

# 信用等级公告

联合[2019]118号

## 国家能源投资集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对国家能源投资集团有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的2019年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

**国家能源投资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”**

**国家能源投资集团有限责任公司拟公开发行的2019年公司债券（第二期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年一月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 国家能源投资集团有限责任公司

### 2019年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：3 年期

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2019 年 1 月 25 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	9,315.40	17,740.62	17,871.57	18,348.87
所有者权益（亿元）	4,945.65	6,601.92	6,897.65	7,274.48
长期债务（亿元）	2,111.86	4,321.54	4,542.43	4,894.96
全部债务（亿元）	2,817.19	7,297.06	7,666.52	7,712.85
营业总收入（亿元）	2,364.32	4,236.79	5,104.26	3,958.84
净利润（亿元）	199.90	336.18	434.73	438.20
EBITDA（亿元）	774.43	1,501.23	1,688.94	--
经营性净现金流（亿元）	578.06	1,707.08	1,507.45	821.60
营业利润率（%）	31.45	28.79	29.06	29.47
净资产收益率（%）	4.03	5.09	6.44	6.18
资产负债率（%）	46.91	62.79	61.40	60.35
全部债务资本化比率（%）	36.29	52.50	52.64	51.46
流动比率（倍）	0.79	0.41	0.47	0.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.21	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.43	4.33	4.75	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	25.81	50.04	56.30	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2018 年三季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；4、公司 2015 年财务数据采用原神华集团 2016 年审计报告期初数，因此公司 2016 年部分收益率指标（包括：总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率）以及经营效率指标（包括：存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率）公式中的分母使用当年期末数代替期初期末均值。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”或“公司”）的评级，反映了公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大的煤制油、煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平等多方面具备领先优势，尤其是“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式显著增强了公司经营业绩的稳定性。公司资本实力很强、盈利水平很高、经营现金流状况佳。同时，联合评级也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动、安全生产风险以及在建工程规模较大带来的资本支出压力给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链将进一步完善，其行业地位将更加稳固。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

#### 优势

1. 公司已形成“煤-电-路-港-航”的一体化运作模式，产业间协同效应明显，在保障公司采购及销售运力的同时，有助于公司控制存货规模、减少资金占用；此外，公司一体化运营模式使得公司经营业绩具备很强的稳定性。

2. 公司作为全球最大的煤炭生产企业，拥有的煤炭资源储备很大，公司煤质优良（低硫、低磷、高发热量），且具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤矿瓦斯含量低等特点，有利于大规模、机械化开采方法的进行，降低开采成本、提高开采效率，资源禀赋及规模优势明显。

3. 公司作为全球最大的火力发电企业和全球最大的风力发电企业，可控装机容量处于行业领先地位；大装机容量机组以及超（超）临界机组占比高，具有很强的规模优势和技术优势，有利于单位煤耗的降低以及发电成本的控制；公司电源结构合理，有利于公司未来经营业绩的稳定性。

4. 公司资本实力很强、盈利水平很高、经营活动现金流状况佳，具有极强的偿债能力。

#### 关注

1. 目前，宏观经济下行压力较大，给电力行业发展带来了一定负面影响，且上网电价的波动、环保投入增加以及电改政策的推进等因素对电力行业盈利能力影响较大。

2. 若公司在煤炭及电力生产过程中发生重大安全事故，将对公司的正常生产经营活动产生较大影响。

3. 公司在建工程规模较大，存在一定的资本支出压力。

#### 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“公司”或“国家能源集团”）系原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）重组而成。2017年8月25日，经国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革[2017]146号）批准，原国电集团和原神华集团拟实施联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司，作为重组后的母公司，吸收合并原国电集团。

原神华集团成立于1995年10月23日，系经《国务院关于同意成立神华有限责任公司的批复》（国务院函[1995]75号）批准，按照公司法组建的国有独资公司。原国电集团成立于2003年4月1日，系由国务院《国务院关于组建中国国电集团公司有关问题的批复》（国函[2003]18号文）批准，在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业。

2017年11月22日，原神华集团正式更名为国家能源投资集团有限责任公司，注册资本由3,940,956.1万元变更为10,209,466.11498万元，并已完成工商登记变更。

截至2018年9月底，公司注册资本为10,209,466.11498万元，国务院国资委全资拥有；公司实收资本984.89亿元。

公司经营范围：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、管理集团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。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2018年9月底，公司下设党组办公室（董事会办公室）、办公厅、组织人事部（人力资源部）等共21个职能部门（见附件1）。截至2017年底，公司职工总数约35万人，纳入合并范围的二级子公司62家。

截至2017年底，公司合并资产总额17,871.57亿元，负债合计10,973.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计6,897.65亿元，归属于母公司的所有者权益3,991.12亿元。2017年，公司实现营业总收入5,104.26亿元，净利润（含少数股东损益）434.73亿元，归属于母公司所有者的净利润168.62亿元；经营活动产生的现金流量净额1,507.45亿元，现金及现金等价物净增加额385.63亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额18,348.87亿元，负债合计11,074.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计7,274.48亿元，归属于母公司的所有者权益4,191.06亿元。2018年1~9月，公司实现营业总收入3,958.84亿元，净利润（含少数股东损益）438.20亿元，归属于母公司所有者的净利润209.04亿元；经营活动产生的现金流量净额821.60亿元，现金及现金等价物净增加额211.65亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门西滨河路22号；法定代表人：乔保平。

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“国家能源投资集团有限责任公司2019年公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），本期债券规模为不超过人民币30亿元（含），期限为3年期，债券面值

100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一同支付。本期债券票面利率由公司与簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。

本期债券无担保。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司债务。

## 三、行业分析

公司已形成煤炭、常规能源发电、新能源、交通运输、煤化工、产业科技、节能环保、产业金融八大业务板块，主营业务中煤炭和电力业务占比较大，公司经营情况受煤炭和电力行业影响较大。

### 1. 煤炭行业

#### (1) 行业概况

煤炭是重要的基础能源和化工原料，在我国国民经济中占据重要的战略地位。煤炭行业以资源开采为主，国有大中型企业集团为主要运营主体。与其他行业相比，煤炭企业的特点表现在：生产成本受资源先天禀赋、赋存条件影响，煤种、煤质决定下游客户；前期投入高，规模效应明显，机械化水平的提高可有效降低开采成本；煤矿运营生命周期的后期开采成本会增加；安全生产压力大；环保压力大；政策导向性强等特点。运营模式、资源禀赋、地理区位、机械化水平、运营规模及安全生产水平是业内企业的核心竞争要素。近年来，煤炭资源整合快速推进，煤炭行业集中度相应改善，随着大集团、大基地的逐步形成，龙头企业行业影响力逐步增强。

我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我国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%左右，“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，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

我国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。据统计，我国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.40%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是我国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但地处西部内陆，运输不便；华东、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

我国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2%的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，我国煤炭质量较好。

由于我国煤炭生产与消费区域不平衡，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然

后再由水路运输至沿海各省。我国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，我国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

2012年以来，煤炭行业供大于求矛盾突出，煤炭价格大幅下跌，煤炭企业出现大面积亏损。随着2016年以来的政府层面实施煤炭行业供给侧结构性改革以及去产能政策的逐步深入，煤炭行业供需状况有效缓解。2016年3月以来，受煤炭行业供给侧改革尤其是“276个工作日”限制等政策因素影响，我国原煤产量出现阶段性急剧下降，煤炭港口库存及电企电煤库存储备随之偏紧；在下游需求整体保持相对稳定的情况下，2016年9月起，煤炭价格保持持续上涨趋势；之后随着煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017年，煤炭价格有所回落但仍处于较高水平，受此影响，煤炭行业企业的营业收入和净利润规模有所增长，销售毛利率明显上升，整体经营情况及财务指标均有所改善，资产负债率略有下降但仍处于较高水平，未来去杠杆将仍是煤炭行业重点。

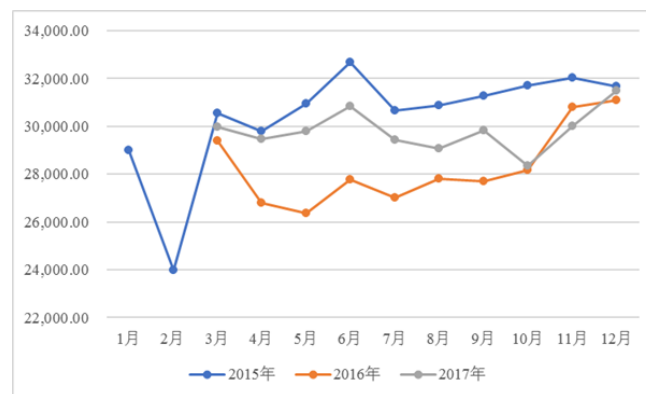
总体看，我国煤炭资源的种类丰富，国内供需区域分布不均，行业整体产能过剩，受供给侧改革影响，煤炭价格于2016年四季度开始大幅回升，煤炭行业经营状况随之大幅好转，但煤炭行业整体资产负债率仍处于较高水平，未来供给侧改革和煤炭行业去杠杆将仍是重点。

## (2) 煤炭供需

随着原煤产量持续增长，煤炭生产向西北地区集中趋势仍在延续，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽运来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本。

煤炭产量方面，受供给侧改革影响，2016年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量34.11亿吨，同比减少8.97%，具体看，受“276个工作日”影响，4~10月煤炭产量同比出现大幅下降，降幅均在10%左右，其中6月下降幅度最大为15.05%。9月，276个工作日限制逐步放开，10月以后，政策效果逐步显现，煤炭产量大幅回升；2017年，全年原煤产量有所回升，较上年同比增长3.20%至35.20亿吨。

图1 2015~2017年我国原煤产量情况（单位：亿吨）



资料来源：Wind

注：2016及2017年1月、2月Wind未统计当月原煤产量

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的51%、11%、12%和4%。消费占比最高的电力需求方面，2015~2017年，我国火力发电量分别为42,102.00亿千瓦时、43,957.70亿千瓦时和46,115.00亿千瓦时，增速分别为-2.80%、

2.60%和 4.60%；电力消费方面，2015~2017 年，全社会用电量总计同比增速分别为 0.52%、5.01% 和 6.57%，其中 2017 年第二产业用电量同比增长 5.55%。宏观经济景气度回升带动第二产业等主要耗煤行业产品产量增长。钢铁方面，进入 2016 年，钢铁行业去产能初见成效，当年粗钢产量 8.08 亿吨，较上年小幅增长 0.56%；2017 年，粗钢产量回升至 8.32 亿吨，较上年小幅增长 2.97%，随着钢铁行业供给侧改革的持续实施，未来钢铁产量增幅有限。建材方面，2016 年，水泥产量有所回升，达到 24.03 亿吨，同比增长 2.50%；但随着水泥去产能的推进，2017 年，水泥产量累计 23.16 亿吨，同比下降 0.20%，去产能及去产量仍为水泥行业的主要方向。

