

信用等级公告

联合〔2020〕2612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国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的2020年公司债券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，评级展望为“稳定”

国家能源投资集团有限责任公司拟面向专业投资者公开发行的2020年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月十四日

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

网址：www.unitedratings.com.cn

国家能源投资集团有限责任公司

面向专业投资者公开发行 2020 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：本次债券规模为不超过 500 亿元(含)

债券期限：本次债券在获得注册发行后，在具体发行前备案阶段明确当期发行的期限

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2020 年 8 月 14 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	--
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/本次发债额度(倍)	3.38	3.63	3.87	--

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

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”）的评级，反映了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的煤制油、煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平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。公司资本实力极强、盈利水平很高、经营现金流状况佳。同时，联合评级也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动以及安全生产风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **产业协同优势显著。**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，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，公司一体化的运营模式可对公司经营业绩的稳定性形成有效支持。

2. **规模及资源禀赋优势明显。**公司作为全球最大的煤炭生产企业，煤炭资源储备很大，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，便于大规模、机械化开采方法的进行，有利于提高开采效率，降低开采成本。

3. **火电技术优势显著，电源结构合理。**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；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。

4. **公司财务状况好，可对公司整体偿债能力形成有效支持。**公司资本实力极强、盈利水平很高、经营活动现金流状况佳，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。**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水平产生不利影响。

2. **安全生产管理难度大。**公司业务涉及煤炭采掘、电力生产及煤化工等行业，安全管理工作是上述重工业行业生产管理过程中的重点及难点之一，若公司在相关生产过程中发生重大安全事故，将直接对公司的正常生产经营活动产生影响。

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效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1,020.95亿元，并已完成工商登记变更。截至2019年底，公司注册资本为1,020.95亿元，实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围：国务院授权范围内的国有资产经营；开展煤炭等资源性产品、煤制油、煤化工、电力、热力、港口、各类运输业、金融、国内外贸易及物流、房地产、高科技、信息咨询等行业领域的投资、管理；规划、组织、协调、管理集团所属企业在上述行业领域内的生产经营活动；化工材料及化工产品（不含危险化学品）、纺织品、建筑材料、机械、电子设备、办公设备的销售。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2019年底，公司内设党组办公室（董事会办公室）、综合管理部、组织人事部（人力资源部）等共11个职能部门和煤炭产业运营管理中心、火电产业运营管理中心等共8个产业运营管理中心（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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国家能源投资集团有限责任公司面向专业投资者公开发行2020年公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券规模为不超过500亿元（含），其中公开发行一年期以上公司债券面值总额不超过400亿元（含400亿元），公开发行短期公司债券面值余额不超过100亿元

(含 100 亿元)。发行品种包括公开发行短期公司债券、一般公司债券、可续期公司债券、绿色公司债券等。本次债券在获得注册发行后,在具体发行前备案阶段明确当期发行的具体品种、发行方案、期限和募集资金用途等。本次债券面值 100 元,按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息,不计复利;每年付息一次、到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一同支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金在扣除发行费用后,将主要用于偿还金融机构借款及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业分析

近年来,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。

1. 电力行业

(1) 行业概况

我国电力结构长期以火电为主,近年来我国火力发电技术水平快速提高,火电机组向大型化、清洁化发展,同时风电、太阳能等新能源机组装机规模保持较高增速;配电网建设投资增速放缓。

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业,是国民经济的第一基础产业。经过多年发展,各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了变化,形成火电、水电、核电等多种工业类型,发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。目前,我国已经形成了以火力发电为主,水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面,近年来我国火力发电技术水平不断提高,火电机组向大型化、清洁化发展,截至 2018 年底,我国 1,000MW 超超临界机组达到 111 台,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,这标志着我国已建成全球最大的清洁煤电供应体系;同时,清洁能源装机容量连续保持较高增速,电源结构逐步优化;根据中电联,截至 2019 年底,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%。

近年来,随着我国配电网建设投入不断加大,配电网发展取得显著成效,但用电水平相对国际先进水平仍有差距,城乡区域发展不平衡,供电质量有待改善。目前,提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。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

随着 2016 年开始的停建缓建政策,我国电力装机规模、发电量增速均出现了一定程度的下降,同时,随着 2017 年以来宏观经济的好转,电力需求增速有所上升,有利于电力行业供需格局进一步优化;2019 年以来,随着宏观经济上行压力的加大,我国电力需求增速有所放缓。

