

神华集团有限责任公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 神华债	20 亿元	2007/08/08-2017/08/07	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2009 年 7 月 1 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 3 月
现金类资产(亿元)	891.56	920.80	1013.38
资产总额(亿元)	3586.60	4252.91	4398.11
所有者权益(亿元)	2277.02	2637.04	2719.52
长期债务(亿元)	601.08	753.18	780.04
全部债务(亿元)	772.51	1026.32	1049.71
营业收入(亿元)	1070.68	1440.23	348.63
利润总额(亿元)	298.01	383.22	103.86
EBITDA(亿元)	448.39	552.80	--
经营性净现金流(亿元)	347.42	519.19	--
营业利润率(%)	44.29	46.31	48.09
净资产收益率(%)	9.89	11.98	--
资产负债率(%)	36.51	37.99	38.17
全部债务资本化比率(%)	25.33	28.02	27.85
流动比率(%)	202.97	170.14	177.81
全部债务/EBITDA(倍)	1.72	1.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.89	12.96	--
经营现金流流动负债比率(%)	59.39	68.85	--

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 2009 年一季度数据未经审计。

分析师

张义周

电话: 010-85679696-8834

邮箱: zhangyz@lianheratings.com.cn

吕 晗

电话: 010-85679696-8856

邮箱: lvhan@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

神华集团有限责任公司(以下简称“公司”)是中国最大的煤炭生产销售企业, 已形成煤、路、港、电一体化的经营格局。在跟踪期内, 公司债务负担仍维持较低水平, 生产规模继续扩大, 营业收入和净利润稳步增长, 经营性现金流保持稳定, 整体偿债能力进一步增强。

公司执行煤、路、港、电一体化的经营战略, 拥有亿吨级的煤炭产能规模、加以协同配套运输系统, 不同业务板块间及上下游产业链配合程度高, 整体抗风险能力强。

“07 神华债”由国家开发银行(以下简称“国开行”)提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信对国开行的公开评级, 国开行主体长期信用等级为 AAApi。国家开发银行担保实力强, 有助于进一步保障“07 神华债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称联合资信)维持公司的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持“07 神华债”的信用级别为 AAA。

优势

1. 公司是中国最大的煤炭生产销售企业, 煤炭产量及市场占有率一直位于中国第一, 规模优势明显。

2. 公司煤炭开采、铁路、港口、航运一体化优势保证了煤炭销售和供应的顺畅, 各业务板块间协同效应好, 在降低综合成本的同时增强了公司整体的抗风险能力。

3. 公司 2009 年长约重点合同煤炭价格已经签订, 为本年煤炭板块 2009 年盈利提供了较好的保障。

4. 公司盈利能力强, 现金类资产、经营活动现金流对本期债券的保护能力很强。

5. 公司债务负担轻, 财务弹性好。

本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

关注

1. 公司的煤直接液化项目是世界首例煤炭直接液化商业化工程，投资规模大，存在一定技术风险；2008 年以来的石油价格大幅下跌，同期煤炭价格上涨，对该项目短期盈利前景造成一定不利影响。

2. 2008 年下半年以来，受下游能源密集型行业增速放缓影响，工业用电量下滑造成火电机组设备利用小时数下降，对公司电力业务盈利造成一定不利影响。

一、企业基本情况

神华集团有限责任公司(以下简称“公司”)的前身是 1985 年成立的华能精煤公司,隶属于华能集团。1995 年由国务院函[1995]75 号文《国务院关于同意成立神华有限责任公司的批复》批准,将华能精煤公司从华能集团独立出来成立了神华集团有限责任公司,注册资本 232 亿元。

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、管理神华集团所属企业在上述行业领域内的生产经营活动、矿产品、化工材料、化工产品、纺织品、建筑材料、机械、电子设备、办公设备的销售。

截至 2008 年底,公司合并资产总额 4252.91 亿元,所有者权益合计 2637.04 亿元(含少数股东权益);2008 年实现营业收入 1440.23 亿元,利润总额 383.22 亿元。

截至 2009 年 3 月底,公司合并资产总额 4398.11 亿元,所有者权益合计 2719.52 亿元(含少数股东权益)。公司 2009 年 1-3 月实现营业收入 348.63 亿元,利润总额 103.86 亿元。