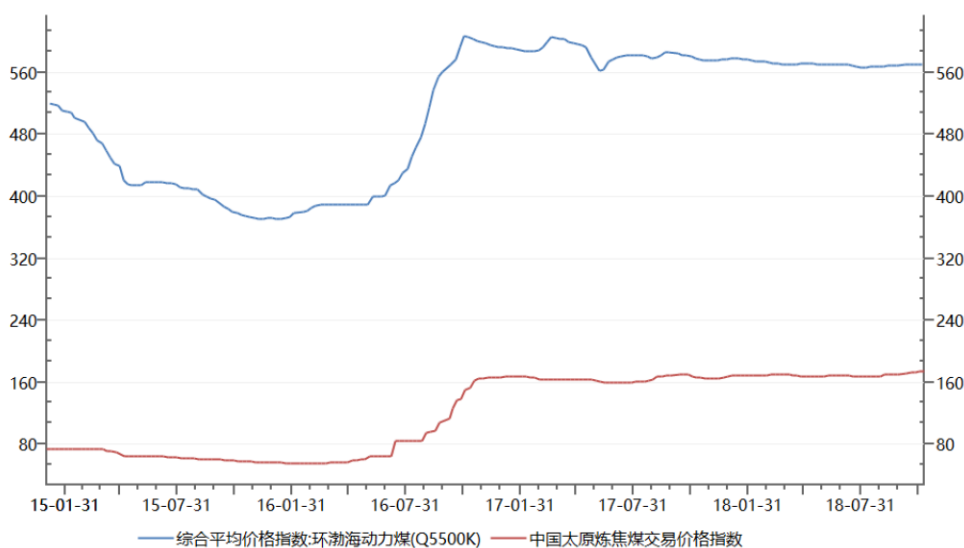
2018 年 1~9 月，我国原煤产量 25.9 亿吨，同比增长 5.1%，增速有所回升；煤炭消费量约 28.75 亿吨，同比增长 3%左右，从不同用煤领域看，工业耗煤量增加。其中，电力行业耗煤 15.5 亿吨，同比增加 1.09 亿吨，增长 7.6%；钢铁行业耗煤 4.64 亿吨，同比增加 347 万吨，增长 0.8%；建材行业耗煤 3.67 亿吨，增加 109 万吨，增长 0.3%；化工行业耗煤 2.12 亿吨，增加 1,026 万吨，增长 5.1%。其他行业用煤量则减少 5,000 万吨，尤其是居民用煤下降明显。

总体看，随着煤炭供给侧改革的持续推进，以及下游行业需求有所增长，煤炭供大于求的矛盾大幅改善，煤炭行业供需进入紧平衡状态，并将持续一段时间。

### （3）煤炭价格

受电力、建材、钢铁等主要煤炭消费需求不振，煤炭供需不平衡，2012 年至 2015 年，全国综合煤炭价格指数呈震荡下行趋势，该指数由 199.00 下探至 125.10。虽然 2016 年 2 月，供给侧改革已经颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，其中中国太原炼焦煤交易价格指数同比增速于 7 月中旬便达到 31.05%，环渤海动力煤价格指数周同比增速于 9 月中旬达 4.27%，9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图 2 2015~2018 年 10 月国内动力煤及炼焦煤价格情况（单位：点）



资料来源：Wind

2018 年以来，随着煤炭行业供给侧改革的持续推进，以及优质产能的释放，煤炭价格稳定在相对高位。

总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格高位波动，并逐步趋于稳定。

#### (4) 行业竞争

行业竞争方面，受成本控制能力、运输渠道、融资能力的影响，大型企业与小企业的分化已经开始。在煤炭环保要求和生产效率要求提升的趋势下，大型煤炭企业资源储备优势明显，生产机械化程度高，环保设备相对完善，其生产和销售煤炭数量维持较大规模，对中小煤炭企业形成生存压力。大型煤炭企业具有优先配置铁路资源的优势，容易形成一体化产运销体系，并降低成本，减少营业支出。而中小煤企由于资源有限，融资困难，开始出现资金断裂的情况，资金压力是造成中小煤企被兼并的重要原因之一。大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面的优势将会更加明显。2017 年我国主要煤炭集团企业营业收入如下表所示：

表 1 我国主要煤炭集团企业营业收入情况（单位：亿元）

排名	企业名称	地区	2017 年度营业收入
1	国家能源投资集团有限公司	北京	5,059.01
2	山东能源集团有限公司	山东	3,083.28
3	陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西	2,585.78
4	冀中能源集团有限责任公司	河北	2,240.01
5	大同煤矿集团有限责任公司	山西	1,600.59

资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，我国煤炭行业竞争激烈，大型煤炭企业在资源、政策、资金、管理、销售等各方面具有较为明显的优势。未来，大型煤炭企业将逐步兼并中小煤企，煤炭企业生产经营将逐步规范化。

#### (5) 行业政策

我国煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为标志，出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要包括 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列稳定煤价的政策措施。进入 2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换、职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。从政策效果看，煤炭 2016 年化解过剩产能 2.9 亿吨、2017 年化解 2.5 亿吨，共化解过剩产能 5.4 亿吨。

2018 年 3 月 5 日发布的政府工作报告指出中国计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。此外，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等。

近年来煤炭行业的主要政策如下表所示：

表 2 近年来煤炭行业主要政策

出台时间	政策	内容
2014 年 8 月	《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发展改革委、国家能源局、国家

		煤矿安监局：对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。
2016年2月	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	“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”。“设立工业企业结构调整专项奖补资金，按规定统筹对地方化解煤炭过剩产能中的人员分流安置给予奖补”。
2016年3月	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	明确了煤矿生产按276个工作日产能核定标准。针对去产能提出四种人员安置办法；支持企业内部分流；促进转岗就业创业；符合条件人员可实行内部退养；运用公益性岗位托底帮扶。
2016年5月	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，对地方和中央企业化解钢铁、煤炭行业过剩产能工作给予奖补，鼓励地方政府、企业和银行及其他债权人综合运用兼并重组、债务重组和破产清算等方式，实现市场出清。专项奖补资金规模为1,000亿元，实行梯级奖补。
2016年7月	《关于实施减量置换严控煤矿新增产能有关事项的通知》	明确要求建设煤矿要与关闭退出的煤矿产能进行减量置换，确保整体产能有减无增。其中，鼓励关闭退出化解煤炭过剩产能实施计划以外的煤矿参与产能置换，并明确实施方案外的关闭退出产能占总产能置换比例不低于50%；实施方案内的产能虽可用于置换，但置换指标需按比例折减。
2016年9月	《稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案》	如先进产能企业确要突破276个生产日，则应通过产能指标交易等方式，承担一定的经济责任，总量仍不超过330个工作日核定的产能。据预案，未复产煤矿可将产能交易至先进产能企业，也即所有合法煤矿的产能都可以释放，若仍未达调控目标，未来可能进一步出台其他措施。
2016年9月	《关于适度增加部分先进产能投放保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》	拓展四季度参与增产煤矿的范围，恢复煤矿330天工作日，保障煤炭市场稳定供应。
2016年11月	《加快签订中长期合同建立煤炭行业平稳发展长效机制》	一是加快签订中长期合同。二是加快和增加符合安全条件的产能释放。所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在采暖季结束前都可按330个工作日组织生产。三是切实加强煤矿安全生产。
2016年12月	《煤炭工业发展“十三五”规划的通知》	强调化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年左右，到2020年，煤炭产量39亿吨。
2017年1月	各省市去产能方案	七省市去产能目标出炉：山西、河北、新疆、吉林、贵州、湖北和云南七个省发布了2017年煤炭去产能方案。
2017年1月	《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》	若以535元/吨为基准，煤炭价格将控制在绿色区间500~570元/吨。
2017年4月	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求在建煤矿项目应严格执行减量置换政策或化解过剩产能的任务。
2017年5月	《2017年钢铁煤炭行业去产能工作意见》	2017年煤炭行业缓解过剩产能将达到1.5亿吨以上。一批在安全、技术、规模、环保、经营等方面不达标的煤炭企业将坚决退出市场。
2017年5月	《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加快退出长期停工停产的“僵尸企业”；加快退出违法违规和不达标的煤矿；加快退出安全保障程度低、风险大的煤矿；加快推进兼并重组、转型升级和布局优化等内容
2017年6月	《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调加快淘汰落后产能和9万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017年12月	《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》	要求按照不同环节、不同区域、不同企业、不同时段科学制定煤炭最低和最高库存，对煤炭生产企业、煤炭经营企业、煤炭主要用户（重点燃煤电厂）提出了煤炭库存的具体天数要求

资料来源：联合评级根据公开资料整理。

总体看，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。相关政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面有利于促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性。

#### (6) 行业关注

##### 煤炭运输通道建设制约行业发展

我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占我国煤炭总运量的比重一直在50%以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

##### 供给侧改革等行业政策的执行情况及持续性

随着2016年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升，但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，而下游火电企业普遍亏损，未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定

性产生重要影响。

### 安全生产

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重，在行业利润普遍水平下降的情况下，煤矿安全投入减少，人才流失严重、现场管理松懈，为安全生产埋下隐患。在行业下行期，煤炭企业对安全生产的人力、物力投入将显著影响公司安全生产状况及经营稳定性。

#### (7) 未来发展

### 政策支持行业景气度保持稳定，逐步实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本保持稳定情况下，煤炭价格大幅上涨，短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的投产，煤炭行业供给将有所增长，随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

### 行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小，加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸。

总体看，短期内煤炭行业景气度保持稳定，未来煤炭行业集中度将得到进一步提升。

## 2. 电力行业

### (1) 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业。经过多年发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了变化，形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2017 年底，我国 1,000MW 超超临界机组超过 97 台，五大发电公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。同时，清洁能源装机容量连续保持较高增速，电源结构逐步优化。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2017 年全国电力工业统计快报数据一览表》，2017 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,014 亿元，同比减少 9.3%；其中，电源工程建设完成投资 2,700 亿元，同比下降 20.8%；电网工程建设完成投资 5,315 亿元，同比减少 2.2%。

总体看，目前电力结构以火电为主，近年来我国火力发电技术水平快速提高，同时新能源机组占比及发电规模大幅增长；配电网建设仍存在较大发展空间；电源工程投资增速大幅放缓。

