跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1232 号

国家能源投资集团有限责任公司：

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

国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国家能源投资集团有限责任公司发行的“19CHNE01”“19CHNE02”“19CHNE03”“19CHNE04”“19CHNE05”“20CHNE01”“20CHNE02”和“20CHNE03”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

国家能源投资集团有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19CHNE01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.6.20
19CHNE02	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.6.20
19CHNE03	50 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.9.6
19CHNE04	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.10.11
19CHNE05	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.10.18
20CHNE01	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.1.2
20CHNE02	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.2.7
20CHNE03	30 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.3.5

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	17,740.75	17,218.89	17,502.85	17,793.12
所有者权益（亿元）	6,758.98	6,939.55	7,181.24	7,330.44
长期债务（亿元）	4,629.36	4,608.08	4,909.11	--
全部债务（亿元）	8,509.45	7,791.99	7,952.16	--
营业总收入（亿元）	5,099.24	5,391.18	5,561.16	1,239.68
净利润（亿元）	433.86	505.22	556.36	123.56
EBITDA（亿元）	1,687.82	1,816.01	1,934.12	--
经营性净现金流（亿元）	1,507.45	1,924.85	1,725.43	288.20
营业利润率（%）	28.45	29.21	28.33	27.62
净资产收益率（%）	7.28	7.38	7.88	6.81
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	--
流动比率（倍）	0.45	0.53	0.59	0.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.23	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.64	4.83	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.75	7.26	7.74	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；4. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5. 公司未提供 2019 年资本化利息数据，采用 2018 年数据；6. 已将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；7. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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，联合评级也关注到行业受经济周期波动影响大、安全生产风险等给公司信用水平可能带来的不利影响。

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

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19CHNE01”“19CHNE02”“19CHNE03”“19CHNE04”“19CHNE05”“20CHNE01”“20CHNE02”及“20CHNE03”的债项信用等级为“AAA”。

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。2019 年，在宏观经济下行的状况下，公司各板块业务运行情况良好，业务规模保持稳定。

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。

关注

1. 电力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稳定性产生一定不利影响。电力行业受宏观经济周期波动影响大；目前，电煤价格的波动、环保设备等投入的增加以及电改政策的推进等因素易对电力行业盈利稳定性产生一定不利影响。

2．安全生产风险。若公司在煤炭及电力生产过程中发生重大安全事故，将对公司的正常生产经营活动产生不利影响。

分析师

余瑞娟　登记编号（R0040218040004）
于彤昆　登记编号（R0040219020001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

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

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

截至 2019 年底，公司注册资本为 1,020.95 亿元，实际控制人为国务院国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生变更；公司组织结构未发生变化（见附件 1）。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 67 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 17,502.85 亿元，负债合计 10,321.61 亿元，所有者权益 7,181.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 4,176.36 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 5,561.16 亿元，净利润 556.36 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 294.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1,725.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-201.17 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 17,793.12 亿元，负债合计 10,462.68 亿元，所有者权益 7,330.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 4,243.90 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1,239.68 亿元，净利润 123.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 57.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 288.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 407.28 亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门西滨河路 22 号；法定代表人：王祥喜。

二、债券发行及募集资金使用情况

“19CHNE01”“19CHNE02”

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

表 1　公司 2019 年获准发行的 50 亿元额度内公司债发行情况（单位：亿元、年、%）

起息日	债券全称	债券简称	债券代码	发行规模	债券期限	票面利率	上市交易日期
2019-01-18	国家能源投资集团有限责任公司2019年公开发行公司债券（第一期）	19CHNE01	155159.SH	20	3	3.55	2019-01-25
2019-02-27	国家能源投资集团有限责任公司2019年公开发行公司债券（第二期）	19CHNE02	155182.SH	30	3	3.50	2019-03-07
合计				**50**	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

“19CHNE03”“19CHNE04”“19CHNE05”“20CHNE01”“20CHNE02”“20CHNE03”

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕1591 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 200 亿元的公司债券，采用分期发行方式。截至 2020 年 3 月底，公司已发行的公司债券见下表。

