跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1797 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

二零一六年七月二十七日

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：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	836.95	712.35	801.05	868.52
资产总额(亿元)	8826.57	9286.47	9314.18	9397.02
所有者权益(亿元)	4928.57	5272.58	4945.52	5037.81
短期债务(亿元)	1090.88	763.84	976.29	597.20
全部债务(亿元)	2554.71	2730.58	3159.37	2944.41
营业总收入(亿元)	3678.17	3249.01	2363.66	522.33
利润总额(亿元)	785.11	640.34	318.50	72.63
EBITDA(亿元)	1210.96	1103.27	774.40	--
经营性净现金流(亿元)	723.98	805.77	578.06	149.05
营业利润率(%)	31.79	31.57	31.46	33.37
净资产收益率(%)	12.57	9.18	4.04	--
资产负债率(%)	44.16	43.22	46.90	46.39
全部债务资本化比率(%)	34.14	34.12	38.98	37.30
流动比率(%)	76.28	87.38	79.46	94.47
全部债务/EBITDA(倍)	2.11	2.47	4.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.94	7.99	5.47	--
经营现金流动负债比(%)	32.70	44.00	28.59	--

注：2016 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中的短期应付债券已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务，2016年3月底因未获得相应数据短期债务及长期债务未做相应调整。

分析师

张小平　李博文
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

跟踪期内受煤炭行业景气度持续低迷影响，神华集团有限责任公司（以下简称“公司”）煤炭板块收入及利润大幅下滑。但公司经营规模突出，行业地位稳固，在资源储备、煤炭产能及自有铁路方面具有绝对优势，公司主业涵盖煤炭生产、洗选、运输、港口、深加工、电力等，产业链完善，公司电力板块和铁路板块继续保持着良好的盈利能力，公司经营获现能力很强。

公司EBITDA、经营活动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，有助于保障“07神华债”本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信确定维持公司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. 公司债务负担轻，资产质量良好，经营获现能力很强。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流对“07 神华债”保障能力很强。
4. 国开行担保实力很强，有助于保障“07 神华债”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司所处煤炭行业周期性较强，公司煤炭板块收入降幅较大，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“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。1998 年 8 月，按国务院的指示，公司接受了内蒙古的西五局（包括乌达矿务局、海渤湾矿务局、包头矿务局、准格尔煤炭公司、万利煤炭公司）。同年 12 月，原北京军区呼和浩特企业管理局也并入公司（合称为西六局）。1999 年，政企脱钩后，公司由中央企业工委管理。同年，公司接受了在京部委脱钩的 8 家公司（包括：国华能源投资有限公司、中国机电出口产品投资公司、中联经济技术开发公司、金瓷科技实业发展公司、信泰珂科技发展中心、中国出口商品基地建设总公司、中国华福实业总公司、北京市国土资源遥感公司）。2004 年，经国务院和国资委批准同意，公司进行了重组改制，于 2004 年 11 月 8 日以其煤炭的生产与销售、电力的生产与销售、铁路及港口运输等业务的主要资产、负债和权益作为出资发起设立了中国神华能源股份有限公司（以下简称“神华股份”），并分别于 2005 年 6 月和 2007 年 10 月完成了神华股份的 H 股（香港联合交易所有限公司挂牌交易，股票代码 01088）和 A 股（上海证券交易所挂牌交易，股票代码 601088）的发行上市工作。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 394.10 亿元。

公司经营范围包括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、管理公司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。截至 2016 年 3 月底，公司合并范围二级子公司合计 20 家。

截至2015年底，公司资产总额9314.18亿元，所有者权益合计4945.52亿元（其中少数股东权益1743.78亿元）；2015年公司实现营业总收入2363.66亿元，利润总额318.50亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 9397.02亿元，所有者权益合计5037.81亿元（其中少数股东权益1767.01亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入522.33亿元，利润总额72.63亿元。

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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，

中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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、行业分析

1、煤炭行业

煤炭供需

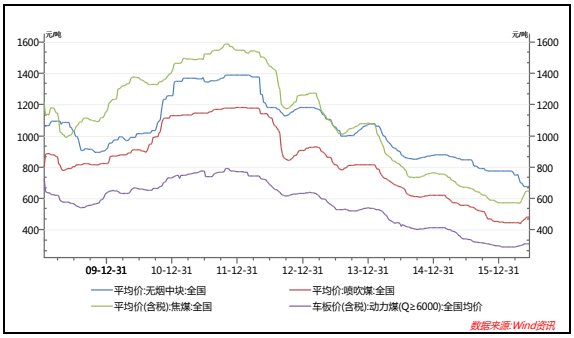
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩

供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动。近年来，在宏观经济增速趋缓和行业产能过剩的背景下，各类商品煤价格均呈现出下滑趋势。

