跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1313 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”信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十二日

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：2015 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	1006.80	836.95	712.35
资产总额(亿元)	8218.51	8826.57	9286.47
所有者权益(亿元)	4503.58	4928.57	5272.58
短期债务(亿元)	728.21	1090.88	763.84
全部债务(亿元)	2443.38	2554.71	2730.58
营业总收入(亿元)	3439.69	3678.17	3249.01
利润总额 (亿元)	768.21	785.11	640.34
EBITDA(亿元)	1160.84	1210.96	1103.27
经营性净现金流(亿元)	935.90	723.98	805.77
营业利润率(%)	31.63	31.79	31.57
净资产收益率(%)	13.92	12.57	9.18
资产负债率(%)	45.20	44.16	43.22
全部债务资本化比率(%)	35.17	34.14	34.12
流动比率(%)	101.99	76.28	87.38
全部债务/EBITDA(倍)	2.10	2.11	2.47
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	9.94	7.99
经营现金流动负债比(%)	53.51	32.70	44.00

分析师

祖 宇　王 冰
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

跟踪期内受煤炭景气持续低迷影响，神华集团有限责任公司（以下简称“公司”）经营业绩有所下滑。但公司经营规模突出，行业地位稳固，公司主业涵盖煤炭生产、洗选、运输、港口、深加工、电力，产业链完善，并且均具备突出的规模优势。公司综合竞争实力很强，在行业周期性波动中仍保持了稳健的偿债能力及优良的信用基本面。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级展望为稳定。

公司EBITDA、经营现金流入量及经营活动现金净流量对“07神华债”保障能力很强；“07神华债”由国家开发银行（以下简称“国开行”）提供全额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。国开行担保实力很强，有助于更好地保障“07神华债”本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信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。

优势

1. 公司煤炭产业链完善，资源储备丰富，技术优势突出，具备很强的综合竞争实力。
2. 公司债务负担适宜，财务弹性良好，经营获现能力强。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流对“07 神华债”保障能力很强。

关注

1. 公司所处煤炭行业周期性较强，公司面临一定行业波动风险。
2. 跟踪期内煤炭行业持续低迷，公司业绩有所下滑，债务规模有所加大。

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存续期内相关债券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集团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2015年3月底，公司注册资本394.10亿元。

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2014年底，公司资产总额9286.47亿元，所有者权益合计5272.58亿元（其中少数股东权益1751.55亿元）；2014年公司实现营业总收入3249.01亿元，利润总额640.34亿元。

公司住所：北京市东城区安定门西滨河路22号；法定代表人：张玉卓。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共财政收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共财政收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M_2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增

长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

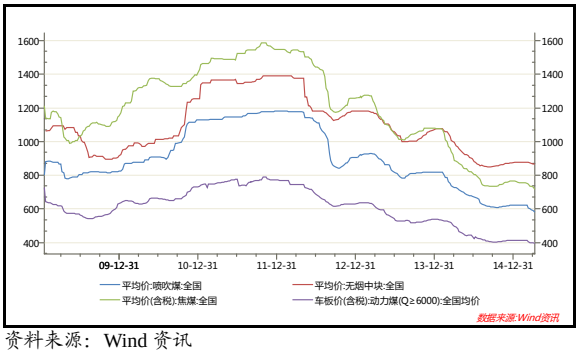
1、煤炭行业

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014 年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

煤炭价格

随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 WIND 资讯统计，截至 2014 年 12 月 12 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 620 元/吨、761 元/吨、872 元/吨和 414 元/吨，同比分别下跌 24.11%、29.47%、17.89%和 22.76%，较 2012 年同期分别下跌 31.49%、39.56%、26.10%和 34.39%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 47.41%、50.97%、37.27%和 46.51%。2015 年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降 5.14%、4.19%、1.03%和 3.38%。

图 1　中国主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。2012 年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由 2012 年一季度的单季同比增长 38.69%下降至 2014 年一季度的单季同比下降 11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业 2014 年和 2015 年 3 月的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。

图 2　中国煤炭行业收入、利润总额和毛利率情况

（单位：%）

资料来源：Wind 资讯

煤炭总量控制失效，根据“十二五”规划，2015 年全国规划煤炭总产能达 41 亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在 39 亿吨左右。2013 年全国煤炭实际产量约 37 亿吨。根据山西、内

蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

煤炭政策

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，煤炭企业目前基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

未来，随着煤炭行业兼并重组深化，行业集中度将加速提升，供过于求的产业格局短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷，行业生命周期将由成长期逐步进入成熟期。

2、煤化工行业

煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。2014年全年国内焦炭产量4.77亿吨，2014年电石产量2547.90万吨，2014年合成氨产量5699.49万吨，精甲醇2014年全年产量3740.67万吨，均居世界前列。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦化产业链是其中的重要分支，中国焦化行业市场化程度相对较高，上游为煤炭行业，下游主要是钢铁行业。由于行业总体存在一定产能过剩，焦炭价格主要取决于下游需求。从焦炭产量和下游生铁产量看，焦炭产量和生铁产量存在较强的正相关性，且生铁产量变动要领先焦炭产量一个统计周期（月），说明焦炭产量主要由生铁产量拉动。

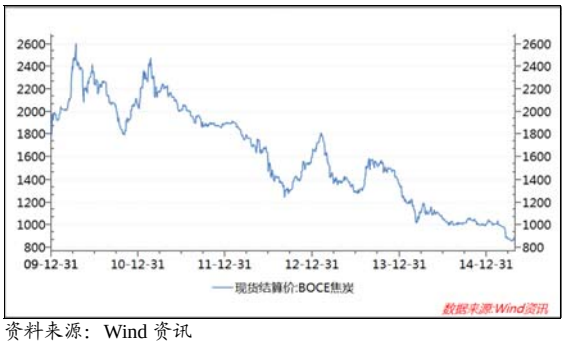
图3　焦炭、生铁产量月度同比增长率（单位：%）

资料来源：Wind资讯

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出

明显的周期性。2013 年在钢铁行业库存增大的影响下，焦炭价格出现较大幅度的下降，2014 年受钢铁行业整体产能压缩的影响，焦炭价格呈下跌趋势。截至 2014 年底，国内焦炭价格均价约为 1020 元/吨。2015 年 1 季度，国内焦炭价格继续下跌，至 1 季度末探至低点 876 元/吨。

图 4　焦炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体而言，近两年焦炭价格走势总体呈季节性波动下降趋势，在下游钢铁产量萎缩的情形下，焦炭企业面临的经营压力较大。

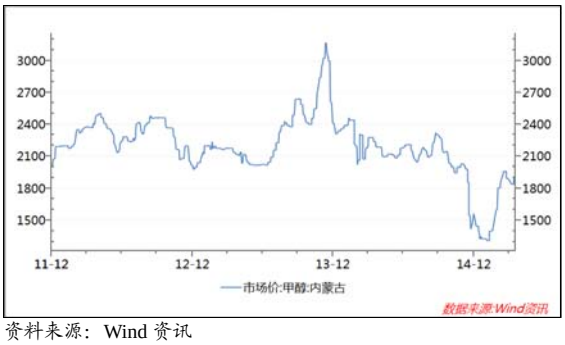
甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约 80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

国内甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。根据生意社数据显示，2014 年中国甲醇生产企业 330 家，较去年新增 18 家，新增产能超 900 万吨，总产能达到 6400 万吨，产能增长率 16.07%，同比保持稳定增长。2014 年全年国内甲醇开工率维持在 60%附近的水平，产量保持增长。预计 2015 年国内甲醇产能将达到 7000~7500 万吨。

价格方面，以内蒙古甲醇市场价为例，2012 年，国内甲醇价格在 2000~2500 元/吨区间震荡，振幅较大；2013 年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响，甲醇价格出现了一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬；2014 年以来下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈下行趋势，2014 年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015 年 1 季度受原油价格回升影响，甲醇价格由 2014 年末的 1565 元/吨回升至 1900 元/吨。

图 5　甲醇价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

进口方面，海外的甲醇主要以天然气为原料，具有成本较低的优势。中国甲醇进口量自 2009 年开始维持在五百万吨以上水平，但自 2013 年开始有所下滑，2013 年中国累计进口甲醇 485.85 万吨；2014 年全年累计进口甲醇 433.23 万吨，同比减少 52.62 万吨，平均进口价格 339.15 美元/吨，较上年同期下降 155.85 美元/吨。