表 2　公司 2019 年获准发行的 200 亿元额度内公司债发行情况（单位：亿元、年、%）

起息日	债券全称	债券简称	债券代码	发行规模	债券期限	票面利率	上市交易日期
2019-09-18	国家能源投资集团有限责任公司2019 年公开发行公司债券（第三期）	19CHNE03	155713.SH	50	3	3.50	2019-09-24
2019-10-18	国家能源投资集团有限责任公司2019 年公开发行公司债券（第四期）	19CHNE04	155772.SH	30	3	3.50	2019-10-30
2019-10-28	国家能源投资集团有限责任公司2019 年公开发行公司债券（第五期）	19CHNE05	155794.SH	30	3	3.55	2019-11-01
2020-01-10	国家能源投资集团有限责任公司2020 年公开发行公司债券（第一期）	20CHNE01	163108.SH	30	3	3.44	2020-01-22
2020-02-18	国家能源投资集团有限责任公司2020 年公开发行公司债券（第二期）	20CHNE02	163152.SH	30	3	3.05	2020-02-24
2020-03-16	国家能源投资集团有限责任公司2020 年公开发行公司债券（第三期）	20CHNE03	163281.SH	30	3	2.98	2020-03-24
合计				**200**	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，上述债券均按照募集说明书中约定的用途使用，且按照债项条款按时足额支付了相关债券利息。

三、行业分析

1. 煤炭行业

（1）行业概况

煤炭是重要的基础能源和化工原料，我国将长期持续以煤为主的能源供应格局。随着煤炭资源整合的推进，龙头企业行业影响力逐步增强。2019 年以来，随着供给侧改革的实施接近尾声以及优质产能的逐步释放，需求增速有所放缓，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格在高位震荡下行。2020 年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭供给平稳、需求减少，煤炭价格下滑。未来随着优质产能的进一步释放，煤炭供给有望进一步宽松，煤炭价格预计呈下探态势。

煤炭是重要的基础能源和化工原料，在我国国民经济中占据重要的战略地位。我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我国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上，在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。煤炭行业以资源开采为主，国有大中型企业集团为主要运营主体。近年来，煤炭资源整合快速推进，煤炭行业集中度相应改善，随着大集团、大基地的逐步形成，龙头企业行业影响力逐步增强。

2016 年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017 年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018 年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。2019 年以来，随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放，需求增速有所放缓，

煤炭价格呈平稳下降趋势。

2020 年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭行业加快推进煤矿复工复产，保障了特殊时期的煤炭供应。受各行业推迟复工影响，下游需求有所减弱，煤炭价格有所下滑。

未来随着优质产能的进一步释放，煤炭供给有望进一步宽松，煤炭价格预计呈下探态势。

（2）煤炭供需

2019 年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给有所增加，煤炭进口维持较严格管控；受我国宏观经济增速放缓影响，煤炭下游需求增速有所放缓，煤炭供需紧平衡状态有所缓解。2020 年新冠肺炎疫情发生以来，煤炭供给平稳、需求减少。

煤炭供给

煤炭生产方面，2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号、以下简称“《意见》”），提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨。供给侧改革政策落实效果明显，我国煤炭产量出现明显下滑，带动煤炭价格开始出现大幅上涨；根据国家统计局数据，2016 年我国全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%。2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.24 亿吨，同比增长 3.31%，产量有所回升。2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.83 亿元，同比增长 4.53%，增速同比提高 1.11 个百分点。2019 年，国原煤产量 38.50 亿吨，同比增长 4.53%，增速与上年持平。截至 2019 年底，累计退出煤炭落后产能 9 亿吨/年以上，安置职工 100 万人左右，超额完成《意见》提出的目标。

煤炭进口方面，2017 年 5 月 9 日，国家发改委与多部委《关于严格控制劣质煤炭进口有关措施》，要求限制进口煤同比下降 5~10%；引导市场煤价下行。2018 年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸[1]进口煤炭业务陆续开展；2018 年 4 月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继 2017 年 7 月后重启并有所升级。2019 年以来，伴随着国内煤炭价格持续回落，进口煤继续保持管控严格态势。从煤炭进口量看，根据国家统计局数据，2017－2019 年，我国煤炭进口量分别为 2.71 亿吨、2.82 亿吨和 3.00 亿吨，同比分别增长 6.01%、4.05%和 6.31%，进口量增速较 2016 年的 25.23%大幅下降。

进口煤炭转运方面，2017－2019 年，全国铁路发运煤炭分别为 21.55 亿吨、23.81 亿吨和 24.60 亿吨，同比分增长 13.3%、10.4%和 3.3%；主要港口发运煤炭量分别为 7.3 亿吨、8.1 亿吨和 7.8 亿吨，同比分别增长 12.9%、增长 7.5%和减少 1.0%。2019 年总运输量增速有所放缓，煤炭运输量整体较为稳定。