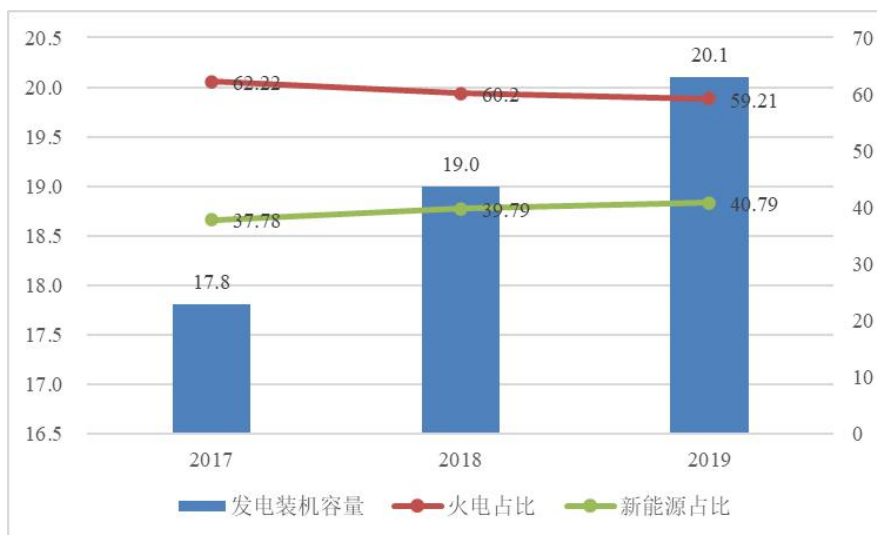
2013 年以来,随着宏观经济增速的下滑,社会用电量增速下降,以及电力装机规模的大幅增长,

电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

供给层面，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国火电装机容量增速明显放缓，在整体发电中的占比继续下降，但火电电力的主导地位仍不可动摇。2017—2019 年，全国全口径发电装机容量分别为 17.8 亿千瓦、19.0 亿千瓦和 20.1 亿千瓦，年均复合增长 6.26%。其中，火电装机容量分别为 11.1 亿千瓦、11.4 亿千瓦和 11.9 亿千瓦，年均复合增长 3.54%，但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为 62.22%、60.20%和 59.21%。

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。

图 1 2017—2019 年我国电力装机容量以及发电类型占比情况（单位：亿千瓦、%）



注：新能源包括水电、核电、风电以及太阳能发电
资料来源：中国电力企业联合会（中电联）

电力生产方面，2017—2019 年，我国全口径发电量分别为 64,171 亿千瓦时、69,940 亿千瓦时和 73,253 亿千瓦时，年均复合增长 6.84%；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。此外，随着电力行业“上大压小”等政策的持续推进，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，较上年下降了 0.7 克/千瓦时。

电力消费方面，2017—2019 年，随着我国高技术及装备制造业、高载能行业用电快速增长，以及 2018 年“煤改电”政策的实施，全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%，较上年分别下

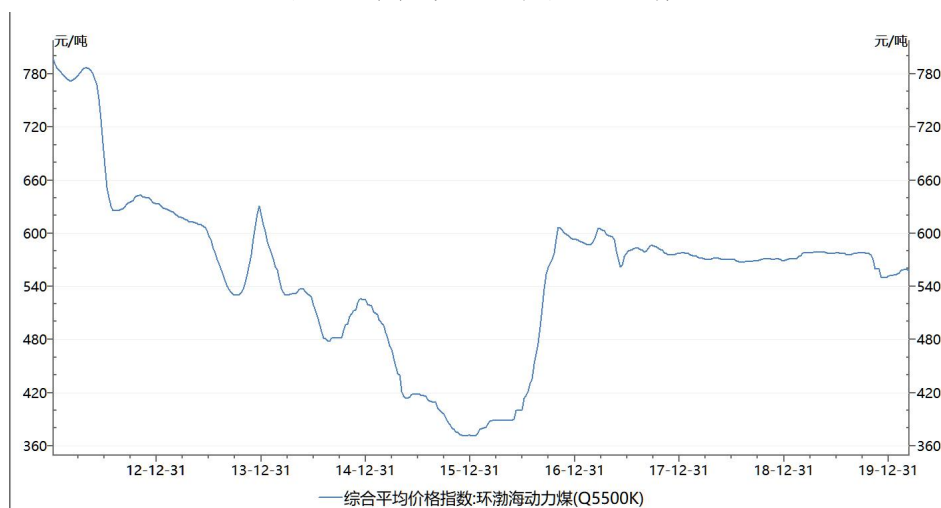
降 5.3 个百分点、4.1 个百分点、3.2 个百分点和 4.7 个百分点，第三产业用电继续保持较快增长。分地区看，全国 28 个省（区、市）用电正增长，其中广西、西藏 2 个省（区）实现 10% 以上的两位数增长。

（3）电煤价格

2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，煤炭价格高位波动，2018 年及 2019 年煤炭价格延续了高位波动；未来煤炭供应趋于充裕，价格或将承压下行，但下行幅度有限。

煤炭行业在经历了“黄金十年”之后，煤炭产能大幅增长，导致煤炭行业供过于求，煤炭价格开始持续下降。2012—2016 年年初，煤炭价格持续下滑。2016 年 2 月，供给侧改革政策颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大等因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，2016 年 9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤价格指数增速逐步放缓。2017 年以来，动力煤价格整体稳定在较高水平；但随着煤炭优质产能的释放，我国动力煤供应相对充足，而需求端随着宏观经济增速下滑而有所收缩，未来煤炭价格或将承压下行，但下行幅度有限。

图 2 近年来我国动力煤价格指数走势



（4）行业竞争

总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，使得大型电力企业具有明显竞争优势；在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要手段。