公司地址:北京市东城区安定门西滨河路 22 号;法人代表:陈必亭。

二、行业分析

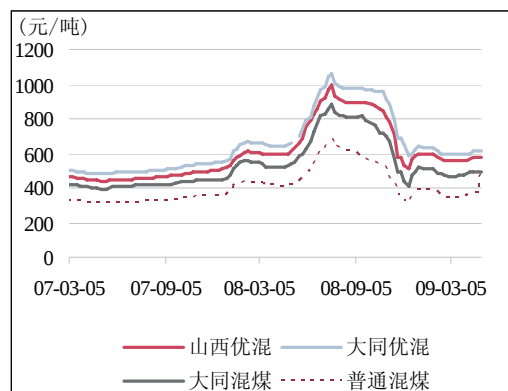
1. 煤炭采选业

2008 年以来,由于对中小煤矿的治理整顿造成部分煤矿停工关闭,煤炭行业产生了暂时性的需求缺口,国际油价的一路上涨使具有部分替代性的煤炭资源相对稀缺,年初雪灾造成运力紧张更是放大了煤炭的需求缺口,国内煤炭价格也随之一路上涨。随后 2008 年火电企业纷纷出现亏损,国家发改委于 2008 年 6 月 19 日宣布上调销售电价,同时两次对煤炭提出限

价,要求秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格不得高于 2008 年 6 月 19 日价格,煤炭价格上涨得到一定程度抑制。

2008 年 7 月以来,随着美国次贷危机的加剧,美国经济和世界经济减速预期加强,煤炭下游行业受到冲击,特别是电力、钢铁和化工行业增长速度显著放缓,导致对煤炭需求减少明显。同时国际油价大幅回落也带动煤炭价格由上半年的快速上涨转为快速回落,港口和电力企业存煤增加。截至 2008 年 12 月中旬,秦皇岛港煤炭压港现象已趋于严重,主要品种煤炭价格出现不同程度下跌,秦皇岛港煤炭交易市场山西大混已跌至 440 元/吨。由于煤炭下游需求放缓现象明显,煤炭供求关系由偏紧转为宽松。

图 1 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源: wind 资讯

2009年一季度受国家经济刺激政策影响,中国部分基础行业景气度有所回升,煤炭价格也出现小幅回暖。以山西大混为例,煤价由2008年12月的440元/吨,升至2009年5月4日的577.50元/吨。2009年4月28号,根据《关于组织开展小煤矿瓦斯专项整治的通知》国家发改委等四部门联合针对全国30万吨/年及以下的煤矿进行瓦斯专项整治,产量约占全国三成的小煤矿复产的时间再次延后。同时山西省煤炭企业开展的保价限产也一定程度上抑制了产能的快速释放,为2009年煤价的稳定起到了正面作用。

另一方面,受到国际能源需求减缓影响,

加上人民币升值影响，中国煤价近期出现和国际煤价倒挂的现象。各大电力集团增加了海外购煤，也在一定程度上冲击了沿海煤炭市场。

此次煤炭价格回暖与中国经济三、四季度良好的预期有密切关系，但最终经济是否已经触底反弹仍需进一步观察，中国2009年重点企业电煤合同价格尚未全部签订，2009年煤炭价格走势仍具有一定的不确定性。

煤炭供求关系的快速转变对煤炭企业的经营造成了一定压力，但未来随着中小煤矿的进一步整合，煤炭供给将得到一定程度控制，国有大型煤炭企业有望在整合中受益；同时受电煤价格长期偏低影响，电煤销售占比较大企业长期仍有一定提价空间，受行业景气下滑影响程度相对较小。

2. 电力生产

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。多年来，中国电力行业一直保持着较快的发展速度。据中国电力企业联合会最新统计，截至 2008 年底，中国发电装机容量达 7.93 亿千瓦，同比增长 11.11%。其中，火电发电设备装机容量为 6.01 亿千瓦，约占总容量 75.79%，同比增长 8.15%；水电发电设备装机容量 1.72 亿千瓦，约占总容量 21.69%，同比增长 15.68%。2008 年中国发电量为 34334 亿千瓦时，同比增长 5.18%，全社会用电量 34268 亿千瓦时，同比增长 5.23%。

2008 年上半年，中国电力供需形势基本保持总体平衡态势。下半年，受国际金融危机加深等因素影响，全国经济增长势头迅速放缓，电力消费需求明显减弱，发电设备利用小时数大幅回落。2008 年，全国 6000 千瓦及以上电厂累计平均设备利用小时数为 4677 小时，同比降低 337 小时，降幅 6.72%，其中，水电 3621 小时，同比增长 102 小时，增幅 2.90%；火电 4911 小时，同比降低 427 小时，降幅 8.00%；核电 7731 小时，同比降低 46 小时，降幅 0.59%。

2009 年 1 季度，中国全社会用电量 7809.90

亿千瓦时，同比下降 4.02%，其中 3 月份当月用电量 2833.89 亿千瓦时，同比下降 2.01%，降幅较 1-2 月份的 5.2%收窄；全国发电设备累计平均利用小时为 1009 小时，比去年同期降低 151 小时，同比下降 13.02%，较 1-2 月份累计降幅略有收窄（-13.64%）。

联合资信注意到，2008 年下半年以来，受下游能源密集型行业景气度大幅下降影响，煤炭市场需求有较大下滑，发电企业成本压力有较大缓解，未来作为国民经济的基础行业，政府会继续为电力企业提供支持，存在实施煤电联动政策、上调电价的可能，以保证发电企业适当的盈利水平维持其平稳的运行和发展。