新冠肺炎疫情发生以来，煤炭行业加快推进煤矿复工复产，保障了特殊时期的煤炭供应。2020 年一季度，全国规模以上煤炭企业原煤生产完成 8.3 亿吨，同比减少约 400 万吨，供给量较为稳定。

下游需求

煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其分别约占煤炭消费总量的 44%、20%、8%和 4%。2018－2019 年，公司电力行业全年耗煤约 21 亿吨和 22.9 亿吨，钢铁行业耗煤 6.2 亿吨和 6.5 亿吨，建材行业耗煤 5 亿吨和 3.8 亿元，化工行业耗煤 2.8 亿吨和 3.0 亿吨；2019 年除建材行业外下

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

游行业耗煤量同比均有所增加。

从下游火电行业看，电力生产方面，根据国家统计数据，2017－2019 年我国火电发电量分别为 4.61 万亿千瓦时、4.98 万亿千瓦时和 5.17 亿千瓦时，同比分别增长 4.91%、7.98%和 3.73%，其中 2019 年受新能源装机比重上升、我国经济增速放缓等因素影响，增速下滑 4.24 个百分点。电力消费方面，2017－2019 年，我国全社会用电量分别为 63,094 亿千瓦时、68,449 亿千瓦时和 72,255 亿千瓦时，年均复合增长 7.01%。其中，2019 年全社会用电量比上年增长 4.5%。其中，第一产业、第二产业、第三产业和居民生活用电量分别增长 4.5%、3.1%、9.5%和 5.7%，增速较上年分别下降 5.3 个百分点、4.1 个百分点、3.2 个百分点和 4.7 个百分点，需求增速均有所放缓。

从下游钢铁行业看，2018 年，国内粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 6.6%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于 2017 年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求由正规钢铁企业填补。2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点，发展较为平稳。

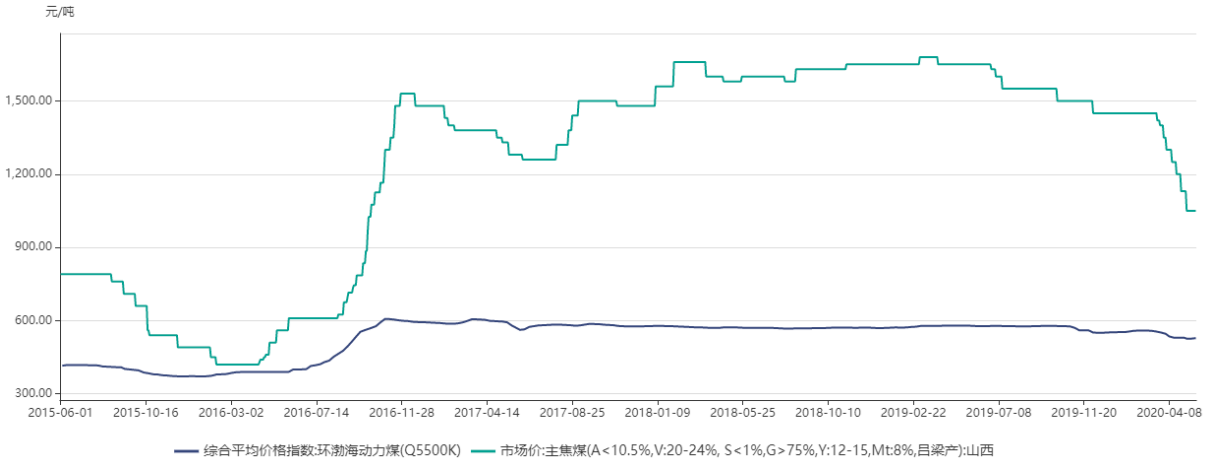
新冠肺炎疫情发生以来，受各行业推迟复工影响，煤炭下游需求减少，2020 年一季度全国煤炭消费量 8.7 亿吨左右，同比减少 6.8%。

（3）煤炭价格

2019年以来，随着去产能接近尾声以及先进产能的释放，煤炭供需实现紧平衡逐步缓解，煤炭价格震荡下行。随着优质产能的继续释放及2020年新冠肺炎疫情带来的需求减弱影响，煤炭价格继续下行。

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于 2016 年下半年出现大幅上涨，之后保持较高水平。2018－2019 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。具体看，2018 年以来，环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；2018 年随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动上升，2019 年以来在高位小幅下降。

图 1　近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019年，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、1,296元/吨、887元/吨和1,068元/吨，较年初分别下降12.10%、4.85%、17.71%和11.52%。

