）	29.08	29.86	29.58
费用收入比（%）	14.65	14.25	13.41
资产负债率（%）	61.90	60.78	60.55
全部债务资本化比率（%）	54.10	53.72	--
长期债务资本化比率（%）	40.19	39.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.65	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.22	--
流动比率（倍）	0.45	0.49	0.58
速动比率（倍）	0.40	0.44	0.53
现金短期债务比（倍）	0.59	0.61	--
经营现金流动负债比率（%）	25.43	33.39	5.89
EBITDA/待偿本金合计（倍）	33.76	36.44	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；4、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。