三、经营管理分析

1. 经营分析

1998年以来，公司以煤炭产业为核心，以产权关系为纽带，不断推进结构调整和产业升级，产业链条不断延伸，实现矿、路、电、港航产运一体化经营。2008年，公司实现营业收入1440.23亿元，较2007年增长34.52%，公司以煤炭销售和电力销售业务为主。具体主营业务收入构成见表1。

表1 2008年公司营业收入构成

项 目	收入（亿元）	占比（%）
主营业务收入	1434.45	99.60
其中：煤炭业务收入	1018.02	70.68
电力业务收入	341.43	23.71
运输业务收入	15.61	1.08
其他业务收入	59.39	4.12
其他业务收入	5.78	0.40
合 计	1440.23	100.00

资料来源：公司提供

（1）公司煤炭销售板块经营情况

神华集团是国内最大的煤炭生产供应企业，煤炭资源储量位居全国第一。公司煤炭分部主要由神东矿区、准格尔矿区、万利矿区和胜利矿区组成。2008 年公司煤炭产销量有较大增长。2008 年，公司生产原煤 2.81 亿吨，较

2007 年增长 19.07%，产量占全国原煤产量的 10.44%；

煤炭销售方面，公司连续六年保持 2000 万吨以上增长。2008 年公司商品煤销售 3.11 亿吨，较 2007 年增长 8.74%。

煤炭销售价格方面，2008 年公司煤炭销售均价为 378.6 元/吨，同比上涨 21%。其中，长约合同价为 335.7 元/吨，同比上涨 7.87%；现货销售均价为 438.1 元/吨，同比上涨 65.2%；出口均价为 577.2 元/吨，同比上涨 44.99%。

2009 年第一季度，公司原煤产量 0.77 亿吨，销量 0.87 亿吨，平均售价为 396.8 元/吨。

截至 2009 年第一季度末，公司已经完成签订本年度国内长约销售合同的目标。以港口下水 5500 大卡电煤国内长约销售合同为例，2009 年合同价格上涨到人民币 540 元/吨（含增值税）。公司其他类型国内长约销售合同的价格也有所调整。

表2 2006~2008年百万吨死亡率

	2006 年	2007 年	2008 年
百万吨死亡率（人/百万吨）	0.064	0.029	0.018

资料来源：公司提供

在安全生产方面，公司实现原煤生产百万吨死亡率0.018，较2006年下降37.93%，远低于国有重点煤矿0.383的平均水平。

（2）公司电力板块经营情况

电力、热力生产和供应业务方面，公司2008 年公司拥有煤电厂14家，总装机容量达2165万千瓦，占全国总装机容量的2.7%。2008年发电量达1096亿千瓦时，占全国发电总量的3.29%，较上年增长11.95%。公司以煤炭产业为依托，大力发展煤电一体化运营，从而达到稳定原材料供应，降低发电业务成本的目的。煤电一体化经营减少了煤炭价格周期性波动对电力企业盈利能力的影响，增强了公司整体的抗风险能力。

表3 电力板块经营情况

	2006 年	2007 年	2008 年
电力装机容量（万千瓦）	1557	1977	2165
发电量（亿千瓦时）	752	979	1096

资料来源：公司提供

电力销售方面，公司采取分电网区域包干措施，加强高负荷地区市场营销工作。同时公司主动争取替代电量交易等其他发电权交易形式，以增加发电收入。2008年公司电力业务收入341.43亿元，较2007年增长27.80%。

（3）公司其他板块经营情况

2008 年公司加强运输网络建设，提高调度效率，进一步放大铁路和港口的能力。

表4 港口、运输板块经营情况

	2006 年	2007 年	2008 年
铁路货运周转量 （亿吨公里）	991	1149	1233
港口吞吐量（万吨）	8324	10092	10110

资料来源：公司提供

铁路运输方面，公司拥有并经营神朔铁路、朔黄铁路、大准铁路、包神铁路和黄万铁路五条铁路，总运营里程1367公里。2008年铁路运输货运周转量1222亿吨公里，较2007年增长6.35%。

表5 神华集团自有港装船下水情况 单位：亿吨

	2006 年	2007 年	2008 年
黄骅港	0.792	0.812	0.782
神华天津煤码头	0.016	0.192	0.229
合计	0.808	1.004	1.011

资料来源：公司提供

港口运输方面，公司拥有并经营黄骅港和神华天津煤码头。公司自有港口装船下水能力已经达到1.45亿吨，2008年公司港口装船1.02亿吨，基本和2007年持平。

公司凭借5条自有铁路和两大煤炭运输港

口的一体化运输网络优势，保证了公司煤炭产品从矿区到消费市场的通畅运输，继而避免了出现国内大多数煤炭生产企业“以运定产”这一生产方式的制约。

(4) 2007 年发行 20 亿元公司债券筹资项目最新进展

本期债券募集资金20亿元人民币，全部用于神华直接液化项目一期工程。该工程为公司自主研发并拥有自主知识产权，示范工程于2008年12月30日首次投料试车成功，12月31日顺利实现油渣成型，打通全流程，产出了合格产品，标志着中国以煤制油替代能源战略取得突破性进展。公司目前已成为全球唯一掌握百万吨级煤直接液化关键技术的企业，该项目未来发展空间广阔。