图1　近年国内主要煤炭品种含税均价（元/吨）



资料来源：Wind资讯

截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，同比分别下跌 27.70%、25.10%、11.54%和 28.26%，较 2013 年同期分别下跌 45.04%、46.94%、27.60%和 44.90%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 61.98%、62.98%、44.32%和 61.48%。进入 2016 年，受下游钢厂逐渐恢复生产影响，煤炭需求有所提振，全国主要煤种除无烟煤（中块）外价格均有所回升，截至 2016 年 6 月 17 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 479 元/吨、643 元/吨、676 元/吨和 311 元/吨。

煤炭政策

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。

2016 年 2 月 1 日，国务院印发了《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），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

2、煤化工行业

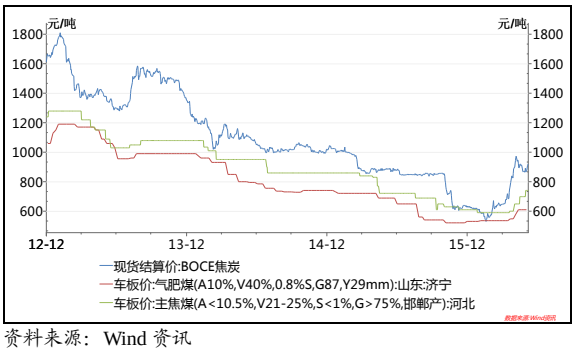
煤化工产业主要产品包括焦炭、合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。2015 年全年国内焦炭产量为 4.48 亿吨，精甲醇产量为 4010.48 万吨。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，但从目前技术水平看，焦炭仍是中国煤化工的基础产品。近年来，原煤价格持续下降，焦炭生产企业面临的上游压力有所缓解，但受制于下游需求持续疲软，行业产能过剩，焦炭生产企业利润空间逐步缩小。

受下游需求传导，焦炭产品价格也表现出明显的周期性。2014 年，受钢铁行业整体产能压缩影响，焦炭价格呈下跌趋势，价格创十年新低，2014 年上半年由于市场处于降库存阶段，以及钢材价格低迷、钢厂打压燃料价格，导致焦炭价格不断下降，下半年由于钢厂库存处于低位、焦化厂供应减少以及冬季钢厂补库及运输等季节性因素导致焦炭价格较为坚挺；2015 年以来，由于粗钢产量同比下降，钢材库存高企，焦炭需求减弱，产品价格持续低迷，并于 2015 年 3 月中下旬起呈现加速下滑态势，截至 2015 年底，焦炭价格（BOCE 焦炭现货结算价）为 634 元/吨。2016 年一季度起，受下游钢铁企业开工率提升影响，焦炭需求上升，价格有所反弹，截至 2016 年 5 月底，焦炭价格（BOCE 焦炭现货结算价）为 892.00 元/吨。

图 2　焦炭及煤炭价格走势



资料来源：Wind 资讯

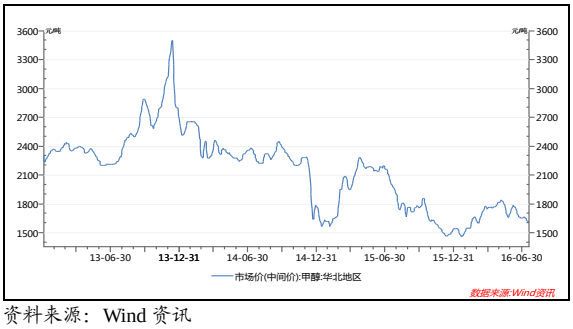
总体看，焦炭价格走势整体呈下降趋势，在下游钢铁产能不断压缩的情形下，焦炭企业面临经营压力较大。

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。

2014 年，受制于国内外甲醇现货供应增量、外盘价格持续走跌打压、刚性需求表现低于预期、投机需求减弱等因素，国内甲醇行情呈现震荡下跌走势，12 月初国内甲醇价格受期货连续跌停加之下游需求疲软影响，甲醇现货市场价格大幅下跌，局部地区下跌至 5 年新低，截至 2014 年底，甲醇华北地区市场价（中间价）为 1775.00 元/吨。进入 2015 年，受国际原油价格低位反弹带动天然气价格上行，提振现货生产成本影响，以及明水大化和山西焦化两套装置相继停车，甲醇的供应减缓，加之节后下游生产厂家开始补货，同时下游甲醛厂家的装置开工率攀升，提振甲醇的需求量等因素影响，甲醇先后经历了 1~4 月份的恢复性反弹时期，5~6 月份的震荡整理期；进入 2015 年下半年，市场供给宽松需求放缓，甲醇价格快速下滑，截至 2015 年底，甲醇华北地区市场价（中间价）为 1540.00 元/吨，同比下降 13.24%。2016 年以来，受天然气价格回升影响，甲醇价格有所上升，截至 2016 年 6 月底为 1650 元/吨。

