# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1315 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

二零一七年六月三十日

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

**跟踪评级时间：**2017 年 6 月 30 日

**财务数据**

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 712.35 | 801.05 | 710.01 | 1105.14 |
| 资产总额(亿元) | 9286.47 | 9314.18 | 9792.59 | 9982.57 |
| 所有者权益(亿元) | 5272.58 | 4945.52 | 5155.10 | 5286.02 |
| 短期债务(亿元) | 763.84 | 976.29 | 1117.79 | 1167.57 |
| 长期债务（亿元） | 1966.71 | 2128.56 | 2100.52 | 2138.87 |
| 全部债务(亿元) | 2730.58 | 3104.84 | 3218.31 | 3306.44 |
| 营业总收入(亿元) | 3249.01 | 2363.66 | 2479.40 | 793.44 |
| 利润总额(亿元) | 640.34 | 318.50 | 360.56 | 138.81 |
| EBITDA(亿元) | 1103.27 | 774.40 | 835.74 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 805.77 | 578.06 | 1157.50 | 267.54 |
| 营业利润率(%) | 31.57 | 31.46 | 32.79 | 35.13 |
| 净资产收益率(%) | 9.18 | 4.04 | 5.03 | -- |
| 资产负债率(%) | 43.22 | 46.90 | 47.36 | 47.05 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.12 | 38.57 | 38.43 | 38.48 |
| 流动比率(%) | 87.38 | 79.46 | 75.80 | 85.17 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 2.47 | 4.01 | 3.85 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 7.99 | 5.47 | 6.35 | -- |
| 经营现金流动负债比(%) | 44.00 | 28.59 | 49.60 | -- |

注：2017 年一季度财务报表未经审计；2014~2016 年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，2017 年 3 月底未将短期应付债券计入短期债务，长期应付款全部计入长期债务。

**分析师**

李博文　卢谋华

**邮箱：**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）

**网址：**www.lhratings.com

## 评级观点

神华集团有限责任公司（以下简称“公司”）作为中国第一大煤炭生产企业经营规模突出，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，公司电力板块和运输板块继续保持着良好的盈利能力，公司经营获现能力很强。

跟踪期内，公司煤炭板块继续保持着大规模的产销量，受市场价格回升影响，煤炭板块收入及盈利水平有所提升；公司电力装机规模及发电量均稳步提升，但受煤价上涨影响盈利能力有所下降；运输板块依靠铁路专线优势继续保持着较高的盈利能力和收入规模，对公司利润贡献较大；在煤炭及运输板块的带动下，公司整体利润水平同比增长。

公司EBITDA、经营活动现金流对“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。经联合资信评定，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，近年来煤炭市场价格波动对公司经营影响较大
2. 公司近两年盈利水平有所下降。

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由神华集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 2017 年 3 月底，公司注册资本 394.10 亿元，实收资本 984.31 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 年底，公司合并范围二级子公司合计 20 家。

截至2016年底，公司资产总额9792.59亿元，所有者权益合计5155.10亿元（其中少数股东权益1821.96亿元）；2016年公司实现营业总收入2479.40亿元，利润总额360.56亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 9982.57亿元，所有者权益合计5286.02亿元（其中少数股东权益1883.96亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入793.44亿元，利润总额138.81亿元。

公司住所：北京市东城区安定门西滨河路22号。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2007 年 8 月发行了“07 神华债”，发行额度为 20.00 亿元，“07 神华债”将于 2017 年 8 月到期，目前余额为 20 亿元。“07 神华债”募集资金用途为神华煤直接液化项目投资，所募集资金已按照计划使用完毕。

根据“07 神华债”历年付息公告：“07 神华债”票面固定年利率为 5.15%，应分别于存续期内每年 8 月 8 日支付相应利息，截至目前，“07 神华债”均已按期支付相应利息。

## 四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指

数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不

断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业分析

### （一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

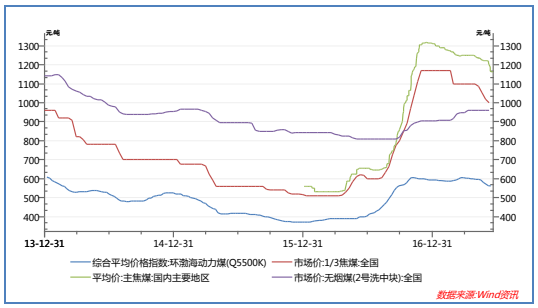
**煤炭价格**

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，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。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。