2020年初以来，疫情爆发初期，受煤矿延迟复工及运输受限影响，煤炭价格迎来小波上扬；后随着各地煤矿陆续复工，煤炭下游受疫情影响需求受到抑制，煤炭价格呈下滑态势。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、1,194元/吨、843/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。

（4）行业政策

经过煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。随着“十三五”去产能目标任务提前完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能。

煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《意见》为起点，国家陆续出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要为 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列政策稳定煤价。2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、推进煤炭去产能的产能置换和职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。进入 2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。

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》（发改运行〔2019〕785 号）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。

2019 年 5 月，国家发改委印发《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》（发改能源〔2019〕764 号），要求煤矿冲击地压防治工作要深入贯彻落实习总书记关于安全生产重要论述要求，坚持以人民为中心的发展思想，始终把矿工的生命安全放在首位，以坚决遏制煤矿冲击地压重特大事故为目标，坚持问题导向、科学施策，积极推进煤矿安全生产形势持续稳定好转。提出高度重视煤矿冲击地压防治工作、严格控制新建冲击地压矿井、分类处置存量冲击地压矿井、加快推进落后产能淘汰退出、强化冲击地压防治科技支撑和投入保障及严格落实安全生产责任制等通知要求。

2019 年 8 月，国家发改委等部委印发《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（发改能源〔2019〕1377 号）提出，力争到 2021 年年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。通过以下两种形式加快退出 30 万吨/年以下煤矿：一是严格执法限期关闭一批。通过严格安全环保质量标准等措施，加快关闭退出不达标的 30 万吨/年以下煤矿。二是政策引导主动退出一批。通过煤炭产能置换、中央财政奖补资金支持等政策，以华北、西北、西南、“两湖一江”及黑龙江省为重点，引导资源条件差、竞争力弱、生态环境影响大的 30 万吨/年以下煤矿主动退出。

2020 年 3 月，国家发改委等部委联合印发《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》（发改能源〔2020〕283 号），以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以科技创新为根本动力，推动智能化技术与煤炭产业融合发展，提升煤矿智能化水平，促进我国煤炭工业高质量发展。

（5）行业关注

行业政策持续性

随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到提振，煤炭企业盈利能力提升。未来煤炭供给端政策、煤炭进口管控政策及宏观经济政策等对将共同影响煤炭企业经营情况。同时需关注在煤炭供给侧改革完成的背景下，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及对煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

安全环保风险

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

新能源挤压传统能源发展风险

近年来，随着新能源技术的快速发展，以光伏、风电等为代表的新能源发电度电成本持续下降。我国近年在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，非化石能源发电装机占比逐步提升，煤炭下游需求的主要行业火电的发展空间受到一定程度挤占，以致削弱对煤炭需求。

煤炭价格下行压力加大

目前，煤炭供给侧改革提前完成，优质产能逐渐释放，我国宏观经济增速放缓，加之新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求增长受限。未来煤炭价格或震荡下行，对煤炭企业经营产生一定不利影响。

（6）未来发展

煤炭供需趋于宽松、煤炭价格整体或将震荡下行

目前随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭供给减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格上涨。随着煤炭供给侧改革的完成，未来，优质产能逐步填补产能缺口，虽煤炭进口或将保持严格管控，供给整体将趋于宽松；而受宏观经济增速放缓影响，下游需求受到抑制，动力煤价格或将承压下行。此外，由于焦煤供给增幅有限，未来价格或将保持相对稳定。

行业集中度进一步提升

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小。截至 2019 年末，全国煤矿数量减少到 5300 处左右，建成了千万吨级煤矿 44 处。未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。

产业链进一步完善

供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，加大了电力、钢铁等下游行业成本控制压力，加速了下游企业向上游煤炭行业的延伸。根据中国煤炭工业协会数据，截至 2019 年末，煤炭企业参股控股电厂权益装机容量达 3.2 亿千瓦，占全国燃煤电力装机的 29.4%；参股控股焦化规模占全国焦化总产能的 30%以上。未来煤炭产业链有望进一步完善。

2. 电力行业

（1）行业概况

2019 年以来，我国火电技术水平继续提升，清洁能源占比继续提升；但宏观经济增速承压，导致电力需求增幅下滑，发电设备利用小时数下降。电源投资增速进一步放缓。

2019 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组技

术水平进一步提升，清洁能源占比继续提升，截至 2018 年三季度末，我国煤电机组累计完成超低排放改造 7 亿千瓦以上，提前超额完成 5.8 亿千瓦的总量改造目标；我国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗已降至 306.9 克/千瓦时，较上年下降 0.7 克/千瓦时。根据中电联，截至 2019 年末，我国发电装机容量 201,166 万千瓦，同比增长 5.8%，其中核电、风电及太阳能发电分别同比增长 9.1%、14.0%和 17.4%。