近年来，火电行业装机规模不断扩大，但行业整体竞争格局保持稳定。具体看来，2002 年电力体制改革后形成“五大发电集团¹+非国电系国有发电企业²+地方电力集团+民营及外资”的格局。

对于规模较大的发电集团，全国性电力集团的装机容量占总装机容量在行业中处于领先地位，同时部分省属区域性电力集团也拥有较大规模的装机规模，但与全国性电力集团相比差距较大。考虑到火电行业对于资源、技术、人员等的较高要求，预计未来具备较强竞争实力的火电企业规模将

¹ 五大发电集团指中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”）、国家能源投资集团有限责任公司（“国家能源集团”）、中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）、国家电力投资集团有限公司（以下简称“国电投集团”）

² 非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资集团有限公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团有限公司等

继续保持优势地位，行业规模排序将不会发生显著变化，竞争格局将保持稳定。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约：区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。此外，在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。同时，区域电力上网政策对辖区内电力企业的生产运营影响显著，如部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

（5）行业政策

清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点；同时，我国政府通过电价调整、化解过剩产能以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染，电力行业供给端过剩等问题，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年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
《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》	国家发改委	将燃煤火电上网单位电价和一般工商业销售单位电价向下调整约 3 分钱，并将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时 1.9 分钱。	2015 年 12 月
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	提出未来将大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016 年 7 月
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	计划到 2020 年，我国能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内；非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58% 以下；单位国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时 310 克标准煤以下。我国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局。	2017 年 1 月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017 年 3 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75% 以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而通知里列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并网发电。	2017 年 9 月

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

资料来源：联合评级整理

（6）行业关注

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中约六成为火力发电，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。

上网电价下降对火电企业利润空间产生不利影响

受售电侧改革影响，近年来电价相对较低的市场化交易电量比重提升，导致电力企业平均售电价格下行，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

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。2019 年以来，虽煤炭价格有所下行，但仍处于高位。

“上大压小”政策对电力企业产生不利影响

针对火电的发展，国家实施“上大压小”政策，即关停小机组，新建 60 万千瓦及以上的大机组，提升燃烧效率，降低单位煤耗以及减少污染物排放。部分小、旧机组面临的关停风险或对电力企业经营情况产生不利影响。

（7）行业发展

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。

2. 煤炭行业

(1) 行业概况

煤炭是重要的基础能源和化工原料，在现有能源格局下，我国将长期持续以煤为主的能源供应格局。我国煤炭资源生产与消费地逆向分布、动力煤较多而焦煤较少，具备股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模优势及较高安全生产水平的企业将获得竞争优势。随着供给侧改革的顺利实施，2017—2018 煤炭行业景气度较高；2019 年以来，煤炭供需有所宽松，价格在高位震荡下行。未来随着优质产能的进一步释放，煤炭价格或将呈下探态势。

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。煤炭企业的特点表现在：资源禀赋条件的先天性，生产成本受赋存条件影响，煤种、煤质决定下游客户；前期投入高，规模效应明显，产量越高平均成本越低；后期开采成本会增加，安全生产压力会更大；环保压力大；政策导向性强等特点。股东背景、资源禀赋、地理区位、运营规模及安全生产水平是业内企业的核心竞争要素。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。

煤炭资源方面，我国煤类齐全，从褐煤到无烟煤各个煤化阶段的煤都有赋存，能为各工业部门提供冶金、化工、气化、动力等各种用途的煤源。其中，褐煤和低变质烟煤资源量占全国煤炭资源总量的 50%以上，动力煤资源丰富。但优质无烟煤和优质炼焦用煤较少，属于稀缺煤种。

煤炭运输方面，由于我国煤炭资源生产与消费地逆向分布，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各省。我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。正是由于区域不平衡，我国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

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

近年来，供给侧改革政策顺利实施。2017 以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端偏紧的情况有所缓解；电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需整体处于紧平衡状态。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 年末，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³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，同比分别增长 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

³ 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。

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，根据国家统计局数据，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

煤炭价格见上文“电煤价格”部分。

（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。具体看：

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

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

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

2019年4月30日，国家发改委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合发布关于《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出将全面开展巩固钢铁煤炭去产能成果专项督查抽查，对2016—2018年去产能项目实施“回头看”，坚决防止已经退出的项目死灰复燃，确保财政和审计检查发现的各类问题整改到位。具体要求方面，尚未完成压减粗钢产能目标的地区和中央企业，力争在2019年全面完成任务；尚未完成煤炭去产能目标的地区和中央企业，在2020年末前完成任务；继续大力淘汰关停不达标落后煤电机组。在新增产能方面，继续明确严格控制新增产能。严格落实《钢铁行业产能置换实施办法》。同时还强调，要深入推进煤电联营、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。鼓励煤炭企业建设坑口电厂、发电企业建设煤矿，特别鼓励煤炭和发电企业投资建设煤电一体化项目，以及煤炭和发电企业相互参股、换股等多种方式发展煤电联营。

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年年末全国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将对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总体需求的减少。

