信用等级公告

联合〔2020〕1894 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 国家能源 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

国家能源投资集团有限责任公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级 级别	本次评级 展望	上次评级 级别	上次评级 展望
国家能源投资集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 国家能源 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 国家能源 MTN001	30.00 亿元	30.00 亿元	2023/05/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 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”）的跟踪评级反映了公司在资源禀赋、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。2019 年，公司各业务板块运行稳定，总体经营业绩进一步提升，经营活动净现金流表现良好。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“20 国家能源 MTN001”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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 国家能源 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司具备完善的产业链，规模优势显著，行业地位突出。**公司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，规模优势显著。同时，公司已形成“煤-电-路-港-航”的一体化运作模式，产业间协同效应明显。
2. **公司经营状况稳定，经营业绩进一步提升，经营活动现金流持续大规模净流入，偿债能力极强。**2019 年，公司各业务板块运行稳定，收入及利润保持很大规模，经营活动净现金流表现良好，对相关债项的偿还形成有力支撑。

分析师：牛文婧　李 晨
邮箱：lianhe@lhratings.com
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

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，2019 年投资活动现金流出规模为 1489.05 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	1364.66	1412.58	1158.20	1562.28
资产总额（亿元）	17740.75	17218.89	17502.85	17793.12
所有者权益（亿元）	6758.98	6939.55	7181.24	7330.44
短期债务（亿元）	3880.09	3183.91	3043.05	3232.73
长期债务（亿元）	4629.36	4608.08	4909.11	4887.02
全部债务（亿元）	8509.45	7791.99	7952.16	8119.75
营业总收入（亿元）	5099.24	5391.18	5561.16	1239.68
利润总额（亿元）	651.40	730.49	781.26	175.01
EBITDA（亿元）	1687.82	1816.01	1934.12	--
经营性净现金流（亿元）	1507.45	1924.85	1725.43	288.20
营业利润率（%）	28.45	29.21	28.33	27.62
净资产收益率（%）	6.42	7.28	7.75	--
资产负债率（%）	61.90	59.70	58.97	58.80
全部债务资本化比率（%）	55.73	52.89	52.55	52.55
流动比率（%）	45.40	52.59	58.99	65.81
经营现金流动负债比（%）	25.43	37.18	35.41	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	4.29	4.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.64	4.83	--

公司本部（母公司）口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	4086.97	4163.71	4063.36	4024.41
所有者权益（亿元）	1972.80	1967.12	1931.07	1914.89
全部债务（亿元）	1917.18	2063.16	2047.42	2002.82
营业收入（亿元）	0.34	0.30	0.29	0.05
利润总额（亿元）	341.89	88.01	82.81	-14.54
资产负债率（%）	51.73	52.76	52.48	52.42
全部债务资本化比率（%）	49.29	51.19	51.46	51.12
流动比率（%）	45.41	40.65	46.33	48.56
经营现金流动负债比（%）	23.10	-1.32	-3.39	--

注：1．公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；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．公司未提供 2019 年资本化利息数据，采用 2018 年数据进行计算；5．已将金融类负债和其他流动负债中短期融资券计入公司短期债务，将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，2020 年 3 月底短期融资券和融资租赁款数据采用 2019 年底数据进行计算；6．集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 国家能源 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/04/29	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编号

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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》（国资发改革〔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 394.10 亿元变更为 1020.95 亿元，并已完成工商登记变更。

截至 2019 年底，公司注册资本为 1020.95 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 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 67 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 17502.85 亿元，所有者权益合计 7181.24 亿元（含少数股东权益 3004.88 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 5561.16 亿元，利润总额 781.26 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 17793.12 亿元，所有者权益合计 7330.44 亿元（含少数股东权益 3086.54 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1239.68 亿元，利润总额 175.01 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2020 年 5 月 11 日发行了 30.00 亿元的“20 国家能源 MTN001”，期限为 3 年；按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金按计划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。

跟踪期内，“20 国家能源 MTN001”尚

未到首个付息日。

四、宏观经济和政策分析

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，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

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%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

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
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年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，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。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；基础设施投资增速为 3.8%，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%，比上年低 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 8.0%、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%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、

全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。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 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，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和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。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 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，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。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

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，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难

关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、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。我国煤炭资源分布不均衡，煤种齐全但优质炼焦煤及无烟煤资源稀缺。2016 年以来，随着去产能政策的推行，煤炭行业自 2012 年以来持续加剧的供求失衡矛盾得到缓解，行业竞争格局有所优化，煤炭价格回升明显，行业经济效益显著提升。

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 58%，大幅高于 27%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，煤炭行业的下游需求主要集中在火电（约占 54%）、钢铁（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。

资源分布

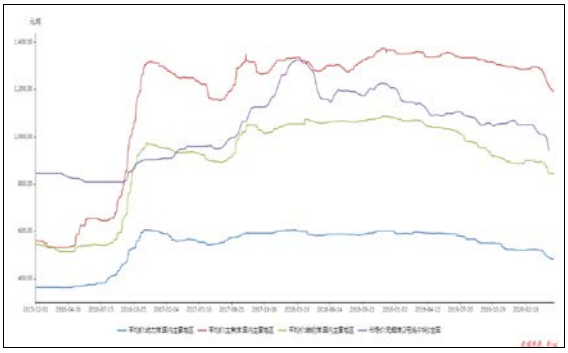
中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