煤炭价格方面，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。

图1　近年国内主要煤炭品种含税均价




资料来源：Wind资讯

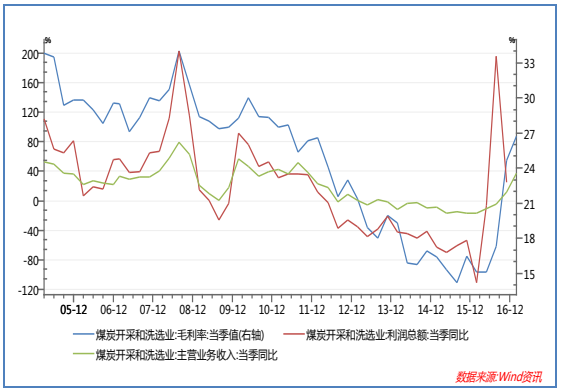
自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤

（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，截至2017年6月15日，上述煤炭价格分别为564元/吨、1000元/吨、1163元/吨和960.60元/吨

**行业经济效益**

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。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。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2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况




资料来源：Wind资讯

2. 行业关注

**去产能政策的推进**

自国家 2015 年正式提出去产能政策后，国家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施，以保证去产能政策按期完成。主要政策包括：

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。

2016 年 3 月 21 日，国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》，通知主要内容是：全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日（原 330 日），将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整，作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日，国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确：专项奖补资金规模为 1000 亿元，实行梯级奖补;专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日，国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》，通知主要内容有：未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产；已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建，“十三五”期间暂不释放产能；从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

去产能政策的推行无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但去产能目前仍处于初级阶段，未来仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

**兼并重组深化，行业集中度提升**

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

**随着煤炭去产能的逐步推进，煤炭行业的低迷有望改善**

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力已有所恢复。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但未来随着煤炭行业的进一步整合及去产能政策的持续完善，煤炭行业将愈发趋于稳定。

**（二）火电行业**

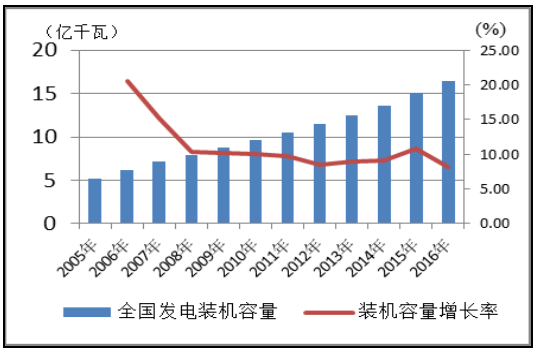
1. 行业概况

2006年～2016年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2016年，全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资8855亿元、同比增长3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015～2020年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资5426亿元、同比增长16.9%；电源工程建设完成投资3429亿元，同比下降12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，火电完成投资1174亿元，水电完成投

资612亿元，核电完成投资506亿元，风电完成投资896亿元。

2006年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在8.0%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至2016年底，全国全口径发电装机容量达到16.5亿千瓦，同比增长8.2%。其中，火电装机容量10.5亿千瓦（含气电），占全部装机容量的63.6%，同比增长6.1%；水电装机容量3.3亿千瓦（含抽水蓄能2669万千瓦），占全部装机容量的20.2%，同比增长3.9%；核电装机容量0.34亿千瓦，同比增长30.77%；并网风电装机容量1.5亿千瓦，同比增长16.28%；并网太阳能发电装机容量0.77亿千瓦，同比增长79.07%。清洁能源装机占比达到了36.0%，且增幅较快。

图3　近年中国发电装机容量变动情况

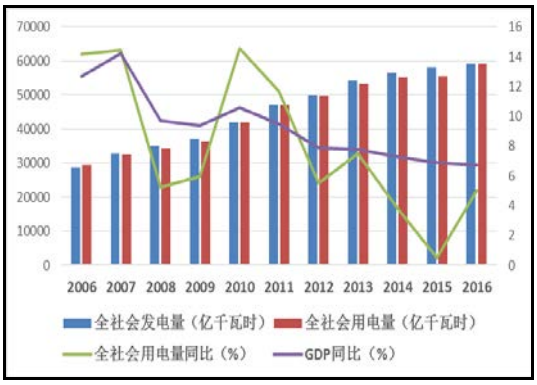



资料来源：中电联电力工业统计快报

2016年，全国全口径发电量59897亿千瓦时，比上年增长5.2%。分类型看，火电发电量42886亿千瓦时，同比上升2.4%，占全国发电量的71.6%，比上年降低1.9个百分点；水电发电量11807亿千瓦时，同比增长6.2%，占全国发电量的19.7%，比上年提高0.2个百分点。

2016年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降，为3785小时，同比降低203小时，是1964年以来最低水平。其中，火电设备平均利用小时4165小时，同比降低199小时；水电设备平均利用小时3621小时，同比增加31小时；核电设备平均利用小时7042小时，同比降低361小时；风电设备平均利用小时1742小时，同比增加14小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求增长趋缓，同时火电设备平均利用小时数减少，而主要清洁能源发电设备平均利用小时数小幅增长，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图4　国内发电量、全社会用电量及增幅情况