机组利用情况看，受宏观经济增速放缓影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,825 小时，同比下降 54 小时，其中火电设备利用小时 4,293 小时，同比下降 85 小时。

根据中电联发布的《2019 年全国电力工业统计快报一览表》，2019 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 7,995 亿元，同比减少 2.0%；其中，电源工程建设完成投资 3,139 亿元，同比增长 12.6%，其中水电和风电分别同比增长 16.3%和 81.3%；电网工程建设完成投资 4,856 亿元，同比减少 9.6%。

（2）行业供需

2019 年，我国发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长，但受宏观经济承压下行导致的下游需求下降影响，除水电外，其他各类型电源利用小时数均有所下降。

2019 年，全国新增发电装机容量 10,173 万千瓦，同比下降 20.4%，其中，新增火电装机 4,092 万千瓦，同比下降 6.6%；新增水电装机 417 万千瓦，同比下降 51.4%。2018 年 5 月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新增新能源发电装机结构受到影响。2019 年全年风电新增装机 2,574 万千瓦，同比增长 21.0%；光伏 2,681 万千瓦，同比下降 40.8%；核电新增装机 409 万千瓦，同比下降 53.8%。截至 2019 年底，火电装机容量占电力总装机容量的比重为 59.21%，进一步下降。

2019 年，我国实现全口径发电量同比增长 4.73%，其中火电发电量 50,450 亿千瓦时，同比增长 2.4%，增速较上年同期下降 5.0 个百分点。受宏观经济增速放缓影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,825 小时，同比下降 54 小时，除水电受 2019 年来水情况较好，利用小时同比上升 119 小时外，其他各类型电源利用小时数均有所下降，其中火电设备利用小时 4,293 小时，同比下降 85 小时。

从电力需求看，2019 年全社会用电量比上年增长 4.5%。其中，第一产业、第二产业、第三产业和居民生活用电量分别增长 4.5%、3.1%、9.5%和 5.7%，增幅较上年分别下降 5.3 个百分点、4.1 个百分点、3.2 个百分点和 4.7 个百分点，第三产业用电继续保持较快增长。分地区看，全国 28 个省（区、市）用电正增长，其中广西、西藏 2 个省（区）实现 10%以上的两位数增长。

（3）电煤价格分析详见煤炭行业部分

（4）行业政策

2019 年，电力行业政策的重点仍集中于供给侧改革与售电侧改革，未来火电机组水平有望进一步提升，发电效率将进一步提高，电力销售端将逐步区域市场化。

2019 年，电力行业政策主要集中在淘汰落后产能、售电侧改革方面。主要政策如下表所示：

表 3　2019 年以来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	发改委	要求电网企业增值税税率由 16%调整为 13%后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。	2019 年 3 月
《关于深入推进供给侧结构性改革进一步淘汰煤电落后产能 促进煤电行业优化升级的意见》	国家发改委、国家能源局	指出要有力有序淘汰煤电落后产能，加快煤电产业新旧动能转换，实现煤电行业清洁高效有序发展。	2019 年 3 月

《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》	国家发改委	经营性电力用户的发用电计划原则上全部放开，支持中小用户参与市场化交易。根据《通知》，除居民、农业、重要公用事业和公益性服务等行业电力用户以及电力生产供应所必需的厂用电和线损之外，其他电力用户均属于经营性电力用户。	2019 年 6 月
《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》	国家发改委	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。国家发展改革委根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整。	2019 年 10 月

资料来源：联合评级整理

（5）行业关注

宏观经济下行

2019 年以来，宏观经济下行压力较大，全社会用电需求下滑明显，全国机组利用小时数有所下降，对电力行业盈利产生不利影响。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中六成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

售电侧改革的持续推进，或将对电价产生一定不利影响

2019 年，售电侧改革持续推进，且取得了很大的成效，部分城市市场电量增幅明显；售电侧改革的推进导致电力销售市场竞争激烈，市场电价较基础电价普遍偏低，将对电力行业盈利产生不利影响，但长远看，有利于优质企业发挥自身规模效应，提高发电利用小时。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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

（6）未来发展

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

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

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

四、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。受中组部领导委托，中组部有关干部局负责同志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。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍以煤炭和常规能源为主，两类业务继续保持良好的协同发展态势。2019 年公司业务整体运营稳定，总体经营业绩保持稳定向好发展态势。