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，以致对煤炭需求减弱。

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 5,300 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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，拥有煤炭、火电、新能源、水电、运输、化工、科技环保、金融等 8 个产业板块，是全球最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司，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我国最大的露天煤矿。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 82 处（其中千万吨级及以上产能煤矿 22 处），核定产能达到 5.2 亿吨，采掘机械化率达到 100%。2019 年，公司完成煤炭产量 5.1 亿吨，销量 6.7 亿吨。

电力板块，截至 2019 年底，公司电力总装机容量达 2.46 亿千瓦，其中，火电装机容量 1.85 亿千瓦（占全国火电总装机的 15.51%），60 万千瓦及以上机组占 61.9%；其中装机 500 万千瓦（ $2 \times 1,000\text{MW} + 5 \times 600\text{MW}$ ）的国电北仑发电厂是目前中国最大的火电厂。公司风电装机容量 4,116 万千瓦，容量规模居世界第一，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。公司水电装机容量达 1,863 万千瓦；太阳能装机容量为 134 万千瓦。

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。2019 年，公司实现化工品产量 1,593 万吨，化工品销量 1,580 万吨。

2. 铁路、港口、航运

公司强大的运输能力为公司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，且能够减少存货对资金的占用，产业协同效应明显。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用将进一步显现，有利于公司更好地发挥规模效应。

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 2,155 公里，2019 年铁路货运量共计 4.6 亿吨。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，其中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，是我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。

3. 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、装备效率均达到了世界公认的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。

公司凭借独创的煤矿地下水库、矿区地表生态修复和智慧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 3,100 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 2019 年底，公司全部煤电机组均实现脱硫、脱硝以及超低排放。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。

科研方面，截至 2019 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，2019 年全年科技支出达 80.1 亿元。科研人才方面，公司成立了科技委员会，签约院士 7 名；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 72 人，形成了梯队合理、覆盖全面、适应发展的科技人才队伍。2019 年，公司获得授权专利 1,575 件，其中发明专利 388 件、同比增长 19.8%；获得国家科技进步二等奖 3 项、省部级科技进步一等奖 10 项、中国专利银奖 1 项。截至 2019 年末，公司牵头在研国家科技项目 27 个，参与编制国家标准 15 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。

4. 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 2019 年底，公司共有各类专职救援队伍 122 支，专职救援人员 3,660 人，国家级应急救援队 1 支，煤炭行业特级矿山救援队 5 支。2017—2019 年，公司百万吨死亡率分别为 0.0098、0.023 和 0.0059，远低于全国同行业平均水平。

从环保看，公司国家响应生态文明建设，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。2017—2019 年，公司火电业务二氧化硫排放量分别为 8.4 万吨、7.4 万吨和 6.66 万吨，氮氧化物排放量分别为 14.4 万吨、13.3 万吨和 11.9 万吨，均呈逐年下降态势。截至 2019 年底，公司煤电机组已完全实现脱硫、脱硝以及超低排放。

5. 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业从业经验，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。其中，公司董事长王祥喜同志，1962 年 8 月生，汉族，工程硕士，高级工程师，中共党员；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。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据相关法律法规要求，建立了基本的法人治理结构，能够满足公司现有经营管理需求。

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。

公司不设监事会。

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的生产经营管理工作，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

公司管理制度完善，能够为公司正常经营提供保障。

在国务院国资委的指导与支持下，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及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。公司财务部是集团公司的资金运作中心，通过明确国家能源集团及各子公司在资金管理方面的职能和责任，对集团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，为建立科学的投资管理体系，公司制定了《风险投资业务管理暂行办法》以规范各单位的风险投资业务行为。公司风险投资实行总部统一管理，资本运营部负责风险管理业务工作。公司各单位进行风险投资活动需按照《风险投资业务管理暂行办法》履行必要申请和审批程序，并建立和健全风险防范和控制机制。公司将对未按照《风险投资业务管理暂行办法》开展风险投资活动的单位或个人进行追责。

重大事项决策方面，为深入贯彻落实“三重一大”决策制度，公司制定了《贯彻落实“三重一大”决策制度实施办法（试行）》，对公司重大决策、重要人事任免及重大项目安排和大额资金运作事项作出具体安排。公司重大事项决策遵循集体决策、依法决策、科学决策和民主决策的原则，由党组会、董事会会议、总经理常务会、职工代表大会根据各自权限和程序规定作出决策并接受公司纪检监察组的监督。

六、经营分析

1. 经营概况

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发电业务为主，主营业务突出，煤电互补业务结构运行良好，近三年公司收入稳定增长，盈利水平明显提升。

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，近两年，煤炭业务和发电业务占比均在90%以上。2017—2019年，随着公司业务规模的扩大，

公司分别实现营业收入 5,053.99 亿元、5,371.66 亿元和 5,541.45 亿元，年均复合增长 4.71%；分别实现净利润 433.86 亿元、505.22 亿元和 556.36 亿元，年均复合增长 13.24%，主要系电煤采购成本有所下降所致。

从收入构成看，近两年，公司各业务规模变动不大。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，2019 年，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 年年初数，已经过追溯调整

资料来源：公司审计报告

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，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，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，神东矿区是我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 5,200~5,800 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，在煤炭销售市场颇受用户青睐，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、厦门等城市很受欢迎。公司准格尔矿区的黑岱沟矿是我国最大的露天煤矿。