### (2) 行业供需<sup>1</sup>

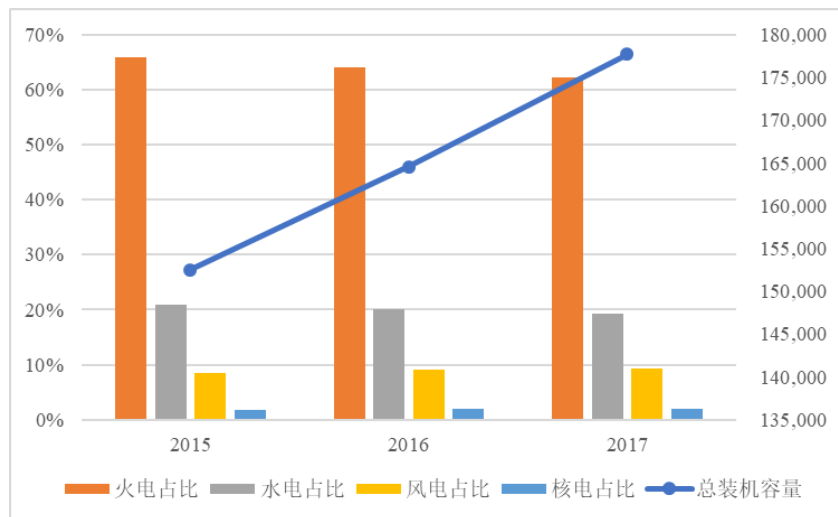
2013 年以来，随着宏观经济增速的下滑，社会用电量增速下降，以及电力装机规模的大幅增长，电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

<sup>1</sup> 该部分数据来自于中电联发布的《2017 年全国电力工业统计快报数据一览表》

供给层面，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国火电装机容量增速明显放缓，在整体发电中的占比继续下降，但火电的主导地位仍不可动摇。2015~2017年，全国全口径发电装机容量分别为15.3亿千瓦、16.5亿千瓦和17.8亿千瓦，年均复合增长7.94%。其中，火电装机容量分别为10.0亿千瓦、10.6亿千瓦和11.1亿千瓦，年均复合增长4.88%；但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为66.0%、64.2%和62.2%。

2017年，全国新增发电装机容量13,372万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机8,988万千瓦，均创历年新高。全年新增水电装机1,287万千瓦，其中，抽水蓄能200万千瓦；新增并网风电装机1,952万千瓦，其中，东、中部地区占58.9%，同比提高8.8个百分点；新增并网太阳能发电装机5,338万千瓦，同比增加2,167万千瓦，82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高19.6个百分点。新增煤电装机3,855万千瓦、同比减少142万千瓦。

图3 2015~2017年中国电力装机容量以及发电类型占比情况（单位：万千瓦）

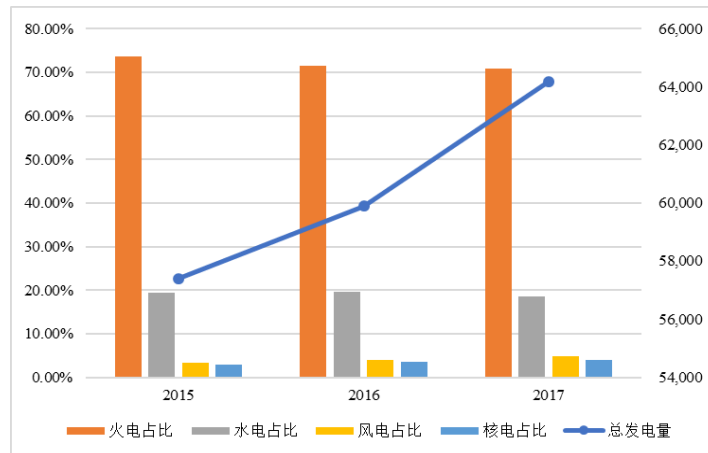


资料来源：中国电力企业联合会（中电联）

电力生产方面，2015~2017年，我国全口径发电量分别为57,399亿千瓦时、60,248亿千瓦时和64,179亿千瓦时，年均复合增长5.74%；其中，2017年，我国实现全口径发电量同比增长6.5%。2017年，受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为4,209小时，同比增长23小时；水电3,579小时，同比减少40小时；核电设备利用小时7,108小时、同比提高48小时；全国并网风电设备利用小时1,948小时、同比提高203小时；全国并网太阳能发电设备利用小时1,204小时、同比提高74小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高380小时和146小时。

分类型看，水电发电量11,945亿千瓦时，同比增长1.7%，占全国发电量的18.61%，比上年下降1.10个百分点。火电发电量45,513亿千瓦时，同比增长5.2%，占全国发电量的70.92%，比上年下降0.68个百分点。核电发电量为2,483亿千瓦时，同比增长16.5%，占全国发电量的比重3.87%，较上年提高0.31个百分点。并网风电发电量为3,057亿千瓦时，同比增长26.3%，占全国发电量的比重4.76%，较上年提高0.74个百分点。并网太阳能发电量为1,182亿千瓦时，同比增长75.4%，占全国发电量的比重1.84%，较上年提高0.74个百分点。我国电力供应方面，非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

图 4 2015~2017 年中国电力发电总量以及来源占比情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联

电力消费方面，2015~2017 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量分别为 55,500 亿千瓦时、59,187 亿千瓦时、63,077 亿千瓦时，年均复合增长 6.61%。2017 年，全国全社会用电量同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

2018 年一季度，受制于火电停建及缓建政策因素，火电装机容量及发电量增速放缓；同时受产业政策引导影响，清洁能源装机容量及发电量仍保持较高增速。在需求层面，受下游工业景气度回升等因素带动，第二产业用电量小幅提升；第三产业及居民用电量持续增速较高，全社会用电量增速同比大幅提高。火电行业供需格局持续改善。

总体看，在电力行业产能过剩背景下，2017 年，国家出台的停建缓建政策，加之宏观经济好转带动电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局进一步优化。

### （3）行业竞争

近年来，火电行业装机规模不断扩大，但行业整体竞争格局保持稳定。具体看来，2002 年电力体制改革后形成“五大发电集团<sup>2</sup>+其他国有发电企业<sup>3</sup>+地方电力集团+民营及外资”的格局。其中，原神华集团与原国电集团于 2017 年 8 月实施重组，形成我国第一大一次能源及二次能源生产巨头。

对于规模较大的发电集团，全国性电力集团的装机容量占总装机容量在行业中处于领先地位，同时部分省属区域性电力集团也拥有较大规模的装机规模，但与全国性电力集团相比差距较大。考虑到火电行业对于资源、技术、人员等的较高要求，预计未来具备较强竞争实力的火电企业规模将继续保持优势地位，行业规模排序将不会发生显著变化，竞争格局将保持稳定。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约：区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。此外，

<sup>2</sup> 五大发电集团指中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、国家能源集团、中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团有限公司（以下简称“中电投集团”）。

<sup>3</sup> 非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等。

在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。同时，区域电力上网政策对辖区内电力企业的生产运营影响显著，如部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

总体看，总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，使得大型电力企业具有明显竞争优势；在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要手段。

#### (4) 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 3 近年来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》	国家发改委	疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。	2014年5月
《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	中共中央、国务院	落实可再生能源发电保障性收购制度，解决新能源和可再生能源发电无歧视、无障碍上网问题，新增用电需优先满足清洁能源消纳，接受外输电中清洁能源的比例逐步提高。	2015年3月
《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	国家发改委 国家能源局	强调清洁能源在技术条件框架内的全额上网、优先上网等一系列要求，重点明确了水力发电在清洁能源中的地位和参与方式，使水电的上网得到有效保证。	2015年3月
《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》	国家发改委	自当年4月20日起，将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱。同时，全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。电价调整后，继续对对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、惩罚性电价和阶梯电价政策，促进产业结构升级和淘汰落后产能。	2015年4月
《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	国家发改委	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。	2015年5月
《关于有序放开用电计划的实施意见》	国家发改委、 国家能源局	通过优先购电制度和优先发电制度保留一部分的发电计划，释放出来的发电计划则通过直接交易、电力市场等方式逐步交予市场配置，以此保证电力供需平衡、保障社会秩序，并促进节能减排。	2015年11月
《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》	国家发改委	将燃煤火电上网单位电价和一般工商业销售单位电价向下调整约3分钱，并将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时1.9分钱。	2015年12月
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	提出未来将大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016年7月
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于2020年，全国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至1.1亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016年11月
《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	计划到2020年，我国能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内；非化石能源消费比重提高到15%以上，天然气消费比重力争达到10%，煤炭消费比重降低到58%以下；单位国内生产总值能耗比2015年下降15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时310克标准煤以下。我国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局。	2017年1月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、 能源局	加快组织发电企业与购电主体签订购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017年3月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。通知明确，4月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到75%以上。4月起，每月15日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于90%。	2017年4月

《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证，电网企业不予并网，而通知里列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并网发电。	2017 年 9 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点；同时，我国政府通过电价调整、化解过剩产能以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

#### (5) 行业关注

##### 环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，雾霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中近七成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

##### 上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

我国政府为降低用电企业的用电成本，连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

##### 电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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。2012 年，由于宏观经济增速的放缓，上半年对煤炭的需求减少，煤炭价格出现了较大幅度的下跌，发电企业的盈利能力显著好转。进入 2013 年，国家正式取消重点合同，取消电煤双轨制，电煤价格由企业双方自主协商确定，使得电煤价格符合市场要求，改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014 年以来，煤炭价格震荡下跌，进一步缓解了电力行业的成本压力。2016 年煤炭价格回升，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

#### (6) 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由原先“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

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“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”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。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是世界最大的煤炭生产企业、火力发电企业、风力发电企业和煤制油、煤化工企业，获评 2017 年度中央企业负责人经营业绩考核 A 级，排名世界 500 强第 101 位。

煤炭板块，公司目前拥有神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区、神华宁煤、神华新疆能源等主要矿区，其中，原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。公司煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤层瓦斯含量低等特点，有利于大规模、机械化开采方法的进行，使得公司具有较高的资源利用效率、较高的安全性以及较低的开采成本。公司煤炭资源具有低硫、低灰、低磷和高发热量的特征，在环保趋严的背景下，具备较大环保优势。截至 2018 年 9 月底，公司拥有煤矿 97 处，产能 64,540 万吨/年，采掘机械化率达到 100%。

