

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1437 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主体长期信用等级为 AAA,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
二零一四年七月二十八日

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	2007/08/08-2017/08/08	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	1054.34	1006.80	836.95	834.12
资产总额(亿元)	6269.09	8218.51	8826.57	8927.78
所有者权益(亿元)	3889.41	4503.58	4928.57	5043.14
短期债务(亿元)	305.96	728.21	991.06	841.76
全部债务(亿元)	1361.84	2443.38	2454.89	2354.80
营业总收入(亿元)	2802.97	3439.69	3678.17	801.13
利润总额(亿元)	741.73	768.21	785.11	171.66
EBITDA(亿元)	1048.61	1160.84	1210.96	--
经营性净现金流(亿元)	825.66	935.90	723.98	107.26
营业利润率(%)	35.63	31.63	31.79	32.92
净资产收益率(%)	15.05	13.92	12.57	--
资产负债率(%)	37.96	45.20	44.16	43.51
全部债务资本化比率(%)	25.93	35.17	33.25	31.83
流动比率(%)	133.80	101.99	76.28	85.98
全部债务/EBITDA(倍)	1.30	2.10	2.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.89	10.45	9.94	--
经营现金流动负债比(%)	67.94	53.51	32.70	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王冰 祖宇
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”)发电量持续增长、铁路和港口运转能力有所提升, 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, 盈利能力强。同期, 公司债务负担保持稳定, 财务弹性良好, 整体偿债能力极强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到宏观经济增速下降、煤炭行业景气度下降给公司信用水平带来的负面影响。

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

- 跟踪期内, 公司煤电一体化的协同效应带动煤炭产销量持续增长, 保持良好盈利能力, 行业龙头地位稳固。
- 公司流动资产中现金类资产占比大, 资产质量良好, 债务负担处于较低水平。
- 公司经营活动现金流及 EBITDA 对“07 神华债”的保护能力极强。

关注

- 跟踪期内, 煤炭行业景气度下行, 对公司

煤炭业务盈利能力影响较大。

2. 跟踪期内，公司经营性净现金流弱化。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与神华集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与神华集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因神华集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由神华集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于神华集团有限责任公司主体长期信用及“07 神华债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2014 年 3 月底，公司注册资本 394.10 亿元，实收资本 413.95 亿元。

公司经营范围涵盖煤炭开采、电力、铁路、港口、航运、煤化工等业务板块，合并范围二级子公司合计 20 家。其中，由公司独家发起成立的中国神华能源股份有限公司（下称“神华股份”）在香港证交所和上海证交所分别上市（HK.01088、SH.601088）。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 8826.57 亿元，所有者权益合计 4928.57 亿元（含少数股东权益 1624.50 亿元）；2013 年实现营业收入 3678.17 亿元，利润总额 785.14 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 8927.78 亿元，所有者权益合计 5043.14 亿元（含少数股东权益 1685.35 亿元）。2014 年 1~3 月实现营业收入 801.13 亿元，利润总额 171.66 亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值

568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增

加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

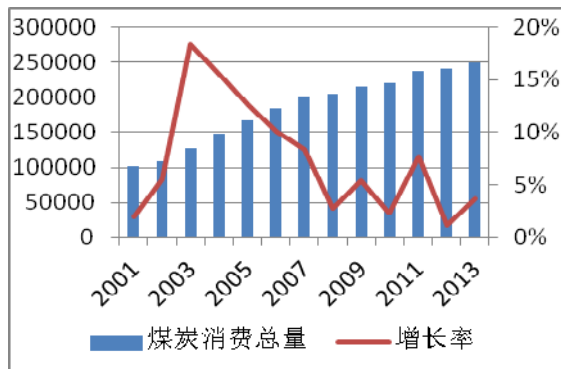
四、行业分析

1. 行业概况

煤炭下游需求

2011 年，受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较 2010 年基本持平。2011 年四季度以来，国民经济增速超预期放缓，对煤炭下游需求形成抑制。2012 年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降。2013 年，煤炭需求总量同比增长 3.7%，增速较上年有所提高。

