

信用等级公告

联合〔2020〕1054号

联合资信评估有限公司通过对国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的国家能源投资集团有限责任公司2020年度第一期中期票据进行综合分析和评估,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,国家能源投资集团有限责任公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告



国家能源投资集团有限责任公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：30 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还公司到期债务及补充下属子公司在经营过程中的营运资金需求

评级时间：2020 年 4 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
			资本结构	1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对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”）的评级，反映了公司作为全球最大的煤炭生产企业、火力发电企业、风力发电企业和煤制油煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效益、装备技术水平、管理水平等多方面具备显著优势，尤其是“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式显著增强了公司经营业绩的稳定性。公司资本实力极强，盈利水平很高，经营现金流状况佳。同时，联合资信也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动以及投资支出规模较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力极强。

未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链将进一步完善，其行业地位将更加稳固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 产业协同优势显著。**公司已形成“煤-电-路-港-航”一体化运作模式，产业协同效应明显，在保障公司采购及销售运力的同时，有助于公司控制存货规模、减少资金占用；此外，公司一体化运营模式使得公司经营业绩具备很强的稳定性。
- 煤炭资源禀赋及规模优势明显。**公司作为全球最大的煤炭生产企业，拥有的煤炭资源储备很大。公司煤质优良（低硫、低磷、高发热量），且具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤矿瓦斯含量低等特点，有利于大规模、机械化开采方法的进行，降低开采成本、提高开采效率。
- 电力装机规模大，机组运行效率良好。**公司作为全球最大的火力发电企业和全球最大的风力发电企业，可控装机容量处于行业领先地位；公司电源结构合理，大装机容量机组占比高，具有很强的规模优势和技术优势，有利于单位煤耗的降低以及发电成本的控制。

分析师：牛文婧 李 晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

4. **公司财务状况良好，偿债能力极强。**公司资本实力极强，盈利水平很高，经营活动现金流状况佳，融资渠道畅通，相关因素可对公司债务的偿付形成强有力的支持。

关注

1. **行业受经济周期波动影响大，相关产业政策易对行业整体盈利水平产生一定的不利影响。**煤炭和电力行业受宏观经济周期波动影响大；近年来，煤炭价格的波动、环保投入增加以及电改政策的推进等因素易对电力行业盈利水平产生不利影响。
2. **公司投资支出规模较大。**煤炭和电力行业是资金密集型行业，项目建设具有投资规模大、建设周期长的特点。近年来，公司保持较大规模的投资支出，存在一定对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	922.69	1364.66	1485.08	1387.52
资产总额（亿元）	17740.62	17740.75	17826.41	17625.61
所有者权益（亿元）	6601.92	6758.98	6991.49	7087.49
短期债务（亿元）	3771.17	3369.85	3175.56	2822.37
长期债务（亿元）	4521.32	4629.36	4643.61	5038.52
全部债务（亿元）	8292.49	7999.20	7819.17	7860.89
营业收入（亿元）	4236.79	5099.24	5422.57	4092.53
利润总额（亿元）	489.79	651.40	735.41	616.45
EBITDA（亿元）	1501.23	1687.82	1822.12	--
经营性净现金流（亿元）	1707.08	1507.45	1912.00	1005.71
营业利润率（%）	28.79	29.08	29.86	29.35
净资产收益率（%）	5.09	6.42	7.28	--
资产负债率（%）	62.79	61.90	60.78	59.79
全部债务资本化比率（%）	55.68	54.20	52.79	52.59
流动比率（%）	40.60	45.40	49.36	65.59
经营现金流动负债比（%）	27.29	25.43	33.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.33	4.74	4.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.52	4.74	4.29	--

公司本部（母公司）口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	4138.78	4086.97	4163.71	4207.90
所有者权益（亿元）	1704.82	1972.80	1967.12	1927.47
全部债务（亿元）	1961.76	1917.18	2063.16	2028.99
营业收入（亿元）	1.32	0.34	0.30	0.22
利润总额（亿元）	108.26	341.89	88.01	89.28
资产负债率（%）	58.78	51.73	52.76	54.19
全部债务资本化比率（%）	53.50	49.29	51.19	51.28
流动比率（%）	49.45	45.41	40.65	69.63
经营现金流动负债比（%）	4138.78	4086.97	4163.71	--

注：1. 公司 2019 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 公司 2017 年合并及母公司财务报表是在假设原神华集团有限责任公司和原中国国电集团有限公司合并完成的基础上进行编制，并按照同一控制下企业合并原则编制合并财务报表；3. 公司 2017 年财务数据采用 2018 年财务报表期初数，2016 年财务数据采用 2017 年财务报表期初数；4. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务核算；5. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/12/30	牛文婧、李晨	联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法（V3.0.201907） ； 联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

国家能源投资集团有限责任公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

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，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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》（国资改发〔2017〕146 号）批准，原国电集团和原神华集团实施联合重组，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 394.10 亿元变更为 1020.95 亿元，并已完成工商登记变更。

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为 1020.95 亿元，实收资本 984.89 亿元，国务院国资委持有 100% 的股权，为公司实际控制人。

公司主要经营国务院授权范围内的国有资产，拥有煤炭、火电、新能源、交通运输、煤化工、产业科技、节能环保、产业金融八大业务板块。公司在聚焦煤炭、发电两大主业同时，发挥煤化工、交通运输、科技环保、产业金融等业务协同效应，具备一体化经营优势。

截至 2019 年 9 月底，公司内设党组办公室（董事会办公室）、办公厅、战略规划部、财务产权部、资本运营部等共 22 个职能部门（见附件 1-2）。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 17826.41 亿元，所有者权益合计 6991.49 亿元（含少数股东权益 3003.91 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 5422.57 亿元，利润总额 735.41 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 17625.61 亿元，所有者权益合计 7087.49 亿元（含少数股东权益 2963.39 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 4092.53 亿元，利润总额 616.45 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、本期中期票据概况

公司于 2020 年 4 月取得 TDFI 发行资质（中市协注〔2020〕TDFI8 号）。本次计划发行国家能源投资集团有限责任公司 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 30 亿元，发行期限为 3 年，募集资金将用于偿还公司到期债务及补充下属子公司在经营过程中的营运资金需求。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，中国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度GDP同比增长6.5%，第二季度同比增长6.3%，第三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表1 2017—2019年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	78.7	84.0	89.2
GDP增速（%）	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6
CPI增幅（%）	1.6	2.1	2.9
PPI增幅（%）	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率（%）	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况。2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价。3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民

间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年

回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019 年全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标 2 万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中 1 月和 9 月全面下调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点，释放长期流动性约 2.3 万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了 10 多年来新的降息进程，实现一年期 LPR 报价下调 11 个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累 2020 年经济增长。在空前疫情影响下，2020 年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了中国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累 2020 年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度 CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使 PPI 的继续回升受阻。PPI 再次回落加重制造业及服务行业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在 2 月初再一次提前下达 2020 年新增地方债券限额 8480 亿元（其中一般债券限额 5580 亿元、专项债券限额 2900 亿元），合计提前下达 2020 年新增地方债券限额 18480 亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2 月 14 日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利

率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的 50% 给予贴息。2 月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

四、行业分析

公司主营业务收入主要来自电力业务板块和煤炭业务板块，电力行业和煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。

中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

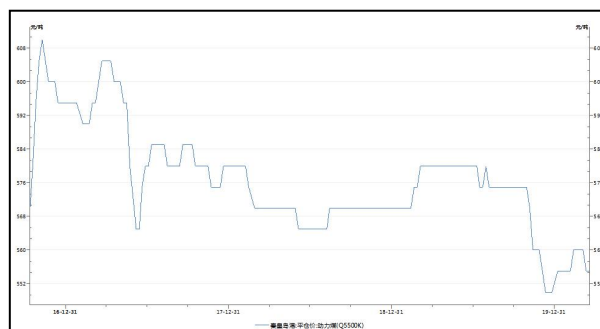
煤炭价格

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年开始复苏。截至 2016 年 11 月 9 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值 610 元/吨。2017 年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）

平仓价在 560 元/吨至 600 元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图1 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价

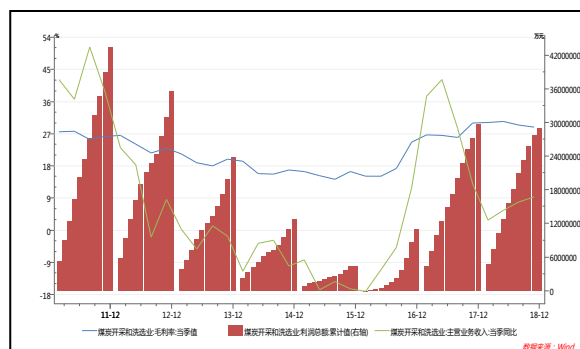


资料来源：Wind

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019 年以来煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019 年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故 66 起，共造成 103 人死亡。2019 年 7 月以来，四川、贵州、河北等地接连发生 3 起较大瓦斯爆炸事故及 1 起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总

量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策步入新阶段

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。未来，煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置，稳固去产能成果，提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设，持续提升供给体系质量，增强能源保障能力。

总体看，随着去产能目标的提前完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩以及局部突发安全事故对煤炭供给和煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018年1月5日，国家发改委、