电力板块，截至 2018 年 9 月底，国家能源集团电力总装机容量达 23,612 万千瓦，其中，火电装机容量 17,917 万千瓦，占比为 75.88%，其中装机 500 万千瓦（ $2 \times 1,000\text{MW} + 5 \times 600\text{MW}$ ）的国电北仑发电厂是目前中国最大的火电厂，从火电装机设备水平看，公司 600MW 级及以上煤电机组容量占公司煤电机组总装机容量的 59.81%，超（超）临界机组占比达 54.11%，超低排放机组占比达 84.54%。公司风电装机容量 3,709 万千瓦，占比为 15.71%，占全国风电总装机的 21.08%，运营主体龙源电力集团股份有限公司（以下简称“龙源电力”）是全国大型风力发电集团之一，龙源电力在全国拥有 300 多个风电场，以及光伏、生物质、潮汐和火电等项目，业务分布于中国 32 个省市区和加拿大、南非等国家。公司水电装机容量达 1,861 万千瓦，占比为 7.88%；太阳能装机容量为 125 万千瓦，占比为 0.53%。

煤化工板块，截至 2017 年底，公司生产运营煤制油化工项目 28 个，已建成运营的煤制油产能 526 万吨，煤制烯烃产能 393 万吨。公司是全球唯一同时掌握百万吨级煤直接液化和煤间接液化两种煤制油技术的公司，拥有世界上唯一的百万吨级煤直接液化示范项目和世界上单套投资规模最大、装置最大、拥有自主知识产权的煤炭间接液化示范项目，在煤化工主要技术领域拥有自主技术，煤化工产业规模和技术水平处于世界领先地位。

总体看，公司作为全球最大的煤炭企业和电力企业，煤炭资源储备很大，且煤炭开采条件较好，有利于公司保持很高的行业地位。公司电力板块装机及单机规模大，规模效应明显，电源结构合理，规模优势显著、市场地位高。

##### 2. 铁路、港口、航运

公司是国内唯一拥有集铁路、港口、航运的大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，其运营主体为中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）。铁路运输方面，公司目前拥有包神、大准、神朔、朔黄、黄万、甘泉、巴准以及准池共 8 条铁路线，2017 年周转量达到 2,730 亿吨公里。港口运输方面，目前公司拥有黄骅港、神华天津煤码头和神华珠海煤码头，其中黄骅港主要连接朔黄线，截至 2017 年底，黄骅港吞吐能力突破 2 亿吨/年，全面实现了无人堆取料作业，是我国首个

实现堆场无人化的煤炭港口；神华天津煤码头主要连接黄万线，吞吐量约 0.45 亿吨/年；公司自有港口优势保证了公司在沿海动力煤市场一直占有较高的份额。公司强大的运输能力在保证原材料及时供应的同时，使得公司电厂可以保持较低的燃料库存，减少资金的占用。

总体看，公司强大的运输能力为公司煤炭的销售以及电厂的原材料供应提供了有力的支持和保障，且能够减少存货对资金的占用，产业协同效应明显。未来，随着原神华集团与原国电集团业务的进一步整合，公司业务之间协同效用将进一步显现，有利于公司更好地发挥规模效应。

### 3. 设备及技术水平

煤炭板块方面，国家能源集团先后完成智慧矿山规划，业务流程标准化，工作面智能生产技术、大型煤矿智能生产控制系统、矿井群智能生产管理系统等关键技术研究，一体化平台研发等工作，并在神东矿区成功建成世界首套 8.8 米超大采高智能工作面、国内首个数字矿山示范矿井和世界首座智能煤矿地面集中控制中心。智慧矿山研究所取得的成果获国家科技进步二等奖，在全国 30 多座煤矿推广，核心内容被国家煤矿安全规程（修订）采纳，制定国家标准 1 项、行业标准 2 项，在煤矿安全生产、减人增效、节能环保、业务变革等方面都发挥了显著作用。2017 年，公司百万吨死亡率为 0.0098，低于全国同行业平均水平 0.106。

国家能源集团凭借独创的煤矿地下水库、矿区地表生态修复和智能矿山等多种重大科技成果，在神东矿区实现采煤不见煤，植被覆盖率从开发初期的 3%~11% 增加到目前的 70% 以上，建成了 35 座煤矿地下水库，储水总量相当于两个西湖水体容量，达到为 3,100 万立方米，最大程度地保护环境和水资源，采煤工艺、装备效率均达到了世界公认的煤炭绿色开采国际领先水平。

电力板块方面，截至 2018 年 9 月底，国家能源集团煤电机组 100% 实现脱硫、脱硝，1.50 亿千瓦机组实现超低排放，占现役煤电机组容量的 84.54%，东部地区全部实现超低排放。超临界、超超临界机组占比 54.11%。其中，泰州电厂百万千瓦二次再热超超临界机组指标全球最优。公司在国际上首创了 60 万千瓦超超临界循环流化床发电技术，大幅提高劣质煤燃烧效率，降低了污染排放。

在陕西富平，国家能源集团建设的富平综合能源供应中心，改变了电厂只生产电的历史，实现了“电、汽、冷、热、水”五联供，在消费终端全面替代散煤、天然气和石油等传统能源的使用，探索与尝试构建智慧城市能源供应体系，形成了中国煤炭利用的“富平模式”。

国家能源集团制定并发布电力业务信息化规划、智能发电建设指导意见，以“安全、高效、绿色、智能”为理念，设计集团智能发电的愿景、蓝图、建设内容及实施路线，为智能电力建设提供方向性指引，并在泰州电厂、聊城电厂、东胜电厂、龙源电力等全面推开智能发电建设，建成世界首台百万千瓦超超临界二次再热煤电机组，指标全球最优，引领世界高效燃煤发电技术进步。率先建成国内智能化程度最高、用人最少、近零排放的智能生态电厂——北京燃气热电智慧电厂示范工程，实现“一控三中心、30 人”的运营模式，按岗位定制智能工作平台，实现一键启停、无人值守、全员值班、一体化集成、三维展示、智能巡检等关键应用，获得中国电力科技进步一等奖。

总体看，公司作为行业技术标准的制定者及领航者，采煤工艺、装备效率均达到了世界公认的煤炭绿色开采国际领先水平，为公司安全、高效率生产奠定了坚实的基础；公司电力生产在信息化和智能化方面均达到世界先进水平。

### 4. 安全生产及环保节能

安全生产方面，公司不断完善安全应急管理机制，健全应急管理体系，加强应急队伍建设，截至 2017 年底，公司共有专职应急救援队 83 支，兼职应急救援队 58 支，其中国家级矿山应急救援队

4 支，国家级危化应急救援队 2 支。

公司 14 个煤矿安全生产 10 周年以上，29 个煤矿安全生产超过 3,000 天，65 个煤矿安全生产超过 1,000 天。公司 395 个发电企业安全生产超过 1,000 天。主要水电机组实现汛期零非停，风电设备故障小时同比减少 29%，均为历年最优水平。在 2016 年火电机组可靠性和能效对标竞赛中，公司 16 台机组荣获可靠性优胜机组，供电煤耗同比降低 2.8 克/千瓦时。铁路、港口、航运业务全部实现“零死亡”安全目标。全集团二氧化硫、氮氧化物排放量同比分别下降 26% 和 11%。所属燃煤机组全部实现烟气排放达标。2017 年，公司淘汰 6,900 台落后机电设备，治理 736 台燃煤工业锅炉，实施 60 项废水防治工程，整改消缺 15 项重大环境隐患，环保实现“零事件”。

从环保看，公司国家响应生态文明建设，始终围绕发电主业，培育并建成了高新科技环保企业集群，掌握了节能减排、综合污染治理、智能化系统等 20 多项核心技术，承担国家科技支撑计划、863 计划等国家级科研项目（课题）28 项，超低排放、火电 DCS 低风速风机、矿井水保护利用、燃煤细颗粒物及前体物治理、烟气湿法脱硫、海水脱硫、锅炉燃烧降氮、烟气脱硝等十项重大关键技术国际领先。截至 2018 年 9 月底，公司煤电机组已完全实现脱硫、脱硝，已实现超低排放机组 14,968 万千瓦，占 84.5%，东部地区全部实现超低排放。

总体看，公司安全设施配备较为完善，安全制度及措施执行情况良好，为公司正常的生产经营提供保障。

## 5. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司共有高级管理人员 10 人。其中，公司董事长乔保平先生，1955 年生，南开大学经济系政治经济学专业本科毕业。曾任内蒙古土左旗毕克齐镇知青组长、生产队长、大队革委会副主任、内蒙古公路工程局机械筑路队分队长；全国学联副秘书长、全国学联办公室副主任；团中央直属机关团委书记、直属机关党委办公室主任；团中央直属机关党委专职副书记兼纪委书记、团中央统战部副部长；团中央常委、维护青少年权益部部长；团中央常委、组织部部长；中央企业工委群工部部长、中央企业团工委书记；国务院国有资产监督管理委员会群众工作局（党委群工部）局长（部长）、统战部部长；中国电力投资集团公司党组成员、纪检组长；原中国国电集团有限公司党组书记、副总经理；现任国家能源集团党组书记、董事长。

公司总经理凌文先生，1963 年生，工学博士，教授。曾任原神华集团有限责任公司党组成员、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；中国工商银行工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，原神华集团董事。现任公司党组副书记、总经理、董事。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业从业经验，能够满足公司生产经营所需。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

国家能源集团按照《公司法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》（以下简称《条例》）等法律法规以及现代企业制度要求，制订了《国家能源投资集团有限责任公司章程》。国资委依照《公司法》、《条例》等法律、法规对公司行使决定公司的经营方针，管理投资方向和投资规模，委派和更换非由职工代表担任的董事，决定董事的报酬等权利。

公司设董事会。董事每届任期不超过 3 年，由国资委委派或更换；董事任期届满，经国资委委派可以连任。董事会设董事长 1 人，可视需要设副董事长 1 名，董事长为公司法定代表人，对外代表公司，行使确定董事会会议议题、召集和主持董事会会议、检查董事会决议的实施情况等职权。董事会依法行使决定公司的发展战略和中长期发展规划，并对其实施进行监控；决定公司的经营计划、投融资计划；决定公司的年度经营目标；制订公司的年度财务预算方案、决算方案，批准公司年度财务报告等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；设副总经理若干名，协助总经理工作，经总经理提名由董事会聘任或者解聘。总经理依法行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司财务预算、决算方案，利润分配和弥补亏损方案等职权。

总体看，公司根据相关法律法规要求，建立了基本的法人治理结构，能够满足公司现有经营管理需求。

## 2. 管理体制

在国务院国资委的指导与支持下，公司建立了现代企业制度，明确了党组、董事会和经营层职责定位，确立了党组在公司治理中的法定地位，完善“三重一大”制度。在会计核算、预算管理、资金管理、担保管理以及投资管理等方面建立了相关制度。