从煤炭区域分布看，公司煤炭资源主要集中于神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、宝日希勒矿区及新街矿区几大矿区，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2019年末公司主要产区资源储量情况（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	158.1	90.5	46.3
准格尔矿区	长焰煤	38.5	30.8	20.1
胜利矿区	褐煤	20.1	13.7	2.0
宝日希勒矿区	褐煤	13.7	11.5	11.8
包头矿区	贫瘦煤	0.5	0.3	0.0
新街矿区	--	64.2	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要矿区在中国标准下的保有资源量为295.1亿吨，保有可采储量为146.8亿吨，JORC标准下的煤炭可售储量为80.2亿吨。

（2）煤炭产销

公司煤炭资源具备良好的开采条件，有利于大规模、机械化开采方法的进行，有利于公司生产效率、成本控制和安全生产状况的稳定保持；公司煤炭产品产能规模大，有利于与下游大型发电集团业务关系的稳定保持。

截至2019年底，公司拥有煤矿82处，总产能5.2亿吨/年，其中，千万吨以上产能煤矿22处。2017—2019年，公司煤炭产量较为稳定。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，公司煤炭销量亦基本保持稳定。

表4 2017—2019年公司煤炭产销量情况（单位：亿吨）

项目	2017年	2018年	2019年
煤炭产量	5.1	5.2	5.1
煤炭销量	6.6	6.8	6.7

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，联合评级整理

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，十分有利于大规模、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2019年底，公司采掘机械化率达到100%。2017—2019年，公司百万吨死亡率分别为0.0098、0.023和0.0059，远低于全国同行业平均水平。2017—2019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。公司煤炭销售以一年期的长协为主。同时，公司率先与大唐集团、华能集团、华电集团等大型电力集团签订了三年期长协。在稳定的煤炭销售规模的同时，也在一定程度上保证了公司运力充分利用，实现产业链的协同发展。

（3）煤炭运输

公司目前已形成强大、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，有利于公司经营效率的提高和整体盈利能力稳定性的保持。

煤炭运输方面，公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，公司目前已经形成了“铁路—港口—航运”为一体的强大的运输网络，主要由中国神华负责运营。2019年全年公

司实现铁路货运量 4.6 亿吨、两港装船量 2.5 亿吨、航运量 1.7 亿吨，均超历史最高水平。

铁路运输方面，截至 2019 年底，公司拥有 2,155 公里区域铁路路网，运输能力达到 5.2 亿吨，拥有独享的朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路等多条相连的自有铁路专线，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，其中黄骅港是我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，大大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、有利于降低发电成本。

（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 2019 年底，公司电力板块控股总装机容量为 2.46 亿千瓦，以火电为主，占 75.13%，清洁和可再生能源装机占总装机的比重为 24.9%。

表 5 截至 2019 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	合计
控股装机容量	18,465	1,863	4,116	134	24,578
占比	75.13	7.58	16.75	0.55	100.00

资料来源：公司社会责任报告，联合评级整理

从煤电机组的结构看，截至 2019 年底，公司 60 万千瓦及以上煤电机组占比 61.9%。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，有利于公

司电力业务板块盈利能力的提升。

截至 2019 年底，公司水电板块拥有水电资源总量约 5,000 万千瓦，已投产装机 1,863 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、雨情日预报精度达到 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 2019 年底，公司风电装机 4,116 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 2019 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

公司自身优质的煤炭资源不仅为电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应，而且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；公司电力业务保持在很大规模，发电量实现了稳定增长。

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不仅为电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应，而且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，2017—2019 年，公司发电量分别为 8,880 亿千瓦时、9,533 亿千瓦时和 9,690 亿千瓦时，年均复合增长 4.46%。

表 6 公司近三年经营指标情况

指标	单位	2017 年	2018 年	2019 年
供电煤耗	克/千瓦时	307.9	306.4	304.8
火电综合厂用电率	%	6.6	6.57	6.58
火电业务烟尘排放量	万吨	1.5	1.1	0.89
火电业务二氧化硫排放量	万吨	8.4	7.4	6.66
火电业务氮氧化物排放量	万吨	14.4	13.3	11.88
火电业务烟尘排放绩效	克/千瓦时	0.2	0.014	0.011
火电业务二氧化硫排放绩效	克/千瓦时	0.112	0.09	0.08
火电业务氮氧化物排放绩效	克/千瓦时	0.195	0.162	0.143

资料来源：公司社会责任报告，联合评级整理

从运营效率看，2019 年，公司火电设备利用小时数 4,553 小时，较全国平均水平高出 260 小时。公司供电煤耗以及各项环保排放指标值均持续下降，机组水平持续提升。

4. 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 7 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-大港铁路项目	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
神华新疆准东五彩湾电厂二期 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

5. 经营效率

公司经营效率处于较高水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 13.09 次、10.39 次和 9.34 次；存货周转次数分别为 10.42 次、9.89 次和 10.50 次；总资产周转次数分别为 0.37 次、0.31 次和 0.32 次，公司整体经营效率基本保持较高水平。