资料来源：Wind资讯、中电联电力工业统计快报

2016年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量59198亿千瓦时，同比增长5.0%，大幅超过2015年全社会用电量仅0.5%的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量1075亿千瓦时，同比增长5.3%；第二产业用电量42108亿千瓦时，同比增长2.9%；第三产业用电量7961亿千瓦时，同比增长11.2%；城乡居民生活用电量8054亿千瓦时，同比增长10.8%。工业用电量41383亿千瓦时，同比增长2.9%；其中，轻工业用电量7016亿千瓦时，同比增长4.4%，重工业用电量34367亿千瓦时，同比增长2.6%。

2. 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，随着电煤价格的低位盘整，火电上网电价呈现逐步下降趋势。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1

月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力。

但进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。2017年一季度，煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格高位波动，截至2017年3月29日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为609元/吨。近期电煤价格的回升进一步加剧了电力企业的经营压力。

2016年是“十三五”开局之年，国家一方面在电力体制各个层面的政策频出，另一方面各地电改试点也全面推进。截至2016年底，中国电力体制改革试点已覆盖29个省（区、市）（含新疆生产建设兵团）。2016年3月1日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，标志着中国电力市场建设迈出关键一步，此后，各地电力交易中心纷纷组建。2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新一层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。输配电价方面，有安徽、湖北、北京、冀北等11家省级电网输配电价标准已获得国家发改委批复执行；有15家省级电网正处于输配电价测算阶段。此外，南方电网公司也在五省区开展了改革，这意味着2017年中国将实现输配电价改革试点在省级电网全覆盖。

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、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。同时，国家也在陆续颁布相关政策，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。

3. 行业展望

2016年11月，国家发改委正式发布了《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》。该规划内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确主要目标和重点任务，是“十三五”电力发展的行动纲领和编制相关专项规划的指导文件、布局重大电力项目的依据。

根据《电力发展“十三五”规划》制定的发展目标，供应能力方面：预计 2020 年全社会用电量 6.8~7.2 万亿千瓦时，年均增长 3.6%~4.8%，全国发电装机容量 20 亿千瓦，年均增长 5.5%，人均装机突破 1.4 千瓦，人均用电量 5000 千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到 27%。电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到 15%的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机增加 5000 万千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%；电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安；节能减排方面：力争淘汰火电落后产能 2000 万千瓦以上。

## 六、基础素质分析

公司为国务院国有资产监督管理委员会下属企业，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。2016 年《财富》世界 500 强中，公司位列第 270 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。

## 七、管理分析

跟踪期内，根据公司公告，公司原董事长张玉卓根据中央有关安排另有任用，公司总经理凌文暂时主持公司全面工作。

公司高级管理人员、法人治理结构及管理制度等方面无其他重大变化。

## 八、经营分析

公司主营业务分为煤炭、电力、煤化工及运输几大板块，2014~2016年，公司煤炭板块受市场影响收入波动较大，三年来分别为2160.00亿元、1441.00亿元和1557.00亿元；公司电力板块业务收入呈逐年小幅下降趋势，三年来分别为1094.00亿元、1038.00亿元和985.00亿元；2016年起，公司将铁路、港口及航运统一划入运输板块核算，2016年全年，公司运输板块实现业务收入406.00亿元；公司煤化工板块收入波动中有所下降，三年来分别为269.00亿元、208.00亿元和240.00亿元；板块抵消前，公司收入主要来源于煤炭和电力板块，2016年两大板块收入占比分别达62.81%和39.73%。

毛利率方面，2014~2016年，煤炭板块受市场价格波动影响毛利率变化幅度较大，三年来分别为19.44%、15.41%和22.54%；公司电力板块盈利能力同样易受煤价影响，三年来毛利率分别为32.34%、35.84%和28.12%，其中2016年受煤价上涨影响，电力板块毛利率下滑明显；公司运输板块以铁路为主，公司凭借铁路专线优势，保持着较高的盈利能力，2016年运输板块毛利率达57.39%；公司煤化工板块主要以煤制油、煤液化为主，盈利水平除受煤炭等原料及其他能源替代品价格影响外，由于生产中间环节较多，毛利率水平一般，三年来分别为26.67%、21.15%和21.25%。综合来看，公司整体毛利率一直维持较好水平，三年来分别为33.61%、35.19%和36.91%。

2017年1~3月，受益于煤炭市场价格继续走高，公司煤炭收入占比上升至74.27%，毛利率进一步增长至32.09%；电力板块收入占比则下降至30.77%，毛利率进一步下降至15.16%；其他板块收入占比及毛利率变化不大，公司整体收入为793.00亿元，为2016年全年水平的31.99%，公司整体毛利率为39.60%。