截至 2008 年底，工程全年累计完成投资 20.85 亿元，自开工以来累计完成投资 117.21 亿元。累计完成进度 90.00%。

2. 管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生变更，董事徐祖发先生于2009年2月退休。张喜武先生由总经理变更为董事长，张玉卓先生由副总经理变更为总经理。高管人员的正常变更不影响公司正常运营。

四、财务分析

1. 财务概况

公司2008年财务数据已经立信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2009年一季度财务报表未经审计。

公司2009年合并报表范围变化不大。

截至2008年底，公司合并资产总额4252.91亿元，负债总额1615.87亿元，所有者权益合计2637.04亿元，其中少数股东权益780.78亿元；2008年实现营业收入1440.23亿元，利润总额383.22亿元。

截至2009年3月底，公司合并资产总额4398.11亿元，负债总额1678.60亿元，所有者权益合计2719.52亿元，其中少数股东权益811.93亿元。2009年一季度公司实现营业收入348.63亿元，利润总额103.86亿元。

以下分析基于已经审计的2007年和2008年财务报表，2009年一季度财务报告作为补充。

2. 盈利能力

受益于公司煤炭、电力、铁路和港口业务的持续增长，2008年公司实现营业收入1440.23亿元，较上年有较大增长，增幅为34.52%。同期营业成本739.35亿元，较上年增长29.06%。营业成本增长率低于同期营业收入增长。从期间费用来看，公司三项费用增长较快，2008年较2007年增长了46.71%，为219.64亿元，主要来自于管理费用的增长。

从盈利指标看，2008年随着煤炭价格的大幅上涨大幅增加，公司营业利润率同比有所增长，2007~2008年分别为44.29%和46.31%。2008年公司净资产收益率和总资本收益率也增长较快，2008年公司净资产收益率和总资本收益率分别为11.98%和9.79%，分别同比增长2.09个百分点和1.06个百分点。

2009年1~3月，公司营业利润为106.38亿元，利润总额为103.86亿元，公司营业利润率好于上年平均水平，主要由于公司煤炭销售以长约合同煤为主，2009年1~2月份长约重点合同煤炭价格未签订，公司按市场煤炭价格销售，2009年初市场价格高于上年长约合同煤价格所致。

总体看，公司主营业务突出，规模优势明显，盈利能力很强。

3. 现金流分析

从经营活动来看，2008年随着公司主营业务收入的快速增长，经营活动产生的现金流入为1631.10亿元，比上年增长39.44%；2008年公司经营活动产生的现金流量净额为519.19亿

元，较上年同期增长49.44%。公司2008经营活动现金流规模很大，经营活动现金流状况良好。

从投资活动来看，2008年公司投资活动现金流入73.11亿元；由于2008年公司在建工程规模较大，投资活动产生的现金流出较大，为716.87亿元，较2007年增长31.11%；近两年公司投资活动产生的现金流量净额连续为负值，2008年为-643.76亿元，投资活动产生的现金流量净流出较上年增长36.33%。

2008年公司筹资活动前现金流量净额为-124.56亿元，由于公司经营活动产生的现金流量净额无法覆盖公司较大的投资规模，公司存在一定的外部融资需求。

从筹资活动来看，公司筹资活动产生的现金流入主要来自取得借款收到的现金，2008年公司筹资活动现金流入636.25亿元，较上年下降53.37%；筹资活动的现金流出497.04亿元，同比下降28.22%；筹资活动产生的现金流量净额为139.21亿元，较上年下降79.28%，筹资规模能够满足公司投资活动的需要。

4. 资本及债务结构

资产

2007~2008年，随着公司煤炭、电力、铁路和港口业务的持续增长，以及固定资产投资力度的不断加大，公司资产规模继续保持快速增长态势，公司资产总额较上年末增长18.58%。截至2008年底，公司合并资产总额4252.91亿元，其中流动资产占30.17%，非流动资产占69.83%，资产构成以非流动资产为主。2007~2008年公司非流动资产增长相对较快。