图1 近年中国煤炭消费总量

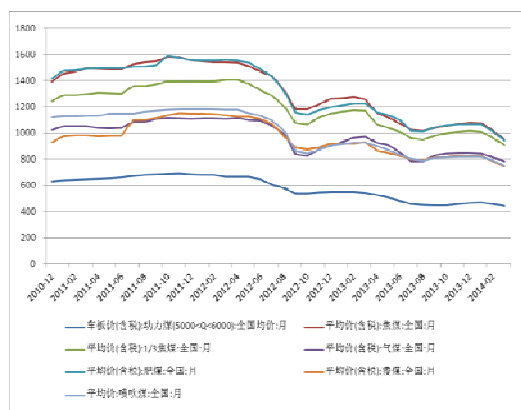


资料来源：国家统计局，联合资信整理

煤炭价格

2011 年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于 2011 年 11 月达至危机后高点。2012 年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为 2000 年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。跟着期内，煤炭价格进一步下跌，其中动力煤价格 2013 年均价较 2012 年下降了 20%。

图2 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

2. 行业政策

2012 年 3 月，由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”）出台。主要包括：

1) 推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，东、中、西部结转建设规模分别占 5.6%、30.6%和 63.8%，新开工规模分别占 3.3%、25.0%和 71.7%，到 2015 年形成产能 41 亿吨/年（大、中、小型煤矿产能分别占 63%、22%和 15%，东、中、西部产量分别占 12%、35%和 53%），产量和消费量分别控制在 39 亿

吨/年。

3)预测 2015 年煤炭线路运输需求 26 亿吨,规划铁路煤炭运力 30 亿吨,省际间煤炭调运量 16.6 亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为 15.8 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨。预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨,规划装船能力 8.3 亿吨。

4)推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

2013 年 11 月,国务院发布了《国务院办公厅关于促进煤炭行业平稳运行的意见》(国办发【2013】104 号),提出坚决遏制煤炭产量无序增长,切实减轻煤炭企业税费负担,加强煤炭进出口环节管理,营造煤炭企业良好发展环境。

总体看,近年来煤炭产能快速增长,跟踪期内经济增速放缓,煤炭需求增幅回落,短期内煤炭市场供应仍将保持宽松,结构性过剩的情况难以改变。政策方面,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,市场集中度将进一步提高。

五、基础素质分析

公司是世界领先、国内最大的煤炭生产供应企业,也是中国最大的煤炭出口企业。公司业务涵盖煤炭生产、电力、铁路、港口、煤化工、航运等领域,是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业,形成了“煤-

电-路-港”的一体化运营体系。

2013 年公司原煤产量达 4.96 亿吨,同比增长 7.59%,神华集团连续七年成为全球最大的煤炭供应商。截至 2014 年 3 月底,神华集团总装机容量达 6581.96 万千瓦;其中火电装机容量 5460.15 万千瓦,风电装机容量 530.69 万千瓦。公司拥有并经营神朔铁路、朔黄铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路和甘泉铁路,总营运里程超过 1800 公里,2013 年公司自有铁路货运周转量为 2116 亿吨公里,同比增长 20.09%。公司拥有并经营黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头,自有港口装船下水能力已达到 2.15 亿吨/年。2013 年黄骅港和神华天津煤码头共完成下水煤量 124.4 百万吨。

六、管理分析

跟踪期内,公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2013 年,公司实现营业总收入 3678.17 亿元,同比增长 6.93%,煤炭和电力业务是公司主要收入来源。2013 年,煤炭行业景气度持续低迷,公司煤炭板块毛利率同比下降 5.48 个百分点,但受益于公司一体化协同效应,公司电力、运输、煤化工业务盈利能力均有所提升,综合毛利率提升至 33.82%。

2014 年 1~3 月,公司完成营业总收入 801.13 亿元,整体毛利率 34.78%,同比有所提高。

表1 2011~2013年公司营业收入构成(单位:亿元)

