

跟踪评级公告

联合[2010] 710 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持神华集团有限责任公司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的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

神华集团有限责任公司跟踪评级报告

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: 2010 年 12 月 20 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(亿元)	920.80	1017.64	1266.58
资产总额(亿元)	4252.91	4908.40	5317.34
所有者权益(亿元)	2637.04	2944.28	3205.00
短期债务(亿元)	273.14	332.19	279.80
全部债务(亿元)	1026.32	1276.67	1390.27
营业收入(亿元)	1440.23	1612.50	970.95
利润总额(亿元)	383.22	465.55	316.42
EBITDA(亿元)	552.80	681.20	--
经营性净现金流(亿元)	519.19	619.30	298.24
营业利润率(%)	46.31	42.44	42.80
净资产收益率(%)	11.98	12.38	--
资产负债率(%)	37.99	40.02	39.73
全部债务资本化比率(%)	28.02	30.25	30.25
流动比率(%)	170.14	149.88	188.60
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	1.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.96	17.49	--
经营现金流动负债比(%)	68.85	67.31	--

注: 公司 2010 年 1~6 月财务数据未经审计。

分析师

王 健

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 神华集团有限责任公司(以下简称“公司”)煤炭产销规模继续增加、发电量持续增长、铁路和港口运转能力提升, 行业龙头地位更加巩固。在煤电路港一体化协同效应的推动下, 公司收入和利润规模稳步增长, 盈利能力较强。同期, 公司债务规模有所增加, 但整体债务负担保持在适宜水平, 财务弹性依然良好, 整体偿债能力强。

公司资源优势明显, 煤电路港一体化的经营优势的持续发挥, 有利于提高公司的运营效率, 降低公司的综合成本, 进一步增强公司的盈利能力及整体抗风险能力。

“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 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 的信用等级。

优势

1. 公司是中国最大的煤炭生产供应企业, 2010 年位于“世界企业 500 强”第 356 位。2009 年公司生产原煤 3.28 亿吨, 占全国原煤产量的 10.75%, 煤炭产品市场占有率连续位居全国第一, 公司行业龙头地位稳固, 规模优势明显。
2. 公司煤炭产销、电力供应及铁路港口一体化运营有利于延伸产业链, 消除运输瓶颈, 增强整体抗风险能力。
3. 公司盈利能力强, 现金类资产、经营活动现金流及 EBITDA 对本期债券的保护能力强。

关注

1. 跟踪期内，燃煤机组设备利用小时数有所下降，且电煤价格持续攀升，公司电力业务盈利面临一定压力。
2. 公司部分煤化工项目存在一定技术和市场风险。
3. 公司在建项目规模大，未来追加投资规模仍将维持较高水平，公司外部融资需求增加。

一、企业基本情况

神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”或“公司”）系 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，按照公司法组建的国有独资公司。截至 2009 年底，公司注册资本 388 亿元。

公司经营范围未变，主要经营煤炭开采、发电、化工及运输等业务。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 4908.40 亿元，所有者权益合计 2944.28 亿元（其中少数股东权益 890.87 亿元）；2009 年实现营业收入 1612.50 亿元，利润总额 465.55 亿元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额 5317.34 亿元，所有者权益合计 3205.00 亿元。公司 2010 年 1~6 月实现营业收入 970.95 亿元，利润总额 316.42 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：张喜武。

二、行业分析

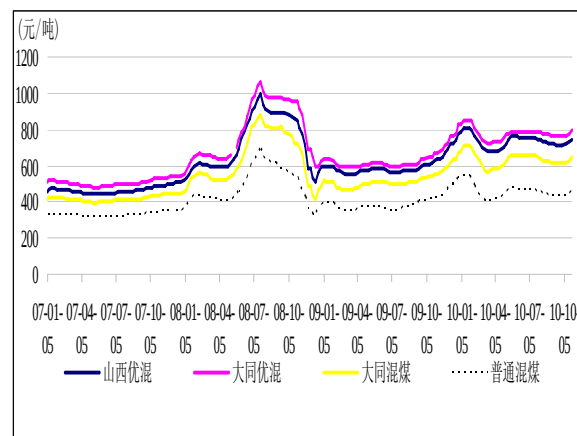
1. 煤炭采选业

煤炭下游需求方面，2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2008 年 11 月火电、水泥、生铁、化肥同比增长分别为 -16.60%、2.80%、-16.20% 和 -16.30%。2009 年 1 月开始，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，水泥、生铁、化肥、电力等产量也出现回升。其中主要消耗煤炭的火电行业发电量月度同比更是大幅增长，由 2008 年 11 月低点的 -16.60% 回升至 2009 年 12 月的 30.70%。2010 年以来，下游主要消费行业增速回落，但电力行业表现仍好于同期，截至 2010 年 9 月底，火电累计发电量同比增长 16.31%，发电量的攀升扩大了煤炭需求，一定程度对煤炭价格形成支撑。