财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，既有国际能源消费格局或将打破，石油价

格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，煤炭行业将

愈发趋于稳定。

（二）电力行业

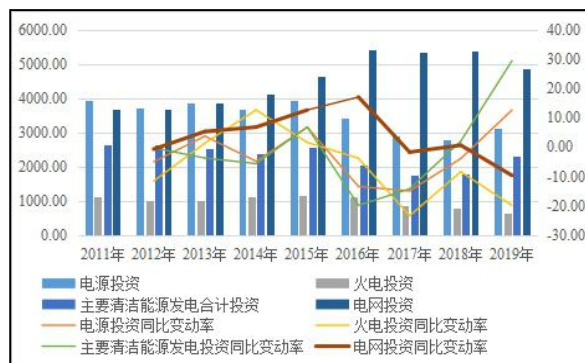
1. 行业概况

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联统计数据¹，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。

图3 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

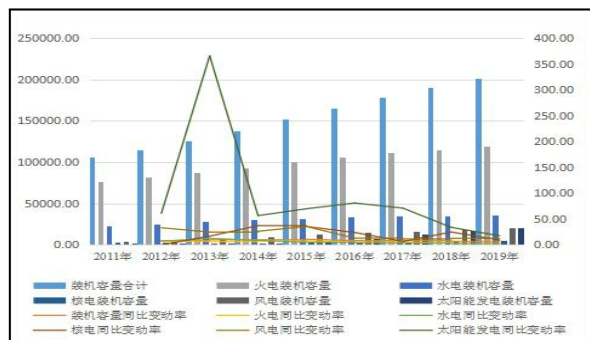
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快

¹ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。

图4 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)

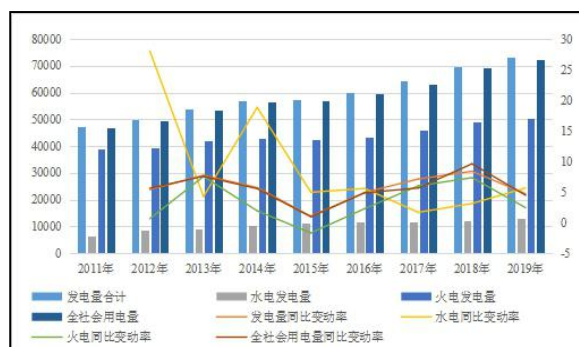


资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。

图5 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2019年，中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。

2. 行业关注及政策调整

煤炭价格持续高位盘整加剧火电企业经营压力；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输电建设的推进，限电问题得以改善。

（1）煤炭价格

煤炭价格见上文“煤炭行业”部分。

（2）上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018

年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，现行燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019年10月21日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》将于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，

并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，煤炭成本持续高位盘整，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步压缩煤电企业利润水平。

（3）可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日，国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为15亿元。其中，5亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目）按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组

并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

（4）限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。

3. 行业展望

根据中电联发布《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》，未来电力行业建设将主要围绕以下三方面展开：

（1）多措并举，提升电力高质量可持续保供能力。包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发

展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）协调发展，提高电力资源配置效率。

包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）政策引导，促进电力高效利用。

包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本为 1020.95 亿元，实收资本 984.89 亿元，国务院国资委持有公司 100% 的股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司作为全球最大的煤炭企业和电力企业，煤炭资源储备很大，且煤炭开采条件较好，有利于公司保持很高的行业地位；公司电力板块装机及单机规模大，规模效应明显，电源结构合理，规模优势显著、市场地位高。

公司拥有煤炭、火电、新能源、交通运输、煤化工、产业科技、节能环保、产业金融八大产业板块，是全球最大的煤炭生产企业、火力发电企业、风力发电企业和煤制油煤化工企业。公司系中央直管国有重要骨干企业、国有资本

投资公司改革试点企业，2019 年世界 500 强排名第 107 位。

煤炭板块，公司目前拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、神华宁煤、神华新疆能源等主要矿区。其中，原神东矿区是国内首个亿吨级现代化大型煤炭生产基地，拥有补连塔、大柳塔、榆家梁、上湾、哈拉沟、康家滩 6 个千万吨级矿井；准格尔矿区的黑岱沟矿是中国最大的露天煤矿。公司煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤层瓦斯含量低等特点，有利于大规模、机械化开采方法的进行，使得公司具有较高的资源利用效率、较高的安全性以及较低的开采成本。公司煤炭资源具有低硫、低灰、低磷和高发热量的特征，在环保趋严的背景下，具备较大环保优势。截至 2018 年底，公司拥有煤矿 90 处，核定产能达到 5.6 亿吨，占全国总产能的 13%，采掘机械化率达到 100%。2018 年，公司完成煤炭产量 5.1 亿吨，销量 6.8 亿吨，产量达到千万吨级及以上的煤矿 19 个。

电力板块，截至 2018 年底，公司电力总装机容量达 2.39 亿千瓦。其中，火电装机容量 1.80 亿千瓦（占全国火电总装机的 15.8%），60 万千瓦及以上机组占 60.6%；公司风电装机容量 3829 万千瓦，居世界第一，运营主体龙源电力集团股份有限公司（以下简称“龙源电力”）是全国大型风力发电集团之一，龙源电力在全国拥有 300 多个风电场，以及光伏、生物质、潮汐和火电等项目，业务分布于中国 31 个省市区和加拿大、南非等国家；公司水电装机容量 1867 万千瓦；太阳能及其他装机容量为 140 万千瓦。

煤化工板块，截至 2018 年底，公司生产运营煤制油化工项目 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。公司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。

3. 交通运输

公司强大的运输能力为煤炭的销售以及电厂的原材料供应提供了有力的支持和保障，且能减少存货对资金的占用，产业协同效应明显。

公司是国内唯一拥有集铁路、港口、航运的大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，其运营主体为中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）。铁路运输方面，公司目前拥有包神、大准、神朔、朔黄、黄万、甘泉、巴准以及准池共 8 条铁路线，拥有自营铁路 2155 公里，2018 年铁路货运量共计 4.6 亿吨，同比增长 6.4%。港口运输方面，目前公司拥有黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头，其中黄骅港主要连接朔黄线，黄骅港吞吐能力突破 2 亿吨/年，全面实现了无人堆取料作业，是中国首个实现堆场无人化的煤炭港口；神华天津煤码头主要连接黄万线，吞吐量约 0.45 亿吨/年；公司自有港口优势保证了公司在沿海动力煤市场一直占有较高的份额。公司强大的运输能力在保证原材料及时供应的同时，使得公司电厂可以保持较低的燃料库存，减少资金的占用。

未来，随着原神华集团与原国电集团业务的进一步整合，公司业务之间协同效应将进一步显现，有利于公司更好地发挥规模优势。

4. 设备及技术水平

公司作为行业技术标准的制定者及领航者，采煤工艺、装备效率均达到了煤炭绿色开采国际领先水平，为公司安全、高效率生产奠定了坚实的基础；公司电力生产在信息化和智能化方面均达到世界先进水平。

煤炭板块方面，公司先后完成智慧矿山规划，业务流程标准化，工作面智能生产技术、

大型煤矿智能生产控制系统、矿井群智能生产管理系统等关键技术研究，一体化平台研发等工作，并在神东矿区成功建成世界首套 8.8 米超大采高智能工作面、国内首个数字矿山示范矿井和世界首座智能煤矿地面集中控制中心。智慧矿山研究所取得的成果获国家科技进步二等奖，在全国 30 多座煤矿推广，核心内容被国家煤矿安全规程（修订）采纳，制定国家标准 1 项、行业标准 2 项，在煤矿安全生产、减人增效、节能环保、业务变革等方面都发挥了显著作用。2017—2018 年，公司百万吨死亡率分别为 0.0098 和 0.023，远低于全国同行业平均水平。

公司凭借独创的煤矿地下水库、矿区地表生态修复和智能矿山等多种重大科技成果，在神东矿区实现采煤不见煤，植被覆盖率从开发初期的 3%—11% 增加到目前的 70% 以上，建成了 35 座煤矿地下水库，储水总量相当于两个西湖水体容量，达到为 3100 万立方米，最大程度地保护环境和水资源，采煤工艺、装备效率均达到了世界公认的煤炭绿色开采国际领先水平。

电力板块方面，截至 2018 年底，公司煤电机组 100% 实现脱硫、脱硝，343 台机组实现超低排放，占现役煤电机组容量的 91%，东部地区全部实现超低排放。公司下属泰州电厂百万千瓦二次再热超超临界机组指标全球最优。公司在国际上首创了 60 万千瓦超临界循环流化床发电技术，大幅提高劣质煤燃烧效率，降低了污染排放。

在陕西富平，公司建设的富平综合能源供应中心，改变了电厂只生产电的历史，实现了“电、汽、冷、热、水”五联供，在消费终端全面替代散煤、天然气和石油等传统能源的使用，探索与尝试构建智慧城市能源供应体系，形成了中国煤炭利用的“富平模式”。

科研方面，截至 2018 年底，公司拥有包括 3 个国家重点实验室在内的 12 个国家级研发平台，4 个直属科研机构，全年科技支出达 72.5

亿元。科研人才方面，公司成立了科技委员会，筹备战略科学家与战略经济学专家咨询委员会，聘任 13 位院士，7 位院士担任首席科学家；持续深化“首席师”制度，集团公司级“首席师”35 人，在岗享受政府特殊津贴人员 62 人，中华技能大奖获得者 5 人，全国技术能手 52 人，形成了梯队合理、覆盖全面、适应发展的科技人才队伍。2018 年，公司全力推进科技创新 2030—“煤炭清洁高效利用”重大项目，牵头在研国家科技项目 28 个，获得授权专利 1513 件，其中发明专利 324 件；获得国家和省部级科技奖励 92 项，获奖数量位居央企前列；获得中国专利金奖 1 项，优秀奖 2 项。