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

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、无烟块煤、炼焦煤和喷吹煤，各煤种价格因自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 1　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

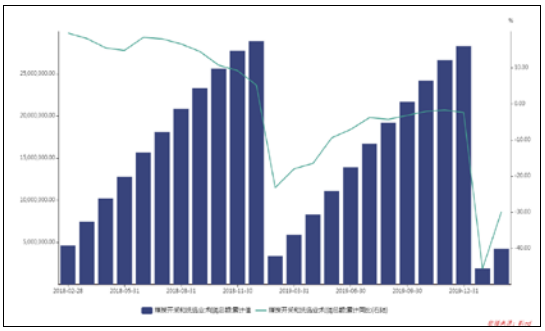
2019 年，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，全年煤炭价格中枢呈平稳下降趋势，截至 2019 年底动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤平均价（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 523 元/吨、1296 元/吨、887 元/吨和 1068 元/吨，较年初分别下降 12.10%、4.85%、17.71%和 11.52%。

2020 年初以来，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格呈持续下滑走势。截至 2020 年 4 月 30 日，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2 号洗中块）的价格分别为 483 元/吨、1194 元/吨、843/吨和 940 元/吨，较年初分别下降 7.65%、7.87%、4.96%和 11.99%。考虑到动力煤价格下探至 470 元/吨的红色区域将触发平抑煤炭价格异常波动的响应机制，当前煤炭价格继续下行空间不大，而目前国内疫情受控后，宏观经济处于回升阶段，电厂日均耗煤水平已逐步恢复至去年同期水平，煤炭价格或将逐步企稳。

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。2019年，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额2830.30亿元，同比下降2.40%。2020年一季度，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额421.10亿元，同比下降29.90%。

图2　2018年以来中国煤炭行业盈利情况



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。随着去产能目标的完成，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对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

3. 行业展望

历经2002－2011年的快速发展期和2012－2015年的行业低谷，煤炭行业正逐步进入成熟发展阶段，行业集中度随着行业低谷的市场出清和政策鼓励下的兼并重组持续提升。

考虑到我国的资源禀赋，在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，新兴能源对煤炭的替代性相对较弱，中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。煤炭行业在我国仍将具有长期发展空间。

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，市场份额有望继续提高，煤炭行业竞争格局将更趋稳定，有利于行业长期稳定发展，降低宏观经济周期波动对行业的影响。

（二）电力行业

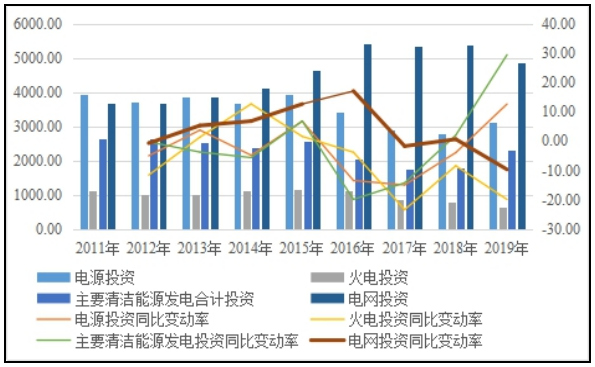
1. 行业概况

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。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

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。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

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

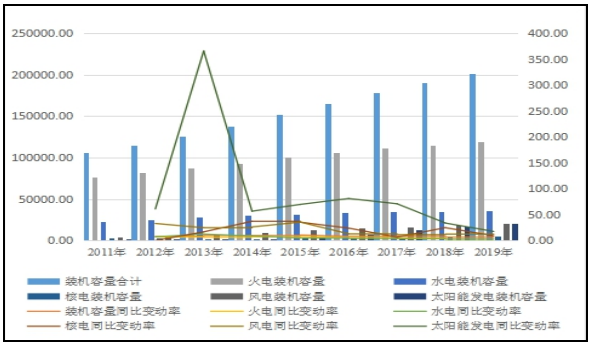
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量

[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。

较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，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。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

图 4　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）

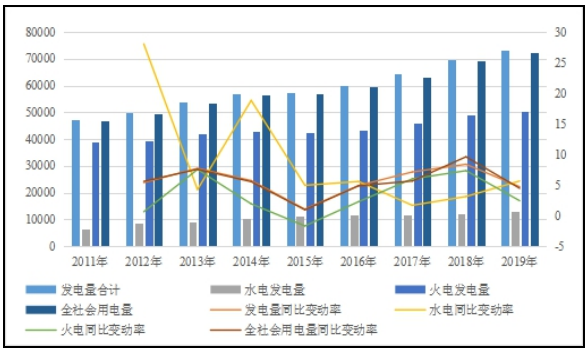


资料来源：中电联，联合资信整理

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。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

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，2019年，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。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）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；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，同时伴随输配电建设的推进，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。

2019 年 1 月，国家发展改革委和国家能源局发布《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（含集中式光伏电闸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。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于 2020 年 1 月 20 日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4 号，提出 2021 年 1 月 1 日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

（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，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。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。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019－2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）**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）**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）**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。

（4）**全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司注册资本为 1020.95 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

公司规模优势显著，市场地位高，且产业间协同效应明显。

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 2019 年底，公司拥有煤矿 97 处，核定产能达到 6.85 亿吨，占全国总产能的 13%，采掘机械化率达到 100%。