图 3　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，同比减少 14.26 万吨；2014 年全年累计进口甲醇 433.23 万吨，同比减少 52.62 万吨；2015 年，甲醇进口量则大幅回升至 553.86 万吨。

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；2015 年甲醇累计出口量则大幅下降至 16.29 万吨。2015 年全年国内甲醇表观销费量 4548.07 万吨，较上年同期增长 10.96%。

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

2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比增长 10.98%，其中火电完成投资 1396.29 亿元，同比增长 21.96%。截至 2015 年底，全国发电装机容量 150828 万千瓦，比上年末增长 10.5%，其中火电装机容量 99021 万千瓦，同比增长 7.8%。2015 年，全国全口径发电量 58105.8 亿千瓦时，比上年增长 0.3%，其中火电发电量 42420.4 亿千瓦时，同比下降 2.7%，占全国发电量的 73.0%，比上年降低 2.2 个百分点；受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时继续下降，2015 年全国发电设备平均利用小时为 3969 小时，同比降低 349 小时，其中火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时。

总体来看，受全社会用电需求扩张减速及政府推广清洁能源的开发利用的影响，全国火电机组的运行效率呈明显的下降趋势。

电力供需

2015 年，随着中国经济发展进入新常态，电力消费增长减速换档、结构不断调整，全国全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

整体来看，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，发电设备利用小时数持续下行，对电力企业带来不利影响。

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。进入2015年，煤价持续走低，截至2015年底环渤海动力煤价为372元/吨。2016年开始，煤炭价格小幅回升，截至2016年3月底，环渤海动力煤价为389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。

长期以来，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。进入 2015 年，中国将实施新的电力改革方案。2015 年 3 月 15 日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015 年 11 月 30 日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发【2015】9 号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布 6 大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

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。公司核心业务包括煤炭及发电业务，涵盖开采、洗选、运输、销售及煤化工全产业链，电力业务主要为发电及向各区域电网供电。公司是全国最大煤炭企业、全球最大煤炭供应商。2015 年《财富》世界 500 强中，公司位列第 196 位。

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。煤炭产业方面，2015 年，公司以绝对优势位居中国煤炭企业 100 强和中国煤炭企业煤炭产量 50 强名单第一位。电力产业方面，按照装机规模，公司是全国前十大发电企业，拥有的机组运行效率在同业中处于先进水平。煤化工产业方面，公司是中国煤化工产业的领军企业，已初步建立了煤制油、煤化工产业的研究开发、工程建设、生产运营、物流销售等相关业务体系。

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

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

2015年公司实现营业总收入2363.66亿元，同比下降27.25%。本期公司收入下降主要系煤炭业务收入下降所致，2015年公司煤炭板块实现收入1441亿元，同比大幅下降33.29%；公司电力、铁路、港口、煤化工、航运及其他业务板块收入均有不同程度下降。虽然公司收入水平受到一定冲击，但公司电力及铁路板块均保持着良好的盈利水平，其中电力板块毛利率有所上升，同比增长了3.50个百分点。2015年公司综合毛利率为35.19%，较上年增长了1.58个百分点。

表 1　公司主营业务情况（亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭	2160	66.48	1441	60.96	298	57.09
电力	1094	33.66	1038	43.91	232	44.44
铁路	306	9.43	272	11.51	82	15.71
港口	42	1.29	38	1.61	12	2.30
煤化工	269	8.27	208	8.80	49	9.39
航运	30	0.93	20	0.85	5	0.96
其他	226	6.96	128	5.41	21	4.02
板块抵消	-878	-27.02	-781	-33.04	-177	-33.91
合计	**3249**	**100**	**2364**	**100.00**	**522**	**100.00**
	毛利率		**毛利率**		**毛利率**	
煤炭	19.44		15.41		15.10	
电力	32.34		35.84		34.05	
铁路	63.76		58.09		63.41	
港口	54.50		50.00		58.33	
煤化工	26.67		21.15		18.37	
航运	14.28		15.00		20.00	
其他	13.79		24.22		9.52	
合计	**33.61**		**35.19**		**36.78**	

资料来源：公司提供

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，准格尔矿区的黑岱沟矿是我国最大的露天煤矿，公司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。

公司煤炭储量在世界同业中保持领先地位。从公司煤炭生产能力的分布来看，神华集团下属神东煤炭集团、准格尔能源公司、哈尔乌素分公司、北电胜利能源公司和锦界能源公司，以及神华宁煤公司和神华新疆公司是主要的生产基地。