公司制定并发布电力业务信息化规划、智能发电建设指导意见，以“安全、高效、绿色、智能”为理念，设计集团智能发电的愿景、蓝图、建设内容及实施路线，为智能电力建设提供方向性指引，并在泰州电厂、聊城电厂、东胜电厂、龙源电力等全面推开智能发电建设，建成世界首台百万千瓦超超临界二次再热煤电机组，指标全球最优，引领世界高效燃煤发电技术进步。公司率先建成国内智能化程度最高、用人最少、近零排放的智能生态电厂——北京燃气热电智慧电厂示范工程，实现“一控三中心、30 人”的运营模式，按岗位定制智能工作平台，实现一键启停、无人值守、全员值班、一体化集成、三维展示、智能巡检等关键应用，获得中国电力科技进步一等奖。

5. 安全生产及环保节能

公司安全设施配备较为完善，安全制度及措施执行情况良好，为公司正常的生产经营提供保障。

安全生产方面，公司不断完善安全应急管理机制，健全应急管理体系，加强应急队伍建设。截至 2018 年底，公司共有各类专职救援队伍 83 支，专职救援人员 2261 人，神东救护队 2018 年成功申报成为国家级应急救援队；在煤炭行业矿上救援队标准化验收中，神东煤炭、

宁夏煤业、平庄煤业、乌海能源、大雁公司等 5 支救援队获评特级。公司 14 个煤矿安全生产 10 周年以上，63 家煤矿、运输板块安全生产周期超过 1000 天。公司下属 61 个电厂实现零非停。在 2016 年火电机组可靠性和能效对标竞赛中，公司 16 台机组荣获可靠性优胜机组，供电煤耗同比降低 2.8 克/千瓦时。公司铁路、港口、航运业务全部实现“零死亡”安全目标。

从环保看，公司响应国家生态文明建设，始终围绕发电主业，培育并建成了高新科技环保企业集群，掌握了节能减排、综合污染治理、智能化系统等 20 多项核心技术，承担国家科技支撑计划、863 计划等国家级科研项目（课题）28 项，超低排放、火电 DCS 低风速风机、矿井水保护利用、燃煤细颗粒物及前体物治理、烟气湿法脱硫、海水脱硫、锅炉燃烧降氮、烟气脱硝等十项重大关键技术国际领先。2018 年，公司二氧化硫、氮氧化物排放量同比分别下降 26% 和 11%。所属燃煤机组全部实现烟气排放达标。2018 年，公司去产能完成 5 处煤矿、共 340 万吨，移交国资委资产管理平台 6 处煤矿、产能 240 万吨，关停煤电机组 349 万千瓦。截至 2018 年底，公司煤电机组已完全实现脱硫、脱硝，343 台机组实现超低排放，占现役煤电机组容量的 91%，东部地区全部实现超低排放。

6. 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业从业经验，在职员工文化素质较高，能够满足公司生产经营所需。

截至 2019 年底，公司共有董事及高级管理人员 14 人。

公司董事长、党组书记王祥喜先生，1962 年 8 月生，汉族，工程硕士，高级工程师，中共党员。王祥喜先生历任湖北省松宜矿务局第一副局长、党委委员；湖北省煤炭工业厅副厅长、党组成员；湖北省煤炭行业管理办公室主任、党组书记；湖北省经济贸易委员会副主任、

党组成员；湖北省质量技术监督局局长、党组书记；湖北省荆州市委副书记、市长；湖北省随州市委书记、市人大常委会主任、党组书记；湖北省委常委，湖北省政学历占府秘书长、党组成员，省政府办公厅党组书记、主任；湖北省委常委、省政法委书记等职务；自 2019 年 3 月起任国家能源集团党组书记、董事长。

截至 2018 年底，公司在职员工为 304166 人。其中，研究生及以上 3.35%，本科学历占 32.14%，大专学历占 26.19%，中专及以下学历占 38.32%。

六、管理分析

1. 治理结构

公司法人治理结构健全，决策监督机制有效运行。

公司按照《公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》（以下简称《条例》）等法律法规以及现代企业制度要求，制订了《国家能源投资集团有限责任公司章程》。国务院国资委依照《公司法》《条例》等法律、法规对公司行使决定公司的经营方针，管理投资方向和投资规模，委派和更换非由职工代表担任的董事，决定董事的报酬等权利。

公司设董事会。董事每届任期不超过 3 年，由国资委委派或更换；董事任期届满，经国资委委派可以连任。董事会设董事长 1 人，可视需要设副董事长 1 名，董事长为公司法定代表人，对外代表公司，行使确定董事会会议议题、召集和主持董事会会议、检查董事会决议的实施情况等职权。董事会依法行使决定公司的发展战略和中长期发展规划，并对其实施进行监控；决定公司的经营计划、投融资计划；决定公司的年度经营目标；制订公司的年度财务预算方案、决算方案，批准公司年度财务报告等职权。

国资委代表国务院向公司派出监事会，对公司国有资产保值增值状况实施监督。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；设副总经理若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。总经理依法行使主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司财务预算、决算方案，利润分配和弥补亏损方案等职权。

2. 管理体制

公司内控制度完善，管理水平高。

公司建立了现代企业制度，明确了党组、董事会和经营层职责定位，确立了党组在公司治理中的法定地位，完善“三重一大”制度。在会计核算、预算管理、资金管理、担保管理以及投资管理等方面建立了相关制度。

会计核算管理方面，公司制定了《会计制度》《资金集中会计核算办法（试行）》《会计基础工作规范化管理暂行办法》《基本建设项目会计核算办法（试行）》等，规范公司会计基础及核算、资金集中管理的会计核算和财务信息化、基建财务信息记录与收集等工作，强化对财务基础工作检查监督，为提高报表的及时性、财务分析质量奠定基础。

预算管理方面，公司年度预算编制的内容包括经营预算、资本预算和财务预算三个部分，采用“两上两下，上下结合”模式，按照“分级编制，逐级汇总，对口审核，统一协调”的程序进行编制。公司制定《全面预算管理办法》，以各子（分）公司历史经营情况为基础，依靠信息化平台，分板块、分单位建立预算模型，以模型为基础，根据目标年度经营条件变化确定预算值。同时，将预算目标分成不同档次，辅之以不同的奖励政策与考核办法，以更好发挥预算管理在战略实施、执行监控及考核评价中的作用。各子（分）公司在预算执行过程中实行“月分析、月报告”，公司按年度考评预算，公司预算委员会统一组织年度预算考核工作。

资金管理方面，公司采用资金集中统一管

理体制，各子公司的资本金管理、账户管理、资金预算、资金收支、债务融资等行为均由国家能源集团集中统一管理。财务部是公司的资金运作中心，通过明确公司本部及各子公司在资金管理方面的职能和责任，对公司及其出资设立的全资、控股公司的对外投资等行为实行集中管理，对资金收支实行预算管理和授权控制。各子公司在授权范围内享有资金支配权及对外投资权。国家能源集团对各子公司的收入和支出采用两个不同账户的资金管理模式，对各子公司的资金收支实行预算管理和专项审批相结合的控制手段。

担保管理方面，公司担保业务实行集中管理，未经国家能源集团批准，各子公司不得自行对外提供担保。公司对各子公司提供担保必须严格审查被担保方的偿债能力和信用程度，明确担保标准、条件、责任，防范潜在风险，避免或减少可能发生的损失。担保方式原则上采用一般保证。各子公司原则上不得相互提供担保，不得对下属单位提供担保，确需担保的，要报经国家能源集团批准。

投资管理方面，公司编制了《国家能源集团公司投资管理办法（试行）》，明确项目管控模式、投资决策机构的权限、项目审批阶段和审批流程、专家委员会的设置、投资项目收益标准、风险管理、后评价管理、背书及责任追究等主要内容，公司根据战略规划选择投资项目，投资前委托技术经济研究院等咨询机构分别对项目进行技术分析、市场调研、经济效益的评价等工作，履行项目决策审批的流程，重视风险审核，投资后定期开展投资效益分析，适时开展项目后评价工作。

风险控制方面，公司设立了负责全面风险管理的职能部门和处室，通过实施《全面风险管理暂行规定》，确立了投资风险、健康安全环保风险、国际化经营风险、资金管理风险、竞争与价格风险、内部整合和协同风险、工程管理风险、法律诉讼风险、金融业务风险、物资与采购风险等十大风险，并根据相关职能部

门定位分解落实了十大风险管控任务，认真履行风险管控职责，细化风险应对措施，保障各项业务正常运转。

七、经营分析

1. 经营现状

原神华集团与原国电集团完成重组后，公司主营业务以煤炭和电力为主，主营业务突出，业务协同效应良好；2018年公司收入稳步增长，盈利水平较为稳定。

2017年，原神华集团与原国电集团实现重组，重组后公司主营业务以煤炭和电力的生产及销售为主，同时发挥煤化工、交通运输、科技环保、产业金融等业务协同效应。2017—2018年，公司分别实现营业总收入 5099.24 亿元和 5422.57 亿元。