电力板块，公司火电装机规模很大，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。公司风电装机容量居世界第一，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。

煤化工板块，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。

运输板块，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”）。公司拥有 2155 公里区域铁路路网，运输能力达到 5.21 亿吨；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 2.47 亿吨。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理任职，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年 11 月 29 日下午，国家能源投资集团有限责任公司召开领导班子（扩大）会议，宣布了中央关于国家能源投资集团有限责任公司总经理任职的决定：刘国跃同志任国家能源投资集团有限责任公司董事、总经理、党组副书记，免去其国家电网有限公司副总经理、党组成员职务。

刘国跃同志，1963 年 12 月生，博士研究生，中共党员，1985 年 7 月参加工作，高级工程师。曾任华能石家庄分公司（上安电厂）副经理（副厂长）、经理（厂长），华能德州电厂厂长、党委书记，华能国际电力股份有限公司副总经理、党组成员，华能国际电力股份有限公司总经理、党委副书记，中国华能集团有限公司副总经理、党组成员，国家电网有限公司副总经理、党组成员。现任国家能源投资集团有限责任公司董事、总经理、党组副书记。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍以煤炭和电力业务为主。2019 年公司业务运营稳定，整体业绩保持稳定向好的发展态势。

目前公司主营业务以煤炭和电力的生产及销售为主，煤炭业务及发电业务的合计占比均在 90%以上。2019 年，公司营业总收入同比增长 3.15%至 5561.16 亿元，营业收入同比增长 3.16%至 5541.45 亿元；公司营业利润同比增长 1.34%至 779.39 亿元，利润总额同比增长 6.95%至 781.26 亿元，主要系营业外支出同比减少所致。

从收入构成看，2019 年，公司各业务占比较上年变动不大。具体看，公司煤炭业务、发

电业务及运输业务收入分别同比增长 0.22%、3.86%和 2.50%；其他业务主要包括煤化工业务、产业金融业务、产业科技业务等，主要服务于公司主业，规模相对较小。

从利润总额看，公司煤炭和运输业务利润总额分别同比减少 1.75%和增长 1.24%，均变动不大；发电业务利润总额同比增长 13.85%，主要系电煤采购成本下降所致。

表 2　2018—2019 年公司营业总收入及利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	利润总额	收入	占比	利润总额
煤炭业务	2572.37	47.71	439.16	2578.01	46.36	431.47
发电业务	3089.92	57.31	191.23	3209.12	57.71	217.71
运输业务	514.70	9.55	188.37	527.58	9.49	190.71
其他业务	959.86	17.80	-20.04	1064.83	19.15	-21.92
抵销	-1745.67	32.38	68.24	-1818.38	32.70	36.71
合计	**5391.18**	**100.00**	**730.49**	**5561.16**	**100.00**	**781.26**

注：2018年数据为2019年期初数，已经过追溯调整

资料来源：公司财务报告

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业总收入 1239.68 亿元，同比下降 8.19%；实现利润总额 175.01 亿元，同比下降 14.30%。

2．煤炭业务

2019 年，公司煤炭板块运营状况稳定，并在保证稳定生产的同时，加大了煤炭资源的获取，加快了资源接续工作的进展。

目前公司仍是全球最大的煤炭生产企业，总产能约占全国总产能的 13%。跟踪期内，公司加快了资源接续工作，内蒙古新街台格庙一井煤矿项目完成立项，并报出核准申请；推进办证工作，胜利西二煤矿取得采矿许可证，保德、万利 1 号、准东等 8 个煤矿采矿许可证延期；西湾露天矿获得安全生产许可证，布尔台、寸草塔、柳塔等 10 个煤矿安全生产许可证延期，胜利、元宝山两处露天矿产能核增 1200 万吨/年；保德煤矿获得保护区调整，7 批次 3000 公顷露天矿土地得到批准。

2019 年，公司实现煤炭产量 5.1 亿吨，较上年无变化，实现煤炭销量 6.7 亿吨，较上年减少 0.1 亿吨。公司煤炭销售仍以长期重点合同煤为主。

3．发电业务

2019 年，公司火电装机结构进一步优化，新能源装机占比有所提高，发电煤耗进一步下降，总体业务运行状况稳定。

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。

火电方面，2019 年，公司建成投产 4 台百万千瓦超超临界机组和 1 台 66 万千瓦超超临界二次再热机组，开工建设国电上海庙项目，新增投产装机 471 万千瓦，淘汰关停落后机组 97 万千瓦。参股建设、管理江苏徐圩增量配电网，首座 220kV 变电站完成试运。公司装机结构进一步优化，60 万千瓦及以上机组占比 61.9%，同比提高 1.3 个百分点；超临界、超超临界机组占比 57.1%，同比提高 1.4 个百分点。供电煤耗同比下降 1.6 克/千瓦时至 304.8 克/千瓦时。

新能源发电方面，公司加快风电项目开发，2019 年，公司 47 个风电项目顺利投产，新增风电装机 286 万千瓦。内蒙古锡林浩特等 53 个新能源项目，共 309 万千瓦完成投资批复。江苏大丰等 26 个新能源项目，共 328.8 万千瓦完成立项。中标杭锦旗 10 万千瓦和象山 50 万