6. 经营关注

宏观经济周期性波动风险

煤炭、电力行业均为国民经济的基础性行业，其下游需求与国民经济景气度具有很强的相关性。虽然公司煤电一体化优势明显，但目前宏观经济上行压力较大，且受 2020 年年初以来的新冠疫情影响，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。

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。公司业务受到包括国资委、国家发改委、国土资源部、交通部、商务部、环保部等有关部门的监管，主要监管范围包括授予和延续煤炭探矿权和采矿权、颁发生产许可证和安全生产许可证、制订运输服务的定价、确定煤炭出口配额和颁发许可证、设定上网电价、制订电力调度规则等方面。现有的和未来新增的监管规定的要求都可能对公司的业务产生重大影响。

安全生产风险

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。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。

7. 未来发展

公司未来将继续着力于建设具有全球竞争力的世界一流能源集团。公司具备相关计划有效落实的条件。

公司落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，确立了“一个目标、三型五化、七个一流”总体发展战略。

图3 公司未来发展战略



资料来源：公司社会责任报告

“三型”：创新型，就是要大力实施创新驱动发展战略，深入开展科技创新和管理创新，破除制约高质量发展的障碍，构筑未来竞争的新动能、新优势。引领型，就是要坚持党建引领，坚持战略引领，坚持行业引领，发挥能源从业者国家队、主力军作用。价值型，就是要坚持价值创造理念，坚持整体效益最大化，确保国有资产保值增值，彰显企业的行业价值、经济价值和社会价值。

“五化”：清洁化，就是要坚持煤炭绿色开采，推进煤炭全生命周期、全产业链的清洁高效利用，大力发展新能源和战略性新兴产业，实现传统能源清洁化和清洁能源规模化。一体化，就是要坚持协调发展，发挥煤电路港航油化一体化、产运销一条龙优势，提升管控能效和服务水平，形成协同效力。精细化，就是要倡导业务精益求精，崇尚管理精准细严，保证质量、提高效率、降低成本。智慧化，就是要积极推动信息技术与能源工业深度融合，加快智能化应用，建设智慧企业。国际化，就是要坚持全球视野，坚持合作共赢，参与“一带一路”建设，提高国际化经营水平，提升在全球能源行业的话语权和影响力。

“七个一流”：安全一流，即装备先进、理念先进、管理模式先进，努力实现零死亡、少事故。质量一流，即以客户满意为标准，精益求精，追求卓越，提供好的产品质量、工程质量、工作质量、服务质量。效益一流，即在全球具有较强的资源配置能力，拥有较高的运营效率、经济效益、社会效益。技术一流，即在煤炭、发电、运输、煤化工行业引领全球技术发展，拥有众多行业标准和发明专利，具有现代化的科技创新体系。人才一流，即聚天下英才而用之，建设知识型、技能型、创新型劳动者大军，创造活力竞相迸发，工匠精神蔚然成风。品牌一流，即在践行社会主义核心价值观方面走在时代前列，鼓励创新、宽容失败，坚持以创新为魂、质量为本、诚信为根，打造具有全球影响力的靓丽名片，彰显企业的政治责任、经济责任和社会责任。党建一流，即树立“迈向高质量、建设双一流”的工作导向，以更高标准、更严要求、更实举措推动党的建设，发挥各级党组织和党员的先锋模范作用，以一流党建引领一流企业建设。

七、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础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；公司提供的 2018—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，截至 2019 年底，公司合并范围内二级子公司共 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。

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；非流动资产中固定资产占比大，以机器设备为主，且相关设备技术水平领先，公司整体资产质量高。

2017—2019 年，公司合并资产总额波动下降，年均复合下降 0.67%。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。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 3.35%。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。

2017—2019 年，公司货币资金连续下降，年均复合下降 22.80%。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。

2017—2019 年，公司交易性金融资产连续增长，年均复合增长 366.05%。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。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 18.01%。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。

2017—2019 年，公司其他应收款连续增长，年均复合增长 12.59%。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%。

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 3.04%。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。

2017—2019 年，公司其他流动资产连续增长，年均复合增长 57.39%。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。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降 1.41%。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。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.66%。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。

2017—2019 年，公司在建工程连续下降，年均复合下降 18.04%。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-大港铁路项目、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。

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 4.85%。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

（1）负债

公司负债水平处行业一般水平，整体债务负担适中，且呈下降态势。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，支持力度很强。

2017—2019 年，公司负债总额波动下降，年均复合下降 3.05%。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。

2017—2019 年，公司流动负债连续下降，年均复合下降 9.33%。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。

2017—2019 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 10.36%。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。

2017—2019 年，公司应付账款连续下降，年均复合下降 8.39%。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。

2017—2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 40.13%。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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 20.67%。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%。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 3.83%。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。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 8.19%。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%）。

2017—2019 年，公司应付债券连续下降，年均复合下降 9.36%。截至 2019 年末，公司应付债券 1,217.42 亿元，较年初下降 2.04%。

2017—2019 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 3.33%。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%。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 61.90%、59.70%和 58.97%，连续下降。全部债务资本化比率分别为 55.73%、52.89%和 52.55%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 40.65%、39.90%和 40.60%，波动下降。