出口方面，2010 年开始甲醇出口量维持递增态势，2013 年则由 6.73 万吨迅速增长至 77.28 万吨；2014 年全年中国累计出口甲醇 74.93 万吨，较上年同期略有下滑，甲醇平均出口价格 376.05 美元/吨，较上年同期下降 124.98 美元/吨。2014 年全年国内甲醇表观销费量 4098.97 万吨，较上年同期增长 24.70%。

现阶段中国甲醇产能过剩严重，2014 年四季度以来，受多重因素影响甲醇价格快速下滑。未来随着甲醇下游应用领域不断拓宽，中国甲醇需求将呈逐步回升态势。

总体来看，煤化工行业作为煤炭行业的下

游产业，依托中国丰富的煤炭资源，煤化工企业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

3、电力行业

行业运行

2014 年，全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元，同比增长 0.5%。其中，电源投资 3646 亿元，同比下降 5.8%；2014 年，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量为 13.6 亿千瓦，同比增长 8.7%，其中非化石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦，占总装机容量比重为 33.3%。2014 年，全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 19.6%；非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%，达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径，下同），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。

火电方面，2014 年，全国火电投资完成 952 亿元，同比下降 6.3%；全年基建新增火电装机容量 4729 万千瓦，同比增加 554 万千瓦，其中新增煤电 3555 万千瓦；气电 886 万千瓦。截至 2014 年底，全国全口径火电装机容量 9.2 亿千瓦，同比增长 5.9%，其中煤电 8.3 亿千瓦，同比增长 5.0%；气电 5567 万千瓦，同比增长 29.2%。2014 年，全国全口径火电发电量 4.17 万亿千瓦时、同比下降 0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自 1974 年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，利用水平创新低。

总体看，2014 年以来电力装机总量及发电量进一步增长，电力结构有所改善。

电力供需

2014 年，受气温及经济稳中趋缓等因素影响，全国电力供需形势总体宽松，运行安全稳定。

2014 年，全国全社会用电量 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比回落 3.8 个百分点，为 1998 年（2.8%）以来的年度最低水平。从结构看，第一产业用电量 994 亿千瓦时，占全社会用电量比重为 1.80%；第二产业用电量 4.07 万亿千瓦时，占比为 73.60%；第三产业用电量 6660 亿千瓦时，占比为 12.06%；城乡居民生活用电量 6928 亿千瓦时，占比为 12.54%。第三产业用电量比重同比提高 0.30 个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低 0.07 个百分点、0.04 个百分点和 0.19 个百分点。

总体看，2014 年以来全国电力供需环境宽松，用电需求增速放缓，第三产业用电量增速明显领先于其他产业。

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当

地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

行业关注

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。2014年煤价与2013年同趋变化，呈前三季度下降、第四季度回升的态势，截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，较年初平均下降80元/吨。进入2015年以来，煤炭市场低迷，价格弱势运行，截至2015年3月18日，环渤海动力煤平均价格为482元/吨。总体上，煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2014年以来，随着煤炭市场化进程继续深入，大型煤企与电力集团的中长协合同逐步实现了季度与月度定价相结合的模式，市场现货交易价格参照环渤海动力煤价格指数作为结算价格。总体上，近年来随着煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导2014年9月1日开始施行。上述措施的推行将导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，相关细则陆续出台，联动机制的推行力度以及其对火电企业的影响尚待观察；近年来环保问题日渐突出，火电行业或将受到一定影响。

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，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，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。

五、基础素质分析

公司以能源为主业，集煤矿、铁路、港口、电厂、航运、煤制油、煤化工为一体，煤-路-港一体化，产-运-销一条龙，实施跨地区、跨行业、跨所有制、跨国、多元化经营。公司是世界最大的煤炭企业，核心业务包括煤炭及发电业务。公司煤炭业务涵盖开采、洗选、运输、销售及煤化工全产业链，电力业务则主要系发电及向各区域电网供电。

公司全面构建本质安全型、质量效益型、科技创新型、资源节约型、和谐发展型的“五型企业”，实现持续、快速发展，连续多年保持煤炭产销量千万吨级以上增长。2014年《财富》世界500强中，公司位列第165位，居全球煤炭企业之首。“2014福布斯全球企业2000强”中，公司位列第124位。“2014普氏能源资讯全球能源企业250强”中，公司位居第15名，系排名最高的非石油公司。