千瓦海上风电项目。非化石能源装机比重24.9%，较上年提高0.5个百分点。

从发电量看，公司2019年共完成发电量9690亿千瓦时，同比增长1.64%。

4．运输业务

2019年，公司运输业务运营稳定，业务规模较上年变化不大。

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，主要由中国神华负责运营。公司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、参股铁路等以及配套的专业煤炭港口（码头）、船舶等。2019年，公司铁路运量4.6亿吨，与上年保持一致；两港装船量2.5亿吨，航运量1.7亿吨。

5．在建项目

公司在建项目以大容量煤电项目、煤矿项目及水电项目为主，随着相关项目未来建成投产，将直接带动公司总体业务规模的扩大，有利于煤、电双主业的良性协同发展，巩固公司的行业地位。

截至2019年底，公司在建项目以大容量煤电项目、煤矿项目及水电项目为主，如下表所示。公司主要在建项目预算资金共计633.70亿元，未来尚需投资263.10亿元。

表3　截至2019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
黄骅南－大家洼铁路项目	105.12	84.00	16.82
神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用项目	135.99	39.42	82.38
玻璃沟、黑岱沟项目	48.73	99.00	0.49
金家渠煤矿基本建设项目	30.32	97.92	0.63
宝清朝阳露天煤矿	34.96	77.09	8.01
神华巴蜀江油2台100万燃煤机组新建工程	63.44	41.00	37.43
伊利电厂2×350MW热电联产机组	28.95	82.40	5.10
四川大渡河金川水电站	122.27	16.89	101.62
神华新疆淮东五彩湾电厂二期4×1000MW	42.53	82.00	7.66
河北龙源中保棋新项目	21.39	86.09	2.98
合计	**633.70**	--	**263.10**

资料来源：公司财务报告

6．经营效率

2019年，公司各项经营效率指标较上年基本保持稳定，公司整体经营效率高。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为7.22次、11.88次和0.32次，较上年变化不大。与同行业公司相比，公司经营效率处于较高水平。

表4　2019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
销售债权周转次数（次）	7.22	10.58	25.23	4.94	5.53
存货周转次数（次）	11.88	7.17	8.20	14.22	14.59
总资产周转次数（次）	0.32	0.46	0.92	0.28	0.29

资料来源：联合资信整理

7．未来发展

公司未来的经营思路将加强产业整合，并从速度规模型发展模式转变为质量效益型发展模式，随着相关发展目标的逐步推进，将有利于公司未来的稳定发展。

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，把公司建设成为发展科学、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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司公告的2019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2020年1－3月财务数据未经审计。合并范围方面，2019年，不再纳入合并范围子公司23家，新纳入合并范围子公司15家。公司主业未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 17502.85 亿元，所有者权益合计 7181.24 亿元（含少数股东权益 3004.88 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 5561.16 亿元，利润总额 781.26 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 17793.12 亿元，所有者权益合计 7330.44 亿元（含少数股东权益 3086.54 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1239.68 亿元，利润总额 175.01 亿元。

2．资产质量

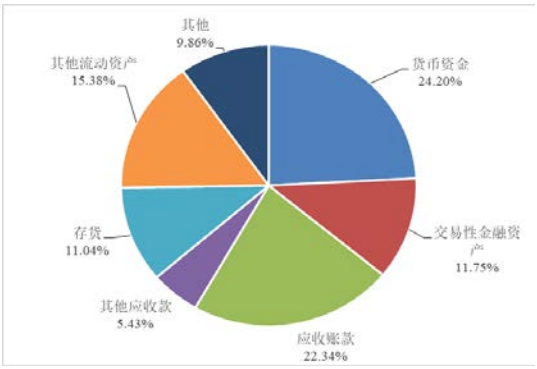
2019 年，公司资产规模及结构均保持稳定。公司固定资产占比大，相关发电设备技术处于较高水平，公司资产受限比例低，资产质量很高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 17502.85 亿元，较年初增长 1.65%，较年初变化不大。其中，流动资产占 16.42%，非流动资产占 83.58%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 2874.65 亿元，较年初增长 5.57%，主要系应收账款和其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.20%）、交易性金融资产（占 11.75%）、应收账款（占 22.34%）、其他应收款（占 5.43%）、存货（占 11.04%）和其他流动资产（占 15.38%）构成。

图 6　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金 695.56 亿元，较年初下降 25.30%，主要系公司投资规模扩大所致；货币资金主要由银行存款（占 92.89%）和其他货币资金（占 7.11%）构成。货币资金中有 116.27 亿元受限资金，受限比例为 16.27%，主要为保证金、法定准备金及三个月以上的定期存款。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产 337.65 亿元，较年初增长 3.25%，主要是分类为以公允价值变动且其变动计入当期损益的金融资产。

截至 2019 年底，公司应收账款 642.20 亿元，较年初增长 24.38%。公司应收账款主要为应收电网公司电费、应收煤款等。按账龄计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内的占 60.16%，1~2 年的占 20.28%，其余为 2 年以上，平均账龄较短；公司共对应收账款计提坏账准备 15.05 亿元。从集中度看，截至 2019 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 170.76 亿元，占应收账款合计的比例为 24.85%，集中度较低。

截至 2019 年底，公司其他应收款 156.23 亿元，较年初增长 21.56%。公司其他应收款主要为保证金、备用金、股东借款、股权处置款、代收代付棚户区改造款等。公司共对其他应收款计提坏账准备 28.38 亿元，按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款余额 67.66 亿元，占其他应收款合计的比例为 27.79%，集中度较低。