从收入构成看，公司各业务占比同比变动不大。具体看，2018年，公司煤炭业务收入同比增长 8.00%至 2624.00 亿元，主要系煤炭销量增长所致；得益于发电量的增长，公司火电收入同比增长 4.38%至 2734.05 亿元；公司响应国家政策导向，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步增长，2018年收入同比增长 5.70%至 514.70 亿元；受益于环保趋严以及去落后产能等政策，煤化工产品价格大幅上涨，带动煤化工收入大幅增长 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。

表 2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	2429.59	35.61	32.74	2624.00	35.84	29.13
火电	2619.29	38.39	9.94	2734.05	37.34	12.41
新能源	319.42	4.68	49.23	375.14	5.12	50.42
交通运输	486.96	7.14	56.60	514.70	7.03	54.08
煤化工	398.90	5.85	18.75	517.12	7.06	25.35

产业金融	78.42	1.15	55.27	92.12	1.26	52.30
产业科技	167.23	2.45	23.99	160.29	2.19	23.03
其他	322.68	4.73	11.74	304.64	4.16	12.66
小计	6822.49	100.00	24.69	7322.07	100.00	24.94
内部抵销	-1723.25	--	--	-1899.50	--	--
合计	5099.24	--	32.01	5422.57	--	33.04

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2017—2018 年公司综合毛利率分别为 32.01%和 33.04%，较为稳定。分业务情况看，2018 年公司煤炭业务毛利率小幅下降至 29.13%；得益于火电标杆电价上调以及公司发电量的增长，2018 年火电业务毛利率上升至 12.41%；2018 年公司新能源业务毛利率为 50.42%，同比变化不大；2018 年公司交通运输业务毛利率有所下降，主要系运输价格下降所致；2018 年受益于煤化工价格大幅上涨影响，公司煤化工业务毛利率上升至 25.35%；公司产业金融业务、产业科技业务及其他业务毛利率均有所波动。

2019 年 1—9 月，公司实现营业总收入 4092.53 亿元，同比增长 3.38%；实现利润总额 616.45 亿元，同比增长 0.91%。

2. 煤炭板块

(1) 煤炭资源

公司煤炭储量及产能规模居国际前列，目前公司已形成几大主要生产矿区，区域分布较为集中，有利于煤炭统一协调调配，保证煤炭销售的稳定性，同时能够充分利用公司运力优势。

公司是目前全球最大的煤炭生产企业，已经形成以神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区和宁煤集团、新疆能源以及平庄能源等主要矿区和矿井群的煤炭生产布局。其中，神东矿区是中国最大的井工煤矿开采地，是世界首个 2 亿吨级现代化大型煤炭生产基地，其产出的商品煤发热量在 5200~5800 千卡/千克之间，硫分在 0.2%~0.5%之间，灰分在 5~15%，具有低硫、低磷、高热量的特点。神东矿区拥有补连塔、

大柳塔、榆家梁、上湾、哈拉沟等千万吨级矿井，补连塔煤矿是世界最大的单井煤矿。准格尔矿区地处晋、陕、蒙交界处，煤质具有特低硫、低磷、高灰熔点、高发热量、高挥发分的天然条件，最适宜作动力电煤和化工燃料，以低污染而闻名，被誉为“绿色环保煤炭”，不仅在东北、华北、华东和东南沿海地区有较大的市场份额，还由于含硫量不足 1%，在严格限制燃料硫含量的上海、福建、厦门等城市也获得用户认可。公司准格尔矿区的黑岱沟矿是中国最大的露天煤矿。

从煤炭区域分布看，公司煤炭资源主要集中在几大矿区，主要分布在中国神华以包神、神朔、朔黄为主线，以准池、大准为联络线的运输网络上，相关运输资源运力充沛，可满足公司煤、电等相关业务对于煤炭的统一调拨要求，并保证煤炭销售的稳定性。

表 3 截至 2018 年底公司主要煤炭产区储量情况

(单位：亿吨)

矿名	主要煤种	保有资源量(中国标准)	保有可采储量(中国标准)	煤炭可售储量(JORC 标准)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	160.3	92.3	47.8
准格尔矿区	长焰煤	39.0	31.2	20.7
胜利矿区	褐煤	20.3	13.8	2.1
宝日希勒矿区	褐煤	13.9	11.8	12.0
包头矿区	不粘煤	0.5	0.4	0.0
新街矿区	--	64.2	--	--
合计	--	298.2	149.5	82.6

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要矿区在中国标准下的保有资源量为 298.2 亿吨，保有可采储量为 149.5 亿吨，JORC 标准下的煤炭可售储量为 82.6 亿吨。

(2) 煤炭产销

公司煤炭资源具备良好的开采条件，有利于进行大规模、机械化的开采，从而提高公司生产效率、降低生产成本和维持安全生产状况；公司煤炭产品产能规模大，有利于与下游

大型发电集团保持稳定的业务关系。

截至 2018 年底，公司拥有煤矿 90 处，核定产能达到 5.6 亿吨，占全国总产能的 13%。2016—2018 年，公司煤炭产量逐年小幅增长，年均复合增长 2.59%。此外，由于公司拥有完善的运销网络，公司亦从外部采购部分煤炭来满足公司铁路等的运量，从销售量看，公司煤炭销量亦逐年增长。

表 4 2016—2018 年公司煤炭产销情况

(单位: 亿吨)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
煤炭产量	4.9	5.1	5.1
煤炭销量	5.9	6.6	6.8

注：公司煤炭销量包括自产原煤及外购煤
资料来源：公司提供

由于公司大部分煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层厚、地质构造简单、地表状况稳定以及瓦斯含量低等优点，有利于大规模、机械化开采方法的进行，使得公司具备较高的资源利用效率、较高的安全性和较低的开采成本；截至 2018 年底，公司采掘机械化率达到 100%。2017—2018 年，公司百万吨死亡率分别为 0.0098 和 0.023，远低于全国同行业平均水平。2016—2018 年，公司未发生重大安全事故。

销售方面，公司煤炭销售主体主要包括中国神华、宁夏煤业集团有限责任公司（以下简称“神华宁煤”）以及神华新疆能源有限责任公司（以下简称“神华新疆公司”）等下属公司，公司作为国内最大的煤炭供应商，与国内很多大型电力企业保持了良好的合作关系。煤炭销售以长期重点合同煤为主，重点合同煤价格以每年的重点煤炭产运需衔接会上供需双方谈判结果为基准，原则上年内不调价；而公司现货销售价格则随市场价格波动；下水煤价格以秦皇岛港的煤炭价格为参考按月度调整；出口价格通常在每年的二季度确定，参考日澳煤炭贸易谈判结果，原则上每年调整一次。

(3) 煤炭运输

公司目前已形成完善、安全稳定以及高效率的运输网络，很大程度上保障了煤炭销售的稳定性；同时减少了燃料对电厂的资金占用，有利于提高公司经营效率，增强整体盈利能力。

煤炭运输方面，公司目前已经形成了“铁路—港口—航运”为一体的运输网络，主要由中国神华负责运营。2018 年，公司实现铁路货运量 4.6 亿吨，两港装船量 2.5 亿吨，航运量 1.5 亿吨。

铁路运输方面，截至 2018 年底，公司拥有 2155 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，可以将煤炭运输到港口销售给内地以及其他国家和地区，缓解了中国其他煤炭公司普遍存在的运输瓶颈问题。此外，公司还拥有矿区自备铁路、参股铁路等。

在铁路运输技术方面，公司研发了重载铁路 LTE 网络系统、应用系统、终端等成套设备，全球首次实现基于 LTE 技术的重载铁路应用业务。创新应用基于 LTE 的第四代移动通信技术，为 2 万吨列车安全、稳定、可视化视频调度提供了无线宽带通信平台；通过铁路集中调度信息系统建设，数据价值被充分挖掘，实现了行车路线自动调度、列车信号自动化同步、列车运行状态实时监控、动态燃料补给、列车故障自动修复、轨道自动切换，有力保障了重载铁路安全稳定运行。

港口及水运方面，公司拥有黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头共 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。凭借着公司铁路和航运的力量，三大港口成为公司海陆运输的重要交接点，是公司煤炭销往国内沿海市场和海外市场的主要中转海港，其中黄骅港是中国重要的煤炭下水港。

公司在黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头等单台堆料机、取料机自动化控制系统的基础

上,创新融合差分 GPS 定位技术、三维激光扫描成像技术和单机动作自动控制技术,建立统一坐标,实现全场料堆三维模型的共享与融合,有效减少生产作业辅助时间,减少人工干预控制过程,提升了全自动作业水平,提高了自动化生产作业效率。

公司强大的运输网络给公司煤炭销售提供了极大的便利,很大程度上缓解了煤炭的运输瓶颈问题,方便与稳定了公司与主要大型电厂客户的合作,保证了煤炭销售的稳定性;同时,完善的运输网络使得电厂能够保持较低的燃料库存,减少燃料对资金的占用,提高公司存货的周转速度,进而增强公司的盈利能力。

3. 电力板块

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和降低发电成本。

(1) 装机规模

公司电力板块装机规模很大,且大装机容量机组以及超(超)临界机组占比高,有利于单位煤耗的降低,降低公司发电成本;公司拥有全球最大的风电运营企业,规模优势显著;公司水电板块智慧管理模式效果显著。