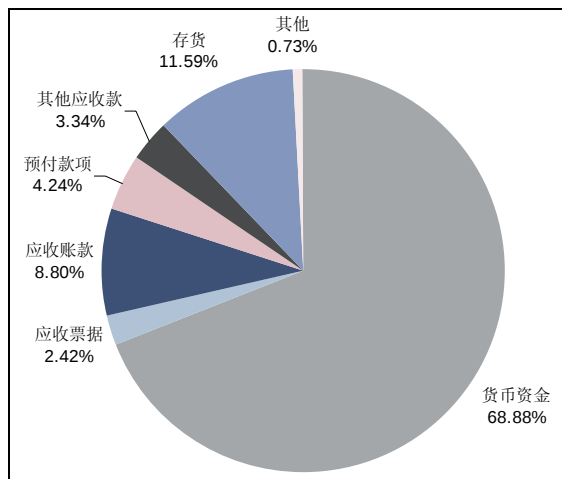
截至2009年3月底，公司资产总额4398.11亿元，其中流动资产占31.33%，非流动资产占68.67%。资产构成以非流动资产为主，较2008年末变化不大，资产构成基本保持稳定。

(1) 流动资产

2007~2008年，公司流动资产年增长率为8.05%，主要来自应收账款和存货的增长。截至2008年底，公司流动资产合计1282.97亿元，

主要以货币资金（占68.88%）、应收票据（占2.42%）、应收账款（占8.80%）、预付账款（占4.24%）、其他应收款（占3.34%）和存货（占11.59%）为主。

图2 2008年底公司流动资产结构



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司货币资金883.68亿元，应收票据31.08亿元，分别较上年增长3.04%和-7.35%。2008年底公司拥有现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收票据合计）920.80亿元，较上年增长3.28%，占流动资产合计的71.77%，公司现金类资产规模大。

截至2008年底，公司应收账款净额为112.94亿元，同比增长41.87%。截至2008年底公司应收账款账面余额114.94亿元，其中1年以内占98.43%，应收账款账龄较短。公司对应收账款采用个别认定的方法，未提取坏账准备。

截至2008年底，公司预付款项为54.43亿元，较上年增加34.78%，主要来自在建工程的工程预付款。

2007~2008年，公司其他应收账款有所减少，较上年下降29.06%。截至2008年底，公司其他应收账款为42.87亿元，其中1年以内的应收账款占61.98%，1~2年的占30.05%，2~3年的占2.30%，3年以上的占5.67%；其他应收账款期末余额中前五名欠款单位欠款7.48亿元，占应收账款总额的17.47%。

2007~2008年，公司存货年增长40.28%，

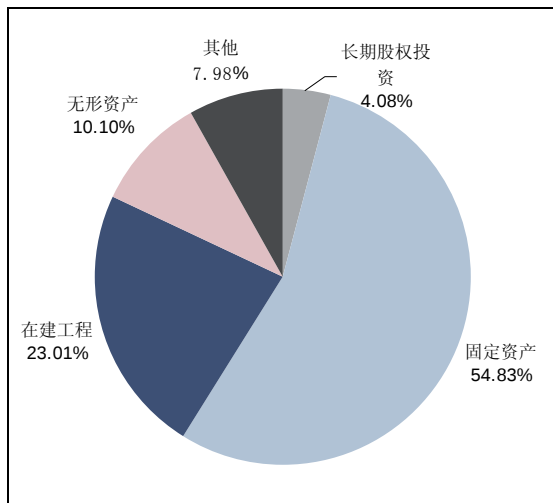
截至2008年底，公司存货148.70亿元，以原材料（占47.16%）和自制半成品及在产品（占19.55%）和库存商品（占25.93%）为主。公司2008年计提存货跌价准备13.49亿元，计提较为充分。

截至2009年3月底，公司流动资产1378.06亿元，较2008年末增长7.41%，主要来自于存货和货币资金的增长。其中货币资金较上年占比增长6.81个百分点，存货增长1.19个百分点，应收账款下降1.83个百分点，其余部分变化不大。

（2）非流动资产

2007~2008年，公司非流动资产年增长率为23.79%，主要来自于固定资产和在建工程的增长所致。截至2008年底，公司非流动资产合计2969.95亿元。非流动资产以长期股权投资（占4.08%）、固定资产（占54.83%）、在建工程（占23.01%）和无形资产（占10.10%）为主。

图3 2008年底公司非流动资产结构



资料来源：公司提供

截至2008年底，公司长期股权投资121.09亿元，较上年增长25.59%。主要是公司2008年新增对宁夏宁东铁路股份有限公司和乌准铁路有限责任公司的股权投资所致。

2007年~2008年，公司固定资产1628.47亿元，较上年增长了16.72%。主要来自与在建工程转增固定资产，2008年由在建工程转入的金

额为271.06亿元。截至2008年底，公司计提的固定资产折旧费用130.77亿元，用于借款抵押的固定资产账面价值为6.46亿元。

2007年~2008年，公司固定资产投资持续加大，在建工程规模有所增长。截至2008年底，公司在建工程683.26亿元，较上年增长53.34%，主要为对宁电二期、神华煤直接液化、煤制烯烃等项目的追加投资。