截至 2019 年底，公司存货 317.26 亿元，较年初增长 1.35%。存货主要由原材料（188.66 亿元）和库存商品（119.36 亿元）构成，累计计提跌价准备 41.27 亿元，主要系对原材料计提的跌价准备 31.72 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 442.24 亿元，较年初增长 146.43%，主要系 2019 年新增同业存单 286.29 亿元所致，公司其他流动资产主要由同业存单（占 64.74%）和待抵税费及预缴税费重分类（占 28.57%）构成。公司同业存单系子公司神华财务有限公司持有的银行同业存单；按照摊余成本法计量，参考收益率在 2.90%~3.11%之间，于 2020 年 1 月 25 日至 2020 年 8 月 16 日之间到期。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 14628.21 亿元，较年初增长 0.91%。公司非流动资产主要由固定资产（占 70.20%）、在建工程（占 9.60%）和无形资产（占 8.33%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产 10268.90 亿元，较年初下降 1.04%。公司固定资产主要由房屋及构筑物（占 30.68%）、机器设备（占 56.99%）和运输设备（占 9.12%）构成。公司固定资产共计提减值准备 508.77 亿元，累计计提折旧 7117.16 亿元，固定资产成新率为 60.23%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 1404.66 亿元，较年初下降 3.09%，主要系在建工程转固所致。公司在建工程主要包括黄骅南－大家洼铁路项目、神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用项目以及四川大渡河金川水电站等。

截至 2019 年底，公司无形资产 1219.09 亿元，较年初增长 3.91%。公司无形资产主要由土地使用权（占 33.22%）、特许权（占 5.23%）和软件（占 1.82%）构成，累计摊销 335.35 亿元，计提减值准备 52.87 亿元。

截至 2019 年底，公司使用受限资产总额 1045.72 亿元（占总资产的 5.97%），主要为中央银行法定准备金、保证金、定期存款等（116.27 亿元）、用于质押的应收账款（397.69 亿元）、用于抵押、融资租赁的固定资产（占 473.65 亿元）。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 17793.12 亿元，较 2019 年底增长 1.65%。其中，流动资产占 18.69%，非流动资产占 81.31%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 7181.24 亿元，较年初增长 3.48%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 58.16%，少数股东权益占比为 41.84%。归属于母公司所有者权益 4176.36 亿元，其中实收资本、资本公

积、其他综合收益和未分配利润分别占24.45%、27.82%、0.28%和38.13%。公司未分配利润及少数股东权益占比较高。

截至2020年3月底，公司所有者权益为7330.44亿元，较2019年底增长2.08%，权益结构较2019年底变化不大。

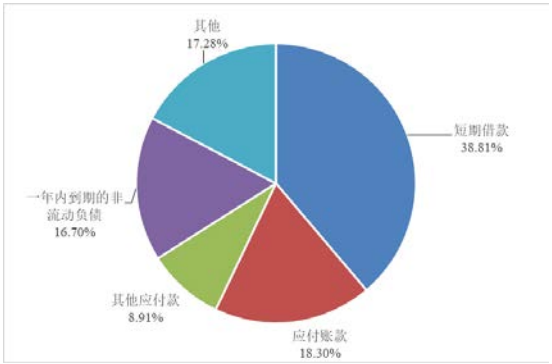
负债

跟踪期内，公司负债规模变化不大，债务结构继续优化，债务负担可控。公司债务中信用借款占比很高，金融机构对公司支持力度大。

截至2019年底，公司负债总额10321.61亿元，较年初增长0.41%。其中，流动负债占47.21%，非流动负债占52.79%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至2019年底，公司流动负债4873.19亿元，较年初下降5.88%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占38.81%）、应付账款（占18.30%）、其他应付款（占8.91%）及一年内到期的非流动负债（占16.70%）构成。

图7　截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

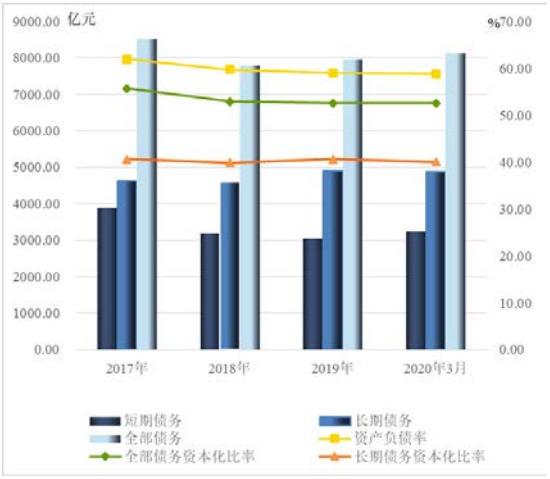
截至2019年底，公司短期借款1891.23亿元，较年初增长2.96%。公司短期借款主要由信用借款（占92.56%）和保证借款（占4.50%）构成；公司应付账款891.65亿元，较年初下降10.63%，主要系随着在建工程完工，公司支付部分款项所致；公司其他应付款434.09亿元，较年初下降8.74%，主要系保证金、押金和质保金减少所致；公司一年内到期的非流动负债813.71亿元，较年初下降17.05%。

截至2019年底，公司非流动负债5448.43亿元，较年初增长6.80%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占65.75%）和应付债券（占22.34%）构成。