煤炭价格方面，2008 年以来，受中小煤矿

整顿和雪灾等气候影响，煤炭价格持续上涨，至 2008 年 8 月达到顶峰，随后受经济危机影响，房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业增长显著放缓，导致下游火电企业、钢铁企业煤炭需求减少，价格大幅回落至 2008 年年初水平。2009 年 4 月供暖期结束后，由于山西等煤炭大省“限产保价”，国内煤价稳中略升。2009 年 8 月以后，随下游行业强劲反弹，煤炭价格开始温和上涨。2010 年以来，煤炭维持小幅震荡格局，截至 2010 年 9 月 27 日，大同混煤为 620 元/吨，山西优混为 715 元/吨，大同优混为 760 元/吨。

图 1 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



资料来源：wind 资讯

煤炭产业政策方面，2009 年 1 月 7 日，国土资源部发布《全国矿产资源规划（2008~2015 年）》，提出实行战略矿产储备制度，增强应对突发事件和抵御国际市场风险的能力；对有重要价值的特殊煤种加大保护和合理利用度。该项政策的出台，有利于平抑煤炭价格波动、稳定煤炭市场，有利于部分特殊煤种和稀缺煤种企业长期发展。

2010 年 6 月 1 日财政部印发了《新疆原油天然气资源税改革若干问题的规定》的通知（财税[2010]54 号），规定自 6 月 1 日起在新疆对原油、天然气资源税实行从价计征，税率为 5%。2010 年 7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院召开西部大开发工作会议，明确将对煤炭、原油、

天然气等资源税由从量征收改为从价征收。这意味着 6 月初实施的针对新疆地区的资源税改政策将推广到西部 12 个省份。资源税改革能有效对煤炭品质和税负进行挂钩，但煤企税负将明显加重。

2. 电力行业

2009 年，受宏观经济景气波动的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年，全社会用电量增长为 5.96%。2010 年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据 1~9 月份，国内累计全社会用电量 30906 亿千瓦时，同比增长 16.1%，同比增速呈现逐月回落态势，一方面是受上年基数效应影响，另外是二季度以来在国家出台地产调控政策后建材、冶金等行业用电需求受到一定抑制，以及 7 月份以来部分地方政府为完成节能减排任务，对区域内用电量进行限制，但预计全年国内用电量增速仍将保持在 9% 以上。

全国发电设备装机容量随着电力需求的拉动，持续多年快速增长。截至 2009 年底，全国全口径发电设备总装机容量为 8.74 亿千瓦，比上年底增长 10.23%。截至 2010 年 6 月底，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量 8.69 亿千瓦，同比增长 11.6%。

但受大批新建电源项目投产、用电增速放缓及优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能、核能等清洁能源发电的节能调度的影响，全国发电机组平均利用小时数连续几年下降。据中电联快报数据，2009 年，全国 6000 千瓦及以上发电设备累计平均利用小时继续回落至 4527 小时，同比降低 121 小时。2010 年 1~6 月，全国发电设备累计平均利用小时为 2295 小时，比上年同期增长 190 小时。

同时联合资信关注到，跟踪期内电煤价格持续攀升，2010 年 1 月份主要电煤的平均价格较 2009 年 10 月份同比增幅超过 25%，10 月份以来，受需求旺季及寒冬预期的影响，电煤价

格表现强劲，截至 2010 年 10 月底，大同混煤为 645 元/吨，山西优混为 740 元/吨，大同优混为 795 元/吨，较 9 月底平均上涨 20-30 元/吨。电煤价格的上涨对火电行业的利润空间形成了挤压，火电企业经营压力再一次加大。

长期来看，当前区域用电需求由于经济发展水平的不同还存在较大的不平衡，中国整体电气化水平仍有较大提升空间，且作为国民经济的先行行业，电力行业具有超前发展的特点，未来几年国内电力行业仍将继续保持稳定发展。