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。

（2）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。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 3.08%。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%，较上年末变化不大，权益结构亦较上年末变化不大。

4. 盈利能力

公司较大规模的财务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，且盈利能力持续提升。

2017—2019 年，随着公司业务规模的扩大，公司分别实现营业收入 5,053.99 亿元、5,371.66 亿元和 5,541.45 亿元，年均复合增长 4.71%；营业利润分别为 619.94 亿元、769.05 亿元、779.39 亿元，连续增长，年均复合增长 12.12%，主要系电煤采购成本有所下降所致；分别实现净利润 433.86 亿元、505.22 亿元和 556.36 亿元，年均复合增长 13.24%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 2.43%，主要系财务费用增长所致，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%。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 14.78%、14.31%和 14.14%，公司整体费用控制能力一般。

利润构成方面，2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 171.51 亿元、139.31 亿元和 89.00 亿元，分别占营业利润的 27.67%、18.00%和 11.42%，逐年下降，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，对利润形成一定侵蚀。2017—2019 年，公司投资净收益分别为 65.34 亿元、70.03 亿元和 62.40 亿元，分别占当年营业利润的 10.54%、9.05%和 8.01%。

2017—2019 年，公司营业外收入分别为 68.75 亿元、25.88 亿元和 29.13 亿元，分别占利润总额的 10.55%、3.52%和 3.73%，主要为非流动资产处置利得以及政府补助。其中 2017 年规模较大，主要系无形资产处置利得。2017—2019 年，公司其他收益分别为 19.56 亿元、22.81 亿元和 26.31 亿元，分别占当年营业利润的 3.15%、2.97%和 3.38%，主要为增值税即征即退的政府补助。2017—2019 年，公司营业外支出分别为 37.29 亿元、64.41 亿元和 27.26 亿元，分别为当期利润总额的 5.72%、8.76%和 3.49%。其中，2018 年规模较大，主要系国电赤峰化工有限公司停工期间的各项支出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。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 6.23%、5.59%和 6.02%，波动下降。公司总资产报酬率分别为 6.90%、6.09%和 6.47%，波动下降。公司净资产收益率分别为 7.28%、7.38%和 7.88%，连续上升。

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

公司经营活动获现能力强，经营活动现金净流入规模很大，可充分覆盖公司投资活动净现金流出，公司未来筹资压力不大。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 6,128.79 亿元、6,487.68 亿元和 6,607.66 亿元，年均复合增长 3.83%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 4,621.34 亿元、4,562.84 亿元和 4,882.23 亿元，年均复合增长 2.78%。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1,507.45 亿元、1,924.85 亿元和 1,725.43 亿元，波动增长，年均复合增长 6.99%。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 113.14%、115.74%和 114.98%，波动上升，收入实现质量高。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 1,557.98 亿元、741.33 亿元和 446.81 亿元，连续下降，年均复合下降 46.45%，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 2,000.13 亿元、1,648.55 亿元和 1,489.05 亿元，连续下降，

年均复合下降 13.72%。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-442.15 亿元、-907.22 亿元和-1,042.24 亿元，净流出规模连续增长，年均复合增长 53.53%。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 5,668.51 亿元、5,066.65 亿元和 5,168.58 亿元，波动下降，年均复合下降 4.51%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 6,344.97 亿元、6,247.31 亿元和 6,056.59 亿元，连续下降，年均复合下降 2.30%。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-676.47 亿元、-1,180.65 亿元和-888.02 亿元，净流出规模波动增长，年均复合增长 14.57%。

2020 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 288.20 亿元；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

公司短期偿债能力和长期偿债能力均很强，同时，考虑到公司具备资本实力极强、盈利水平很高、经营活动现金流状况佳、经营稳定性和可持续性强、金融机构对公司支持力度很大等有利因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 0.45 倍、0.53 倍和 0.59 倍，连续上升。2017—2019 年，公司速动比率分别为 0.40 倍、0.47 倍和 0.52 倍，连续上升。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.35 倍、0.44 倍和 0.38 倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度一般。考虑到公司较大规模的经营活动净现金流入，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 1,687.82 亿元、1,816.01 亿元和 1,934.12 亿元，连续增长。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.74 倍、4.64 倍和 4.83 倍，波动上升，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.23 倍和 0.24 倍，连续上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。考虑到公司很高的盈利水平具有可持续性，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年底，公司合并口径共获得主要合作银行授信总额度约为 2 万亿元。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010101914430U），截至 2020 年 1 月 10 日，公司无未结清的不良或关注类信贷记录。

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

母公司主要执行管理职能，且承担了较多的融资功能；母公司自身基本无经营业务，利润主要来源于对子公司的投资收益。

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 48.00%），非流动负债 1,108.78 亿元（占 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。

八、本次公司债券偿还能力分析

本次公司债券的发行对公司债务规模及偿债指标影响不大,并考虑到公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油、煤化工企业,在资源禀赋、产业链布局、运营模式、规模经济效应、装备技术水平、安全生产以及环保节能等多方面具备领先优势,联合评级认为,公司对本次债券的偿还能力极强。