截至2019年底，公司长期借款3582.42亿元，较年初增长9.24%；长期借款主要由信用借款构成（占87.55%）；公司应付债券1217.42亿元，较年初下降2.04%。

截至2019年底，公司全部债务7952.16亿元，较年初增长2.06%。其中，短期债务占38.27%，长期债务占61.73%；短期债务3043.05亿元，较年初下降4.42%；长期债务4909.11亿元，较年初增长6.53%。截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.97%和52.55%，分别较年初下降0.73个百分点和0.35个百分点；长期债务资本化比率为40.60%，较年初小幅上升0.70个百分点。公司债务结构有所优化。

图8　近年来公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年3月底，公司负债总额10462.68亿元，较2019年底增长1.37%。其中，流动负债占48.30%，非流动负债占51.70%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较2019年底变化不大。截至2020

年3月底，公司全部债务8119.75亿元，较2019年底增长2.11%；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58.80%、52.55%和40.00%，较2019年底变化不大。

债务期限结构方面，根据公司统计口径，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32.00%。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

2019年，公司盈利水平保持稳定，盈利能力很强。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，但较大规模的投资收益和政府补助等对公司利润形成一定补充。

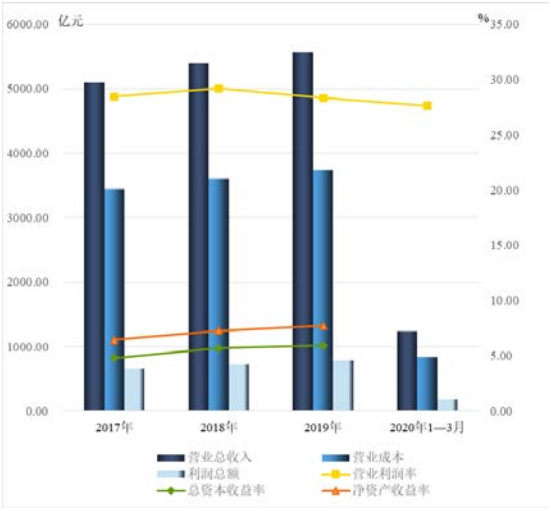
2019年，公司实现营业总收入5561.16亿元，同比增长3.15%；营业收入5541.45亿元，同比增长3.16%；营业成本3742.81亿元，同比增长3.89%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为783.78亿元，同比增长1.98%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为5.00%、46.85%、4.75%和43.40%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为367.22亿元，同比下降2.74%；财务费用为340.19亿元，同比增长1.57%。2019年，公司费用收入比为14.14%，同比下降0.16个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2019年，公司实现投资收益62.40亿元，同比下降0.33%，投资收益占营业利润的比重为8.01%；公司实现其他收益26.31亿元，同比增长15.36%，其他收益占营业利润的比重为3.38%；公司实现资产处置收益8.10亿元，同比下降0.79%，资产处置收益占营业利润的比重为1.04%；公司实现营业外收入29.13亿元，同比增长12.73%，营业外收入占利润总额的比重为3.73%。2019年，公司营业外支出27.26亿元，同比下降57.67%，主要系赔偿金、违约金、罚款以及其他支出下降所致，营业外支出占利润总额的比重为3.49%；公司资产减值损失89.00亿元，同比下降33.04%，主要系固定资产减值损失和坏账损失减少所致，资产减值损失占营业利润的比重为11.42%，对利润形成一定侵蚀。

2019年，公司实现营业利润779.39亿元，同比增长1.34%；利润总额781.26亿元，同比增长6.95%，主要系营业外支出同比大幅减少所致。从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率为28.33%，同比下降0.88个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.94%和7.75%，分别同比上升0.24个百分点和0.50个百分点，盈利水平保持稳定。

图9　近年来公司盈利情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020年1－3月，公司实现营业总收入1239.68亿元，同比下降8.19%；营业收入1233.84亿元，同比下降8.25%，主要系受新冠肺炎疫情影响所致。同期，公司实现营业利润174.77亿元，同比下降13.08%；利润总额175.01亿元，同比下降14.30%。

5．现金流

2019 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，筹资活动持续净流出。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 6607.66 亿元，同比增长 1.85%，构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金（6371.37 亿元）；经营活动现金流出 4882.23 亿元，同比增长 7.00%，构成主要为购买商品、接受劳务支付的现金（2915.29 亿元）。综上，公司经营活动现金净流入 1725.43 亿元，同比下降 10.36%。2019 年，公司现金收入比为 114.98%，同比下降 0.76 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 446.81 亿元，同比下降 39.73%，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致；投资活动现金流出 1489.05 亿元，同比下降 9.68%，主要系投资支付的现金下降所致。综上，公司投资活动现金净流出 1042.24 亿元，同比增长 14.88%。

2019 年，公司筹资活动前净现金流量为 683.19 亿元，经营活动现金净流量可以较好的覆盖投资活动资金需求，公司对外筹资压力不大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 5168.58 亿元，同比增长 2.01%；筹资活动现金流出 6056.59 亿元，同比下降 3.05%。综上，公司筹资活动现金净流出 888.02 亿元，同比下降 24.79%。

表 5　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	6128.79	6487.68	6607.66	1776.80
经营活动现金流出量	4621.34	4562.84	4882.23	1488.59
经营活动现金净流量	1507.45	1924.85	1725.43	288.20
现金收入比	113.14	115.74	114.98	113.29
投资活动现金净流量	-442.15	-907.22	-1042.24	-30.58
筹资活动现金净流量	-676.47	-1180.65	-888.02	166.03