目前公司主营业务以煤炭和电力的生产及销售为主，近两年，煤炭业务及发电业务占比均在 90%以上。2019 年，公司营业总收入同比增长 3.15%至 5,561.16 亿元，营业收入同比增长 3.16%至 5,541.45 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；净利润同比增长 10.12%至 556.36 亿元。

从收入构成看，公司各业务占比较上年变动不大。具体看，公司煤炭业务、发电业务及运输业务收入分别同比增长 0.22%、3.86%和 2.50%；其他业务主要包括新能源业务、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 4　2018－2019 年公司营业收入和利润情况（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	2,572.37	47.71	439.16	2,578.01	46.36	431.47
发电业务	3,089.92	57.31	191.23	3,209.12	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	1,064.83	19.15	-21.92
抵销	-1,745.67	32.38	68.24	-1,818.38	32.70	36.71
合计	**5,391.18**	**100.00**	**730.49**	**5,561.16**	**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：公司审计报告

2. 煤炭业务板块

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 1,200 万吨/年；保德煤矿获得保护区调整，7 批次 3,000 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. 发电业务板块

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 9,690 亿千瓦时，同比增长 1.64%。

4. 交通运输业务

公司运输业务运营稳定，业务规模较上年变化不大。

运输方面，公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，公司目前已经形成了“铁路—港口—航运”为一体的强大的运输网络，主要由中国神华能源股份有限公司负责运营。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 年末，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。预算资金共计 633.70 亿元，未来尚需投资 263.10 亿元。

表 5　截至 2019 年末公司主要在建项目建设情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程投入占预算比例	尚需投入
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 4×1,000MW	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：公司审计报告

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，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.34 次、10.50 次和 0.33 次，较上年的 10.39 次、9.89 次和 0.31 次均变化不大。与同行业公司相比，公司各项经营效率指标表现优异。

表 6　2019 年公司与同行业公司经营效率指标比较情况（单位：次）

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
中国大唐集团有限公司	15.06	4.64	0.25
中国华电集团有限公司	14.59	6.38	0.29
国家电力投资集团有限公司	9.42	5.97	0.24
国家能源投资集团有限责任公司	**11.88**	**9.56**	**0.31**

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

7. 经营关注

（1）宏观经济周期性波动风险

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

（2）行业政策变动风险

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

（3）安全环保风险

公司在进行煤炭生产时存在发生包括重大瓦斯事故、煤尘与瓦斯爆炸和矿井火灾水灾等多种灾害的可能，电力生产过程中也存在发生各种技术和设备安全事故的风险。近两年采矿业安全事故频

发，国家对环保安全巡查力度持续提高，未来若公司发生重大安全事故，将对其正常生产经营活动产生较大影响，同时可能造成诉讼、赔偿性支出、处罚以及停产整顿等。此外，近几年环保监管逐步趋严，环保投入的增加将不利于公司的成本控制。

8. 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，把集团建设成为发展科学、管理先进、科技领先、文化优秀、履责担当、品牌优良的世界一流企业。

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

六、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，公司合并范围变动较大，但公司主业未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 17,502.85 亿元，负债合计 10,321.61 亿元，所有者权益 7,181.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 4,176.36 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 5,561.16 亿元，净利润 556.36 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 294.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1,725.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-201.17 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 17,793.12 亿元，负债合计 10,462.68 亿元，所有者权益 7,330.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 4,243.90 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1,239.68 亿元，净利润 123.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 57.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 288.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 407.28 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，资产质量高。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 17,502.85 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 年末，公司流动资产 2,874.65 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。

截至 2019 年末，公司货币资金 695.56 亿元，较年初减少 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 年末，公司交易性金融资产 337.65 亿元，较年初增长 3.25%，主要为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 年末，公司应收账款 642.20 亿元，较年初增长 24.38%。应收账款主要按信用风险特征计提坏账准备（占 95.18%），其中应收电网公司电费 180.69 亿元、应收煤款 13.87 亿元及其他无风险组合 17.05 亿元，未计提坏账准备，其余部分按照账龄分析法计提坏账准备，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，占应收账款余额比例 24.85%，集中度较低。

截至 2019 年末，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按照信用风险特征计提坏账准备（占 85.85%），其中保证金备用金余额 17.77 亿元、股东借款 42.30 亿元、股权处置款 11.72 亿元，公司未对其计提坏账准备。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 27.79%。

截至 2019 年末，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 年末，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。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 14,628.21 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 年末，公司固定资产 10,268.90 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；公司累计计提折旧 7,117.16 亿元，固定资产成新率为 60.23%，成新率较低。