三、经营分析

公司是国内最大的煤炭生产供应企业，2010 年公司位于“世界企业 500 强”第 356 位。近年公司产业链条不断延伸，煤电路港一体化经营产生良好的协同效应。

2009 年，公司实现营业收入 1612.50 亿元，较 2008 年增长 11.96%，其中煤炭和电力销售业务系公司主要收入来源，具体营业收入构成见表 1。

表 1 2009 年公司营业收入构成(单位: 亿元; %)

	营业收入	占比	毛利率
煤炭	1288.88	79.93	38.27
铁路	195.58	12.13	62.64
港口	20.07	1.24	35.79
电力	390.02	24.19	29.34
煤化工	10.82	0.67	-115.80
其他	94.94	5.89	24.26
抵消	-387.83	-24.05	3.67
合计	1612.50	100.00	45.50

资料来源：公司审计报告

(1) 煤炭业务

公司主要煤炭资源具有埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、大多数煤层瓦斯含量低等特点，资源优势明显。目前公司拥有 58 个生产煤矿，产品以动力煤为主，市场占有率位居全国第一。2009 年公司继续保持煤炭产销量千万吨级以

上增长，全年生产原煤 3.28 亿吨，同比增长 16.33%，占全国原煤产量的 10.75%，行业龙头地位更加巩固。2010 年 1~6 月，公司原煤产量为 1.73 亿吨，维持增长趋势。

表 2 近年公司煤炭业务运营情况

	2008 年	2009 年	10 年 1~6 月
原煤产量（万吨）	28161.34	32759.68	17257.07
煤炭出口（万吨）	2109.26	1360.18	589.99
原煤生产人员效率（吨/工）	19.28	21.50	23.50

资料来源：公司提供

2009 年，公司商品煤销量 35719.55 万吨，较上年增长 14.79%；煤炭业务毛利率为 38.27%，仍保持较好水平。但公司煤炭出口量受国家鼓励进口减少出口政策导向的影响，出现明显下滑，仅为 1360.18 万吨。2010 年 1~6 月，煤炭出口量为 589.99 万吨，持续萎缩。

公司煤炭销售以长期重点合同煤为主，原则上年内不调价；公司现货销售价格则随市场价格波动；下水煤价格以秦皇岛港的煤价为参考按月度调整；出口价格通常在每年的二季度确定，参考日澳煤炭贸易谈判结果，原则上每年调整一次。从公司的销售价格来看，2009 年在煤炭价格下跌的背景下，公司现货和出口销售均价分别下降至 420.7 元/吨和 551.5 元/吨，但长约合同销售价由 335.7 元/吨上涨至 361.8 元/吨，从而带动其煤炭销售均价由 378.6 元/吨上涨到 387.9 元/吨。

公司安全生产连续十一年杜绝三人以上重大人身伤亡事故，2009 年原煤生产百万吨死亡率 0.027，远低于全国煤炭百万吨死亡率平均水平。

整体上，公司行业地位突出，煤炭产销规模大，且保持稳定增长。公司以长期重点合同煤为主的销售模式使煤炭销售价格受行业波动的冲击较小，具备很强的抗风险能力。

（2）电力业务

电力、热力生产和供应业务方面，目前公

司下属中国神华能源股份有限公司（下称“中国神华”）拥有燃煤电厂 14 家，主要在铁路沿线、京津唐、长三角和珠三角等地区，上网售电便利。2009 年，中国神华总装机容量达 2352 万千瓦，同比增长 25%，约占全国总装机容量的 2.7%；发电量达 1186 亿千瓦时，同比增长 5.0%，占全国发电总量的 3.25%；电力业务实现收入 390.02 亿元，较上年增长 14.23%。2010 年 1~6 月，公司发电量为 764 亿千瓦时，同比增长 53.6%。

表 3 公司电力板块经营情况

	2008 年	2009 年	10 年 1~6 月
发电量（亿千瓦时）	1129.53	1186.04	763.97
售电量（亿千瓦时）	1035.74	1094.34	712.60

资料来源：公司提供

整体上，公司煤电一体化运营，有利于降低发电成本，产业链的延伸，减少了煤炭行业周期性波动对盈利能力的影响，增强了公司整体的抗风险能力。但也应关注到，受全国装机容量增速高于用电量增速及节能调度政策的影响，火电设备利用小时数将面临一定压力，从而为公司电力业务带来负面影响。