表 2　公司下属矿井原煤生产情况（单位：万吨）

	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
神东煤炭集团	**18603**	**16726**	**3891**
其中：补连塔	3016	2950	738
大柳塔-活鸡兔	3851	3534	820
榆家梁	1800	1704	381
上湾	1603	1572	377
哈拉沟	1616	1563	367
保德（康家滩）	652	515	106
石圪台	1197	1132	270
乌兰木伦	781	407	103
布尔台	2086	2132	540
柳塔矿	478	325	64
万利一矿	359	--	--
寸草塔一矿	402	274	52
准格尔能源公司	**6570**	**6654**	**1715**
黑岱沟	3213	3289	924
哈尔乌素分公司	**3357**	**3365**	**791**
北电胜利能源公司	**1702**	**1208**	**211**
锦界能源公司	**1926**	**1839**	**447**
神华股份公司合计	**33125**	**30261**	**7295**
神华集团其他企业	**14226**	**13066**	**3038**
其中：宁煤集团	7227	6466	1263
其他企业	6999	6600	1775
神华集团总产量	**47351**	**43327**	**10333**

资料来源：公司提供

2015年公司生产原煤4.33亿吨，同比下降8.50%；销售商品煤4.84亿吨，同比下降17.69%。从煤炭用途划分，公司2015年煤炭销售中电煤销量约占总销售量的57.16%，冶金用煤占4.22%，化工等用煤约占12.75%，其他占25.87%。

煤炭产品的定价方面，公司煤炭销售以长期重点合同煤为主，重点合同煤价格以每年的重点煤炭产运需衔接会上供需双方谈判结果为基准；而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炭价格为参考按月度调整；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。

表 3　公司煤炭生产销售情况（单位：亿吨）

	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
原煤产量	4.74	4.33	1.03
商品煤销量	5.88	4.84	1.22

资料来源：公司提供

注：公司煤炭销量包括自产原煤及外购煤

安全生产方面，公司在煤炭生产、运输方面均保持着良好的安全记录，近三年公司煤矿百万吨死亡率分别为0.004、0.019和0.000。

总体看，受煤炭行业持续低迷影响，2015年公司煤炭产销量均有所下滑，煤炭板块收入大幅下降，公司利润空间有所缩减。

电力板块

公司电力板块从1999年起快速发展，目前公司已发展成为全国前十大发电企业，拥有的机组运行效率在同业中处于先进水平。2015年公司总装机容量达到7851万千瓦。2015年公司完成发电量3171.7亿千瓦时，同比降低1.77%。其中，神华股份发电2257.9亿千瓦时，占公司总发电量的71.19%。2016年1~3月，公司完成发电量765.4亿千瓦时。其中，神华股份发电551.2亿千瓦时，占公司总发电量的72.01%。

公司电力板块主要由上市子公司神华股份运营，神华股份拥有规模庞大的与煤炭业务良好协同的电力、热力生产和供应业务，下属电

厂主要分布在铁路沿线、京津唐、长三角和珠三角等经济发达地区，上网售电十分便利。截至2015年底，神华股份总装机容量达到5412.80万千瓦，其中火电装机容量5225.70万千瓦。2015年神华股份全年燃煤机组平均利用小时数达4631小时，高于2015年全国平均水平，燃煤机组平均售电标准煤耗为318克/千瓦时，较去年同期下降2克/千瓦时。

神华股份近年来加快推进清洁能源发展战略，持续加大环保投入力度，2015年全年共投入节能环保资金31.74亿元。截止2015年底，神华股份国内燃煤发电机组全部完成脱硫改造，已经运行脱硝设备并验收完毕的燃煤发电机组占比达到92%，累计完成新建或改造共计2031万千瓦35台“超低排放”燃煤机组，占神华股份燃煤发电装机容量的38.9%。

表 4　神华股份电力业务情况（单位：兆瓦、十亿千瓦时、元/兆瓦时）

	装机容量		发电量		售电量		电价	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
火电	44477	52257	231.76	221.75	215.87	206.51	350	331
风电	16	16	0.02	0.02	0.02	0.02	598	598
水电	125	125	0.67	0.67	0.65	0.65	234	232
燃气发电	780	1730	1.93	3.35	1.88	3.27	773	560
合计	45398	54128	234.38	225.79	218.42	210.45	354	334

资料来源：上市公司年报

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。公司拥有并经营朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路六条铁路，自营铁路里程超过2000公里，其中神朔铁路2005年实现年运量超过亿吨，成为继大秦线之后第二条年运量突破亿吨的铁路运煤专线。此外公司还拥有矿区自备铁路、参股铁路等。