会计核算管理方面，公司制定了《会计制度》、《资金集中会计核算办法（试行）》、《会计基础工作规范化管理暂行办法》、《基本建设项目会计核算办法（试行）》等，规范公司会计基础及核算、资金集中管理的会计核算和财务信息化、基建财务信息记录与收集等工作，强化对财务基础工作检查监督，为提高报表的及时性及财务分析质量奠定基础。

预算管理方面，公司年度预算编制的内容包括经营预算、资本预算和财务预算三个部分，采用“两上两下，上下结合”模式，按照“分级编制，逐级汇总，对口审核，统一协调”的程序进行编制。公司制定《全面预算管理办法》，以各子（分）公司历史经营情况为基础，依靠信息化平台，分板块、分单位建立预算模型，以模型为基础，根据目标年度经营条件变化确定预算值。同时，将预算目标分成不同档次，辅之以不同的奖励政策与考核办法，以更好发挥预算管理在战略实施、执行监控及考核评价中的作用。各子（分）公司在预算执行过程中实行“月分析、月报告”，公司按年度考评预算，公司预算委员会统一组织年度预算考核工作。

资金管理方面，公司采用资金集中统一管理体制，各子公司的资本金管理、账户管理、资金预算、资金收支、债务融资等行为均由国家能源集团集中统一管理。公司财务部是集团公司的资金运作中心，通过明确国家能源集团及各子公司在资金管理方面的职能和责任，对集团公司及其出资设立的全资、控股公司的对外投资等行为实行集中管理，对资金收支实行预算管理和授权控制。各子公司在授权范围内享有资金支配权及对外投资权。国家能源集团对各子公司的收入和支出采用两个不同账户的资金管理模式，对各子公司的资金收支实行预算管理和专项审批相结合的控制手段。

担保管理方面，国家能源集团担保业务实行集中管理，未经国家能源集团批准，各子公司不得自行对外提供担保。公司对各子公司提供担保必须严格审查被担保方的偿债能力和信用程度，明确担保标准、条件、责任，防范潜在风险，避免或减少可能发生的损失。担保方式原则上采用一般保证。各子公司原则上不得相互提供担保，不得对下属单位提供担保，确需担保的，要报经国家能源集团批准。

投资管理方面，为建立科学的投资管理体系，国家能源集团制定了《投资管理办法》以规范母

公司和各子公司的投资行为。国家能源集团董事会履行集团公司的投资决策职能。总经理常务会议及总经理办公会议行使董事会授权范围内的投资决策职能。公司投资决策实施严格的限额管理，对所有限额以上投资项目均须经国家能源集团母公司投资决策机构审批。未经批准，全资、控股子公司均不得进行有价证券等高风险投资。

总体看，公司制定了较为完善的管理制度，能够为公司正常经营提供保障。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

原神华集团与原国电集团合并后，目前公司主营业务以煤炭和电力的生产及销售为主。2017年，公司实现营业总收入 5,104.26 亿元（包括其他类金融业务收入 45.25 亿元），营业收入同比大幅增长 20.48% 至 5,059.01 亿元，主要系煤炭业务收入增长所致；实现利润总额 652.53 亿元，同比增长 33.23%，实现净利润 434.73 亿元，同比增长 29.31%。

从收入构成看，2017年，由于煤炭价格的上涨，公司煤炭业务实现收入 2,415.98 亿元，同比增长 48.72%；电力业务收入同比增长 2.95% 至 2,594.34 亿元，整体保持稳定；随着主要化工产品价格的上涨，公司煤化工板块收入同比增长 54.58% 至 371.12 亿元。公司其他业务主要包括运输、新能源、科技环保、产业金融等业务。

从各板块盈利情况看，2017年，得益于煤炭价格以及主要化工产品价格的持续上涨，公司煤炭业务板块利润总额同比增长 447.65% 至 399.07 亿元，煤化工业务板块实现扭亏。2017年，由于电力价格的下调，公司电力业务板块利润总额同比减少 54.35% 至 159.43 亿元。综上，公司 2017 年利润总额同比增长 33.23% 至 652.53 亿元，公司盈利水平有所提高。

表 4 2016~2017 年公司主营业务收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年		
	收入	占比	利润总额	收入	占比	利润总额
煤炭业务	1,624.54	38.69	72.87	2,415.98	47.76	399.07
电力业务	2,520.00	60.01	349.23	2,594.34	51.28	159.43
煤化工	240.08	5.72	-14.33	371.12	7.34	3.98
其他业务	949.05	22.6	161.67	1,147.76	22.69	148.03
抵消	-1,134.46	-27.02	-79.65	-1,470.19	-29.06	-57.98
<b>合计</b>	<b>4,199.21</b>	<b>100.00</b>	<b>489.79</b>	<b>5,059.01</b>	<b>100.00</b>	<b>652.53</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 3,917.60 亿元，较上年同期增长 7.03%，主要系煤炭价格持续上涨所致；实现营业利润 614.10 亿元，较上年同期增长 17.22%；实现净利润 438.20 亿元，较上年同期增长 10.14%。

总体看，2017 年，公司煤炭业务收入增幅较大，电力业务收入保持稳定；煤炭及化工板块盈利水平有所提升，电力板块盈利水平有所下降，但得益于“煤电联动”的业务模式，使得公司综合盈利规模仍保持很高水平。

## 2. 煤炭板块

### (1) 煤炭资源

国家能源集团是目前全球最大的煤炭生产企业，公司煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层较厚、地质构造简单、地表状况稳定、大多数煤层瓦斯含量低等特点，已经形成以神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区和宁煤集团、新疆能源以及平庄能源等主要矿区和矿井群的煤炭生产布局。

其中，神东矿区是我国最大的井工煤矿开采地，是世界首个 2 亿吨级现代化大型煤炭生产基地，其产出的商品煤发热量在 5,200~5,800 千卡/千克之间，硫分在 0.2%~0.5% 之间，灰分在 5~15%，具有低硫、低磷、高热量的特点。神东矿区拥有补连塔、大柳塔、榆家梁、上湾、哈拉沟等千万吨级矿井，补连塔煤矿是世界最大的单井煤矿。准格尔矿区地处晋、陕、蒙交界处，煤质具有特低硫、低磷、高灰熔点、高发热量、高挥发分的天然条件，最适宜作动力电煤和化工燃料，以低污染而闻名，在煤炭销售市场颇受用户青睐，被誉为“绿色环保煤炭”。不仅在东北、华北、华东和东南沿海地区有较大的市场份额，还由于含硫量不足 1%，在严格限制燃料硫含量的上海、福建、厦门等城市很受欢迎，公司准格尔矿区的黑岱沟矿是我国最大的露天煤矿。

从煤炭区域分布看，公司煤炭资源主要集中于几大矿区，主要分布在中国神华以包神、神朔、朔黄为主线，以准池、大准为联络线的运输网络上，相关运输资源运力充沛，可满足公司煤、电等相关业务对于煤炭的统一调拨要求，并保证煤炭销售的稳定性。

表 5 截至 2017 年底公司主要煤炭产区储量情况（单位：亿吨）

矿名	主要煤种	保有资源量 (中国标准)	保有可采储量 (中国标准)	煤炭可售储量 (JORC 标准)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	162.3	93.8	49.7
准格尔矿区	长焰煤	39.6	31.7	21.2
胜利矿区	褐煤	20.4	14.0	2.3
宝日希勒矿区	褐煤	14.2	12.0	12.3
包头矿区	不粘煤	0.5	0.4	0.0
<b>合计</b>	--	<b>237.0</b>	<b>151.9</b>	<b>85.5</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司主要矿区在中国标准下的保有资源量为 237.0 亿吨，保有可采储量为 151.9 亿吨，JORC 标准下的煤炭可售储量为 85.5 亿吨。

总体看，公司煤炭储量及产能规模居国际前列，目前公司已形成几大主要生产矿区，区域分布较为集中，有利于煤炭统一协调调配，保证煤炭销售的稳定性，同时能够充分利用公司运力优势。

### (2) 煤炭产销

公司煤炭板块业务主要集中在原神华集团。2015~2016 年原神华集团原煤产量分别为 4.33 亿吨和 4.31 亿吨；原国电集团原煤产量分别为 0.62 亿吨和 0.31 亿吨。截至 2018 年 9 月底，国家能源集团拥有煤矿 97 处，产能 64,540 万吨/年。

2017 年，国家能源集团煤炭产量 5.13 亿吨，同比增长 4.55%；2018 年 1~9 月，公司煤炭产量 3.74 亿吨，较上年同期增长 2.92%，增速有所下滑。此外，由于公司拥有完善的运销网络，公司亦从外部采购部分煤炭来满足公司铁路等的运量，从销售量看，2017 年，公司实现煤炭销量 6.63 亿吨，较上年增长 11.81%，2018 年 1~9 月，公司实现煤炭销量 4.97 亿吨，较上年同期增长 4.74%。

表 6 2016~2018 年 1~9 月公司煤炭产销量情况 (单位: 万吨)

项目	2016 年	2017 年	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月
煤炭产量	49,021	51,252	36,304	37,364
煤炭销量	59,282	66,283	47,489	49,739

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

注: 公司煤炭销量包括自产原煤及外购煤。

由于公司大部分煤炭资源具有煤层埋藏浅、煤层厚、地质构造简单、地表状况稳定以及瓦斯含量低等优点, 十分有利于大规模、机械化开采方法的进行, 使得公司具备较高的资源利用效率、较高的安全性和较低的开采成本; 截至 2018 年 9 月底, 公司采掘机械化率达到 100%。2015~2018 年 9 月, 公司全员效率分别为 31.5 吨/工·天、33.6 吨/工·天、35.7 吨/工·天和 36.9 吨/工·天, 全员效率逐年提高; 2017 年, 公司百万吨死亡率为 0.0098, 低于全国同行业平均水平 0.106。2015~2018 年 9 月, 公司未发生重大安全事故。

销售方面, 公司煤炭销售主体主要包括中国神华、宁夏煤业集团有限责任公司(以下简称“神华宁煤”)以及神华新疆能源有限责任公司(以下简称“神华新疆公司”)等下属公司, 公司作为国内最大的煤炭供应商, 与国内很多大型电力企业保持了良好的合作关系。公司煤炭销售以一年期的长协为主。另外, 公司率先牵头与主要电力企业签订三年长协, 截至 2018 年 11 月底, 公司与大唐集团、华能集团、华电集团等大型电力集团签订的三年期长协总额已达 5,000 万吨/年。稳定的煤炭销售同时也在一定程度上保证了公司运力的满足, 实现产业链的协同发展。