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 288.20 亿元，同比下降 7.00%；实现投资活动现金净流出 30.58 亿元；实现筹资活动现金净流入 166.03 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较强。考虑到跟踪期内，公司行业地位稳固、经营状况稳定、可持续发展能力强以及金融机构对公司认可程度高等多方面因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别为 58.99%和 52.48%，均较年初有所增长；截至 2020 年 3 月底，公司流动比率与速动比率进一步增长至 65.81%和 59.00%，流动资产对流动负债的保障程度一般。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.38 倍和 0.48 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。2019 年，公司经营现金流动负债比率为 35.41%。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 1934.12 亿元，同比增长 6.50%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.64 倍上升至 4.83 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 4.29 倍下降至 4.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力指标较强。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度约 21014.01 亿元，其中尚未使用授信额度 12745.05 亿元，公司融资渠道通畅。

截至 2019 年底，公司对外担保总额 13.19 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

母公司自身无经营业务，主要执行管理职能，母公司承担较多的融资职能，但考虑母公司资本实力强，每年取得较大规模的投资收益，整体偿债能力极强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 4063.36 亿元，较年初下降 2.41%，较年初变化不大。其中，流动资产 474.19 亿元（占 11.67%），非流动资产 3589.17 亿元（占 88.33%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.20%）、其他应收款（占 22.42%）、一年内到期的非流动资产（占 33.23%）和其他流动资产（占 27.08%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 84.46%）和其他非流动资产（占 12.31%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额 2132.30 亿元，较年初下降 2.93%。其中，流动负债 1023.52 亿元（占比 48.00%），非流动负债 1108.78 亿元（占比 52.00%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 65.36%）和一年内到期的非流动负债（占 27.72%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 40.91%）和应付债券（占 57.82%）构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.48%、51.46%和 36.18%，分别较年初下降 0.28 个百分点、上升 0.27 个百分点和上升 2.85 个百分点。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 1931.07 亿元，较年初下降 1.83%。其中，实收资本为 1020.95 亿元（占 52.87%）、资本公积合计 356.09 亿元（占 18.44%）、未分配利润合计 326.68 亿元（占 16.92%）、盈余公积合计 223.91 亿元（占 11.60%），所有者权益稳定性很强。

2019 年，母公司实现营业收入 0.29 亿元，投资收益 193.97 亿元，利润总额 82.81 元，公司利润主要来自于投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流净额为-34.67 亿元，投资活动现金流净额为 263.12 亿元，筹资活动现金流净额为-259.49 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，盈利能力很强。公司在同行业中处于领先地位。

表 10　2019 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）	17502.85	3959.35	3169.68	11260.97	8222.20
所有者权益（亿元）	7181.24	1455.58	1006.82	2962.15	2238.65
全部债务（亿元）	7952.16	1695.27	1571.89	6331.76	4923.11
营业收入（亿元）	5561.16	1785.59	2854.80	3061.91	2335.63
利润总额（亿元）	781.26	140.34	136.35	178.47	122.84
营业利润率（%）	28.33	25.10	11.68	21.84	17.90
资产负债率（%）	58.97	63.24	68.70	73.70	72.77
全部债务资本化比率（%）	52.55	53.80	69.69	68.13	68.74
流动比率（%）	58.99	66.22	104.34	57.59	37.55
经营现金流动负债比（%）	35.41	21.47	15.13	21.33	22.94

资料来源：联合资信整理

9．过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司本部无逾期或违约偿付记录，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。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和EBITDA对“20国家能源MTN001”的保障能力极强。

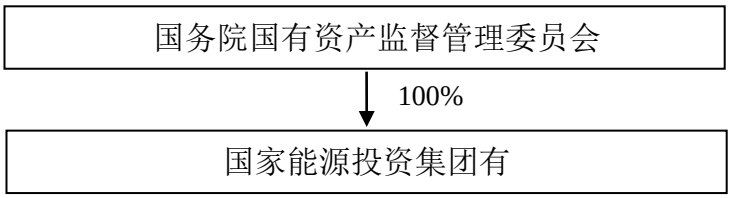
截至本报告出具日，公司存续期内由联合资信评级的债券为“20国家能源MTN001”，余额30.00亿元。

2017－2019年，公司经营活动现金流入量分别“20国家能源MTN001”余额的194.29倍、216.26倍和220.26倍；公司经营活动现金流量净额分别为“20国家能源MTN001”余额的50.25倍、64.16倍和57.51倍；公司EBITDA分别“20国家能源MTN001”余额的56.26倍、60.53倍和64.47倍。