铁路运输是公司相比于其他煤炭公司的核心竞争力之一。2015年，公司新建巴准、准池等铁路陆续投入运行，铁路运输网络整体运力实现较大提升，“包神—神朔”、“巴准—大准—准池”两条上游运输通道为朔黄铁路通道进一步提升运输能力创造了条件。公司在保障自有运输需求的前提下，积极开展矿石、化肥、钢铁及集装箱等反向运输和非煤货物运输，有效利用现有运力增加收入。2015年，公司自营铁路共完成货运周转量1996.90亿吨公里，较上年同期有所下降。2016年1~3月，公司完成货运周转量607.50亿吨公里。

表 5　公司自营铁路年货运周转量（单位：亿吨公里）

铁路线	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
包神	119.63	72.62	17.4
大准	225.27	257.4	60.9
神朔	527.64	455.6	123.6
朔黄	1379.78	1195.8	382.4
黄万			
甘泉	6.21	11.6	1.0
新准	--	3.7	2.2
塔韩	--	0.1	0.02
准池	--	--	19.9
合计	**2259.87**	**1996.90**	**607.50**

资料来源：公司提供

港口板块

公司目前拥有黄骅港、神华天津煤码头两大出海口，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，黄骅港于2002年投入全面商业运营，是公司将煤炭产品运输到中国沿海省份及亚太海运动力煤市场的主要港口，已成为中国第二大煤炭输出港。黄骅港位于河北省，距离北京230公里，是公司朔黄铁路的东部终点。黄骅港拥有7个泊位，煤炭年通

过能力1亿吨，煤炭堆存设计容量为420万吨，正常生产容量为200万吨。黄骅港三期工程（设计年装船能力0.5亿吨）已完工并投入试运营，四期工程核准工作正在有序推进过程中。神华天津煤码头位于天津港南疆港区东端，共有3个泊位，于2006年10月建成，具备4500万吨吞吐能力。神华天津煤码头可同时停靠1艘15万吨级、2艘7万吨级的货船。神华天津煤码头二期工程获国家发改委核准，已于2015年开工，建成后神华天津煤码头年装船能力将达到0.8亿吨。另外，公司珠海高栏港区神华煤炭储运中心一期工程（设计年装船能力0.2亿吨）于2013年底试运行。公司神华福建罗源湾储煤基地项目被确定为第二批国家煤炭应急储备基地。

2015年公司通过自有及第三方码头共完成下水煤量2.04亿吨，同比有所下降。

表 6　公司主要港口下水煤量（单位：百万吨）

港口	2014 年	2015 年
自有港口	174	158.5
黄骅港	131.6	111.6
神华天津煤码头	33.6	40.3
神华珠海煤码头	5.8	6.6
第三方港口	61.8	45.3
下水煤量合计	**235.8**	**203.8**

资料来源：公司提供

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，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。2015年全年生产各种煤制油、化工产品总量581.2万吨。截至2016年3月底，生产各种煤制油、化工产品总量111.0万吨。

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

公司目前主要在建项目包括煤矿建设、改扩建，煤化工，电厂，铁路，港口等领域，项目总投资约1271.00亿元，截至2016年3月底已完成投资762.84亿元，公司计划2016年投资120.07亿元。另一方面，公司拟建项目包括寿光一期、九江项目、富平综合能源、鸳鸯湖电厂二期和庐江发电项目，计划总投资约317.74亿元。

总体看，相较于公司经营规模，公司近年投资计划规模可控。

表7　截至2016年3月底公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截止2016年3月末完成投资	2016年投资计划
准东五彩湾三号露天煤矿	44.27	35.40	--
乌东煤矿	16.48	14.40	3.22
涝坝湾煤矿	17.74	7.140	--
屯宝煤矿选煤厂	7.91	1.53	--
神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化示范项目	550.18	378.52	80.00
四川白马 600MWCFB 示范工程	31.40	29.58	--
和丰电厂沙吉海煤矿	30.53	20.79	--
宁夏煤电公司李家坝煤矿项目	16.15	9.59	--
焦作电厂有限公司项目	48.85	4.38	--
哈密煤电公司 4×66 万千瓦机组项目	94.07	91.00	--
宁夏鸳鸯湖电厂二期 2×100 万千瓦机组项目	72.26	19.09	--
重庆公司 2×66 万千瓦机组项目	47.34	2.79	--
榆神工业区清水煤化学工业园甲醇下游加工项目	71.42	64.17	0.76