总体看，公司资源储量丰富、产销规模优势突出，产业链完善，具备很强的竞争实力。

六、管理分析

根据2014年3月6日公司《关于中央决定张喜武任国资委副主任 党委副书记的公告》，公司原董事长不再担任公司董事长、党组书记，由总经理张玉卓主持公司全面工作。

公司现任董事长张玉卓，男，1962年生，工学博士，研究员。现任公司董事长、党组书记。曾任公司党组成员、总经理，神华股份公司董事长；煤炭科学研究总院北京开采研究所研究室副主任；英国南安普顿大学从事博士后研究；美国南伊利诺依大学采矿与环境工程系从事研究工作；煤炭科学研究总院北京开采研究所副所长；煤炭科学研究总院院长助理、副院长、院长兼党委副书记；神华集团副总经理。

凌文，男，1963年生，工学博士，教授。现任公司总经理。曾任公司党组成员、副总经理，中国神华能源股份有限公司董事长；哈尔滨工业大学教师；上海交通大学博士后；中国工商银行交信贷部综合处副处长、沈阳分行行长助理；中国工商银行工商信贷部综合处副处长、处长；中国工商银行（亚洲）有限公司副总经理；中国工商银行国际业务部副总经理。

公司主要管理制度方面无重大变化。

根据公司2015年6月8日公告《神华集团有限责任公司关于副总经理郝贵接受司法调查的公告》，公司副总经理郝贵先生正在接受有关机关的司法调查，不能正常履职。根据公告披露，公司生产运行正常，未受到影响。联合资信将持续关注事件后续进展。

七、经营分析

2014年公司实现收入3249.01亿元，同比下降11.67%。本期公司收入下降主要系煤炭业务收入下降所致。虽然公司收入水平受到一定冲击，但公司各板块毛利率均较上年变化不大，2014年公司综合毛利率为33.61%，与上年基本持平。

表1　公司主营业务情况（亿元，%）

项目	2012年		2013年		2014年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭	2528	73.51	2718	73.89	2160	66.48
电力	973	28.28	1147	31.18	1094	33.66
铁路	250	7.27	300	8.15	306	9.43
港口	30	0.88	37	1.02	42	1.29
煤化工	281	8.16	300	8.17	269	8.27
航运	43	1.26	51	1.38	30	0.93
其他	129	3.74	168	4.56	226	6.96
板块抵消	-794	-23.09	-1043	-28.35	-878	-27.02
合计	3440	100	3678	100	3249	100
	毛利率		毛利率		毛利率	
煤炭	27.25		21.60		19.44	
电力	22.30		30.25		32.34	
铁路	60.00		63.00		63.76	
港口	46.67		56.76		54.50	
煤化工	24.91		29.33		26.67	
航运	13.95		7.84		14.28	
其他	20.16		16.07		13.79	
合计	33.69		33.82		33.61	

资料来源：公开市场

注：末位差异由四舍五入引起

煤炭板块

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。

2014年公司生产原煤4.74亿吨，同比下降4.99%；销售商品煤5.88亿吨，同比下降10.40%。从煤炭用途划分，公司2014年煤炭销售中电煤销量约占总销售量的54.66%，冶金用煤占4.38%，化工等用煤约占9.37%，其他占31.59%。

2014年公司采取灵活定价策略，加大市场开发维护。受市场低迷影响，2014年煤炭板块收入2160亿元，同比减少523亿元，下降19.5%，其中对外销售煤炭实现营业收入1527亿元，同比减少623亿元，下降29%。公司煤炭板块下降主要系商品煤结算量同比减少11973万吨，减收392亿元；2014年公司商品煤平均售价284元/吨，同比减少43元/吨，减收231亿元。

安全生产方面，公司煤矿百万吨死亡率为0.019，占全国平均水平的7.6%。公司56个煤矿安全生产周期超过1000天、33个超过2000天、14个超过3000天。

总体看，受煤炭行业持续低迷影响，公司2014年煤炭产品销售呈现量、价齐跌情况，造成公司煤炭收入下滑。公司煤炭业务面临一定行业波动风险。

电力板块

2014年公司总装机容量达到6690万千瓦。2014年公司完成发电量3246亿千瓦时，同比降低3.25%。跟踪期，公司加强市场开拓，电力板块保持稳定运行，盈利能力获得提升。全年燃煤机组平均小时数达4947小时，保持较高的负荷水平，比全国平均水平高241小时。