项目	2011年		2012年		2013年		2014年1~3月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
煤炭	2183.26	77.89%	2528.38	73.51%	2717.91	73.89%	529.90	66.22%
电力	682.27	24.34%	972.63	28.28%	1146.79	31.18%	259.00	32.37%
铁路	229.26	8.18%	250.06	7.27%	299.69	8.15%	68.69	8.58%
港口	28.2	1.01%	30.42	0.88%	37.38	1.02%	9.61	1.20%

煤化工	237.74	8.48%	280.61	8.16%	300.45	8.17%	73.70	9.21%
船运	50.99	1.82%	43.2	1.26%	50.87	1.38%	9.42	1.18%
其他	105.47	3.76%	128.58	3.74%	167.88	4.56%	22.80	2.85%
板块抵销	-714.22	-25.48%	-794.19	-23.09%	-1042.79	-28.35%	-172.93	-
合计	2802.97	100%	3439.69	100%	3678.17	100.00%	801.13	100.00%
项目	毛利率		毛利率		毛利率		毛利率	
煤炭	31.02%		27.28%		21.59%		13.18%	
电力	23.14%		22.29%		30.28%		31.53%	
铁路	60.81%		59.85%		62.81%		64.49%	
港口	42.41%		46.98%		57.70%		53.90%	
煤化工	25.12%		24.97%		29.43%		34.30%	
船运	14.45%		14.81%		8.16%		15.39%	
其他	26.97%		20.00%		15.72%		12.34%	
板块抵销	-		-		-		-	
合计	37.83%		33.67%		33.82%		34.78%	

资料来源：公司提供

煤炭业务

公司下属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，开采成本低，资源优势明显。

公司拥有生产煤矿 62 个，其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，主要煤炭产品以动力煤系列产品为主，还提供少量无烟煤、主焦煤等煤炭产品。

2013 年公司完成原煤产量 4.96 亿吨，同比增长 7.38%，煤炭板块实现营业收入 2717.91 亿元，同比增长 7.50%，行业龙头地位稳固。2014 年 1~3 月，公司原煤产量为 1.26 亿吨。

安全生产方面，2013 年公司百万吨死亡率为 0.004，全国平均水平为 0.293，安全指标保持行业领先水平。截至 2013 年底，公司实现连续安全生产 105 天，有 53 个煤矿安全生产周期超过 1000 天，神华宁煤集团灵新煤矿、红梁井、乌海能源公司露天煤矿，神东煤炭集团万利一矿安全生产周期达到 10 年以上。

表 2 近年公司煤炭业务运营情况

	2011 年	2012 年	2013 年	14 年
--	--------	--------	--------	------

				1~3 月
原煤产量（亿吨）	4.07	4.61	4.96	1.26
煤炭销量（亿吨）	5.03	6.05	6.54	1.49
百万吨死亡率（人）	0.018	0.0043	0.004	-

资料来源：公司提供

产品销售方面，公司与很多大型电力企业保持了良好的长期合作关系。公司的煤炭销售主体主要包括中国神华、神华宁煤公司、神华新疆公司等下属公司，其中中国神华的煤炭销量约占公司销量的 75%。2013 年中国神华煤炭销量为 5.15 亿吨，同比增长 10.8%，2014 年 1~3 月中国神华煤炭销量为 1.15 亿吨，同比下降 1.8%。2013 年中国神华煤炭出口量为 270 万吨，同比下降 18.18%；2014 年 1~3 月中国神华煤炭出口量为 60 万吨。

产品价格方面，2013 年起，国家取消重点煤合同，实施电煤价格并轨，中国神华采取参照环渤海动力煤价格指数确定煤炭销售价格的市场化定价策略。中国神华煤炭销售均价达到 390.7 元/吨，同比下降 8.7%，其中国内销售均价 385.7 元/吨，出口销售均价 598.7 元/吨。2014 年 1~3 月，中国神华多次下调商品煤价格，煤炭平均售价降至 370.1 元/吨，较 2013 年下降

5.27%。另根据中国神华公告，中国神华 2014 年底前可开展动力煤期货套期保值的数量不超过中国神华 2014 年度销量中下水煤销售量的 10%，保证金规模不超过 3 亿元。该业务的开展有助于公司抵御煤炭价格下跌风险。