总体看, 公司煤炭资源具备良好的开采条件, 有利于大规模、机械化开采方法的进行, 有利于公司生产效率、成本控制和安全生产状况的稳定保持; 公司煤炭产品产能规模大, 有利于与下游大型发电集团业务关系的稳定保持。

### (3) 煤炭运输

煤炭运输方面, 公司是国内唯一拥有大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业, 公司目前已经形成了“铁路—港口—航运”为一体的强大的运输网络, 主要由中国神华负责运营。

铁路运输方面, 公司拥有 2,155 公里区域铁路路网, 运输能力达到 5.21 亿吨, 拥有独享的朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路等多条相连的自有铁路专线, 可以将煤炭运输到港口销售给内地以及其他国家和地区, 缓解了国内其他煤炭公司普遍存在的运输瓶颈问题。此外, 国家能源集团还拥有矿区自备铁路、参股铁路等。2018 年 1~9 月, 公司铁路货运量共计 3.47 亿吨。

在铁路运输技术方面, 公司研发了重载铁路 LTE 网络系统、应用系统、终端等成套设备, 全球首次实现基于 LTE 技术的重载铁路应用业务。创新应用基于 LTE 的第四代移动通信技术, 为 2 万吨列车安全、稳定、可视化视频调度提供了无线宽带通信平台; 通过铁路集中调度信息系统建设, 数据价值被充分挖掘, 实现了行车路线自动调度、列车信号自动化同步、列车运行状态实时监控、动态燃料补给、列车故障自动修复、轨道自动切换, 有力保障了重载铁路安全稳定运行。

港口及水运方面, 公司拥有黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头共 3 个专业煤炭港口(码头)及 62 艘自有船舶, 港口设计吞吐能力 2.47 亿吨。凭借着公司铁路和航运的力量, 三大港口成为国家能源集团海陆运输的重要交接点, 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, 其中黄骅港是我国重要的煤炭下水港。2017 年, 公司三大港口实际吞吐量达 2.74 亿吨。

公司在黄骅港、天津煤码头、珠海煤码头等单台堆料机、取料机自动化控制系统的基础上, 创新融合差分 GPS 定位技术、三维激光扫描成像技术和单机动作自动控制技术, 建立统一坐标, 实现

全场料堆三维模型的共享与融合，有效减少生产作业辅助时间，减少人工干预控制过程，提升了全自动作业水平，提高了自动化生产作业效率。

公司强大的运输网络给公司煤炭销售提供了极大的便利，很大程度上缓解了煤炭的运输瓶颈问题，大大方便与稳定了公司与主要大型电厂客户的合作，保证了煤炭销售的稳定性；同时，完善的运输网络使得电厂能够保持较低的燃料库存，减少燃料对资金的占用，提高公司存货的周转速度，进而增强公司的盈利能力。

总体看，公司目前已形成强大、安全稳定以及高效率的运输网络，很大程度上保障了煤炭销售的稳定性；同时减少了燃料对电厂的资金占用，有利于公司经营效率的提高，以及公司整体盈利能力稳定性的保持。

### 3. 电力板块

原神华集团除煤炭业务外，还拥有规模庞大的、主要分布在煤炭坑口的、与煤炭业务具有良好协同效应的电力及热力生产和供应业务。原神华集团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。原神华集团和原国电集团合并后，公司电厂遍布全国各个省市，有利于化解单一区域电力供销矛盾对公司电力板块业绩产生的影响，同时，有利于公司煤炭资源的消纳、有利于降低发电成本。

#### (1) 装机规模

截至 2018 年 9 月底，国家能源集团电力板块控股总装机容量为 23,612 万千瓦，以火电为主，占 75.88%，非化石能源占总装机的比重为 24.2%。

表 7 截至 2018 年 9 月底公司电力装机容量（单位：万千瓦、%）

项目	火电	水电	风电	太阳能	合计
控股装机容量	17,917	1,861	3,709	125	23,612
占比	75.88	7.88	15.71	0.53	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从煤电机组的结构看，截至 2018 年 9 月底，公司 600MW 级及以上煤电机组占比 59.8%，总装机容量 10,589 万千瓦；其中 1,000MW 级煤电机组 29 台，装机容量 2,922 万千瓦。公司超（超）临界机组容量 9,579 万千瓦，占 54.1%。公司大装机容量机组以及超（超）临界机组占比高，有利于单位煤耗的降低，降低公司发电成本，有利于公司电力业务板块盈利能力的提升。

截至 2018 年 9 月底，国家能源集团水电板块拥有水电资源总量约 5,000 万千瓦，已投产装机 1,861 万千瓦。所属大渡河公司是集水电开发与运营于一体的大型流域水电开发公司，在业界率先提出并推进智慧企业建设，通过多年探索实践，将云计算、大数据分析、人工智能等技术，与水电生产建设、经营管理等环节深度融合。通过智慧工程、智慧大坝、智慧调度、智慧检修、智慧安全等工程建设，已建设流域梯级电站群智慧化管控平台，实现企业“风险识别自动化、决策管理智能化、纠偏升级自主化”的柔性组织形态和智慧企业管理模式。水情、雨情日预报精度达到 95%，月、周预报精度达到 90%，年预报精度达到 85%，远高于行业水平。

截至 2018 年 9 月底，公司风电装机 3,709 万千瓦，居世界第一。该板块主要的运营主体为龙源电力，龙源电力是一家以新能源业务为主的大型综合性发电企业，作为目前全球最大的风电运营企业，规模优势显著。截至 2017 年底，公司在全国拥有 300 多个风电场，以及光伏、生物质、潮汐、地热和火电等发电格局，业务分部于中国 32 个省市区和加拿大、南非等国家。海上风电储备总容量

超过 800 万千瓦。公司自主研发建成世界最大自升式海上风电施工平台——“龙源振华叁号”，在海上风电开发的技术和规模上具有领先优势，建成了亚洲最大海上风电场——江苏如东风电场。

总体看，公司电力板块装机规模很大，且大装机容量机组以及超（超）临界机组占比高，有利于单位煤耗的降低，降低公司发电成本；公司拥有全球最大的风电运营企业，规模优势显著；公司水电板块智慧管理模式效果显著。

## （2）电力生产

公司电力生产和销售业务主要集中在原国电集团，原神华集团亦有很大规模的发电业务。截至 2017 年底，原国电集团可控装机容量达 14,557 万千瓦；原神华集团总装机容量达 8,484 万千瓦。从发电量看，2015~2016 年，原国电集团发电量分别为 4,837 亿千瓦时和 5,053 亿千瓦时；原神华集团发电量分别为 3,172 亿千瓦时和 3,292 亿千瓦时。

从煤电燃料供应看，原神华集团具有较高的煤炭自给率。合并完成后，原神华集团和原国电集团的资源优势将进一步整合，公司自身优质的煤炭资源不仅为电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应，而且在一定程度上降低了电煤成本，抵消部分煤炭价格波动对电力业务盈利能力的影响。

从发电量看，2017 年，国家能源集团发电量合计 8,880 亿千瓦时，较上年增长 6.42%，高于同期全国的增速；其中新能源发电板块发电量增速较快，水电、风电和太阳能发电量增速分别为 10.54%、17.84% 和 24.66%。2018 年 1~9 月，公司发电量合计 7,138.3 亿千瓦时，较上年同期增长 7.56%，增速较上年有所提高；细分看，火电增速较稳定，水电和风电保持较快增速，太阳能发电量未出现增长。

表 8 2016~2018 年 9 月国家能源集团发电量情况（单位：亿千瓦时、%）

项目	火电	水电	风电	太阳能	合计
2016 年	7,204.7	548.5	570.7	14.6	8,344.1
2017 年	7,583.0	606.3	672.5	18.2	8,880.0
2017 年同比增长	5.25	10.54	17.84	24.66	6.42
2017 年 1~9 月	5,698.2	440.8	472.2	14.1	6,636.6
2018 年 1~9 月	6,055.7	484.8	583.7	14.1	7,138.3
2018 年 1~9 月同比增长	6.27	9.98	23.61	0.00	7.56

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从发电成本控制看，2017 年，公司平均供电煤耗 307.9 克/千瓦时，同比降低 2.8 克/千瓦时；从环保看，公司 2017 年二氧化硫、氮氧化物排放量分别为 11 万吨和 17 万吨，同比分别下降 26% 和 11%；所属燃煤机组全部实现烟气排放达标。

从发电利用小时看，2016~2017 年，公司发电板块平均发电利用小时分别为 3,849 小时和 3,969 小时，2017 年公司发电利用小时数明显提升。

总体看，公司自身优质的煤炭资源不仅为电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应，而且在一定程度上降低了电煤成本，有利于煤电板块盈利能力的稳定性；公司电力业务保持在很大规模，发电量实现了稳定增长；公司新能源板块发电量保持较快增速，公司电力结构逐步优化。

## 4. 煤化工板块

公司是全球最大的煤制油煤化工企业，致力于已投产煤制油、煤化工示范项目的安、稳、长、满、优运行，为我国煤制油、煤化工行业的发展做好示范。2017 年，公司实现煤化品产量 1,156 万吨，煤化工业务板块实现营业收入 371.12 亿元。

截至 2017 年底，公司运营煤制油化工项目 28 个，已建成运营的煤制油产能 526 万吨，煤制烯烃产能 393 万吨。是全球唯一同时掌握百万吨级煤直接液化和煤间接液化两种煤制油技术的公司，拥有世界上唯一的百万吨级煤直接液化示范项目和世界上单套投资规模最大、装置最大、拥有自主知识产权的煤炭间接液化示范项目，在煤化工主要技术领域拥有自主技术，煤化工产业规模和技术水平处于世界领先地位。国家能源集团成功建成、运转三个大型煤制油、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（年产 75 万吨的煤制聚烯烃装置，其中年产聚乙烯 35 万吨、聚丙烯 40 万吨）和神宁煤业集团煤基烯烃项目（年产 50 万吨聚丙烯），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。

总体看，公司作为全球最大的煤制油化工企业，装备及技术处于世界先进水平，该板块发展前景佳，有望成为公司未来新的利润增长点。

### 5. 在建工程

截至 2017 年底，公司主要在建工程包括煤炭间接液化项目、黄大铁路等，计划总投入资金 1,283.05 亿元，目前大部分项目已投资过半，仍需投入 429.04 亿元。公司黄大铁路及煤炭间接液化项目建成后，公司运输网络将进一步完善，化工板块实力进一步增强。