（3）路港业务

跟踪期内，公司铁路和港口运转能力持续提升。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。其中，神朔铁路运力为 1.5 亿吨/年，朔黄铁路为 2 亿吨/年，包神铁路为 0.3 亿吨/年，大准铁路为 0.48 亿吨/年，目前公司自有铁路总运能达 2.29 亿吨/年，能够满足主要产区自产煤炭的运输需求。2009 年公司自有铁路运输货运周转量 1382 亿吨公里，较上年增长 12.08%。2010 年 1~6 月，铁路运输货运周转率为 737 亿吨公里，同比增长 8.6%。

表 4 港口、运输板块经营情况

	2008 年	2009 年	10 年 1~6 月
铁路货运周转量 (亿吨公里)	1232	1381	737
港口吞吐量 (万吨公里)	10272	10441	5801

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。目前公司自有港口装船下水能力达1.45亿吨，黄骅港吞吐能力达1亿吨，是国内仅次于秦皇岛港的第二大煤炭中转港口；天津港码头具备0.45亿吨吞吐能力，黄骅港和神华天津煤码头成为公司煤炭国内销售和出口的主要中转海港。2009年公司港口装船1.04亿吨，基本和上年持平。2010年1~6月，公司港口吞吐量5801万吨公里，同比增长11.7%。

整体上，公司凭借铁路和港口的一体化运输网络优势，保证了自产煤炭产品从矿区到消费市场的运输，避免了“以运定产”生产方式的制约。

（4）煤化工业务

2010年7月，神华包头煤制烯烃示范项目联合化工装置成功生产出合格 MTO 级甲醇，为后续生产打下基础。同时，公司年产 30 万吨焦炉气制单醇装置试车；拥有自主知识产权的煤直接液化示范工程已生产出合格油品和化工品。

随着煤化工项目的逐步投产，公司产业链有望进一步延伸，但也应关注到，部分煤化工项目仍存在一定技术和市场风险，且大规模的项目投资计划也将增加公司外部融资需求。

（5）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。

目前，此项目已完成投资，处于试生产阶段。

四、财务分析

1. 财务概况

公司2009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2010年1~6月财务报表未经审计。公司2009年合并报表范围变化不大。

2. 盈利能力

2009年，公司实现营业收入1612.50亿元，较上年增长11.96%，主要原因是公司煤炭销售以长期重点合同煤为主，煤炭售价保持了较高水平，且煤炭销量持续扩大；公司营业成本878.76亿元，较上年增长18.86%，营业成本增长率高于营业收入的增幅。同期，公司毛利率为45.50%，较上年略有下滑，但仍保持较好水平。

从期间费用来看，2009年公司三项费用为223.69亿元，较2008年增长了1.84%；期间费用率由上年的15.25%下降至13.87%，公司费用控制能力有所改善。

2009年，公司实现利润总额465.55亿元，同比增长21.48%，实现净利润364.53亿元，同比增长15.40%。

从盈利指标看，2009年受煤炭行业景气度下滑影响，公司营业利润率由上年的46.31%下降至42.44%。同期公司总资本收益率为9.56%，基本维持上年水平；净资产收益率为12.38%，较上年增加0.4个百分点。

2010年1~6月，公司实现营业收入970.95亿元，利润总额316.42亿元，同比分别增长27.60%和30.77%。同期公司营业利润率为42.80%，基本维持上年水平。

总体看，公司煤炭销售以合同煤为主，受行业波动的冲击较小；煤电路港一体化运营具有协同效应，较大程度上保障了公司很强的盈

利能力。

3. 现金流分析

从经营活动来看, 2009年随着公司营业收入的增长, 经营活动产生的现金流入为2015.74亿元, 比上年增长23.58%; 公司经营活动产生的现金流量净额为619.30亿元, 同比增长19.28%, 公司经营获现能力强。同期公司货款情况回收良好, 现金收入比为119.20%, 较2008年的103.53%有所提升, 收入实现质量进一步增强。

从投资活动来看, 2009年公司收到、支付的其他与投资活动有关的现金大幅增加(按照会计师事务所的要求, 将收到已到期金融机构的定期存款与存放于金融机构的定期存款分别计入收到与支付的其他与投资活动有关的现金), 导致投资活动现金流入、流出量分别较上年增长238.77%和34.03%; 公司投资活动产生的现金流量净额为-713.16亿元, 仍为净流出, 较上年增长10.78%。

2009年公司筹资活动前现金流量净额为-93.86亿元, 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, 公司存在外部融资需求。

从筹资活动来看, 2009年公司筹资活动产生的现金流仍以取得借款收到的现金及偿还债务支付的现金为主, 由于公司加大了还款力度, 筹资活动产生的现金流量净额为102.36亿元, 较上年下降26.47%。