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，虽然煤炭价格下跌，但公司仍然通过保证销量增长，维持收入规模持续扩大，具备极强的抗风险能力。

电力业务

公司电力业务主要由中国神华运营，截至 2014 年 3 月底，公司总装机容量达 6581.96 万千瓦，其中火电装机容量 5460.15 万千瓦，风电装机容量 530.69 万千瓦。2013 年公司发电量 3355 亿千瓦时，同比增长 14.76%，2014 年 1~3 月公司发电量为 764 亿千瓦时。2013 年中国神华发电量为 2254 亿千瓦时，同比增加 8.41%，占公司总发电量的比重为 67.44%。2014 年 1~3 月，中国神华发电量为 516 亿千瓦时，同比增长 2.2%，占神华集团总发电量的 67.79%。

电煤采购方面，公司煤电一体化的经营模式发挥了良好的协同效应。2013 年中国神华发电部采购内部电煤 8820 万吨，占全年发电分部采购内部燃煤消耗量的 88.9%，同比增长 0.7 个百分点。同比增长 13.06%；内部采购均价 395 元/吨，较同期外部采购均价低 9.17%。2013 年中国神华内部采购煤均价为 358.8 元/吨，较外销煤均价低 9.64%，在一定程度上降低了公司电煤成本。

整体上，公司煤电一体化运营模式有利于降低发电成本，减少煤炭行业周期性波动对电力板块盈利能力的影响，增强了公司整体的抗风险能力。跟踪期内，煤炭行业景气下行，公司煤炭业务盈利能力有所弱化，但受益于电煤成本的下降，电力板块盈利能力明显提高，煤电一体化协同效应明显。

路港业务

截至 2013 年底，公司拥有并经营神朔铁路、朔黄铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、

甘泉铁路（试运行）和巴准铁路（试运行）7 条铁路，总运营里程超过 1800 公里。2013 年公司自有铁路货运周转量为 2116 亿吨公里，同比增长 20.09%；2014 年 1~3 月，公司自有铁路货运周转量为 501 亿吨公里。

表 3 公司港口、运输板块经营情况

	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
铁路货运周转量 (亿吨公里)	1622	1760	2117.5	535.2
港口吞吐量 (亿吨公里)	1.26	1.36	1.79	0.45

资料来源：公司提供

港口运输方面，公司拥有并经营黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头。目前公司自有港口装船下水能力合计约达 2.15 亿吨/年，黄骅港吞吐能力达 1.5 亿吨/年，是国内仅次于秦皇岛港的第二大煤炭中转港口；天津码头具备 0.45 亿吨吞吐能力。2013 年公司自有港口下水煤量 1.60 亿吨，占公司下水煤量的 70.39%。2014 年 1~3 月，公司港口下水煤量 0.53 亿吨。

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。目前连接包神、大准铁路的巴准铁路双线贯通，使神东矿区和准格尔矿区形成运输网络，连接大准、朔黄铁路北段已经实现铺通，下阶段将推进南段的建设。港口建设方面，黄骅港三期工程（年装船能力 50.0 百万吨）完工并投入试运营；四期工程核准工作有序推进；国家煤炭储备基地项目开始基础施工。随着公司铁路和港口的建设，公司运力将进一步提升，运输网络将进一步完善。

煤化工业务

公司成功建成、运转了三个大型煤制油、煤化工项目：鄂尔多斯煤直接液化项目（包括煤直接液化项目一期工程合成油品装置 18 万吨/年间接液化项目）、包头煤制烯烃项目和神宁煤业集团煤基烯烃项目，使我国成为目前世

界上唯一掌握百万吨级煤直接液化关键技术和首先掌握煤制烯烃工业化生产技术的国家。上述三个项目均已投产。2013年，全年生产油品115.45万吨，聚烯烃产品103.48万吨。

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。

2. 在建工程及未来发展

截至2014年3月底，公司有主要有神华宁煤400万吨/年煤炭间接液化示范项目、巴淮铁路和怀池铁路等在建项目23个，总投资额1519.54亿元，已完成投资742.27亿元；公司主要有北京燃气热电、胜利发电厂一期和重庆万州一期发电项目等拟建项目6个，预算投资金额总计254亿元。总体看，公司未来投资规模较大，考虑到公司盈利能力和经营获现能力均较强，经营活动净现金流规模大，公司未来资本支出压力不大，但项目建成后的回报存在一定不确定性。