截至 2018 年底,公司总装机容量为 23857 万千瓦。其中,火电装机容量 18021 万千瓦,占比为 75.54%,装机 500 万千瓦(2×1000MW+5×600MW)的国电北仑发电厂是目前中国最大的火电厂之一;水电装机容量达 1867 万千瓦,占比为 7.83%;风电装机容量 3829 万千瓦,占比为 16.05%;太阳能装机容量为 131 万千瓦,占比为 0.55%。

表 5 截至 2018 年底公司电力装机容量
(单位:万千瓦、%)

项目	火电	水电	风电	太阳能	其他	合计
装机容量	18021	1867	3829	131	9	23857
占比	75.54	7.83	16.05	0.55	0.03	100.00

资料来源:公司提供

截至 2018 年底,公司拥有 163 个火力发电厂,共 477 台机组,火电总装机容量为 1.80 亿千瓦。其中,60 万千瓦及以上机组占比 60.6%,百万千瓦煤电机组 30 台。公司大装机容量机组以及超(超)临界机组占比高,有利于单位煤耗的降低,降低公司发电成本,提升电力业务盈利能力。

截至 2018 年底,公司水电板块拥有水电资源总量约 5000 万千瓦,拥有 220 座水电站,共 577 台机组,已投产装机容量为 1867 万千瓦。所属国电大渡河流域水电开发有限公司(以下简称“大渡河公司”)是集水电开发与运营于一体的大型流域水电开发公司,在业界率先提出并推进智慧企业建设,通过多年探索实践,将云计算、大数据分析、人工智能等技术,与水电生产建设、经营管理等环节深度融合。通过智慧工程、智慧大坝、智慧调度、智慧检修、智慧安全等工程建设,已建设流域梯级电站群智慧化管控平台,实现企业“风险识别自动化、决策管理智能化、纠偏升级自主化”的柔性组织形态和智慧企业管理模式。水情、雨情日报精度达到 95%,月、周预报精度达到 90%,年预报精度达到 85%,远高于行业水平。

截至 2018 年底,公司风电装机 3829 万千瓦,居世界第一。该板块主要的运营主体为龙源电力,龙源电力是一家以新能源业务为主的大型综合性发电企业,作为目前全球最大的风电运营企业,规模优势显著。截至 2018 年底,公司在全国拥有 300 多个风电场,以及光伏、生物质、潮汐、地热和火电等发电格局,业务分部于中国 31 个省市区和加拿大、南非等国家。海上风电储备总容量超过 800 万千瓦。公司自主研发建成世界最大自升式海上风电施工平台——“龙源振华叁号”,在海上风电开发的技术和规模上具有领先优势,建成了亚洲最大海上风电场——江苏如东风电场。

(2) 电力生产

公司电力业务规模优势突出,发电量实现

了稳定增长；公司自身优质的煤炭资源为火电业务提供了稳定的煤炭供应，同时在一定程度上降低了电煤成本，有利于煤电板块盈利能力的稳定性；公司新能源板块发电量保持较快增长，公司电力结构逐步优化。

从煤电燃料供应看，原神华集团具有较高的煤炭自给率。合并完成后，原神华集团和原国电集团的资源优势将进一步整合，公司自身优质的煤炭资源一方面为电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应，另外也在一定程度上降低了电煤成本，抵消部分煤炭价格波动对电力业务盈利能力的影响。

从发电量看，2016—2018年，公司发电量逐年增长，年均复合增长6.92%；其中新能源发电板块发电量增速较快，水电、风电和太阳能发电量年均复合增速分别为8.57%、17.97%和12.87%；火电发电板块发电量年均复合增长5.86%，保持稳定增长。

表6 2016—2018年公司发电量情况
(单位：亿千瓦时、%)

项目	火电	水电	风电	太阳能	合计
2016年	7204.7	548.5	570.7	14.6	8338.5
2017年	7583.0	606.3	672.5	18.2	8880.0
2018年	8073.9	646.5	794.2	18.6	9533.3

资料来源：公司提供

从运营效率看，2018年，公司火电设备利用小时数4669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%。

4. 煤化工板块

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，该板块发展前景佳，有望成为公司未来新的利润增长点。

公司是全球最大的煤制油煤化工企业，2018年实现煤化品产量1494万吨，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。公司成功建成、运转三个大型煤制油、煤化工项目：鄂尔多斯煤直接液化项目（包括煤直接液化项目一期工程合成油品装置18万吨/年间接液化项目）、包头煤制烯烃项目（年产75万吨的煤制聚烯烃装置，其中年产聚乙烯35万吨、聚丙烯40万吨）和神宁煤业集团煤基烯烃项目（年产50万吨聚丙烯），使中国成为目前世界上唯一掌握百万吨级煤直接液化关键技术和首先掌握煤制烯烃工业化生产技术的国家。

5. 在建项目

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。

截至2018年底，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。公司主要在建项目预算资金共计641.48亿元，未来尚需投资213.13亿元。

表7 截至2018年底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*1000MW“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
国华瓜哇 7 项目 2*1000MW 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：公司财务报告

6. 经营效率

与同行业相比，公司业务规模大，经营效率处于较高水平。

2016—2018 年，公司销售债权周转次数

和存货周转次数均呈上升趋势，三年均值分别为 8.14 次和 10.26 次，2018 年分别为 8.25 次和 11.08 次；公司总资产周转次数小幅波动，2018 年为 0.30 次。

表 8 2018 年公司与同行业企业经营对比情况

项目	公司	中国中煤能源集团有限公司	兖矿集团有限公司	中国华能集团有限公司	中国华电集团有限公司
煤炭产能（亿吨）	5.60	1.50	2.27	0.78	0.65
煤炭产量（亿吨）	5.10	1.26	1.61	0.71	0.51
电力装机规模（万千瓦）	23857.00	/	/	17657.00	14779.32
发电量（亿千瓦时）	9533.30	/	/	7026.00	5558.84
销售债权周转次数（次）	8.25	7.25	19.58	5.05	5.26
存货周转次数（次）	11.08	6.28	8.17	13.41	13.32
总资产周转次数（次）	0.30	0.40	0.86	0.26	0.27

资料来源：联合资信整理

7. 未来发展

公司的发展愿景是：引领能源行业变革，建设具有全球竞争力的世界一流能源集团，构建区域能源互联网，打造综合能源电商，建设综合能源智慧管理系统，实现风光水火多种能源互补，电、热、水、汽、冷多种类型产品供应，通过能源互联网与智能终端直接相联，实现灵活高效的营销服务，为美丽中国的能源需求提供高效灵活智能的解决方案。

八、财务分析

1. 财务概况

公司在假设原神华集团和原国电集团合

并完成的基礎上编制了国家能源集团2017年合并及母公司财务报表，已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告，本报告中公司2016年财务数据采用2017年财务报表期初数；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，2017年财务数据采用2018年财务报表期初数。公司2018年审计报告合并范围中国神华、龙源电力和国电科技环保集团股份有限公司已于2018年1月1日起执行新金融工具准则和新收入准则，其他子公司尚未开始执行。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。公司2019年1—9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17826.41亿元，所有者权益合计6991.49亿元（含少数股东权益3003.91亿元）；2018年，公司实现营业总收入5422.57亿元，利润总额735.41亿元。

截至2019年9月底，公司资产总额17625.61亿元，所有者权益合计7087.49亿元（含少数股东权益2963.39亿元）；2019年1—9月，公司实现营业总收入4092.53亿元，利润总额616.45亿元。

2. 资产质量

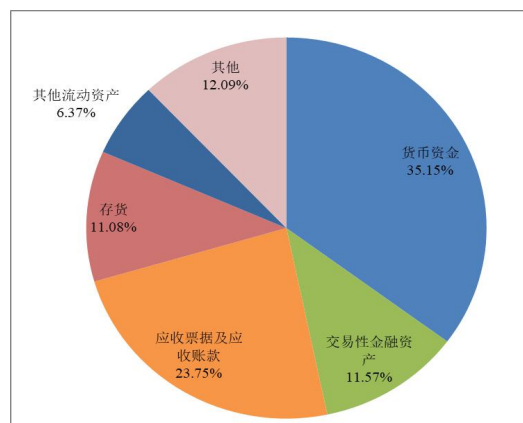
公司资产规模很大，以非流动资产为主。公司货币资金充裕，受限比例低，应收账款和存货存在一定减值风险；非流动资产中固定资产占比大，且以机器设备为主，考虑到公司发电设备技术均处于较高水平，公司整体资产质量高。

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长0.24%。截至2018年底，公司资产合计17826.41亿元，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

2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长5.50%，主要系货币资金和交易性金融资产增长所致。截至2018年底，公司流动资产2826.49亿元，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11.57%）、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6 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长13.38%。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%，主要为提取的法定准备金，受限比例低。

2016—2018年，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长277.45%，其中2018年增幅较大。截至2018年底，公司交易性金融资产327.02亿元，较年初大幅增长19.26倍，主要系分类以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致。

2016—2018年，公司应收票据及应收账款逐年增长，年均复合增长3.68%。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42.33%，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,公司共计提应收账款坏账准备 43.40 亿元,综合计提比例 7.75%。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。

2016—2018 年,公司存货逐年减少,年均复合减少 7.23%,主要系原材料价格上涨,公司加强存货库存管理所致。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。

2016—2018 年,公司其他流动资产波动减少,年均复合下降 40.11%。截至 2017 年底,公司其他流动资产 178.54 亿元,较年初减少 64.43%,主要系理财产品减少所致;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