铁路板块

公司拥有独享的6条相连自有铁路专线，可以将煤炭运输到港口销售给内地以及其他国家和地区。

公司拥有的铁路包括朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路六条铁路，自营铁路里程为2026公里，另外公司还有矿区自备铁路并参股一部分铁路。2014年公司自有铁路周转量达2259.87亿吨公里，同比增长6.7%。

港口板块

公司拥有黄骅港、神华天津煤码头两大出海口。同时以上两个港口也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。黄骅港位于河北省距离北京230公里，是公司朔黄铁路东部终点。黄骅港拥有7个泊位，煤炭年通过能力1亿吨，煤炭堆存容量：正常生产200万吨，设计容量420万吨。天津煤码头位于天津港南疆港区东端，有3个泊位，具备4500万吨吞吐能力。

2014年公司通过黄骅港和神华天津煤码头共完成下水煤量1.68亿吨。

煤制油/煤化工板块

公司将发展现代煤制油、煤化工产业作为重大战略举措。公司成功建成、运转三个大型煤制油、煤化工项目，主要包括鄂尔多斯煤直接液化项目、包头煤制烯烃项目和神宁煤业集团煤基烯烃项目，以上三个项目均已投产，同时也标志中国成为目前世界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。2014年公司生产各种煤制油、化工产品总量546.65万吨。

公司煤化工技术先进，具备规模优势，综合竞争实力较强。

在建拟建情况

公司目前在建项目主要包括煤矿建设、改扩建，煤化工，电厂，铁路，港口等领域，项目总投资约1434.18亿元，截至2015年3月底已完成投资942.76亿元，公司计划2015年投资157.4亿元，2016年投资163.35亿元。另一方面，公司拟建项目包括电厂、煤矿港口等项目，计划总投资约376.79亿元。

总体看，相较于公司经营规模，近年投资计划规模可控。

八、财务分析

公司对外公布的 2014 年财务数据经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

根据公司 2014 年年度报告，2014 年度公司合并范围二级子公司无变化。

截至 2014 年度，公司资产总额 9286.47 亿元，所有者权益合计 5272.58 亿元（其中少数股东权益 1751.55 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 3249.01 亿元，利润总额 640.34 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期受煤炭行业景气下行等因素影响，公司煤炭业务收入受到较大冲击。公司 2014 年营业总收入为 3249.01 亿元，同比下降 11.67%；同期公司营业成本同比下降 11.37%。2014 年公司实现营业利润率 31.57%，较上年基本持平，近年公司营业利润率较稳定。

2014 年公司期间费用较上年基本持平，为 409.16 亿元，同比小幅增长 2.02%。2014 年公司期间费用率为 12.59%，较上年有所上升。

2014 年公司实现投资收益 44.06 亿元，同比增长 45.60%。公司本期投资收益部分来自处置可供出售金融资产取得的投资收益。

跟踪期公司盈利有所下降，2014 年公司实现营业利润 643.85 亿元，同比下降 18.06%。2014 年公司实现利润总额 640.34 亿元，同比下降 18.44%。从盈利指标来看，公司 2014 年整体盈利指标有所弱化，总资本收益率及净资产收益率分别为 7.37%和 9.18%，分别较上期减少 2.25 和 3.39 个百分点。

总体看，跟踪期受煤炭行业持续低迷影响，公司收入及利润规模均有所下滑。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，受收入规模下滑影响，公司 2014 年经营活动产生的现金流入量同比有所下滑，为 3897.22 亿元，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金。同期，公司经营活动现金流出为 3091.45 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 805.77 亿元，较上年有所上升。2014 年公司现金收入比为 112.37%，较上年有所上升，公司收入质量良好。

2014 年公司投资活动现金流入量为 118.33 亿元，主要来自收回投资收到现金和取得投资收益收到现金。同期受公司建设项目较多规模较大影响，公司投资活动流出的现金合计 890.55 亿元。2014 年公司投资活动现金流量净额为-772.21 亿元。

2014 年公司筹资活动产生的现金流入量为 1419.84 亿元，主要来自取得借款收到现金。公司筹资活动现金流出为 1570.76 亿元，筹资活动产生现金流量净额为-150.92 亿元。