八、募投项目概况

“07神华债”募集资金20亿元人民币，全部用于神华鄂尔多斯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，被列为国家现代煤制油、煤化工示范项目。目前，此项目已正式投产。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2011~2013年审计报告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结论。公司提供的2014年一季度财务报表未经审计。2013年公司合并范围中二级子公司无变化。

2. 盈利能力

2013年，受益于煤炭产销量和发电量持续增长，公司实现营业总收入3678.17亿元，同比增长6.93%；同期，公司实现利润总额785.11亿元，同比增长2.20%。

期间费用方面，2013年公司期间费用率为10.90%，较上年上升0.80个百分点。公司费用控制能力相对稳定。非经常性损益方面，公司2013年实现投资收益30.26亿元，对利润总额有一定贡献。

从盈利指标看，受跟踪期内煤炭价格下跌影响，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为9.75%和12.57%，均较2012年有小幅下降。同时，非煤产业盈利能力提升抵消了煤炭价格下跌的影响，2013年公司整体营业利润率较上年变化不大，为31.79%，同比增长0.16个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业总收入801.13亿元，利润总额171.66亿元，分别占2013年全年数额的21.78%和21.96%。

总体看，虽然跟踪期内煤炭价格持续下跌，煤炭板块盈利能力有所下滑，但公司煤-电-路港一体化的运营模式保证了公司的整体盈利能力，整体盈利能力依然很强。

3. 现金流分析

经营活动方面，2013年公司经营活动产生的现金流入量为4124.46亿元，同比增长2.61%；经营活动产生的现金流量净额为723.98亿元，同比下降22.64%；同期公司现金收入比为103.97%，同比下降4.15个百分点，收入实现质量有所下降，但仍维持在较强水平。

投资活动方面，公司投资支出保持较大规模，2013年公司投资活动净流出量为791.89亿元，同比分别下降39.08%。

筹资活动方面，2013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，筹资活动产生的现金流量净额合计-153.55亿元。

2014年1~3月,公司经营活动现金流量净额为107.26亿元,投资活动现金流量净额为-99.77亿元;筹资活动现金流量净额8.43亿元。

总体上,跟踪期内,公司经营净现金流有所下降,收现质量保持稳定。

4. 资本及债务结构

资产

截至2013年底,公司资产总额合计8826.57亿元,同比增长7.40%。其中,流动资产占19.13%,非流动资产占80.87%,资产构成仍以非流动资产为主。截至2014年3月底,公司资产总额合计8927.78亿元,资产构成变化不大。

截至2013年底,公司流动资产合计1688.64亿元,同比下降5.34%,主要以货币资金(占41.04%)、存货(占18.35%)、应收账款(占17.21%)和应收票据(占8.29%)为主。

截至2013年底,公司应收账款净额为290.59亿元,同比增长11.47%,应收账款中86.05%为单项计提坏账准备的应收款项(主要为对国内各大电力及电网企业的应收款),应收账款坏账准备综合计提比例1.58%。

截至2013年底,公司存货合计309.93亿元,同比增长11.55%,存货构成以原材料和库存商品为主,共计提存货跌价准备12.60亿元,计提比例3.91%,计提较为充分,公司存货减值风险小。

截至2013年底,公司其他应收款合计67.70亿元,同比下降11.95%,公司其他应收款主要债务人是永宁县政府、陕西德源府谷能源有限公司等。

截至2014年3月底,公司流动资产合计1853.33亿元,较上年底增长9.75%,主要来自应收账款、预付款项和存货的增长。

截至2013年底,公司非流动资产合计7137.93亿元,同比增长42.36%,主要来自在建工程和固定资产的增加。公司非流动资产以固定资产(占55.68%)、在建工程(占20.57%)和无形资产(占11.21%)为主。