表 1　公司主营业务情况（亿元，%）

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | | 17 年 1~3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 煤炭 | 2160.00 | 66.48 | 1441.00 | 60.96 | 1557.00 | 62.81 | 589.00 | 74.27 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 电力 | 1094.00 | 33.66 | 1038.00 | 43.91 | 985.00 | 39.73 | 244.00 | 30.77 |
| 铁路 | 306.00 | 9.43 | 272.00 | 11.51 | -- | -- | -- | -- |
| 港口 | 42.00 | 1.29 | 38.00 | 1.61 | -- | -- | -- | -- |
| 运输 | -- | -- | -- | -- | 406.00 | 16.38 | 113.00 | 14.25 |
| 煤化工 | 269.00 | 8.27 | 208.00 | 8.80 | 240.00 | 9.68 | 71.00 | 8.95 |
| 航运 | 30.00 | 0.93 | 20.00 | 0.85 | -- | -- | -- | -- |
| 其他 | 226.00 | 6.96 | 128.00 | 5.41 | 33.00 | 1.33 | 20 | 2.52 |
| 板块抵消 | -878.00 | -27.02 | -781.00 | -33.04 | -742.00 | -29.93 | -244 | -30.80 |
| **合计** | **3249.00** | **100.00** | **2364.00** | **100.00** | **2479.00** | **100.00** | **793.00** | **100.00** |
| | **毛利率** | | **毛利率** | | **毛利率** | | **毛利率** | |
| 煤炭 | 19.44 | | 15.41 | | 22.54 | | 32.09 | |
| 电力 | 32.34 | | 35.84 | | 28.12 | | 15.16 | |
| 铁路 | 63.76 | | 58.09 | | -- | | -- | |
| 港口 | 54.50 | | 50.00 | | -- | | -- | |
| 运输 | -- | | -- | | 57.39 | | 59.29 | |
| 煤化工 | 26.67 | | 21.15 | | 21.25 | | 23.94 | |
| 航运 | 14.28 | | 15.00 | | -- | | -- | |
| 其他 | 13.79 | | 24.22 | | 78.79 | | 20.00 | |
| **合计** | **33.61** | | **35.19** | | **36.91** | | **39.60** | |

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 | 2016 年 | 17 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 神东煤炭集团 | 18603.00 | 16726.00. | 15499.00 | 3858.00 |
| 准格尔能源公司 | 6570.00 | 6654.00 | 3055.00 | 764.00 |
| 哈尔乌素分公司 | 3357.00 | 3365.00 | 2741.00 | 739.00 |
| 北电胜利能源公司 | 1702.00 | 1208.00 | 1600.00 | 414.00 |
| 锦界能源公司 | 1926.00 | 1839.00 | 1800.00 | 458.00 |
| **神华股份公司合计** | **33125.00** | **30261.00** | **29695.00** | **7683.00** |
| **神华集团其他企业** | **14226.00** | **13066.00** | **13454.00** | **3390.00** |
| 其中：宁煤集团 | 7227.00 | 6466.00 | 5787.00 | 1480.00 |
| 其他企业 | 6999.00 | 6600.00 | 7667.00 | 1910.00 |
| **神华集团总产量** | **47351.00** | **43327.00** | **43149.00** | **11073.00** |

资料来源：公司提供

2016年公司生产原煤4.31亿吨，同比小幅下降0.46%；销售商品煤5.32亿吨，同比增长9.92%。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 | 17 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 原煤产量 | 4.74 | 4.33 | 4.31 | 1.11 |
| 商品煤销量 | 5.88 | 4.84 | 5.32 | 1.45 |

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0.019、0.0045和0.005。

总体看，公司煤炭储量、产能及产销量规模很大，下属矿井单体规模大，生产效率高，抵御市场变化风险的能力强。

**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。2016年公司总装机容量达到8305万千瓦，同比增长5.78%。2016年公司完成发电量3291.51亿千瓦时，同比增长3.13%，其中，神华股份发电2367.80亿千瓦时，占公司总发电量的71.94%。2017年1~3月，公司完成发电量844.09亿千瓦时。

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2016年底，神华股份总装机容量达到5628.80万千瓦，其中火电装机容量5225.70万千瓦。2016年神华股份全年燃煤机组平均利用小时数达4428.00小时，高于2016年全国平均水平263.00小时。

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，2016年，公司全年完成1646.00万千瓦燃煤发电机组“超低排放”改造，累计实现“超低排放”燃煤机组总装机容量3677.00万千瓦，占公司燃煤发电机组总装机容量的67.60%，全年火电机组烟尘、二氧化硫和氮氧化物排放绩效分别为0021克/千瓦时、0.096克/千瓦时和0.16克/千瓦时。

**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。2016年，公司自营铁路共完成货运周转量2457.34亿吨公里，同比增长23.06%。2017年1~3月，公司完成货运周转量670.93亿吨公里。