表 9 截至 2017 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程投入占 预算比例	工程进度	尚需投入 资金规模
煤炭间接液化项目（400 万吨）	732.75	71.51	71.51	208.76
黄大铁路	105.12	53.38	53.38	49.01
国华江西九江煤炭储备发电一体化新建工程	75.31	65.98	65.98	25.62
玻璃沟、黑岱沟项目	48.73	100.00	99.99	--
鸳鸯湖电厂二期	72.26	54.82	54.82	32.65
国电方家庄电厂火电项目（2*1,000MW）	15.50	249.96	75.00	--
国华印尼爪哇西项目新建工程（2*1,000MW）	119.99	31.14	31.14	82.63
塔然高勒煤矿项目	38.11	78.41	78.41	8.23
阿墨江普西桥水电站	26.87	102.58	99.99	--
国电蚌埠发电有限公司二期扩建项目	48.41	54.27	71.05	22.14
<b>合计</b>	<b>1,283.05</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>429.04</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司在建项目规模较大，存在一定资本支出压力；未来项目投产后，将对公司盈利带来贡献，使得公司产业链进一步完善。

### 6. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 7.70 次、10.18 次和 9.83 次；存货周转次数分别为 5.30 次、8.56 次和 9.00 次；总资产周转次数分别为 0.26 次、0.31 次和 0.29 次，原神华集团与原国电集团合并后，公司整体经营效率有所提升。

总体看，原神华集团与原国电集团的合并有利于公司经营效率的提升，公司经营效率处于较高水平。

## 7. 经营关注

### (1) 宏观经济周期性波动风险

煤炭、电力行业均为国民经济的基础性行业，其下游需求与国民经济景气度具有很强的相关性。虽然公司煤电一体化优势明显，但目前宏观经济上行压力较大，下游基础行业需求增长乏力，将对公司未来生产经营可能产生一定影响。

### (2) 行业政策变动风险

公司作为大型央企，其业务经营和新建项目的规划与建设受国家的煤炭和电力产业政策的影响较大。公司业务受到包括国资委、国家发改委、国土资源部、交通部、商务部、环保部等有关部门的监管，主要监管范围包括授予和延续煤炭探矿权和采矿权、颁发生产许可证和安全生产许可证、制订运输服务的定价、确定煤炭出口配额和颁发许可证、设定上网电价、制订电力调度规则等方面。现有的和未来新增的监管规定的要求都可能对公司的业务产生重大影响。

### (3) 安全生产风险

公司在进行煤炭生产时存在发生包括重大瓦斯事故、煤尘与瓦斯爆炸和矿井火灾水灾等多种灾害的可能，电力生产过程中也存在发生各种技术和设备安全事故的风险。若公司发生重大安全事故，将对其正常生产经营活动产生较大影响，同时可能造成诉讼、赔偿性支出、处罚以及停产整顿等。

## 8. 未来发展

公司的总体战略目标是：建设具有全球竞争力的世界一流综合能源集团。聚焦煤炭、发电主业，发挥产业协同优势，推动质量变革、效率变革、动力变革，把集团建设成为发展科学、管理先进、科技领先、文化优秀、履责担当、品牌优良的世界一流企业。

未来，公司将全方位推进资产、业务、机构、人员、管理、文化和党建深度融合，确保实现强强联合、优势互补；用改革的办法推进结构调整，严控各类投资，着力做强做优煤炭、新能源、运输等业务；持续加大煤电去产能力度，实现从速度规模型向质量效益型转变。

总体看，产业整合以及从速度规模型向质量效益型转变为公司近期主要任务与未来发展方向。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并报表为原神华集团合并口径，已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报告。公司在假设原神华集团和原国电集团合并完成的基础上编制了国家能源集团 2017 年合并及母公司财务报表，已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告，本报告中公司 2016 年财务数据采用 2017 年财务报表期初数。从合并范围看，2017 年，公司子公司神华电力投资有限公司因注销不再纳入合并范围。由于公司 2015 年财务报表合并口径与 2016~2017 年不一致，因此财务数据不具有可比性，下文财务分析以 2016~2017 年财务数据为主。

截至 2015 年底，原神华集团合并资产总额 9,315.40 亿元，负债合计 4,369.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 4,945.65 亿元，归属于母公司的所有者权益 3,201.80 亿元。2015 年，原神华集团实现营业总收入 2,364.32 亿元，净利润（含少数股东损益）199.90 亿元，归属于母公司所有者的净利润 87.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 578.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 44.15 亿元。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 17,871.57 亿元，负债合计 10,973.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 6,897.65 亿元，归属于母公司的所有者权益 3,991.12 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 5,104.26 亿元，净利润（含少数股东损益）434.73 亿元，归属于母公司所有者的净利润 168.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1,507.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 385.63 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 18,348.87 亿元，负债合计 11,074.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7,274.48 亿元，归属于母公司的所有者权益 4,191.06 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 3,958.84 亿元，净利润（含少数股东损益）438.20 亿元，归属于母公司所有者的净利润 209.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 821.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 211.65 亿元。

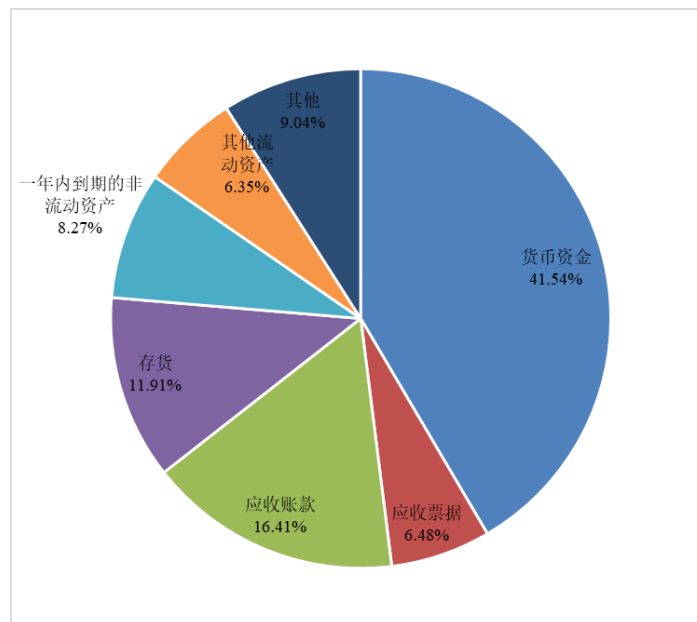
## 2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 17,871.57 亿元，较年初增长 0.74%；其中，流动资产占 15.72%，非流动资产占 84.28%，公司资产结构以非流动资产为主，符合公司所在行业特性。

### 流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 2,809.76 亿元，较年初增长 10.65%，主要系货币资金和一年内到期的非流动资产增加所致；流动资产主要由货币资金（占 41.54%）、应收票据（占 6.48%）、应收账款（占 16.41%）、存货（占 11.91%）、一年内到期的非流动资产（占 8.27%）和其他流动资产（占 6.35%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 1,167.07 亿元，较年初大幅增长 51.00%，主要系公司 2017 年经营活动产生的现金净流入规模较大所致。公司货币资金主要由银行存款（占 87.73%）和其他货币资金（占 12.15%）构成；公司存放在境外的款项 26.39 亿元，规模较小；公司受限货币资金 202.29 亿元，占 17.33%，受限比例低，主要为提取的法定准备金。

截至 2017 年底，公司应收票据 182.05 亿元，较年初增长 43.50%，主要系票据结算的煤炭销售

款、铁路运费、电费增加所致；其中，银行承兑汇票占 93.48%，商业承兑汇票占 6.52%。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 461.15 亿元，较年初减少 7.34%。公司应收账款共计提坏账准备 43.35 亿元，综合计提比例 8.59%。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额占 34.94%，计提坏账比例 14.26%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款账面余额占 18.41%，计提坏账比例 10.15%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额占 46.65%，计提坏账比例 3.73%，其中 1 年以内的占 85.65%，1~2 年的占 9.78%，2 年以上的占 4.57%，账龄较短。公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款账面余额占 11.84%，主要为各省电力公司，集中度较低。总体看，公司对主要应收账款无法收回的情况进行了单独计提；按照风险特征组合计提坏账准备的应收账款账期较短，公司对坏账准备的计提较为充分。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 334.70 亿元，较年初减少 7.99%。公司存货由原材料（占 43.55%）、库存商品（占 45.48%）和半成品及其他（占 10.96%）构成。公司共计提存货跌价准备 34.52 亿元，主要为对原材料计提的跌价准备 24.69 亿元。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产 232.36 亿元，较年初增长 822.19%，主要系一年内到期的贷款和垫款增加所致。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 178.55 亿元，较年初减少 64.42%，主要系理财产品减少所致。公司其他流动资产主要为留抵增值税及预交税费（占 78.95%）和委托贷款（占 15.05%）。

### 非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 15,061.80 亿元，较年初减少 0.92%；公司非流动资产主要由固定资产（占 66.47%）、在建工程（占 13.59%）和无形资产（占 7.34%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 10,011.97 亿元，较年初减少 0.35%。公司固定资产主要由房屋及构筑物（占 29.33%）、机器设备（占 58.56%）和运输设备（占 9.64%）构成；公司固定资产共计提减值准备 431.99 亿元，其中房屋及构筑物计提减值准备 122.78 亿元，机器设备计提减值准备 245.06 亿元，固定资产成新率为 63.92%，成新率较低。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 2,047.15 亿元，较年初增长 2.65%。公司在建工程主要包括煤炭间接液化项目（400 万吨）、黄大铁路等。公司在建工程共计提减值准备 107.65 亿元，其中，因项目停滞对塔然高勒煤矿项目计提坏账准备 20.35 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 1,106.20 亿元，较年初增长 6.37%，主要系采矿权和探矿权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 33.05%）及采矿权和探矿权（占 57.78%）构成。公司共对无形资产计提减值准备 49.07 亿元，累计计提摊销 268.57 亿元。

截至 2017 年底，公司使用受限资产总额 956.75 亿元（占总资产的 5.35%），受限比例低。

截至 2018 年 9 月底，公司资产合计 18,348.87 亿元，较上年底增长 2.67%，变动不大。

总体看，公司资产规模很大，以非流动资产为主。公司货币资金充裕，受限比例低，应收账款和存货存在一定减值风险；非流动资产中固定资产占比大，且以机器设备为主，考虑到公司发电设备技术均处于较高水平，公司整体资产质量高。