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底,公司全部债务 7,952.16 亿元,本次拟发行债券规模不超过 500 亿元,对公司债务负担有所影响。

以 2019 年底财务数据为基础,假设募集资金净额为 500 亿元,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,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 60.11%、54.06%和 42.96%,分别提高了 1.14 个百分点、1.52 个百分点和 2.36 个百分点,对公司债务指标影响很小。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础,公司 2019 年 EBITDA 为 1,934.12 亿元,为本次公司债券发行额度(500 亿元)的 3.87 倍,公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度很高。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,为本次债券发行额度(500.00 亿元)的 13.22 倍,公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度很高。

九、综合评价

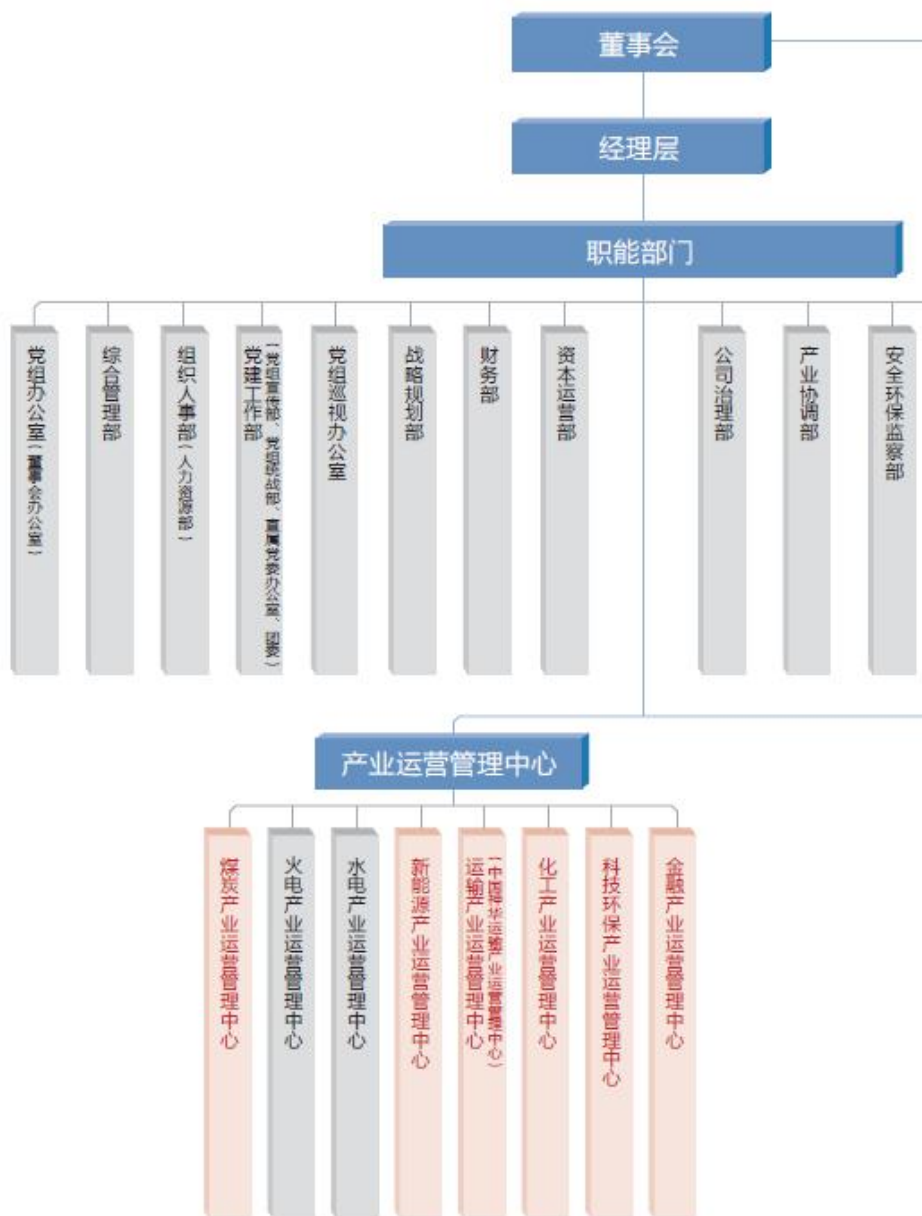
公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大的煤制油、煤化工企业,在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平等多方面具备领先优势,尤其是“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式显著增强了公司经营业绩的稳定性。公司资本实力极强、盈利水平很高、经营现金流状况佳。同时,联合评级也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动以及安全生产风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次公

司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年底国家能源投资集团有限责任公司
组织结构图



附件 2 国家能源投资集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	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	--
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	--
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/本次债券发行额度（倍）	3.38	3.63	3.87	--

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

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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-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)

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国家能源投资集团有限责任公司 面向专业投资者公开发行 2020 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国家能源投资集团有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国家能源投资集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家能源投资集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国家能源投资集团有限责任公司的相关状况，如发现国家能源投资集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国家能源投资集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至国家能源投资集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国家能源投资集团有限责任公司、监管部门等。