2016—2018 年,公司非流动资产逐年减少,年均复合下降 0.66%。截至 2018 年底,公司非流动资产合计 14999.91 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。

2016—2018 年,公司固定资产波动增长,年均复合增长 1.71%。截至 2018 年底,公司固定资产账面价值为 10393.91 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 6504.88 亿元,其中房屋及建筑物计提折旧 1203.19 亿元,机器设备计提折旧 4513.34 亿元,固定资产成新率为 62.57%,成新率尚可。

2016—2018 年,公司在建工程逐年减少,年均复合下降 18.61%。截至 2018 年底,公司在建工程(合计)1452.27 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*1000MW 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。

2016—2018 年,公司无形资产逐年增长,年均复合增长 6.25%。截至 2018 年底,公司无形资产 1173.96 亿元,较年初增长 5.86%;主要为土地使用权(占 30.82%)、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 9 月底,公司资产总计 17625.61 亿元,较 2018 年底减少 1.13%。截至 2019 年 9 月底,公司发放贷款及垫款规模大幅下降,主要系根据审计署对国电集团提出的整改要求,国电资本控股有限公司不再将石嘴山银行股份有限公司及其所属单位纳入合并范围所致。公司其他资产科目较 2018 年底变动不大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

公司资本实力极强,未分配利润及少数股东权益占比较高。

2016—2018 年,公司所有者权益逐年增

长，年均复合增长 2.91%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 6991.49 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 9 月底，公司所有者权益合计 7087.49 亿元，较 2018 年底增长 1.37%，构成较上年底变化不大。

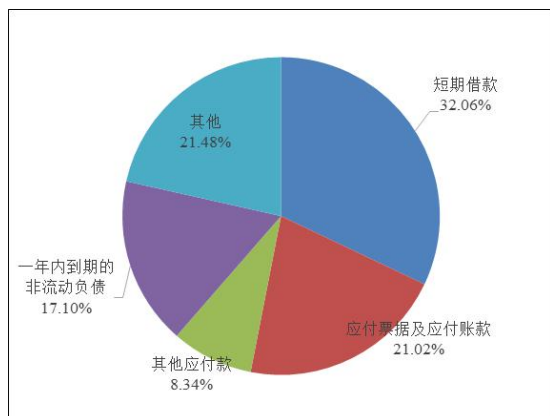
负债

公司负债水平在同行业处于一般水平，整体债务负担适宜。公司大量债务以信用借款为主，金融机构对公司的认可程度很高，支持力度很大。

2016—2018 年，公司负债规模逐年减少，年均复合下降 1.37%。截至 2018 年底，公司负债合计 10834.92 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%。

2016—2018 年，公司流动负债逐年减少，年均复合下降 4.31%，主要系应付账款逐年减少所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 5726.74 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。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 2.27%。截至 2018 年底，公司短期借款 1836.03 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。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年减少，年均复合下降 6.35%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 1203.94 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%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 8.49%。截至 2018 年底，公司其他应付款 477.50 亿元，较年初增长 18.01%，主要由保证金、押金、质保金（占 42.34%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 1.07%。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。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 2.27%。截至 2018 年底，公司非流动负债 5108.18 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。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 7.57%。截至 2018 年底，公司长期借款 3290.51 亿元，较年初增长 7.51%。公司长期借款以信用借款为主（占 87.14%）。

2016—2018 年，公司应付债券波动减少，年均复合下降 7.53%。截至 2018 年底，公司应付债券 1263.83 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。

2016—2018 年，公司全部债务分别为

8292.49 亿元、7999.20 亿元和 7819.17 亿元，呈下降趋势。截至 2018 年底，公司全部债务较年初下降 2.25%。其中，短期债务 3175.56 亿元，占比 40.61%；长期债务 4643.61 亿元，占比 59.39%。2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，三年均值分别为 61.52%、53.79%和 40.28%；2018 年底上述指标分别为 60.78%、52.79%和 39.91%。公司整体债务负担尚属可控。

图 8 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 10538.12 亿元，较 2018 年底下降 2.74%，流动负债较 2018 年底下降 16.36%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债占比较 2018 年底下降 7.40 个百分点至 45.45%。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务为 7860.89 亿元，较 2018 年底变化不大；短期债务占比下降至 35.90%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.79%、52.59%和 41.55%，分别较上年底下降 0.99 个百分点、下降 0.21 个百分点和上升 1.64 个百分点。

债务期限结构方面，截至 2020 年 3 月底，公司 1 年内到期债务占 39.25%，1~2 年到期债务占 11.53%，2~3 年到期债务占 12.03%，3~4 年到期债务占 2.38%，4~5 年到期债务占 2.81%，5 年以上到期债务占 31.99%。总体看，

公司 1 年内到期债务占比较大，存在一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

公司较大规模的管理费用及资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，但公司整体盈利保持在很大规模，且盈利水平有所提升。

2016—2018 年，公司营业总收入分别为 4236.79 亿元、5099.24 亿元和 5422.57 亿元，年均复合增长 13.13%；同期，营业成本也逐年增长，年均复合增长 11.76%，增幅小于营业总收入增幅。2016—2018 年，公司营业利润率有所上升，分别为 28.79%、29.08%和 29.86%。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 5.53%，主要系管理费用增长所致；公司销售费用逐年减少，年均复合减少 7.07%；管理费用波动增长，年均复合增长 6.08%，财务费用波动增长，年均复合增长 3.58%。2018 年，公司期间费用 772.69 亿元，同比增长 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，同比下降 11.12%，主要系运输费用下降所致；公司管理费用 377.04 亿元，同比下降 3.72%；公司研发费用 20.50 亿元，同比增长 22.31%，主要系增加研发投入所致；公司财务费用 334.92 亿元，同比增长 14.15%，主要系利息支出增加所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 16.38%、14.65%和 14.25%，公司整体费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 93.54 亿元、171.51 亿元和 139.31 亿元，分别占营业利润的 20.06%、27.67%和 18.00%，其中 2017 年同比增加 83.35%，主要系 2017 年计提商誉减值损失规模较大所致，2018 年同比下降 18.77%，主要系随着公司去产能接近尾声，对固定资产及

在建工程计提资产减值损失减少所致，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。2016—2018年，公司投资净收益分别为49.74亿元、65.34亿元和70.03亿元，分别占当年营业利润的10.67%、10.54%和9.05%，其中2017年较上年增长31.37%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致，2018年同比增长7.18%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益所致。

2016—2018年，公司营业外收入分别为58.02亿元、68.75亿元和25.88亿元，分别占利润总额的11.84%、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2017年同比增长18.50%，主要系无形资产处置利得大幅增加所致；2018年同比下降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年同比增长16.84%，主要为增值税即征即退的政府补助。2016—2018年，公司营业外支出分别为34.55亿元、37.29亿元和64.45亿元，分别为当期利润总额的7.05%、5.72%和8.76%。其中，2018年同比增长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，可为公司利润提供一定补充。

2016—2018年，公司营业利润快速增长，三年分别为466.33亿元、619.94亿元和773.97亿元；同期，利润总额分别为489.79亿元、651.40亿元和735.41亿元。从盈利指标来看，2016—2018年，受益于公司净利润的快速增长以及全部债务规模的下降，公司总资本收益率和净资产收益率均呈上升趋势，三年均值分别为5.19%和6.59%；2018年底上述指标分别为5.69%和7.28%，公司盈利水平有所提高。

图9 近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

2019年1—9月，公司实现营业总收入4092.53亿元，同比增长3.38%；实现利润总额616.45亿元，同比增长0.91%；同期，公司营业利润率为29.35%，较2018年变化不大。

5. 现金流

公司经营活动获现能力强，经营活动现金净流入规模很大，可以较好的覆盖公司投资活动净现金流出，但由于公司尚有大规模的建设投资，仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入量年均复合增长11.59%；2018年，公司经营活动现金流入同比增长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；2016—2018年，公司经营活动现金流出量年均复合增长14.24%；2018年，公司经营活动现金流出同比增长0.61%。受上述因素影响，2016—2018年，公司经营活动现金流净额分别为1707.08亿元、1507.45亿元和1912.00亿元。2016—2018年，公司现金收入比率分别为116.74%、112.13%和114.66%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为730.40亿元、1557.98亿元和939.26亿元；2018年，公司投资活动现金流入同比下降39.71%，主要系收回投资收到的现金下降所致；2016—2018年，公司投资活动现金流出分别为2010.26亿

元、2000.13 亿元和 1815.34 亿元，投资规模较大；2018 年，公司投资活动现金流出同比下降 9.24%。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为-1279.86 亿元、-442.15 亿元和-876.08 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量分别为 427.21 亿元、1065.31 亿元和 1035.92 亿元，经营活动所得现金可以满足投资活动所需现金。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 6127.26 亿元、5668.51 亿元和 5066.71 亿元；2018 年，公司筹资活动现金流入同比下降 10.62%，主要系取得借款收到的现金下降所致；2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 6613.74 亿元、6344.97 亿元和 6265.13 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为-486.48 亿元、-676.47 亿元和-1198.42 亿元。

表 9 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
经营活动现金流入量	5269.45	6128.79	6561.49	5019.40
经营活动现金流出量	3562.37	4621.34	4649.48	4013.69
经营活动现金净流量	1707.08	1507.45	1912.00	1005.71
现金收入比	116.74	112.13	114.66	116.78
投资活动现金净流量	-1279.86	-442.15	-876.08	-580.34
筹资活动现金净流量	-486.48	-676.47	-1198.42	-12.62