表4　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 | 17年1-3月 |
|---|---|---|---|---|
| 包神 | 119.63 | 72.62 | 73.28 | 20.82 |
| 大准 | 225.27 | 257.4 | 241.99 | 74.70 |
| 神朔 | 527.64 | 455.6 | 492.18 | 129.41 |
| 朔黄 | 1379.78 | 1195.80 | 1554.72 | 416.49 |
| 黄万 | | | | |
| 甘泉 | 6.21 | 11.6 | 8.79 | 3.52 |
| 新准 | -- | 3.7 | 12.17 | 4.38 |
| 塔韩 | -- | 0.1 | 0.1 | 0.30 |
| **合计** | **2259.87** | **1996.90** | **2457.34** | **670.93** |

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。

2016年公司通过自有及第三方码头共完成下水煤量2.28亿吨，同比有所增长。

表5　公司主要港口下水煤量（单位：百万吨）

| 港口 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|---|---|---|---|
| 自有港口 | 174 | 158.5 | 198.10 |
| 黄骅港 | 131.6 | 111.6 | 158.60 |
| 神华天津煤码头 | 33.6 | 40.3 | 39.50 |
| 神华珠海煤码头 | 5.8 | 6.6 | -- |
| 第三方港口 | 61.8 | 45.3 | 29.97 |
| **下水煤量合计** | **235.8** | **203.8** | **228.07** |

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。2016年全年生产各种煤制油、化工产品总量461.93万吨。

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1013.40亿元，截至2017年3月底已完成投资763.36亿元。公司拟建项目包括九江电厂新建项目、北海电厂新建项目、土右低热值煤发电新建工程项目等，计划总投资分别为75.77亿元、77.84亿元、28.65亿元。

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6　截至2017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2017年3月底完成投资 |
|---|---|---|
| 准东五彩湾三号露天煤矿 | 44.27 | 41.03 |
| 乌东煤矿 | 16.48 | 16.87 |
| 涝坝湾煤矿 | 17.74 | 7.63 |
| 屯宝煤矿选煤厂 | 7.91 | 2.96 |
| 神华宁煤400万吨/年煤炭间接液化示范项目 | 550.18 | 435.74 |
| 和丰电厂沙吉海煤矿 | 30.53 | 20.94 |
| 宁夏煤电公司李家坝煤矿项目 | 16.15 | 12.81 |
| 焦作电厂有限公司项目 | 48.85 | 43.02 |
| 哈密煤电公司4×66万千瓦机组项目 | 94.07 | 90.30 |
| 宁夏鸳鸯湖电厂二期2×100万千瓦机组项目 | 72.26 | 38.56 |
| 重庆公司2×66万千瓦机组项目 | 47.34 | 7.34 |
| 宁夏盐池苏步井200MW风电场 | 15.80 | 12.50 |

| | | |
|---|---|---|
| 巴里坤三塘湖 200MW 风电项目 | 15.87 | 13.35 |
| 射阳二期风电项目 150MW 风电项目 | 11.38 | 2.19 |
| 国华栖霞官道项目 | 11.85 | 8.28 |
| 国华黄骅老石碑河 150MW 风电场项目 | 12.72 | 9.84 |
| **合计** | **1013.40** | **763.36** |

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司提供的 2014~2016 年财务数据经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计（出具了标准无保留意见的审计结论）。公司 2017 年一季度财务报表未经审计。

根据公司 2015~2016 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，2016 年公司纳入合并范围的二级子公司未发生变化，总体上，合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司资产总额 9792.59 亿元，所有者权益合计 5155.10 亿元（其中少数股东权益 1821.96 亿元）；2016 年公司实现营业总收入 2479.40 亿元，利润总额 360.56 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 9982.57 亿元，所有者权益合计 5286.02 亿元（其中少数股东权益 1883.96 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 793.44 亿元，利润总额 138.81 亿元。

### 1. 资产及债务结构

**资产**

截至 2016 年底，公司资产总额为 9792.59 亿元，同比增长 5.14%，其中非流动资产占 79.64%，流动资产占 20.36%，公司资产仍以非流动资产为主，符合公司业务特点。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 1768.81 亿元，同比增长 10.10%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由货币资金（占 35.84%）、应收账款（占 13.06%）、存货（占 14.37%）和其他流动资产（占 25.25%）构成。

2014~2016 年，公司货币资金有所增长，年均复合增长 3.97%。截至 2016 年底，公司货币资金为 633.86 亿元，同比增长 4.69%，公司货币资金以银行存款为主，公司货币资金中受限部分为 128.25 亿元，主要为法定准备金、保证金等。

2014~2016 年，公司应收账款不断下降，年均复合下降 13.70%。截至 2016 年底，公司应收账款 231.06 亿元，同比下降 20.79%，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 42.62 亿元，其中 1 年以内的占 80.82%。公司共计提坏账准备 9.33 亿元。