2010年1~6月, 公司煤炭产量及售价上升, 经营活动现金流入量为1130.61亿元, 同比增长15.47%。同期, 公司购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工的工资随公司煤炭产销量的增加有所增长, 经营活动现金流出量同比增长15.60%。公司经营活动现金流量净额为298.24亿元, 同比增长15.12%。同期, 公司投资活动现金流量净额为-265.09亿元; 由于加大举债力度, 公司筹资活动现金流量净额同比显著增加, 为114.32亿元。

4. 资本及债务结构

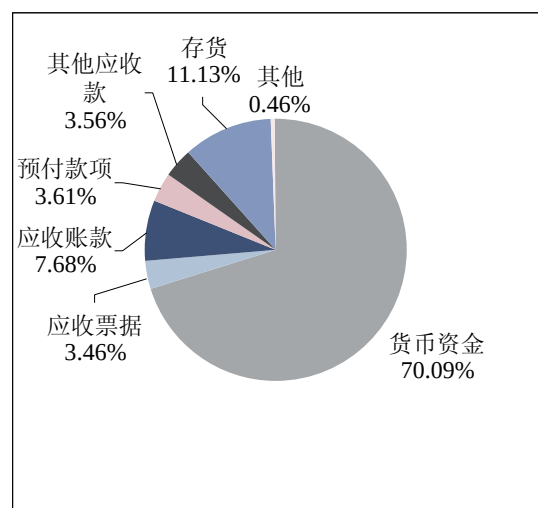
资产

2009年, 公司继续加大收购整合及固定资产投资力度, 年底总资产规模为4908.40亿元, 较上年底增长15.41%。截至2009年底, 公司资产总额中流动资产占28.10%, 非流动资产占71.90%, 资产构成仍以非流动资产为主。

截至2010年6月底, 公司资产总额5317.34亿元, 其中流动资产占32.30%, 非流动资产占67.70%, 资产构成变化不大。

截至2009年底, 公司流动资产合计1379.04亿元, 较上年增长7.49%, 主要来自货币资金和应收票据的增加。公司流动资产主要以货币资金、存货和应收账款为主, 参见图2。

图2 2009年底公司流动资产结构



资料来源: 公司提供

截至2009年底, 公司货币资金966.59亿元, 应收票据47.74亿元, 分别较上年增长9.38%和53.60%。公司拥有现金类资产为1017.64亿元, 较上年增长10.52%, 占流动资产合计的73.79%, 公司货币资金充裕, 现金类资产规模大。

截至2009年底, 公司加强了应收账款的回收, 应收账款净额为105.96亿元, 同比减少6.18%。公司存货为153.51亿元, 较上年增长3.23%, 存货构成以原材料和库存商品为主, 由于2009年三季度以来煤炭价格企稳回升, 公

司提取存货跌价准备较年初有所减少，由于长期重点合同为主的销售模式保证了稳定的销售渠道，公司存货压力不大，提取跌价准备对盈利能力影响较小。

截至2010年6月底，公司流动资产1717.73亿元，较上年底增长24.56%，主要来自于货币资金、存货和应收票据的增长，其余各项变化不大。

截至2009年底，公司非流动资产合计3529.36亿元，较上年增长18.84%，主要来自固定资产和在建工程的增加。公司非流动资产以固定资产（占55.11%）、在建工程（占21.98%）和无形资产（占9.61%）为主。

截至2009年底，公司固定资产1945.16亿元，较上年增长了19.45%，主要是在建工程转入所致。公司计提的固定资产折旧费用162.64亿元，用于借款抵押的固定资产账面价值为367.65万元。公司固定资产投资加大，在建工程规模持续增长。截至2009年底，公司在建工程775.66亿元，较上年增长13.52%，主要是对煤制烯烃、国华绥中二期、国华惠州热电厂等项目的追加投资。公司无形资产为339.04亿元，较上年增长13.03%，主要是土地使用权和采矿权增加所致。

截至2010年6月底，公司非流动资产3599.60亿元，固定资产和在建工程持续增加，各项占比较2009年底变化不大，资产结构相对稳定。

整体上，公司资产增长较快，流动资产中现金类资产占比较大，资产质量良好。

所有者权益

截至2009年底，公司所有者权益合计2944.28亿元，同比增长10.62%，主要是未分配利润的大幅增长所致。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占18.95%、资本公积占38.11%，盈余公积占4.03%，未分配利润所占37.04%，所有者权益稳定性一般。