榆神工业区清水煤化学工业园动力供应与高纯洁净气体项目	24.69	21.60	0.26
榆神工业区清水煤化学工业园化工物料贮运项目	17.38	13.74	0.16
东台四期 300MW 海上风电场	50.00	0.23	0.32
哈密风火打捆项目--景峡四 ABC 区 600MW 风电项目	44.84	20.02	13.50
宁夏盐池苏步井 200MW 风电场	15.80	12.95	--
巴里坤三塘湖 200MW 风电项目	15.87	13.05	2.30
射阳二期风电项目 150MW 风电项目	11.38	0.036	7.10
东台三期（弶南）110MW 项目	8.03	2.81	6.90
国华栖霞官道项目	11.85	0.02	3.00
国华诸城桃园项目	8.58	--	2.50
哈沙图 200MW 风电项目	13.98	--	0.05
合计	**1271.00**	**762.84**	**120.07**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2015 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。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

根据公司 2015 年年度报告，2015 年度公司合并范围中投资新设一家二级子公司神华能源有限责任公司，因股权划转减少一家二级子公司神华科技发展有限责任公司，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总额 9314.18 亿元，所有者权益合计 4945.52 亿元（其中少数股东权益 1743.78 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 2363.66 亿元，利润总额 318.50 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 9397.02 亿元，所有者权益合计 5037.81 亿元（其中少数股东权益 1767.01 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 522.33 亿元，利润总额 72.63 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期受煤炭行业景气度下行等因素影响，公司煤炭业务收入受到较大冲击。公司 2015 年营业总收入为 2363.66 亿元，同比下降 27.25%；同期公司营业成本同比下降 28.97%。2015 年公司实现营业利润率为 31.46%，较上年基本持平。

2015 年公司期间费用较上年基本持平，为 407.41 亿元，同比小幅下降 0.43%。受营业收入下降的影响，2015 年公司期间费用率为 17.24%，较上年有所上升。

2015 年公司实现投资收益 41.27 亿元，同比下降 6.33%。公司投资收益主要来自处置可供出售金融资产取得的投资收益；公司实现营业外收入 26.54 亿元，以非流动资产处置利得、债务重组利得及财政资助拨款为主。

跟踪期公司盈利有所下降，2015 年公司实现营业利润 306.47 亿元，同比下降 52.40%。2015 年公司实现利润总额 318.50 亿元，同比下降 50.26%。

从盈利指标来看，公司 2015 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 3.69%和 4.04%，分别较上期下降了 3.68 和 5.14 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 522.33 亿元，占 2015 年全年的 22.10%；实现利润总额 72.63 亿元。

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 2015 年经营活动产生的现金流入量同比下降 19.22%，为 2691.16 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 2113.10 亿元，同比下降 31.47%，经营活动产生的现金流量净额为 578.06 亿元，同比下降 28.26%。2015 年公司现金收入比为 107.73%，同比下降了 4.64 个百分点。

投资活动现金流方面，2015 年公司投资活动现金流入量为 121.17 亿元，同比增长 2.40%，主要来自收回投资收到现金和处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金。同期公司投资活动现金流出量合计 619.35 亿元，同比下降了 30.45%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2015 年公司投资活动现金流量净额为-498.18 亿元。公司筹资活动前现金流量净额为 79.88 亿元。

筹资活动现金流方面，2015 年公司筹资活动产生的现金流入量为 1449.17 亿元，同比增长 2.07%，主要来自取得借款收到现金。公司筹资活动现金流出为 1486.96 亿元，同比下降 5.34%，主要来自偿还债务支付的现金。筹资活动产生现金流量净额为-37.79 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 149.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-85.84 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 65.37 亿元。

总体看，受营业收入规模下滑影响，公司经营活动现金流量有所下降，但公司主业仍具备极强的获现能力，跟踪期内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 2015 年底，公司资产总额为 9314.18 亿元，同比增长 0.30%，其中非流动资产占 82.75%，流动资产占 17.25%，公司资产仍以非流动资产为主，符合公司业务特点。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 1606.58 亿元，同比增长 0.39%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由货币资金（占 37.69%）、应收票据（占 12.10%）、应收账款（占 18.16%）、存货（占 15.55%）和其他流动资产（占 8.17%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 605.47 亿元，同比增长 3.26%，主要为银行存款。公司货币资金中受限资金为 54.78 亿元，主要为财务公司法定准备金和银行汇票存款；公司应收票据为 194.38 亿元，同比增长 56.37%，主要为银行承兑汇票大幅增长所致；公司应收账款为 291.69 亿元，同比下降 5.99%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 42.10 亿元，其中，1 年以内的占比为 83.15%。公司应收账款共计提坏账准备 6.64 亿元。公司存货 249.84 亿元，同比下降 12.70%，公司存货含煤炭等相关品，公司计提跌价准备 25.78 亿元，公司存货存在一定跌价风险；公司其他流动资产为 131.29 亿元，同比基本保持稳定，主要为留抵增值税及预交税费。