2014~2016 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 5.77%。截至 2016 年底，公司存货 254.10 亿元，同比增长 1.70%，公司存货以原材料、库存商品及半成品为主。公司共对存货计提跌价准备 27.45 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产不断下降，年均复合下降 84.36%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 446.59 亿元，同比大幅增长 240.13%，主要为投资的理财产品规模大幅增长所致，公司其他流动资产主要以投资的理财产品为主，其余少量为留抵增值税及预交税费。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 8023.78 亿元，同比增长 4.10%。公司非流动资产主要为固定资产（占 62.67%）、在建工程（占 15.37%）和无形资产（占 10.38%）。

2014~2016 年，公司固定资产有所增长，三年来分别为 4315.55 亿元、4810.20 亿元和 5028.20 亿元，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，截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 2729.35 亿元，共计提资产减值准备 340.50 亿

元；公司在建工程波动中有所下降，三年来分别为 1617.53 亿元、1143.37 亿元和 1232.89 亿元，截至 2016 年底，公司在建工程共计提减值准备 55.58 亿元，公司在建工程涉及在建电厂、煤矿和铁路等；公司无形资产保持相对稳定，三年来分别为 793.89 亿元、796.85 亿元和 832.61 亿元，公司无形资产主要以土地使用权、采矿权和探矿权为主。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 9982.57 亿元，较 2016 年底小幅增长 1.94%，其中流动资产占 20.36%，非流动资产占比 79.64%。

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，应收账款账龄较短，公司整体资产质量良好。

**所有者权益**

2014~2016 年，公司所有者权益分别为 5272.58 亿元、4945.52 亿元和 5155.10 亿元，其中截至 2016 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 3333.14 亿元，其中实收资本占 29.53%、资本公积占 22.18%、盈余公积占 5.05%、未分配利润占 39.77%， 2016 年，公司根据国资委批复将未分配利润转增股本 600.00 亿元，另外公司将原冲减资本公积的“采矿权补交价款”调整为核减实收资本 37.66 亿元，导致公司实收资本大幅增长至 984.32 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 5286.02 亿元，归属于母公司所有者权益为 3402.06 亿元，公司所有者权益构成较 2016 年底变化不大。

总体看，公司归属于母公司权益中实收资本和资本公积占比较高，且公司盈利水平良好，未分配利润有望持续增长，公司所有者权益稳定性较好。

**负债**

截至 2016 年底，公司负债合计 4637.49 亿元，同比增长 6.15%，公司负债中非流动负债占比为 49.68%，流动负债占比为 50.32%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计为 2333.56 亿元，同比增长 15.41%，从构成上来看，公司流动负债以短期借款（占 16.10%）、应付账款（占 27.57%）和一年内到期的非流动负债（占 26.81%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款快速增长，三年来分别为 262.68 亿元、324.87 亿元和 375.63 亿元，构成上以信用借款为主；公司应付账款波动中有所增长，三年来分别为 602.64 亿元、585.89 亿元和 643.32 亿元，其中账期在一年以内的为 465.51 亿元；公司一年内到期的非流动负债快速增长，三年来分别为 166.28 亿元、289.35 亿元和 625.57 亿元，主要系“14 神华能源 MTN001”、“14 神华能源 MTN002”、“07 神华债”、“12 神华 MTN1”、“12 神华 MTN2”、“12 神华 MTN3”转入该科目核算所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 2303.93 亿元，同比下降 1.83%，从构成上来看，公司非流动负债主要以长期借款（占 44.93%）、应付债券（占 41.06%）和长期应付款（占 6.55%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款有所增长，三年来分别为 901.59 亿元、923.95 亿元和 1035.13 亿元，2016 年公司长期借款中信用借款 838.52 亿元，其余为抵质押和保证借款；公司应付债券波动中有所下降，三年来分别为 1054.33 亿元、1187.91 亿元和 946.11 亿元，2016 年公司应付债券下降规模较大主要系部分中期票据及企业债即将到期转入一年内到期的非流动负债核算所致；公司长期应付款大幅增长，三年来分别为 50.22 亿元、54.53 亿元和 150.91 亿元，主要系融资租赁费大幅增长所致。

2014~2016 年，公司全部债务有所增长，三年来分别为 2730.56 亿元、3104.84 亿元和 3218.31 亿元，公司债务结构三年来一直以长期债务为主，2016 年公司短期债务占比 34.73%，长期债务占比 65.27%，公司债务结构较为合理；债务指标方面，三年来公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈小幅上升趋势，但总体均处于较好水平，三项指标三年加权均值分别为 46.39%、37.61%和

28.94%，截至 2016 年底，三项指标分别为 47.36%、38.43%和 28.95%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额合计 4696.55 亿元，较 2016 年底小幅增长 1.27%。从负债结构来看，流动负债占比为 50.81%，非流动负债占比为 49.19%。