截至2010年6月底，公司所有者权益合计3205.00亿元，较上年增长8.35%。归属于母公

司所有者权益的上涨主要来自于未分配利润的增长，其余部分变化不大。

负债

截至2009年底，公司负债合计为1964.12亿元，同比增长21.55%，高于同期资产的增长幅度。公司流动负债、非流动负债分别占负债总额的46.84%和53.16%，负债结构仍以非流动负债为主。

截至2009年底，公司流动负债920.08亿元，主要以短期借款（占24.90%）、应付账款（占29.16%）和其他应付款（占12.99%）为主。

截至2009年底，公司非流动负债1044.04亿元，主要以长期借款（占65.34%）和应付债券（占25.12%）为主。公司应付债券同比大幅增长，主要是因为期内新增了中期票据（09神华MTN1，200亿元；09宁煤集MTN1，15亿元）。

从公司有息债务来看，随着固定资产投资的持续扩大，公司债务规模呈上升趋势。截至2009年底，公司全部债务合计1276.67亿元，同比增长224.39%。全部债务中短期债务占比26.02%，长期债务占比73.98%，债务结构基本与资产构成相匹配。

2009年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年有所升高，分别为40.02%、30.25%和24.29%。公司债务负担略有加重，但负债水平整体较低。

截至2010年6月底，公司全部债务1390.27亿元，较上年底增长8.90%，主要是公司发行了21亿元短期融资券（10神华CP01）和108亿元的中期票据（10神华MTN1），应付债券增加。截至2010年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为39.73%、30.25%和25.73%，基本维持上年水平。

总体看，公司债务规模有所增加，但整体债务负担较轻，财务弹性好。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009年底公司流动比率和速动比率均较上年有所下降，分别为

149.88%和133.20%；2010年6月底，上述指标明显提升，分别为188.60%和167.37%。2009年，公司经营现金流动负债比为67.31%。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2009年公司EBITDA为681.20亿元，较上年增长23.23%；EBITDA利息倍数由上年的12.96倍上升至17.49倍；公司全部债务/EBITDA为1.87倍，基本与上年持平。总体看，公司长期偿债能力极强。

6. 债券偿还能力分析

2009年公司经营活动产生的现金流入量为“07神华债”的100.79倍，经营活动产生的现金流量净额为“07神华债”的30.97倍；EBITDA为“07神华债”的34.06倍。截至2010年6月底，公司现金类资产合计1266.58亿元，为“07神华债”的63.33倍。公司目前的现金类资产、EBITDA和经营活动现金流量对公司待偿还债券的保障能力极强。

截至2009年底，公司对集团外单位提供的担保金额为6.85亿元，担保比率为0.33%。目前各担保企业经营正常，公司或有负债风险较小。

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2010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。

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的信用等级。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动资产：				
货币资金	8836795.38	9665923.75	9.38	11618696.58
交易性金融资产	60359.80	33056.41	-45.23	38578.76
应收票据	310827.10	477437.76	53.60	1008486.47
应收账款	1129386.99	1059594.79	-6.18	1067872.59
预付款项	544318.29	498075.76	-8.50	786020.64
应收利息	2800.14	478.52	-82.91	1595.07
应收股利	3881.16		-100.00	43568.36
其他应收款	428682.73	491185.56	14.58	659243.60
存货	1487036.53	1535122.70	3.23	1933803.58
一年内到期的非流动资产	25000.00	27700.00	10.80	18720.00
其他流动资产	564.98	1833.12	224.46	725.08
流动资产合计	12829653.09	13790408.37	7.49	17177310.72
非流动资产：				
可供出售金融资产	335560.98	729621.03	117.43	453710.69
持有至到期投资	132455.25	462754.08	249.37	231867.43
长期应收款				2173.71
长期股权投资	1210876.61	1287034.30	6.29	1304611.76
投资性房地产	91676.19	90535.01	-1.24	88633.77
固定资产	16284700.48	19451642.09	19.45	19821074.31
在建工程	6832647.51	7756605.09	13.52	8427190.73
工程物资	719116.37	934510.72	29.95	1027347.49
固定资产清理	10.30	198.59	1827.51	131.47
生产性生物资产	102.62	62.76	-38.84	52.22
无形资产	2999550.14	3390384.42	13.03	3339947.66
开发支出	104784.25	116777.46	11.45	99227.01
商誉	11604.16	12841.18	10.66	12841.18
长期待摊费用	100072.88	95762.07	-4.31	89027.94
递延所得税资产	223011.76	241574.83	8.32	243604.78
其他非流动资产	653287.33	723313.20	10.72	854604.11
非流动资产合计	29699456.82	35293616.83	18.84	35996046.26
资产总计	42529109.91	49084025.20	15.41	53173356.98