截至 2016 年 3 月底，公司流动资产为 1688.43 亿元，较 2015 年底增长了 5.09%，构成上以货币资金（占 43.78%）、应收票据（占 7.58%）、应收账款（占 18.76%）、存货（占 15.51%）和其他流动资产（占 7.23%）为主。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 7707.59 亿元，同比增长 0.28%。公司非流动资产主要为固定资产（占 62.41%）、在建工程（占 14.83%）和无形资产（占 10.34%）。

截至 2015 年底，公司固定资产为 4810.20 亿元，同比增长了 11.46%，主要以发电装置及相关机器设备、房屋及建筑物和铁路及港口构筑物为主；在建工程为 1143.37 亿元，同比下降 29.31%，公司在建工程共计提减值准备 138.10 亿元；无形资产为 796.85 亿元，同比下降 0.37%，主要以土地使用权、采矿权为主。

截至 2016 年 3 月底，公司非流动资产合计 7708.59 亿元，与 2015 年底相比基本保持稳定，构成上以固定资产（占 61.91%）、在建工程（占 15.41%）和无形资产（占 10.33%）为主。

总体看，跟踪期内公司资产结构以非流动

资产为主，流动资产中货币资金占比高，整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 4945.52 亿元，同比下降 6.20%，主要系 2015 年公司开展清产核资工作，核减期初未分配利润 294.25 亿元及少数股东权益 4.69 亿元所致。归属母公司所有者权益为 3201.73 亿元，主要由实收资本（占 13.15%）、资本公积（占 21.88%）、未分配利润（占 56.98%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 5037.81 亿元，归属于母公司所有者权益为 3270.80 亿元。

总体看，公司归属于母公司权益中未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 4368.66 亿元，同比增长 8.83%，公司负债中非流动负债占比为 53.72%，流动负债占比为 46.28%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计为 2021.89 亿元，同比增长 10.40%，主要来自于短期借款和一年内到期的非流动负债的增长。从构成上来看，公司流动负债以短期借款（占 16.07%）、应付账款（占 28.98%）、一年内到期的非流动负债（占 14.31%）和其他流动负债（占 13.53%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款为 324.87 亿元，同比增长 23.67%，以信用借款为主。公司短期借款中有 4.20 亿元已逾期尚未偿还；应付账款为 585.89 亿元，同比下降 2.78%，其中一年以内的占 87.53%；一年内到期的非流动负债为 289.35 亿元，同比大幅增长 74.01%，主要为 1 年内到期的长期借款增加所致，其中 92 亿元 2011 年第一期中期票据“11 神华 MTN1”列示在 1 年内到期的应付债券内；其他流动负债为 273.58 亿元，同比增长 23.69%，其中短期应付债券为 270.95 亿元，已计入短期债务。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 2346.76 亿元，同比增长 7.53%，增长主要来自应付债券。从构成上来看，公司非流动负债以长期借款（占 39.37%）和应付债券（占 50.62%）为主。

截止 2015 年底，公司长期借款为 923.95 亿元，同比增长 2.48%，主要以信用借款和质押借款为主，质押物以电费收费权为主；应付债券为 1187.91 亿元，同比增长 12.67%。

跟踪期内，公司全部债务有所增长，截至 2015 年底公司全部债务为 3159.37 亿元，同比增长 15.70%。其中短期债务占比为 30.90%，长期债务占比为 69.10%，公司债务结构以长期为主。截至 2015 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 46.90%、38.98%和 30.62%，分别同比上升了 3.68 个、4.86 个和 3.45 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额合计 4359.21 亿元，同比下降了 3.13%。从负债结构来看，流动负债占比为 41.00%，非流动负债占比为 59.00%。

总体看，公司债务负担轻，结构合理，财务弹性良好。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 79.46%和 67.10%，分别同比下降了 7.92 和 4.65 个百分点。2015 年公司经营现金流动负债比为 28.59%，同比下降了 15.41 个百分点。总体看，公司短期偿债指标有所弱化，但主业获现能力很强，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，2015 年公司 EBITDA 为 774.40 亿元，同比下降了 29.81%，2015 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 5.47 倍和 4.08 倍，虽较上年有所弱化，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，2013-2015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48.02倍、166.98倍和33.78倍。2015年以上三项指标分别为38.72倍、134.56倍和28.09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助于保障本期债券本息偿还的安全性。

截至 2016 年 3 月底，公司获得主要商业银行授信额度 6440.60 亿元，其中未使用额度 4317.28 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司神华股份是香港联合交易所（HK.01088）及上海证券交易所（SH.601088）上市公司，具备直接融资能力。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 9.45 亿元，担保比率为 0.19%。相较于经营规模及权益规模公司对外担保规模很小，或有负债风险对低。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010101914430U），截至 2016 年 7 月 11 日，公司无未结清及已结清不良信贷信息记录。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