截至 2019 年末，公司在建工程 1,404.66 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 年末，公司无形资产 1,219.09 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 1,045.72 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 月末，公司合并资产总额 17,793.12 亿元，较上年末增长 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，资产结构较上年末变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司负债及债务变化不大，债务结构继续优化，债务负担尚属可控。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。公司资本实力极强，未分配利润及少数股东权益占比较高。

负债

截至 2019 年末，公司负债总额 10,321.61 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 年末，公司流动负债 4,873.19 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。

截至 2019 年末，公司短期借款 1,891.23 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；截至 2019 年末，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 年末，公司非流动负债 5,448.43 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 年末，公司长期借款 3,582.42 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 1,217.42 亿元，较年初下降 2.04%。

截至 2019 年末，公司全部债务 7,952.16 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 3,043.05 亿元，较年初下降 4.42%。长期债务 4,909.11 亿元，较年初增长 6.53%。截至 2019 年末，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。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 10,462.68 亿元，较上年末增长 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，负债结构较上年末变化不大。

所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 7,181.24 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 4,176.36 亿元，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 月末，公司所有者权益为 7,330.44 亿元，较上年末增长 2.08%，较年初变化不大，权益结构亦较上年末变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司盈利水平保持稳定，盈利能力较强。虽然较大规模的管理费用、财务费用及资产减值损失对其利润形成一定侵蚀，但较大规模的投资收益和政府补助对公司利润形成一定补充。

2019 年，公司实现营业收入 5,541.45 亿元，较上年增长 3.16%；公司营业成本 3,742.81 亿元，较上年增长 3.89%；公司营业利润 779.39 亿元，较上年增长 1.34%；公司利润总额 781.26 亿元，较上年增长 6.95%，主要系营业外支出同比大幅减少所致；公司净利润 556.36 亿元，较上年增长 10.12%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 783.78 亿元，较上年增长 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 4.99%、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，较上年下降 2.74%；财务费用为 340.19 亿元，较上年增长 1.57%。2019 年，公司费用收入比为 14.14%，较上年下降 0.16 个百分点，公司费用控制能力一般。

利润构成方面，2019 年，公司实现投资收益 62.40 亿元，较上年下降 0.33%，较上年变化不大；投资收益占营业利润比重为 8.01%，对营业利润影响不大；公司实现其他收益 26.31 亿元，较上年增长 15.36%；其他收益占营业利润比重为 3.38%，对营业利润影响不大；公司实现资产处置收益 8.10 亿元，较上年下降 0.79%；资产处置收益占营业利润比重为 1.04%，对营业利润影响不大；公司实现营业外收入 29.13 亿元，较上年增长 12.73%。营业外收入占利润总额比重为 3.73%，对利润影响不大；公司实现营业外支出 27.26 亿元，较上年下降 57.67%；营业外支出占利润总额比重为 3.49%，对利润影响不大。2019 年，公司资产减值损失 89.00 亿元，较上年减少 33.04%，占营业利润的比重为 11.42%，对利润形成侵蚀。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 28.33%，较上年下降 0.88 个百分点。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.02%、6.47%和 7.88%，较上年分别上升 0.42 个百分点、0.38 个百分点和 0.50 个百分点，公司盈利能力略有提升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1,233.84 亿元，较上年同期下降 10.99%，主要系受新冠疫情影响所致。实现营业利润 174.77 亿元，较上年同期下降 13.69%。实现净利润 123.56 亿元，较上年同期下降 14.67%。

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 6,607.66 亿元，较上年增长 1.85%；经营活动现金流出 4,882.23 亿元，较上年增长 7.00%。综上，公司经营活动现金净流入 1,725.43 亿元，较上年下降 10.36%。2019 年，公司现金收入比为 114.98%，较上年下降 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，较上年下降 39.73%，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致；投资活动现金流出 1,489.05 亿元，较上年下降 9.68%。综上，公司投资活动现金净流出 1,042.24 亿元，较上年增长 14.88%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 5,168.58 亿元，较上年增长 2.01%；筹资活动现金流出 6,056.59 亿元，较上年下降 3.05%。综上，公司筹资活动现金净流出 888.02 亿元，较上年下降 24.79%。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 288.20 亿元，较上年同期下降 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