总体看，公司主业具备很强的获现能力，跟踪期公司主业产生现金流较充裕，能够保障公司经营活动及投资活动现金周转。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额为 9286.47 亿元，同比增长 5.21%，增长主要来自固定资产及在建工程。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主符合公司业务特点，截至 2014 年底，公司非流动资产占 82.77%，流动资产占 17.23%。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 1600.30 亿元，同比下降 5.23%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由货币资金（占 36.64%）、应收票据（占 7.77%）、应收账款（占 19.39%）、其他应收款（占 6.25%）、存货（占 17.88%）和其他流动资产（占 8.21%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金为 586.37 亿元，同比下降 15.39%，公司货币资金中受限资金 74.11 亿元。截至 2014 年底，公司应收账

款为 310.27 亿元，同比增长 6.77%，公司应收占款共计提坏账准备 5.29 亿元，计提比例为 1.68%，公司客户主要包括电网、大型企业等，回收风险较小。截至 2014 年底，公司其他应收账款账目余额为 108.90 亿元，计提坏账比例 8.18%。截至 2014 年底，公司存货 286.19 亿元，同比下降 7.66%，公司存货含煤炭等相关品，公司计提跌价准备 15.72 亿元，公司存货存在一定跌价风险。

截至2014年底，公司非流动资产为7686.17亿元，同比增长 7.68%。公司非流动资产主要由固定资产（占 56.15%）、在建工程（占 21.04%）和无形资产（占 10.33%）。

总体看，跟踪期公司资产结构稳定，整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 5272.58 亿元，同比增长 6.98%。从归属母公司所有者权益结构来看，主要由实收资本（占 11.96%）、资本公积（占 20.58%）、未分配利润（占 60.65%）构成。截至 2014 年底，公司实收资本同比增加 7 亿元，系根据财政部和国务院国资委《关于下达神华集团有限责任公司 2014 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》（财资【2014】47 号文件），公司收到产业升级与发展资金 7 亿元，并将上述拨款增加公司国家资本金。截至 2014 年底，公司资本公积同比小幅下降，主要系收购少数股东权益溢价冲减资本公积所致。

总体看，公司归属于母公司权益以未分配利润为主，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 4013.89 亿元，同比增长 2.97%，公司负债中非流动负债占比快速上升，截至 2014 年底为 54.37%，流动负债占比为 45.63%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计为 1831.41 亿元，同比下降 17.27%。截至 2014 年底，公司其他流动负债为 221.17 亿元，主要系短期融资券（计入短期债务）。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 2182.48 亿元，同比增长 29.58%，增长主要来自应付债券。

跟踪期，公司全部债务有所增长，截至 2014 年底公司全部债务为 2730.58 亿元，同比增长 6.88%。其中短期债务占比快速下降（占 27.97%），长期债务占比快速上升（占 72.03%），债务结构获得优化。截至 2014 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 43.22%、34.12%和 27.17%。债务负担较上年变化不大，公司整体债务负担适宜，具备良好的财务弹性。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 87.38%和 71.75%，分别较上年增加 11.10 和 9.47 个百分点。2014 年公司经营活动现金流动负债比为 44.00%，较上年有所增长。总体看，公司主业获现能力很强，能够有效保障短期债务的偿付需求及资金周转。

从长期偿债指标来看，跟踪期内公司 EBITDA 有所波动，2014 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 7.99 倍和 2.47 倍，虽较上年略有弱化，但指标水平依旧较好。总体看，公司整体偿债能力很强。

“07神华债”发行额度为20亿元，2012-2014年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量三年均值分别为“07神华债”本金的57.35倍、199.49倍和40.36倍。2014年以上三指标分别为55.16倍、194.86倍和40.29倍。公司对该期债券的偿付能力很强。

“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有助于更好地保障本期债券本息偿还的安全性。

截至 2015 年 3 月底，公司获得国内主要商业银行授信额度 5507 亿元，其中未使用额度 3454.63 亿元，公司间接融资渠道非常畅通。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。

根据公司 2014 年年度报告，截至 2014 年底公司对外担保余额 11.75 亿元，担保比率为 0.22%。相较于经营规模及权益规模公司对外担保规模很小，或有负债风险对公司影响小。