截至2014年3月底,公司非流动资产7074.45亿元,主要来自固定资产和其他非流动资产的增长,资产结构相对稳定。

所有者权益

截至2013年底,公司所有者权益合计4928.57亿元,同比增长9.44%,主要是未分配利润的增长所致。公司所有者权益中,实收资本占12.53%、资本公积占23.05%,专项储备占1.09%,盈余公积占4.11%,未分配利润所占59.16%,所有者权益稳定性较弱。2013年公司实收资本增加19.85亿元,系收到的国家投资补助及预算内拨款。

截至2014年3月底,公司所有者权益合计5043.14亿元,较2013年底增长2.32%。

负债

截至2013年底,公司负债合计为3898.00亿元,同比增长4.93%。公司流动负债、非流动负债分别占负债总额的56.79%和43.21%。

截至2013年底,公司流动负债合计2213.69亿元,同比增长26.57%,主要以短期借款(占19.31%)、应付账款(占29.07%)、应交税费(占3.87%)、其他应付款(占7.11%)、其他流动负债(占13.57%)和一年内到期的非流动负债(占12.69%)为主。截至2013年底,公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的应付债券200亿元,其他非流动负债为公司发行的各期超短期融资券。

截至2013年底,公司非流动负债合计1684.31亿元,主要以长期借款(占49.29%)和应付债券(占37.62%)为主。

从有息债务来看,截至2013年底,公司全部债务合计2454.89亿元,同比增长0.47%,短期债务同比增长36.09%,公司长期债务同比下降14.65%,但仍以长期债务为主。

债务指标方面,跟踪期内公司债务规模保持稳定,权益规模有所增长,截至2013年底,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44.16%、33.25%和22.90%。公司债务负担有所下降。

截至2014年3月底，公司全部债务合计2354.80亿元，较上年底变动不大，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43.51%、31.83%和23.08%。

整体上，跟踪期内，公司资产规模保持增长，流动资产中现金类资产占比大，资产质量好。受益于未分配利润的稳定增长，公司权益规模持续提升，但权益稳定性一般。公司债务规模增有所下降，公司债务负担较轻。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年底公司流动比率和速动比率分别为76.28%和62.28%，同比均明显下滑；截至2014年3月底，上述指标略有回升，为85.98%和70.01%。2013年，公司经营现金流动负债比为32.70%。总体看，公司短期偿债能力指标有所弱化，但考虑到公司经营获现能力较强，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2013年公司EBITDA利息倍数为9.94倍；公司全部债务/EBITDA为2.03倍。总体看，公司债务负担较轻，整体偿债能力很强。

“07神华债”发行额度合计20亿元，2013年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为“07神华债”本金的60.55倍、206.22倍和36.20倍。公司对该期债券的偿付能力极强。

“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2013年底，公司对集团外单位提供的担保金额为12.63亿元，担保比率为0.26%。公司或有负债风险小。

截至2013年底，公司共获得各家银行授信额度4700.85亿元，已使用额度2322.77亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司中国