表6 2008年神华集团在建工程

工程名称	预算总投资 资（万元）	进度 （%）	已完成投资 （万元）
神华煤直接液化项目	1302450	90.00	1172147
宁海电厂二期	873511	72.30	631589
煤制烯烃项目	1519679	25.68	390239
黄骅发电厂二期工程	441898	25.68	310644
定州电厂二期	429292	70.30	225681
神华煤直接液化项目 自备电厂	209902	52.57	183769
绥中电厂二期	771008	87.55	141319
露天矿项目	519758	46.41	141.266
七甲山风电工程	194760	18.33	116476
捣鼓焦和甲醇项目	89600	75.36	67526

资料来源：公司提供

截至2008年底，公司无形资产299.96亿元，较上年增长12.94%，主要是来自采矿权的增长，公司无形资产中主要为土地使用权和探矿权，分别占无形资产的37.74%和52.04%。

截至2009年3月底，公司非流动资产3020.05亿元，其中长期股权投资占4.30%、固定资产占53.85%、在建工程占23.85%、无形资产占9.90%。较2008年末变化不大，资产结构保持相对稳定。

综合看，公司资产增长较快，资产结构合理，流动资产中现金类资产占比较大，资产质量高，流动性良好。

所有者权益

2007~2008年，公司所有者权益年增长15.81%，主要2008年末分配利润的大幅增长所

致。截至2008年底，公司所有者权益合计2637.04亿元，其中少数股东权益780.78亿元，归属母公司的所有者权益中，实收资本占20.91%、资本公积占41.28%，盈余公积占5.39%，未分配利润所占32.47%，所有者权益稳定性尚可。

截至2009年3月底，公司所有者权益合计2719.52亿元，较上年增长3.13%，其中少数股东权益为811.93亿元，归属于母公司所有者权益为1907.59亿元。归属于母公司所有者权益的上涨主要是盈余公积和未分配利润略有增长所致，其余部分变化不大，所有者权益结构保持相对稳定。

负债

截至2008年，公司负债合计为1615.87亿元较年初增长23.39%，低于同期资产的增长幅度。截至2008年底流动负债、非流动负债分别占公司负债总额的46.67%和53.33%。负债结构偏重于非流动负债。

截至2008年底，公司流动负债754.06亿元，主要以短期借款（占28.06%）、应付账款（占26.50%）、预收账款（占5.31%）、应付职工薪酬（占9.67%）、应缴税费（占8.43%）和其他应付款（占13.26%）为主。截至2008年底，公司非流动负债861.81亿元，其中主要以长期借款（占81.91%）为主。与2007年末相比公司短期借款和长期借款有所增加，其余部分变化不大。

从公司有息债务结构来看，2008年随着公司固定资产投资的加大，公司债务规模上升趋势。截至2008年底，公司短期债务合计273.14亿元，较年初上涨59.33%，主要来自于短期借款的增长。长期债务合计753.18亿元，较年初上涨25.31%，主要来自于长期借款的增长。

2007~2008年，公司资产负债率略有增长，分别为36.51%和37.99%。截至2008年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为28.02%和22.22%，较2007年底债务负担略有加重，但负债水平整体较低。

截至2009年3月底，公司全部债务104.97亿元，较2008年末增长2.28%，主要是应付债券有所增加。2009年3月公司子公司神华宁夏煤业集团公司成功发行15亿元中期票据（09宁煤集MTN1）。截至2009年3月底，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38.17%、27.85%和22.29%，债务负担略有加重，但负债水平仍较低。

总体看，公司债务负担较轻，财务弹性好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008年公司流动比率和速动比率均比上年有所下降，分别为170.14%和150.42%；2008年，公司经营现金流动负债比率为68.85%。总体看，公司经营活动现金流入规模大、现金类资产多，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2008年公司EBITDA利息倍数为12.96倍，较上年的10.89倍有所上升。2008年，公司全部债务/EBITDA为1.86倍，较上年的1.72倍有所下降，EBITDA对债务的保护能力极强。

截至2008年底，公司现金类资产、EBITDA和经营活动产生的现金流量净额分别为920.80亿元、552.80亿元和519.19亿元，分别是“07神华债”46.04倍、27.64倍和25.95倍，对“07神华债”保护能力极强。