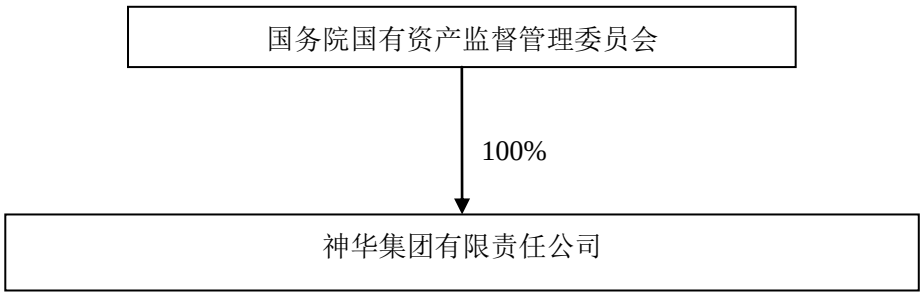
6. 抗风险能力

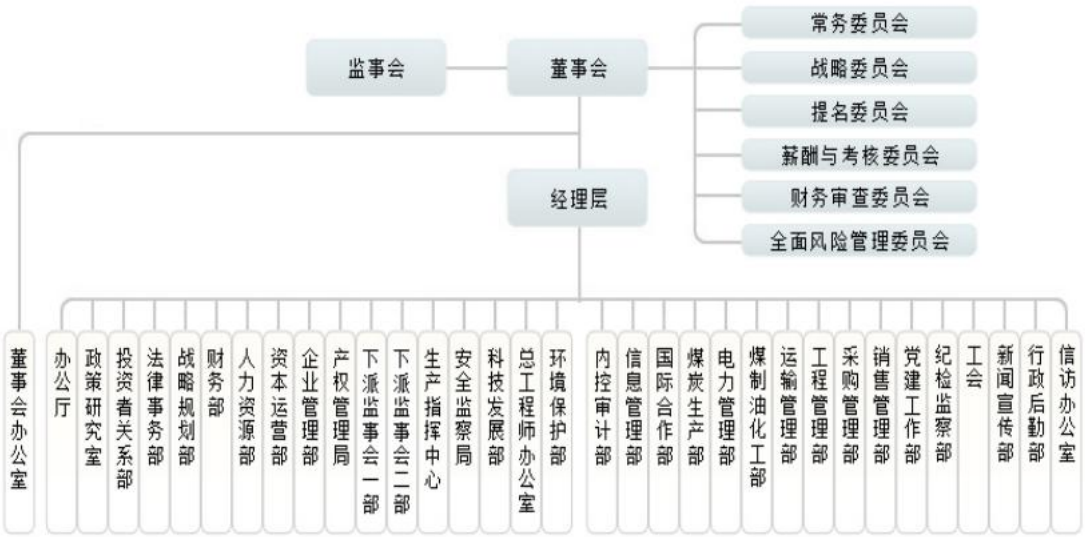
基于对公司经营及财务风险识别，以及公司在生产规模、资源储备、产业链整合等方面的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	836.95	712.35	801.05	868.52
资产总额(亿元)	8826.57	9286.47	9314.18	9397.02
所有者权益(亿元)	4928.57	5272.58	4945.52	5037.81
短期债务(亿元)	1090.88	763.84	976.29	597.20
长期债务(亿元)	1463.84	1966.73	2183.08	2347.21
全部债务(亿元)	2554.71	2730.58	3159.37	2944.41
营业总收入(亿元)	3678.17	3249.01	2363.66	522.33
利润总额(亿元)	785.11	640.34	318.50	72.63
EBITDA(亿元)	1210.96	1103.27	774.40	--
经营性净现金流(亿元)	723.98	805.77	578.06	149.05
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.29	7.51	5.13	--
存货周转次数(次)	8.28	7.24	5.72	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.36	0.25	--
现金收入比(%)	103.97	112.37	107.73	110.61
营业利润率(%)	31.79	31.57	31.46	33.37
总资本收益率(%)	9.62	7.37	3.69	--
净资产收益率(%)	12.57	9.18	4.04	--
长期债务资本化比率(%)	22.90	27.17	30.62	32.27
全部债务资本化比率(%)	34.14	34.12	38.98	37.30
资产负债率(%)	44.16	43.22	46.90	46.39
流动比率(%)	76.28	87.38	79.46	94.47
速动比率(%)	62.28	71.75	67.10	79.82
经营现金流动负债比(%)	32.70	44.00	28.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.94	7.99	5.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.11	2.47	4.08	--

注：2016 年一季度财务报表未经审计；其他流动负债中的短期应付债券已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务，2016 年 3 月底因未获得相应数据短期债务及长期债务未做相应调整。

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/营业收入×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+一年内到期的非流动负债+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。