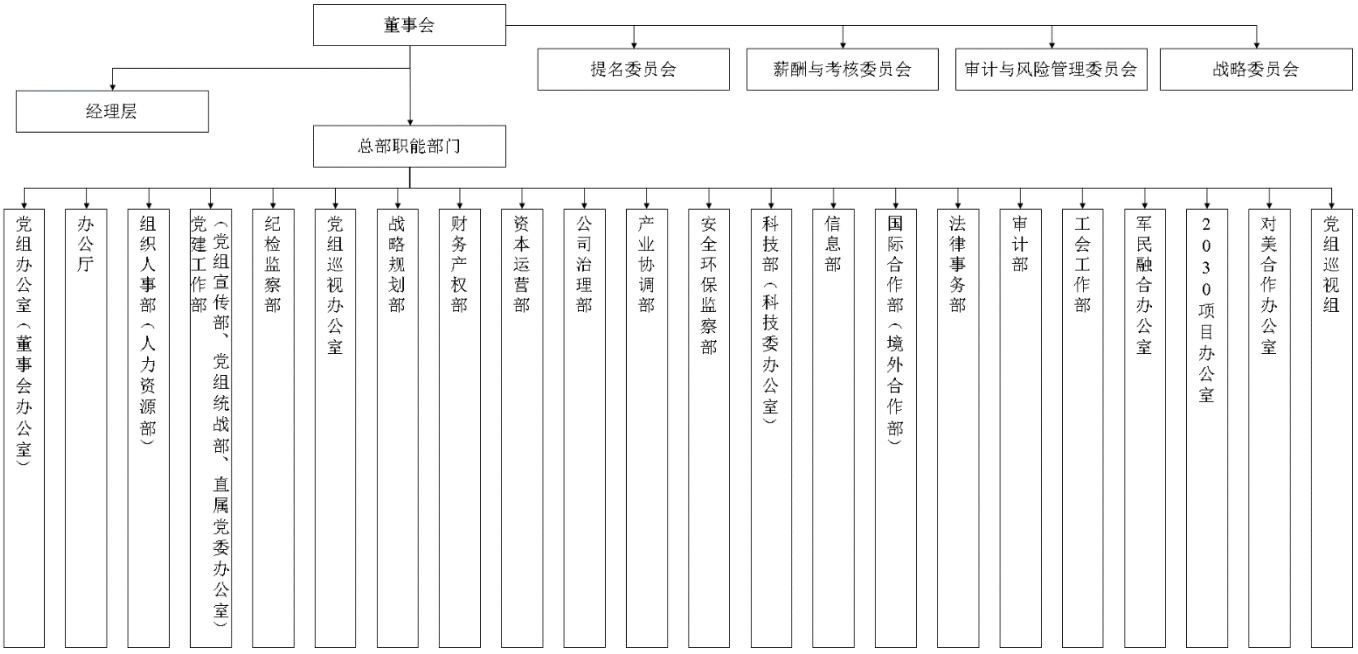
十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“20国家能源MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1364.66	1412.58	1158.20	1562.28
资产总额（亿元）	17740.75	17218.89	17502.85	17793.12
所有者权益（亿元）	6758.98	6939.55	7181.24	7330.44
短期债务（亿元）	3880.09	3183.91	3043.05	3232.73
长期债务（亿元）	4629.36	4608.08	4909.11	4887.02
全部债务（亿元）	8509.45	7791.99	7952.16	8119.75
营业总收入（亿元）	5099.24	5391.18	5561.16	1239.68
利润总额（亿元）	651.40	730.49	781.26	175.01
EBITDA（亿元）	1687.82	1816.01	1934.12	--
经营性净现金流（亿元）	1507.45	1924.85	1725.43	288.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.86	8.01	7.22	--
存货周转次数（次）	11.64	11.08	11.88	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.31	0.32	--
现金收入比（%）	113.14	115.74	114.98	113.29
营业利润率（%）	28.45	29.21	28.33	27.62
总资本收益率（%）	4.80	5.70	5.94	--
净资产收益率（%）	6.42	7.28	7.75	--
长期债务资本化比率（%）	40.65	39.90	40.60	40.00
全部债务资本化比率（%）	55.73	52.89	52.55	52.55
资产负债率（%）	61.90	59.70	58.97	58.80
流动比率（%）	45.40	52.59	58.99	65.81
速动比率（%）	39.71	46.55	52.48	59.00
经营现金流动负债比（%）	25.43	37.18	35.41	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.64	4.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	4.29	4.11	--

注：1. 公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；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. 公司未提供 2019 年资本化利息数据，采用 2018 年数据计算；5. 已将金融类负债和其他流动负债中短期融资券计入公司短期债务，将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，2020 年 3 月底短期融资券和融资租赁款数据采用 2019 年底数据进行计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	107.76	79.40	48.36	51.33
资产总额（亿元）	4086.97	4163.71	4063.36	4024.41
所有者权益（亿元）	1972.80	1967.12	1931.07	1914.89
短期债务（亿元）	717.10	1079.66	952.76	1020.29
长期债务（亿元）	1200.08	983.49	1094.66	982.54
全部债务（亿元）	1917.18	2063.16	2047.42	2002.82
营业收入（亿元）	0.34	0.30	0.29	0.05
利润总额（亿元）	341.89	88.01	82.81	-14.54
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	209.84	-15.78	-34.67	-121.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.40	26.46	15.10	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	81.28	75.71	43.15	67.39
营业利润率（%）	-1548.81	-1239.63	-613.08	-409.71
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	17.33	4.47	4.29	--
长期债务资本化比率（%）	37.82	33.33	36.18	33.91
全部债务资本化比率（%）	49.29	51.19	51.46	51.12
资产负债率（%）	51.73	52.76	52.48	52.42
流动比率（%）	45.41	40.65	46.33	48.56
速动比率（%）	45.41	40.65	46.33	48.56
经营现金流动负债比（%）	23.10	-1.32	-3.39	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司 2020 年 1—3 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；“*”表示数据过大

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	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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