总体看，公司债务负担轻，结构合理，财务弹性良好。

2. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动中有所下降，三年来分别为 3249.01 亿元、2363.66 亿元和 2479.40 亿元；同期公司营业成本也呈波动下降趋势，三年来分别为 2157.27 亿元、1532.34 亿元和 1563.81 亿元；受上述因素影响，公司营业利润率分别为 31.57%、31.46%和 32.79%。

2014~2016 年，公司期间费用有所增长，三年来分别为 409.16 亿元、407.41 亿元和 427.58 亿元，期间费用率分别为 12.59%、17.24%和 17.25%，构成上公司期间费用中管理费用占比较高，其次是财务费用。

2014~2016 年，公司投资收益分别为 44.06 亿元、41.27 亿元和 9.30 亿元，2016 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益大幅下降；公司营业外收入分别为 15.44 亿元、26.54 亿元和 24.91 亿元，主要为公司获得的财政拨款及财政贴息等政府补助。

2014~2016 年，公司利润总额波动下降，三年来分别为 640.34 亿元、318.50 亿元和 360.56 亿元；公司净利润同样呈波动下降趋势，三年来分别为 484.22 亿元、318.50 亿元和 360.56 亿元。盈利指标方面，2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 7.37%、3.72%和 4.42%；净资产收益率分别为 9.18%、4.04%和 5.03%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 793.44 亿元，占 2016 年全年的 32.00%；实现利润总额 138.81 亿元，净利润 101.69 亿元。

总体看，受煤炭市场变化影响，公司利润水平近两年有所下降，但公司一直保持着很强的盈利能力。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，三年来分别为 3651.06 亿元、2546.30 亿元和 3062.89 亿元；公司经营活动现金流以购买商品、接受劳务支付的现金为主，三年来分别为 1898.38 亿元、1187.22 亿元和 1081.51 亿元；受煤炭市场行情变化影响，公司经营活动现金流入及流出量均出现较大波动，三年来公司经营活动现金流量净额分别为 805.77 亿元、578.06 亿元和 1157.50 亿元，三年来公司现金收入比分别为 112.37%、107.73%和 123.53%，公司收现质量较好。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主，三年来分别为 118.33 亿元、121.17 亿元和 52.37 亿元；公司投资活动现金流出量以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，三年来分别为 890.55 亿元、619.35 亿元和 993.82 亿元；三年来公司投资活动产生的现金流量净额分别为-772.21 亿元、-498.18 亿元和-941.45 亿元；三年来公司筹资活动前现金流量净额分别为 33.56 亿元、79.88 亿元和 216.05 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，三年来分别为 1419.84 亿元、1449.17 亿元和 1299.36 亿元；公司筹资活动现金流出主要以偿还债务支付的现金为主，三年来分别为 1570.76 亿元、1486.96 亿元和 1550.84 亿元；三年来公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-150.92 亿元、-37.79 亿元和-251.48 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 267.54 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 123.65 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 10.60 亿元。

总体看，公司投资支出规模较大，但公司经营活动获现能力很强，可以满足公司投资现金需求，近年来公司偿还到期债务导致筹资活动现金流出规模较大，整体上公司现金压力很小。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均呈持续下降趋势，两项指标三年加权均值分别为 79.21%和 66.94%，截至 2016 年底，两项指标分别为 75.80%和 64.91%；公司经营现金流动负债比波动上升，三年来分别为 44.00%、28.59%和 49.60%。考虑到公司经营活动具有很强的获现能力，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1103.27 亿元、774.40 亿元和 835.74 亿元；公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降的趋势，三年来分别为 7.99 倍、5.47 倍和 6.35 倍；公司全部债务/EBITDA 波动增长，三年来分别为 2.47 倍、4.01 倍和 3.85 倍。总体上，公司长期债务指标均处于较好水平，公司长期偿债能力很强

“07神华债”发行额度为20亿元， 2016年公司EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量分别为“07神华债”本金的41.79倍、155.39倍、57.88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。经联合资信评定，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 2017 年 3 月底，公司获得主要商业银行授信额度 5899.00 亿元，其中未使用额度 3778.00 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 2016 年底，公司对外担保余额 12.38 亿元，担保比率为 0.24%。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。