五、本期债券担保能力分析

“07神华债”由国家开发银行（以下简称“国开行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

经联合资信2009年公开评级，国开行主体长期信用等级为AAApi，具备很强的担保实力，其对本期债券提供的担保有利于进一步保障本期债券本息偿还的安全性。

截至2008年底，公司对外担保合计8.07亿元，各担保企业经营正常，无逾期。截至2008

年底，不存在逾期借款和银行不良记录。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。

截至2008年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为3519亿元，尚未使用的额度为2963亿元。公司间接融资渠道畅通。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“07神华债”AAA的信用级别。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动资产：				
货币资金	8576038.03	8836795.38	3.04	9711073.74
交易性金融资产	4067.05	60359.80	1384.12	32645.72
应收票据	335483.23	310827.10	-7.35	390060.71
应收账款	796052.80	1129386.99	41.87	894171.79
预付款项	403859.56	544318.29	34.78	510589.59
应收利息	419.69	2800.14	567.20	2842.58
应收股利	725.68	3881.16	434.83	33750.62
其他应收款	604264.92	428682.73	-29.06	552708.05
存货	1060071.87	1487036.53	40.28	1640205.78
一年内到期的非流动资产	57400.00	25000.00	-56.45	11900.00
其他流动资产	35437.97	564.98	-98.41	692.32
流动资产合计	11873820.80	12829653.09	8.05	13780640.90
非流动资产：				
可供出售金融资产	774979.67	335560.98	-56.70	335560.98
持有至到期投资	327152.57	132455.25	-59.51	142355.25
长期应收款	377.81		-100.00	-100.00
长期股权投资	964160.34	1210876.61	25.59	1298999.86
投资性房地产	76183.70	91676.19	20.34	90968.63
固定资产净额	13951535.54	16284700.48	16.72	16262913.39
在建工程	4455763.86	6832647.51	53.34	7120432.41
工程物资	390480.87	719116.37	84.16	891804.20
固定资产清理	1636.63	10.30	-99.37	17.19
生产性生物资产	231.66	102.62	-55.70	68.26
油气资产				
无形资产	2655828.14	2999550.14	12.94	2988732.72
开发支出	53657.64	104784.25	95.28	88544.10
商誉	56418.85	11604.16	-79.43	11604.16
长期待摊费用	102543.54	100072.88	-2.41	97087.52
递延所得税资产	165090.71	223011.76	35.08	223324.11
其他非流动资产	16157.23	653287.33	3943.31	648175.29
非流动资产合计	23992198.78	29699456.82	23.79	30200488.06
资产总计	35866019.58	42529109.91	18.58	43981128.96

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动负债：				
短期借款	1011896.90	2116199.86	109.13	2212388.82
交易性金融负债				
应付票据	32463.56	42225.90	30.07	77729.28
应付账款	1533826.25	1997974.55	30.26	1785902.63
预收款项	340091.69	400503.63	17.76	533830.88
应付职工薪酬	540003.82	729244.35	35.04	763348.69
应交税费	549783.61	635928.92	15.67	610761.09
应付利息	15835.64	23938.74	51.17	32968.45
应付股利	169312.31	15157.45	-91.05	73819.52
其他应付款	921870.41	999757.59	8.45	1236773.66
未到期责任准备金				884.40
一年内到期的非流动负债	669981.05	572982.93	-14.48	406631.20
其他流动负债	65037.94	6709.62	-89.68	15168.56
流动负债合计	5850103.18	7540623.54	28.90	7750207.19
非流动负债：				
长期借款	5538064.89	7059119.23	27.47	7163555.45
应付债券	472700.00	472700.00	0.00	636844.44
长期应付款	699781.80	425441.12	-39.20	426978.32
专项应付款	75781.30	62485.27	-17.55	181076.93
预计负债	176645.75	343921.94	94.70	375400.33
递延所得税负债	253065.05	182819.61	-27.76	183796.61
其他非流动负债	29712.52	71622.74	141.05	68113.94
非流动负债合计	7245751.32	8618109.91	18.94	9035766.02
负债合计	13095854.50	16158733.45	23.39	16785973.21
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	3660928.11	3880928.11	6.01	3880928.11
资本公积	7811557.66	7661968.96	-1.91	7663908.02
盈余公积	879768.69	999678.42	13.63	1074737.92
一般风险准备	2357.82	2631.09	11.59	2631.09
未分配利润	3886907.30	6027789.63	55.08	6464074.59
外币报表折算差额	-346.33	-10433.86	2912.71	-10423.56
归属于母公司所有者权益合计	16241173.25	18562562.37	14.28	19075856.17
少数股东权益	6528991.83	7807814.09	19.59	8119299.58
所有者权益（或股东权益）合计	22770165.08	26370376.46	15.81	27195155.75
负债和所有者权益（或股东权益）总计	35866019.58	42529109.91	18.57	43981128.96