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）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 6 月
流动负债：				
短期借款	2116199.86	2290594.31	8.24	1895721.55
交易性金融负债		6035.95		
应付票据	42225.90	295906.57	600.77	188941.88
应付账款	1997974.55	2682841.25	34.28	2667371.10
预收账款	400503.63	538551.68	34.47	718405.31
应付职工薪酬	729244.35	779950.81	6.95	855419.64
应交税费	635928.92	653318.59	2.73	556329.57
应付利息	23938.74	27832.68	16.27	99543.96
应付股利	15157.45		-100.00	154189.99
其他应付款	999757.59	1195483.60	19.58	1212137.66
一年内到期的非流动负债	572982.93	729408.13	27.30	713323.61
其他流动负债	6709.62	911.44	-86.42	46348.84
流动负债合计	7540623.54	9200835.01	22.02	9107733.11
非流动负债：				
长期借款	7059119.23	6822060.46	-3.36	7234021.44
应付债券	472700.00	2622700.00	454.83	3870703.51
长期应付款	425441.12	364902.25	-14.23	352157.39
专项应付款	62485.27	46181.52	-26.09	41031.89
预计负债	343921.94	297052.00	-13.63	301077.06
递延所得税负债	182819.61	213094.43	16.56	143294.99
其他非流动负债	71622.74	74411.81	3.89	73358.20
非流动负债合计	8618109.91	10440402.46	21.14	12015644.48
负债合计	16158733.45	19641237.47	21.55	21123377.58
所有者权益：				
实收资本（或股本）	3880928.11	3890899.11	0.26	3896780.40
资本公积	7661968.96	7826468.31	2.15	7616206.94
盈余公积	999678.42	827029.82	-17.27	824756.87
一般风险准备	2631.09	2926.88	11.24	2926.88
未分配利润	6027789.63	7606443.02	26.19	9370308.71
外币报表折算差额	-10433.86	43585.66	-517.73	38922.79
归属于母公司所有者权益合计	18562562.37	20534093.57	10.62	22248937.79
少数股东权益	7807814.09	8908694.16	14.10	9801041.61
所有者权益合计	26370376.46	29442787.73	11.65	32049979.40
负债和所有者权益总计	42529109.91	49084025.20	15.41	53173356.98

附件 2 公司合并利润表
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
一、营业收入	14402328.63	16124950.14	11.96	9709516.30
利息收入				5876.64
减：营业成本	7393459.27	8787648.53	18.86	5311659.40
利息支出		109.43		
手续费及佣金支出		134.04		53.75
营业税金及附加	338680.45	493237.69	45.64	242149.00
销售费用	269627.28	508106.70	88.45	230735.78
管理费用	1483044.92	1472931.85	-0.68	655573.97
财务费用	443723.53	255856.35	-42.34	216958.40
资产减值损失	597368.01	102177.65	-82.90	262.32
加：公允价值变动收益	56701.54	-27333.61	-148.21	3426.50
投资收益	174523.47	167792.90	-3.86	106839.67
二、营业利润	4107650.19	4645207.18	13.09	3168266.48
加：营业外收入	62459.00	121178.07	94.01	30885.14
减：营业外支出	337876.48	110912.78	-67.17	34954.63
三、利润总额	3832232.71	4655472.47	21.48	3164197.00
减：所得税费用	673399.72	1010202.06	50.02	576791.72
四、净利润	3158832.99	3645270.41	15.40	2587405.28
其中：归属于母公司的净利润	2038239.71	2239468.16	9.87	1578317.22
少数股东损益	1120593.27	1405802.25	25.45	1009088.06