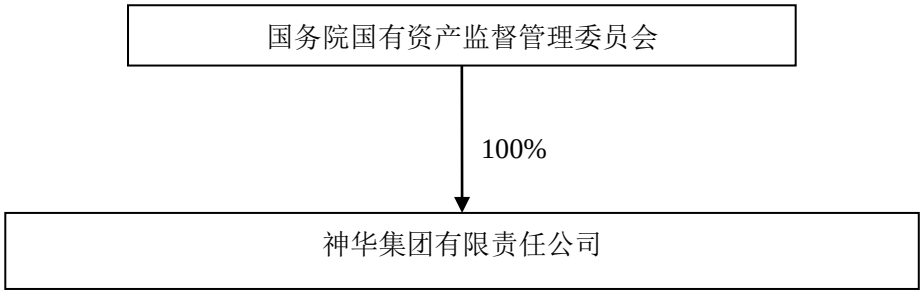
6. 抗风险能力

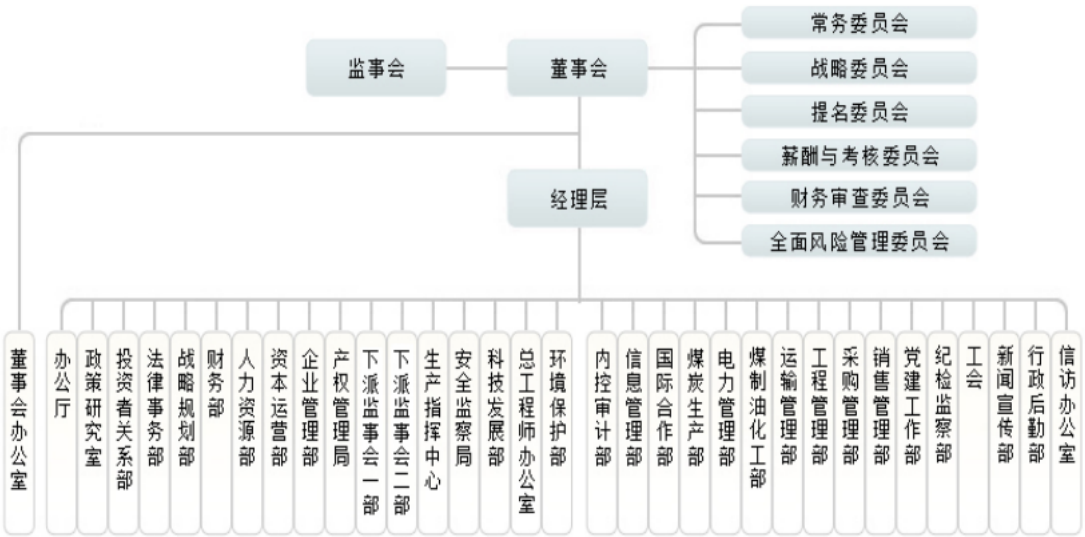
基于对公司经营及财务风险识别，以及公司在生产规模、资源储备、产业链整合等方面的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

## 十、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　主要财务数据及计算指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 712.35 | 801.05 | 710.01 | 1105.14 |
| 资产总额(亿元) | 9286.47 | 9314.18 | 9792.59 | 9982.57 |
| 所有者权益(亿元) | 5272.58 | 4945.52 | 5155.10 | 5286.02 |
| 短期债务(亿元) | 763.84 | 976.29 | 1117.79 | 1167.57 |
| 长期债务(亿元) | 1966.73 | 2128.56 | 2100.52 | 2138.87 |
| 全部债务(亿元) | 2730.58 | 3104.84 | 3218.31 | 3306.44 |
| 营业总收入(亿元) | 3249.01 | 2363.66 | 2479.40 | 793.44 |
| 利润总额(亿元) | 640.34 | 318.50 | 360.56 | 138.81 |
| EBITDA(亿元) | 1103.27 | 774.40 | 835.74 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 805.77 | 578.06 | 1157.50 | 267.54 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 7.51 | 5.13 | 6.27 | -- |
| 存货周转次数(次) | 7.24 | 5.72 | 6.21 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.36 | 0.25 | 0.26 | -- |
| 现金收入比(%) | 112.37 | 107.73 | 123.53 | 111.69 |
| 营业利润率(%) | 31.57 | 31.46 | 32.79 | 35.13 |
| 总资本收益率(%) | 7.37 | 3.72 | 4.42 | -- |
| 净资产收益率(%) | 9.18 | 4.04 | 5.03 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 27.17 | 30.09 | 28.95 | 28.81 |
| 全部债务资本化比率(%) | 34.12 | 38.57 | 38.43 | 38.48 |
| 资产负债率(%) | 43.22 | 46.90 | 47.36 | 47.05 |
| 流动比率(%) | 87.38 | 79.46 | 75.80 | 85.17 |
| 速动比率(%) | 71.75 | 67.10 | 64.91 | 74.26 |
| 经营现金流动负债比(%) | 44.00 | 28.59 | 49.60 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 7.99 | 5.47 | 6.35 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 2.47 | 4.01 | 3.85 | -- |

注：2017 年一季度财务报表未经审计；2014~2016 年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，2017 年 3 月底未将短期应付债券计入短期债务，长期应付款全部计入长期债务。

# 附件 3　有关财务指标的计算公式

| 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%<br>（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

| 信用等级设置 | 含　义 |
|---|---|
| AAA | 偿还债务的能力很强，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 |

# 附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含　义 |
|---|---|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

# 附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。