资料来源：财务报告

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金流净额 1005.71 亿元，投资活动现金流净额-580.34 亿元，筹资活动现金流净额-12.62 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力均很强，同时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、融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，2016—2018

年，公司流动比率分别为 40.60%、45.40%和 49.36%，速动比率分别为 34.78%、39.71%和 43.89%；截至 2019 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 65.59%和 59.19%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 27.29%、25.43%和 33.39%；公司现金短期债务比分别为 0.24 倍、0.40 倍和 0.47 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。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，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 1501.23 亿元、1687.82 亿元和 1822.12 亿元，年均复合增长 10.17%。2018 年，公司 EBITDA 较上年增长 7.96%，主要系利润总额大幅增长所致。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.33 倍、4.74 倍和 4.65 倍，全部债务/EBITDA 分别为 5.52 倍、4.74 倍和 4.29 倍，公司 EBITDA 对债务和利息的保障程度高。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 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度约 21044.01 亿元，尚未使用授信额度 12715.05 亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司拥有多家上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保总额为 10.55 亿元，被担保企业主要为公司参股的电力、铁路公司，担保金额较小，公司或有负债风险低。

7. 母公司财务分析

母公司资产规模大，资产构成以长期股权投资为主，债务负担尚可，利润主要来自投资收益，整体财务状况良好。

2016—2018 年，母公司资产总额保持稳定，截至 2018 年底为 4163.71 亿元，其中流动资产占 11.64%，非流动资产占 88.36%。截至 2018 年底，流动资产为 484.54 亿元，主要

由货币资金（占 16.39%）、其他应收款（占 26.95%）和一年内到期的非流动资产（占 49.18%）构成。母公司非流动资产为 3679.17 亿元，主要由长期股权投资（占 80.64%）和其他非流动资产（占 16.15%）构成。截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额为 4207.90 亿元，资产构成较 2018 年底变化不大。

2016—2018 年，母公司所有者权益波动中有所增长，截至 2018 年底为 1967.12 亿元，主要由实收资本（占 50.07%）、资本公积（占 20.04%）、盈余公积（占 10.97%）和未分配利润（占 18.60%）构成。截至 2019 年 9 月底，母公司所有者权益合计 1927.47 亿元，较 2018 年底小幅下降，主要系未分配利润下降所致。

2016—2018 年，母公司负债总额波动中有所下降，年均复合下降 4.98%。截至 2018 年底，公司负债总额为 2196.59 亿元。其中，流动负债占 54.27%，主要包括短期借款（占 53.53%）和一年内到期的非流动负债（占 37.04%）。母公司非流动负债占 45.73%，从构成看，主要为长期借款（占 28.72%）和应付债券（占 69.18%）。截至 2018 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 52.76%、51.19% 和 33.33%，整体债务负担尚可。截至 2019 年 9 月底，母公司负债总额为 2280.43 亿元，受长期借款增长影响，非流动负债占比上升至

55.13%，债务结构有所优化。

母公司营业收入规模很小，2018 年为 0.30 亿元。期间费用方面，财务费用金额较大，对营业利润造成侵蚀，2018 年为 96.01 亿元。母公司利润主要来自投资收益，2018 年投资收益为 199.37 亿元，利润总额为 88.01 亿元。2019 年 1—9 月，母公司实现营业收入 0.22 亿元，投资收益 161.65 亿元，利润总额 89.28 亿元。

母公司经营活动现金流主要为收到/支付其他与经营活动有关的现金，2016—2018 年经营活动产生的现金流量净额分别为 141.53 亿元、209.84 亿元和 -15.78 亿元，波动较大。母公司投资活动现金流规模较大，2016—2018 年投资活动产生的现金流量净额分别为 25.44 亿元、318.15 亿元和 94.35 亿元。2016—2018 年，母公司筹资活动现金流持续呈净流出状态，分别为 -274.62 亿元、-468.22 亿元和 -106.94 亿元。2019 年 1—9 月，母公司经营活动现金流净额 19.96 亿元，投资活动现金流净额 229.32 亿元，筹资活动现金流净额 -269.00 亿元。

8. 同行业对比

与煤炭企业和电力企业相比，公司资产规模大，债务负担相对较低，盈利能力和偿债能力强。公司在同行业中处于领先地位。

表 10 2018 年公司与同行业企业财务对比情况

项目	公司	中国中煤能源集团有限公司	兖矿集团有限公司	中国华能集团有限公司	中国华电集团有限公司
资产总额（亿元）	17826.41	3868.23	3074.10	10732.96	8156.21
所有者权益（亿元）	6991.49	1333.05	905.98	2471.10	1828.66
全部债务（亿元）	7819.17	1731.57	1606.68	6386.23	5188.93
营业收入（亿元）	5422.57	1500.19	2572.28	2786.27	2144.58
利润总额（亿元）	735.41	84.76	101.69	143.61	82.28
营业利润率（%）	29.86	26.49	14.50	18.79	14.99
资产负债率（%）	60.78	65.54	70.53	76.98	77.58
全部债务资本化比率（%）	52.79	56.50	63.94	72.10	73.94
流动比率（%）	49.36	72.14	105.16	50.68	34.24
经营现金流流动负债比（%）	33.39	19.59	15.29	12.63	20.90

EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	3.06	3.22	2.70	2.77
全部债务/EBITDA（倍）	4.29	6.34	5.84	7.84	8.16

资料来源：联合资信整理

9. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（机构信用代码：G1011010101914430U），截至 2020 年 2 月 19 日，公司无未结清不良贷款信息记录，过往债务履约情况良好。

10. 抗风险能力

基于对公司行业地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

九、 本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响很小。

公司本期中期票据拟发行额度为 30 亿元，分别占 2019 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 0.60% 和 0.38%。

截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.79%、52.59% 和 41.55%；以公司 2019 年 9 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 59.86%、52.68% 和 41.70%，债务负担小幅上升。考虑到本期中期票据募集资金部分将用于偿还到期债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力极强。

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据的保障倍数分别为 175.65 倍、204.29 倍和 218.72 倍；公司经营活

动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为 56.90 倍、50.25 倍和 63.73 倍；公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 50.04 倍、56.26 倍和 60.74 倍。

十、 结论

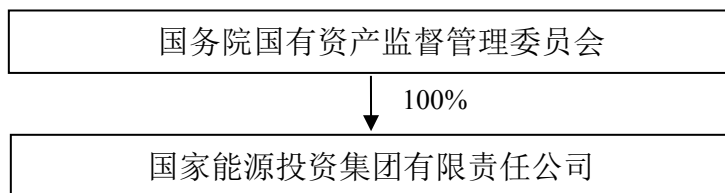
公司作为全球最大的煤炭生产企业、火力发电企业、风力发电企业和煤制油煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效益、装备技术水平、管理水平等多方面具备领先优势，尤其是“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式显著增强了公司经营业绩的稳定性。公司资本实力很强、盈利水平很高、经营现金流状况佳。同时，联合资信也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动以及投资支出规模较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力极强。