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~6 月
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	14910291.60	19220358.28	28.91	10779255.04
客户存款和同业存放款项净增加额		-436.92		-202.64
向其他金融机构拆入资金净增加额				5876.64
收取利息、手续费及佣金的现金				257.63
收到的税费返还	16990.07	16402.52	-3.46	13263.98
收到其他与经营活动有关的现金	1383758.63	921029.71	-33.44	507671.72
经营活动现金流入小计	16311040.29	20157353.59	23.58	11306122.37
购买商品、接受劳务支付的现金	7088108.55	7778984.51	9.75	4796107.97
支付利息、手续费及佣金的现金		243.47		326.61
支付给职工以及为职工支付的现金	1406129.63	1774719.39	26.21	794022.85
支付的各项税费	2386098.46	3183836.41	33.43	2068169.09
支付其他与经营活动有关的现金	238763.94	1226543.65	413.71	665116.07
经营活动现金流出小计	11119100.57	13964327.42	25.59	8323742.59
经营活动产生的现金流量净额	5191939.72	6193026.17	19.28	2982379.79
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	276011.53	726551.98	163.23	379049.79
取得投资收益收到的现金	51261.65	115414.28	125.15	118245.01
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净	21303.54	77405.16	263.34	1111.53
处置子公司及其他单位收到的现金净额	125.84	3042.78	2317.96	
收到其他与投资活动有关的现金	382441.54	1554515.72	306.47	1027822.44
投资活动现金流入小计	731144.10	2476929.91	238.77	1526228.77
购建固定资产、无形资产等支付的现金	6526803.90	6268968.71	-3.95	2557314.51
投资支付的现金	314659.05	1175914.19	273.71	219808.40
取得子公司等支付的现金净额	37680.62	8660.21	-77.02	1000.92
支付其他与投资活动有关的现金	289555.96	2155005.32	644.24	1399036.95
投资活动现金流出小计	7168699.53	9608548.43	34.03	4177160.78
投资活动产生的现金流量净额	-6437555.43	-7131618.51	10.78	-2650932.01
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	437819.12	254889.77	-41.78	94976.49
取得借款收到的现金	5795547.46	6452342.80	11.33	2617461.22
发行债券收到的现金				1290000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	129100.63	2193850.51	1599.33	50280.61
筹资活动现金流入小计	6362467.22	8901083.08	39.90	4052718.33
偿还债务支付的现金	3619388.21	6341499.42	75.21	2627016.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1075297.35	1386729.39	28.96	227977.72
支付其他与筹资活动有关的现金	275679.57	149226.64	-45.87	54493.60
筹资活动现金流出小计	4970365.14	7877455.46	58.49	2909487.36
筹资活动产生的现金流量净额	1392102.08	1023627.62	-26.47	1143230.97
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	132.54	5176.95	3806.02	-447.81
五、现金及现金等价物净增加额	146618.91	90212.22	-38.47	1474230.93
加: 期初现金及现金等价物余额	8526061.57	8675217.73	1.75	8906572.36
六、期末现金及现金等价物余额	8672680.48	8765429.95	1.07	10380803.29

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	3158832.99	3645270.41	15.40
加: 资产减值准备	597368.01	102177.65	-82.90
固定资产折旧及其他	1178205.63	1656731.37	40.61
无形资产摊销	80557.18	93691.62	16.30
长期待摊费用摊销	10547.88	16622.79	57.59
处置固定资产、无形资产等损失	66994.49	28428.82	-57.57
公允价值变动损失	-56701.54	27333.61	-148.21
财务费用	426496.83	389521.53	-8.67
投资损失	-174523.47	-167792.90	-3.86
递延所得税资产减少	-77436.68	-5616.67	-92.75
递延所得税负债增加	6391.09	96312.98	1406.99
存货的减少	-434793.04	-28573.47	-93.43
经营性应收项目的减少	-488284.84	-998693.20	104.53
经营性应付项目的增加	898285.20	1214508.35	35.20
其他		123103.29	
经营活动产生的现金流量净额	5191939.72	6193026.17	19.28
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
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	8672680.48	8765429.95	1.07
减: 现金的期初余额	8526061.57	8675217.73	1.75
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	146618.91	90212.22	-38.47

附件 4 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	11.20	10.83	--
存货周转次数(次)	5.81	5.82	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.35	--
现金收入比(%)	103.53	119.20	111.02
盈利能力			
营业利润率(%)	46.31	42.44	42.80
总资本收益率(%)	9.79	9.56	--
净资产收益率(%)	11.98	12.38	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	22.22	24.29	25.73
全部债务资本化比率(%)	28.02	30.25	30.25
资产负债率(%)	37.99	40.02	39.73
偿债能力			
流动比率(%)	170.14	149.88	188.60
速动比率(%)	150.42	133.20	167.37
经营现金流动负债比(%)	68.85	67.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.96	17.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	1.87	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.92	-2.41	--

注：公司 2010 年 1~6 月财务数据未经审计。

附件 5 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 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%
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	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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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

附件 6 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，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主体长期信用等级。