5. 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。

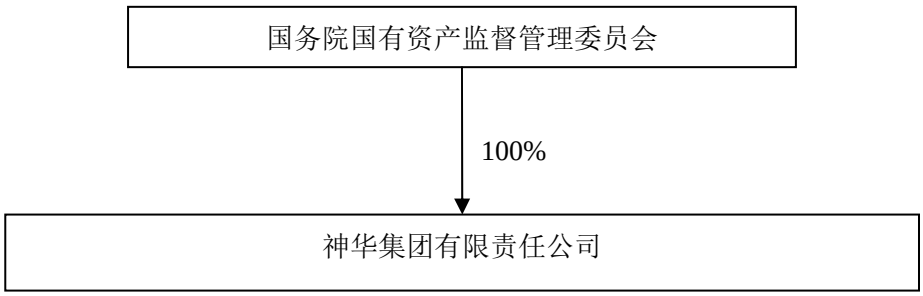
6. 抗风险能力

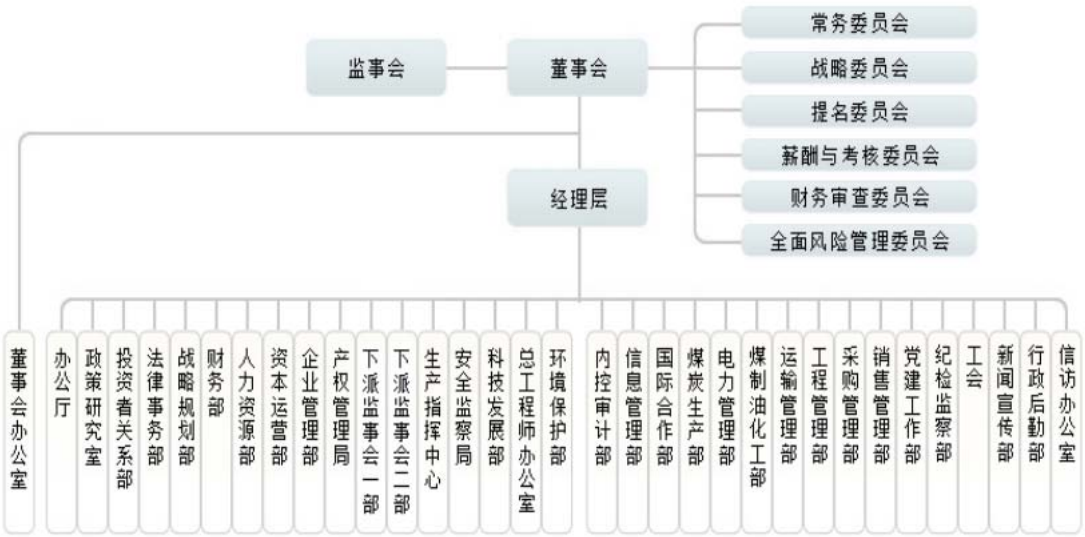
基于对公司经营及财务风险识别，以及公司在生产规模、资源储备、产业链整合等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

综合考虑，联合资信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。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1006.80	836.95	712.35
资产总额(亿元)	8218.51	8826.57	9286.47
所有者权益(亿元)	4503.58	4928.57	5272.58
短期债务(亿元)	728.21	1090.88	763.84
长期债务(亿元)	1715.16	1463.84	1966.73
全部债务(亿元)	2443.38	2554.71	2730.58
营业总收入(亿元)	3439.69	3678.17	3249.01
利润总额(亿元)	768.21	785.11	640.34
EBITDA(亿元)	1160.84	1210.96	1103.27
经营性净现金流(亿元)	935.90	723.98	805.77
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.62	9.29	7.51
存货周转次数(次)	8.64	8.28	7.24
总资产周转次数(次)	0.47	0.43	0.36
现金收入比(%)	108.12	103.97	112.37
营业利润率(%)	31.63	31.79	31.57
总资本收益率(%)	10.26	9.62	7.37
净资产收益率(%)	13.92	12.57	9.18
长期债务资本化比率(%)	27.58	22.90	27.17
全部债务资本化比率(%)	35.17	34.14	34.12
资产负债率(%)	45.20	44.16	43.22
流动比率(%)	101.99	76.28	87.38
速动比率(%)	86.11	62.28	71.75
经营现金流动负债比(%)	53.51	32.70	44.00
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	9.94	7.99
全部债务/EBITDA(倍)	2.10	2.11	2.47

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	
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　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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。