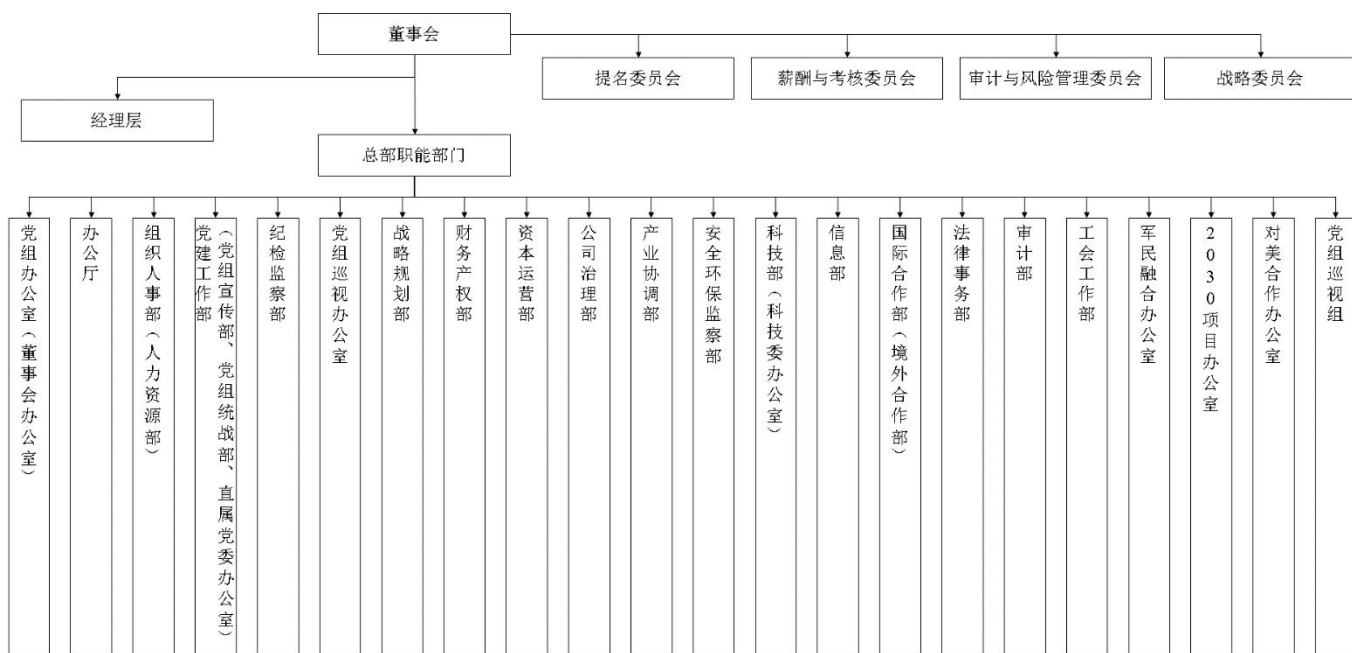
未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链将进一步完善，其行业地位将更加稳固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司纳入合并报表范围的二级子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
1	国电电力发展股份有限公司	辽宁	电力生产	46.09	46.09
2	龙源电力集团股份有限公司	北京	电力生产	58.44	58.44
3	国电资本控股有限公司	北京	金融投资	100.00	100.00
4	国电内蒙古电力有限公司	内蒙古	电力生产	100.00	100.00
5	国电华北电力有限公司	北京	电力生产	100.00	100.00
6	国家能源集团山东电力有限公司	山东	电力生产	100.00	100.00
7	国电东北电力有限公司	辽宁	电力生产	100.00	100.00
8	国电科技环保集团股份有限公司	北京	科技环保	78.40	78.40
9	国电陕西电力有限公司	陕西	电力生产	100.00	100.00
10	国电江西电力有限公司	江西	电力生产	100.00	100.00
11	国电河南电力有限公司	河南	电力生产	100.00	100.00
12	国电燃料有限公司	北京	贸易	100.00	100.00
13	国电四川发电有限公司	四川	电力生产	100.00	100.00
14	国电云南电力有限公司	云南	电力生产	100.00	100.00
15	国电贵州电力有限公司	贵州	电力生产	100.00	100.00
16	国电福建电力有限公司	福建	电力生产	100.00	100.00
17	国电海控新能源有限公司	海南	电力生产	55.00	55.00
18	国电长源电力股份有限公司	湖北	电力生产	37.39	37.39
19	国电湖南宝庆煤电有限公司	湖南	电力生产	85.00	85.00
20	国电兴业有限公司	北京	物业管理	100.00	100.00
21	国电物资集团有限公司	北京	贸易	100.00	100.00
22	国电湖北电力有限公司	湖北	电力生产	100.00	100.00
23	国电甘肃电力有限公司	甘肃	电力生产	100.00	100.00
24	国电重庆恒泰发电有限公司	重庆	电力生产	60.00	60.00
25	国电科学技术研究院有限公司	江苏	科技环保	100.00	100.00
26	国电湖南巫水水电开发有限公司	湖南	电力生产	85.78	85.78
27	国电新能源技术研究院	北京	专业技术服务	100.00	100.00
28	国电西藏尼洋河流域水电开发有限公司	西藏	电力生产	70.00	70.00
29	国电（上海）能源销售有限公司	上海	电力生产	100.00	100.00
30	国电海外电力股份有限公司	北京	电力生产	51.00	51.00
31	湖州浙北发电工程公司	浙江	电力生产	100.00	100.00
32	国电乐东发电有限公司	海南	电力生产	100.00	100.00
33	国电德令哈光伏发电有限公司	青海	电力生产	60.00	60.00
34	国电广东电力有限公司	广州	电力生产	100.00	100.00
35	国电格尔木光伏发电有限公司	青海	电力生产	60.00	60.00

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
36	国电置业有限公司	北京	物业管理	100.00	100.00
37	内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	内蒙	煤炭	51.00	51.00
38	广州国电京信电力投资有限公司	广州	电力生产	50.00	50.00
39	西藏国电龙源阿里新能源有限公司	西藏	电力生产	100.00	100.00
40	国电格尔木第二光伏发电有限公司	青海	电力生产	100.00	100.00
41	国电海西光伏发电有限公司	青海	电力生产	100.00	100.00
42	国电广西电力有限公司	广西	电力生产	100.00	100.00
43	国电湖南能源销售有限公司	湖南	电力生产	100.00	100.00
44	国电重庆能源销售有限公司	重庆	电力生产	100.00	100.00
45	国电金沙江旭龙水电开发有限公司	四川	电力生产	66.00	66.00
46	国电金沙江奔子栏水电开发有限公司	四川	电力生产	66.00	66.00
47	国电江永风力发电有限公司	湖南	电力生产	100.00	100.00
48	国电海南能源销售有限公司	海南	电力生产	100.00	100.00
49	中国神华煤制油化工有限公司	北京	化工	100.00	100.00
50	神华国能集团有限公司	北京	工业	100.00	100.00
51	神华乌海能源有限责任公司	内蒙古	工业	100.00	100.00
52	神华宁夏煤业集团有限责任公司	宁夏	工业	51.00	51.00
53	中国神华能源股份有限公司	北京	工业	73.06	73.06
54	神华新疆能源有限责任公司	新疆	工业	100.00	100.00
55	国华能源投资有限公司	北京	工业	100.00	100.00
56	神华新能源有限责任公司	北京	工业	100.00	100.00
57	中国节能减排有限公司	北京	服务业	100.00	100.00
58	神华集团包头矿业有限责任公司	内蒙古	工业	100.00	100.00
59	陕西神延煤炭有限责任公司	陕西	工业	51.00	51.00
60	北京国华电力有限责任公司	北京	工业	100.00	100.00
61	神华杭锦能源有限责任公司	内蒙古	工业	100.00	100.00
62	北京低碳清洁能源研究所	北京	科研	100.00	100.00
63	神华国际贸易有限责任公司	北京	外贸	100.00	100.00
64	新疆神华矿业有限责任公司	新疆	工业	100.00	100.00
65	神华煤炭运销有限公司	北京	商品流通	100.00	100.00
66	中国神华国际工程有限公司	北京	工程项目管理	100.00	100.00
67	国家能源集团煤焦化有限责任公司	内蒙古	工业	100.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	922.69	1364.66	1485.08	1387.52
资产总额（亿元）	17740.62	17740.75	17826.41	17625.61
所有者权益（亿元）	6601.92	6758.98	6991.49	7087.49
短期债务（亿元）	3771.17	3369.85	3175.56	2822.37
长期债务（亿元）	4521.32	4629.36	4643.61	5038.52
全部债务（亿元）	8292.49	7999.20	7819.17	7860.89
营业收入（亿元）	4236.79	5099.24	5422.57	4092.53
利润总额（亿元）	489.79	651.40	735.41	616.45
EBITDA（亿元）	1501.23	1687.82	1822.12	--
经营性净现金流（亿元）	1707.08	1507.45	1912.00	1005.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.00	8.05	8.25	--
存货周转次数（次）	8.89	9.82	11.08	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.29	0.30	--
现金收入比（%）	116.74	112.13	114.66	116.78
营业利润率（%）	28.79	29.08	29.86	29.35
总资本收益率（%）	4.29	4.96	5.69	--
净资产收益率（%）	5.09	6.42	7.28	--
长期债务资本化比率（%）	40.65	40.65	39.91	41.55
全部债务资本化比率（%）	55.68	54.20	52.79	52.59
资产负债率（%）	62.79	61.90	60.78	59.79
流动比率（%）	40.60	45.40	49.36	65.59
速动比率（%）	34.78	39.71	43.89	59.19
经营现金流流动负债比（%）	27.29	25.43	33.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.52	4.74	4.29	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.33	4.74	4.65	--

注：1. 公司 2019 年 1-9 月财务报表未经审计；2. 公司 2017 年合并及母公司财务报表是在假设原神华集团有限责任公司和原中国国电集团有限公司合并完成的基础上进行编制，并按照同一控制下企业合并原则编制合并财务报表；3. 公司 2017 年财务数据采用 2018 年财务报表期初数，2016 年财务数据采用 2017 年财务报表期初数；4. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	49.61	107.76	79.40	59.54
资产总额（亿元）	4138.78	4086.97	4163.71	4207.90
所有者权益（亿元）	1704.82	1972.80	1967.12	1927.47
短期债务（亿元）	865.60	717.10	1079.66	789.60
长期债务（亿元）	1096.16	1200.08	983.49	1239.40
全部债务（亿元）	1961.76	1917.18	2063.16	2028.99
营业收入（亿元）	1.32	0.34	0.30	0.22
利润总额（亿元）	108.26	341.89	88.01	89.28
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	141.53	209.84	-15.78	19.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.51	2.11	11.98	--
存货周转次数（次）	--	31550.72	12149.82	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	50.39	81.28	75.71	41.70
营业利润率（%）	-289.14	-1548.81	-1239.63	-784.83
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	6.35	17.33	4.47	--
长期债务资本化比率（%）	39.13	37.82	33.33	39.14
全部债务资本化比率（%）	53.50	49.29	51.19	51.28
资产负债率（%）	58.78	51.73	52.76	54.19
流动比率（%）	49.45	45.41	40.65	69.63
速动比率（%）	49.45	45.41	40.65	69.63
经营现金流动负债比（%）	10.61	23.10	-1.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：公司 2019 年 1-9 月财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 国家能源投资集团有限责任公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

国家能源投资集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

国家能源投资集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对国家能源投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，国家能源投资集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注国家能源投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现国家能源投资集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对国家能源投资集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如国家能源投资集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对国家能源投资集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与国家能源投资集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。