神华能源股份有限公司是香港联合交易所（HK.01088）及上海证券交易所（SH.601088）上市公司，具备直接融资能力。

6. 过往债务履约情况

根据公司在公开市场发行债务融资工具的偿付情况，公司无逾期偿付记录，过往债务履约情况良好。

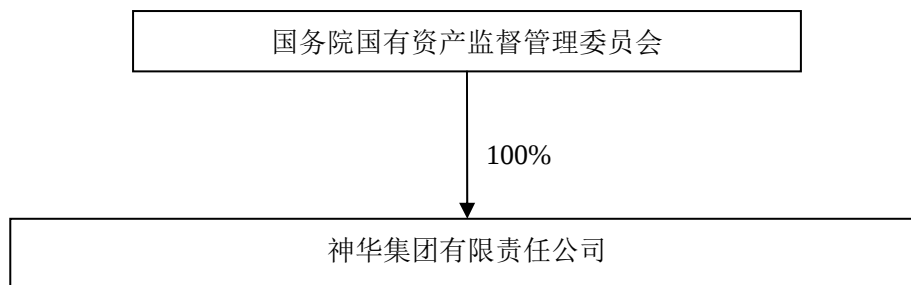
7. 抗风险能力

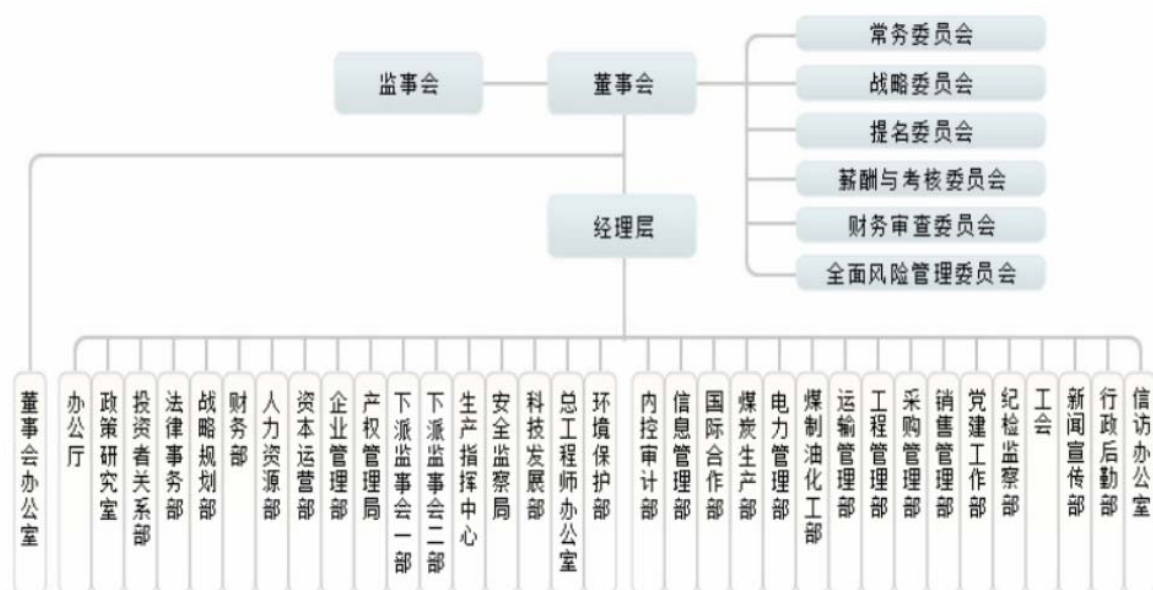
基于对煤炭行业发展趋势的基本分析、公司经营及财务风险识别，以及公司在生产规模、资源储备、产业链整合等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、结论

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 公司股权结构图和组织结构图





附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1054.34	1006.80	836.95	834.12
资产总额(亿元)	6269.09	8218.51	8826.57	8927.78
所有者权益(亿元)	3889.41	4503.58	4928.57	5043.14
短期债务(亿元)	305.96	728.21	991.06	841.76
长期债务(亿元)	1055.88	1715.16	1463.84	1513.04
全部债务(亿元)	1361.84	2443.38	2454.89	2354.80
营业总收入(亿元)	2802.97	3439.69	3678.17	801.13
利润总额(亿元)	741.73	768.21	785.11	171.66
EBITDA(亿元)	1048.61	1160.84	1210.96	--
经营性净现金流(亿元)	825.66	935.90	723.98	107.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.78	10.62	9.29	--
存货周转次数(次)	6.98	8.64	8.28	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.47	0.43	--
现金收入比(%)	111.65	108.12	103.97	101.85
营业利润率(%)	35.63	31.63	31.79	32.92
总资本收益率(%)	12.20	10.26	9.75	--
净资产收益率(%)	15.05	13.92	12.57	--
长期债务资本化比率(%)	21.35	27.58	22.90	23.08
全部债务资本化比率(%)	25.93	35.17	33.25	31.83
资产负债率(%)	37.96	45.20	44.16	43.51
流动比率(%)	133.80	101.99	76.28	85.98
速动比率(%)	113.25	86.11	62.28	70.01
经营现金流动负债比(%)	67.94	53.51	32.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.89	10.45	9.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.30	2.10	2.03	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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
 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 4 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。