公司整体偿债能力指标表现较好，同时，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很高等多方面因素，公司整体偿债能力仍属极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.53 倍和 0.47 倍分别上升至 0.59 倍和上升至 0.52 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.44 倍下降至 0.38 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 1,934.12 亿元，较上年增长 6.50%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 38.71%）、计入财务费用的利息支出（占 17.69%）、利润总额（占 40.39%）构成。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 EBITDA 全部债务比由上年的 0.23 倍上升至 0.24 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体现较强。

截至 2019 年 9 月末，公司共获得银行授信额度约 21,014.01 亿元，已使用授信额度 8,298.96 亿元，尚未使用授信额度 12,745.05 亿元，公司融资渠道通畅。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼。截至 2019 年底，公司对外担保总额 13.19 亿元，规模很小。

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，但考虑公司资本实力强，每年取得子公司较大规模的分红，整体偿债能力极强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 4,063.36 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 3,589.17 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 年末，母公司货币资金为 48.36 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 2,132.30 亿元，较年初下降 2.93%。其中，流动负债 1,023.52 亿元（占比 48.00%），非流动负债 1,108.78 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 年末，母公司资产负债率为 52.48%，较年初下降 0.28 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 1,931.07 亿元，较年初下降 1.83%。其中，实收资本为 1,020.95 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，母公司营业收入为 0.29 亿元，投资收益 193.97 亿元，同比减少 2.71%，实现净利润 82.81 亿元，同比减少 5.91%。

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。

七、公司债券偿债能力分析

公司资产、盈利等对本报告跟踪的债券覆盖程度很高，并考虑到公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油、煤化工企业，跟踪期内，公司在资源禀赋、产业链布局、运营模式、规模经济效应、装备技术水平、安全生产以及环

保节能等多方面仍具备领先优势，联合评级认为，公司对“19CHNE01”“19CHNE02”“19CHNE03”“19CHNE04”“19CHNE05”“20CHNE01”“20CHNE02”及“20CHNE03”的偿还能力仍属极强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 1,158.20 亿元，为本报告所跟踪债券余额（250.00 亿元）的 4.63 倍，公司现金类资产对相关债券的覆盖程度很高；截至 2019 年末，公司净资产为 7,181.24 亿元，为本报告所跟踪债券余额（250.00 亿元）的 28.72 倍，公司净资产对相关债券按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 1,934.12 亿元，为本报告所跟踪债券余额（250.00 亿元）的 7.74 倍，公司 EBITDA 对相关债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 6,607.66 亿元，为本报告所跟踪债券余额（250.00 亿元）的 26.43 倍，公司经营活动产生的现金流入对相关债券的覆盖程度很强。

八、综合评价

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，联合评级也关注到行业受经济周期波动影响大、安全生产风险等给公司信用水平可能带来的不利影响。

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

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19CHNE01”“19CHNE02”“19CHNE03”“19CHNE04”“19CHNE05”“20CHNE01”“20CHNE02”及“20CHNE03”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　国家能源投资集团有限责任公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	17,740.75	17,218.89	17,502.85	17,793.12
所有者权益（亿元）	6,758.98	6,939.55	7,181.24	7,330.44
短期债务（亿元）	3,880.09	3,183.91	3,043.05	--
长期债务（亿元）	4,629.36	4,608.08	4,909.11	--
全部债务（亿元）	8,509.45	7,791.99	7,952.16	--
营业总收入（亿元）	5,099.24	5,391.18	5,561.16	1,239.68
净利润（亿元）	433.86	505.22	556.36	123.56
EBITDA（亿元）	1,687.82	1,816.01	1,934.12	--
经营性净现金流（亿元）	1,507.45	1,924.85	1,725.43	288.20
应收账款周转次数（次）	13.09	10.39	9.34	--
存货周转次数（次）	10.42	9.89	10.50	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.31	0.32	0.07
现金收入比率（%）	113.14	115.74	114.98	113.29
总资本收益率（%）	6.23	5.59	6.02	--
总资产报酬率（%）	6.90	6.09	6.47	--
净资产收益率（%）	7.28	7.38	7.88	6.81
营业利润率（%）	28.45	29.21	28.33	27.62
费用收入比（%）	14.78	14.31	14.14	14.54
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	--
长期债务资本化比率（%）	40.65	39.90	40.60	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.74	4.64	4.83	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.23	0.24	--
流动比率（倍）	0.45	0.53	0.59	0.66
速动比率（倍）	0.40	0.47	0.52	0.59
现金短期债务比（倍）	0.35	0.45	0.38	--
经营现金流动负债比率（%）	25.43	37.18	35.41	5.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.75	7.26	7.74	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；4. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5. 公司未提供 2019 年资本化利息数据，采用 2018 年数据；6. 已将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；7. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。