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
一、营业收入	10706758.35	14402328.63	34.52	3486253.89
减: 营业成本	5728767.55	7393459.27	29.06	1690979.94
营业税金及附加	236377.71	338680.45	43.28	118739.56
销售费用	195805.49	269627.28	37.70	122149.71
管理费用	1012278.42	1483044.92	46.51	470815.10
财务费用	288970.97	443723.53	53.55	24144.82
资产减值损失	169392.41	597368.01	252.65	14191.96
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)	28509.76	56701.54	98.88	-27808.52
投资收益 (损失以“一”号填列)	174303.95	174523.47	0.13	41411.15
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				5008.58
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	3277979.52	4107650.19	25.31	1063844.02
加: 营业外收入	74169.24	62459.00	-15.79	4872.68
减: 营业外支出	372015.95	337876.48	-9.18	30100.86
其中: 非流动资产处置损失	37518.74		-100.00	
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	2980132.82	3832232.71	28.59	1038615.83
减: 所得税费用	728702.87	673399.72	-7.59	204353.70
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	2251429.94	3158832.99	40.30	834262.13
其中: 归属于母公司所有者的净利润	1416911.79	2038239.71	43.85	589830.92
少数股东损益	834518.15	1120593.27	34.28	244431.21
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	11344258.33	14910291.60	31.43
收到的税费返还	6811.00	16990.07	149.45
收到其他与经营活动有关的现金	346806.55	1383758.63	299.00
经营活动现金流入小计	11697875.88	16311040.29	39.44
购买商品、接受劳务支付的现金	4577567.85	7088108.55	54.84
支付给职工以及为职工支付的现金	1108026.77	1406129.63	26.90
支付的各项税费	1930999.41	2386098.46	23.57
支付其他与经营活动有关的现金	607108.44	238763.94	-60.67
经营活动现金流出小计	8223702.47	11119100.57	35.21
经营活动产生的现金流量净额	3474173.40	5191939.72	49.44
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	327303.93	276011.53	-15.67
取得投资收益收到的现金	124824.81	51261.65	-58.93
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	14108.06	21303.54	51.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	59565.66	125.84	-99.79
收到其他与投资活动有关的现金	220056.47	382441.54	73.79
投资活动现金流入小计	745858.92	731144.10	-1.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4780043.08	6526803.90	36.54
投资支付的现金	414247.76	314659.05	-24.04
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	65117.49	37680.62	-42.13
支付其他与投资活动有关的现金	208333.55	289555.96	38.99
投资活动现金流出小计	5467741.89	7168699.53	31.11
投资活动产生的现金流量净额	-4721882.96	-6437555.43	36.33
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	7245163.25	437819.12	-93.96
取得借款收到的现金	6020638.36	5795547.46	-3.74
收到其他与筹资活动有关的现金	378624.98	129100.63	-65.90
筹资活动现金流入小计	13644426.59	6362467.22	-53.37
偿还债务支付的现金	5755399.69	3619388.21	-37.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1116617.23	1075297.35	-3.70
支付其他与筹资活动有关的现金	52452.87	275679.57	425.58
筹资活动现金流出小计	6924469.79	4970365.14	-28.22
筹资活动产生的现金流量净额	6719956.79	1392102.08	-79.28
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		132.54	
五、现金及现金等价物净增加额	5472247.23	146618.91	-97.32
加: 期初现金及现金等价物余额	3050590.80	8526061.57	179.49
六、期末现金及现金等价物余额	8522838.03	8672680.48	1.76

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	2251429.94	3158832.99	40.30
加：资产减值准备	169392.41	597368.01	252.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1015297.85	1178205.63	16.05
无形资产摊销	61024.63	80557.18	32.01
长期待摊费用摊销	15701.62	10547.88	-32.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	12644.83	66994.49	429.82
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）			
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	-28509.76	-56701.54	98.88
财务费用（收益以“－”号填列）	368446.82	426496.83	15.76
投资损失（收益以“－”号填列）	-174303.95	-174523.47	0.13
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-20572.05	-77436.68	276.42
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-7857.28	6391.09	-181.34
存货的减少（增加以“－”号填列）	-158991.43	-434793.04	173.47
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-400784.59	-488284.84	21.83
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	371254.37	898285.20	141.96
其他			
经营活动产生的现金流量净额	3474173.40	5191939.72	49.44
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	8522838.03	8672680.48	1.76
减：现金的期初余额	3050560.80	8526061.57	179.49
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额	30.00		-100.00
现金及现金等价物净增加额	5472247.23	146618.91	-97.32

附件 4 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	平均值	2009 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.95	11.20	11.58	--
存货周转次数(次)	5.86	5.81	5.84	--
总资产周转次数(次)	0.38	0.37	0.38	--
盈利能力				
营业利润率(%)	44.29	46.31	45.30	48.09
总资本收益率(%)	8.73	9.79	9.26	--
净资产收益率(%)	9.89	11.98	10.94	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	20.88	22.22	21.55	22.29
全部债务资本化比率(%)	25.33	28.02	26.68	27.85
资产负债率(%)	36.51	37.99	37.25	38.17
偿债能力				
流动比率(%)	202.97	170.14	186.56	177.81
速动比率(%)	184.85	150.42	167.64	156.65
EBITDA 利息倍数(倍)	10.89	12.96	11.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.72	1.86	1.79	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.12	-0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.03	-2.92	-2.98	--
现金流				
现金收入比(%)	105.95	103.53	104.74	--
利润现金比率(%)	64.80	60.84	62.82	--

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则，2009 年一季度数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
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
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 × 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率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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 / 利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金 + 现金等价物) / 本期债券到期偿还额

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 企业主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

注： 银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。