## 3. 负债及所有者权益

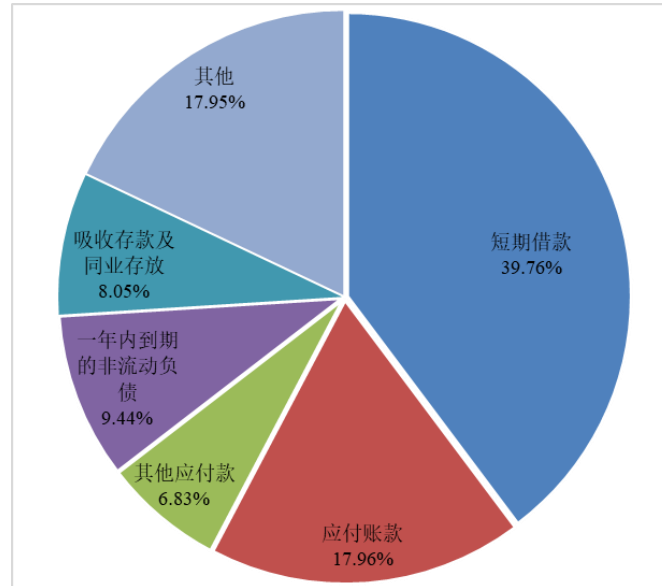
### 负债

截至 2017 年底，公司负债合计 10,973.91 亿元，较年初减少 1.48%，其中流动负债占 53.95%，非流动负债占 46.05%。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 5,920.19 亿元，较年初减少 5.34%；流动负债主要由短期借

款（占 39.76%）、应付账款（占 17.96%）、其他应付款（占 6.83%）、一年内到期的非流动负债（占 9.44%）和吸收存款及同业存放（占 8.05%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司短期借款 2,353.88 亿元，较年初大幅增长 34.08%。公司短期借款以信用借款为主（占 96.98%）。

公司应付账款主要包括电厂建设工程款、电煤原料货款和应付电厂设备款等。截至 2017 年底，公司应付账款 1,063.46 亿元，较年初减少 4.35%。从账龄看，公司应付账款 1 年以内的占 70.51%，1~2 年的占 14.25%，2~3 年的占 5.91%，3 年以上的占 9.32%。

截至 2017 年底，公司其他应付款 404.63 亿元，较年初减少 0.27%。公司其他应付款主要为保证金、押金、质保金（占 53.97%）。公司一年内到期的非流动负债 558.81 亿元，较年初大幅减少 41.71%，主要系一年内到期的应付债券到期偿付所致。公司吸收存款及同业存放金额 476.50 亿元，较年初增长 25.31%，主要系汇出汇款、应解汇款等增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 5,053.73 亿元，较年初增长 3.47%；公司非流动负债主要由长期借款（占 60.56%）和应付债券（占 29.32%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 3,060.55 亿元，较年初增长 7.63%。公司长期借款仍以信用借款为主（占 76.60%）。公司应付债券 1,481.88 亿元，较年初增长 0.26%。公司应付债券以中期票据为主（占 65.11%）。

2016~2017 年，公司全部债务分别为 7,297.06 亿元和 7,666.52 亿元，债务规模有所上升。截至 2017 年底，公司短期债务 3,124.08 亿元，较年初增长 4.99%，主要系短期借款增加所致；公司长期债务 4,542.43 亿元，较年初增长 5.11%，主要系长期借款增加所致；从债务结构看，公司债务以长期债务为主（占 59.25%）。2016~2017 年，公司资产负债率分别为 62.79%和 61.40%；全部债务资本化比率分别为 52.50%和 52.64%；长期债务资本化比率分别为 39.56%和 39.71%。公司整体债务负担适中，债务结构较为合理。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 11,074.39 亿元，较上年底增长 0.92%，但债务结构有所优化：公司流动负债较上年底减少 6.93%至 5,509.98 亿元，非流动负债较上年底增长 10.11%至 5,564.41

亿元。公司全部债务 7,712.85 亿元，较上年底增长 0.60%，其中长期债务较上年底增长 7.76%至 4,894.96 亿元，主要系长期借款增加所致；短期债务较上年底减少 9.80%至 2,817.89 亿元，主要系短期借款减少所致。公司债务结构有所优化。

总体看，公司负债水平较高，但整体债务负担适中，债务结构较为合理。

#### 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 6,897.65 亿元，较年初增长 4.48%，其中，归属于母公司的所有者权益占 57.86%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 24.68%、资本公积占 29.65%、盈余公积占 5.10%、未分配利润占 36.12%；公司未分配利润及少数股东权益占比较高。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 7,274.48 亿元，较上年底增加 5.46%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致；其中未分配利润较上年底增长 11.96%至 1,613.86 亿元，少数股东权益较上年底增长 6.09%至 3,083.41 亿元。

总体看，公司资本实力极强，未分配利润及少数股东权益占比较高。

#### 4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 5,104.26 亿元。其中，公司其他类金融业务收入 45.25 亿元，同比增长 20.43%；公司实现营业收入 5,059.01 亿元，同比增长 20.48%，主要系煤炭价格上涨所致；2016~2017 年，公司分别实现营业利润 466.33 亿元和 620.83 亿元，分别实现净利润 336.19 亿元和 434.73 亿元。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用 747.12 亿元，较上年增长 7.68%，主要系管理费用增长所致；其中销售费用占 6.06%、管理费用占 54.67%、财务费用占 39.27%。2017 年，公司销售费用 45.27 亿元，较上年减少 2.84%；公司管理费用 408.45 亿元，较上年增长 21.90%，主要系人工成本大幅增加所致；公司财务费用 293.40 亿元，较上年减少 6.02%。2016~2017 年，公司费用收入比分别为 16.38%和 14.64%，公司整体费用控制能力较强。

利润构成方面，2016~2017 年，公司资产减值损失分别为 93.54 亿元和 171.48 亿元，分别占营业利润的 20.06%和 27.62%，其中 2017 年较上年增加 83.31%，主要系 2017 年计提商誉减值损失规模较大所致；公司资产减值损失主要包括商誉减值损失、固定资产减值损失以及在建工程减值损失，每年维持在一定规模，对公司利润形成一定侵蚀。2016~2017 年，公司投资净收益分别为 49.74 亿元和 65.34 亿元，分别占营业利润的 10.67%和 10.52%，其中 2017 年较上年增长 31.37%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致。

2016~2017 年，公司取得的营业外收入分别为 58.02 亿元和 69.78 亿元，分别占利润总额的 11.84%和 10.69%，主要为非流动资产处置利得以及政府补助。其中 2017 年较上年增长 20.27%，主要系无形资产处置利得大幅增加所致。2016~2017 年，公司取得的营业外支出分别为 34.55 亿元和 38.08 亿元。公司营业外收入中政府补贴具有可持续性，可为公司盈利能力提供一定补充。

从盈利指标来看，2016~2017 年，公司营业利润率分别为 28.79%和 29.06%；总资本收益率分别为 4.59%和 5.15%；总资产报酬率分别为 4.47%和 5.34%；净资产收益率分别为 5.09%和 6.44%，公司盈利水平有所提高。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 3,958.84 亿元；实现营业收入 3,917.60 亿元，较上年同期增长 7.03%，主要系煤炭价格持续上涨所致；实现营业利润 614.10 亿元，较上年同期增长 17.22%；实现净利润 438.20 亿元，较上年同期增长 10.14%。

总体看，公司较大规模的管理费用及资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，但公司整体盈利

水平保持在很大规模，且盈利水平有所提升。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入为6,128.79亿元，同比增长16.31%，主要系公司主营业务收入增长带动销售商品收到的现金增加所致；公司经营活动现金流出为4,621.34亿元，同比增长29.73%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上影响，2016~2017年，公司经营活动现金净额分别为1,707.08亿元和1,507.45亿元。2016~2017年，公司现金收入比率分别为116.74%和112.02%，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入为1,557.98亿元，同比大幅增长113.30%，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致；公司投资活动现金流出为2,000.13亿元，同比减少0.50%。综上影响，2016~2017年，公司投资活动现金净额分别为-1,279.86亿元和-442.15亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入为5,668.51亿元，同比减少7.49%，主要系取得借款收到的现金减少所致；公司筹资活动现金流出为6,344.97亿元，同比减少4.06%。综上影响，2016~2017年，公司筹资活动现金净额分别为-486.48亿元和-676.47亿元。

2018年1~9月，公司经营活动现金净流入821.60亿元，投资活动现金净流出487.89亿元，筹资活动现金净流入156.84亿元。

总体看，公司经营活动获现能力强，经营活动现金净流入规模很大，可以较好的覆盖公司投资活动净现金流出，但由于公司尚有大规模的建设投资，仍存在一定的筹资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2017年，公司流动比率分别为0.41倍和0.47倍，速动比率分别为0.35倍和0.42倍；公司现金短期债务比分别为0.31倍和0.44倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高；公司经营现金流动负债比率分别为27.29%和25.46%。考虑到公司大规模的经营活动现金流入量，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为1,688.94亿元，较上年增长12.50%，主要系利润总额大幅增长所致。公司2017年EBITDA主要由利润总额（占38.64%）、计入财务费用的利息支出（占17.69%）以及折旧（占41.37%）构成。2016~2017年，公司EBITDA全部债务比分别为0.21倍和0.22倍，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。2016~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为4.33倍和4.75倍，公司EBITDA对利息的覆盖程度较高。考虑到公司很高的盈利水平具有可持续性，公司长期偿债能力很强。

截至2018年9月底，公司共获得银行授信额度约19,474亿元，尚未使用授信额度约12,893亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2018年9月底，公司无重大未决诉讼。截至2017年底，公司对外担保总额23.11亿元，占公司净资产的0.34%，相对于公司资产规模很小。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010101914430U），截至2018年11月16日，公司无未结清的不良信贷记录。

总体看，考虑到公司资本实力很强、盈利水平很高、经营活动现金流状况佳，公司整体偿债能力极强。

## 八、本期公司债偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 7,712.85 亿元，本期拟发行债券规模不超过 30 亿元，对公司债务负担影响不大。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 60.42%、51.56%和 40.37%，分别提高了 0.06 个百分点、0.10 个百分点和 0.15 个百分点。但考虑本期债券募集资金拟用于偿还公司债务，本期债券对公司整体债务负担的影响可能低于以上预测值。

### 2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 1,688.94 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 56.30 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度很高。从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动现金流入 6,128.79 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 204.29 倍；经营活动产生的现金净流入为 1,507.45 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 50.25 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大煤制油、煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、运营模式、规模经济效应、装备技术水平、安全生产以及环保节能等多方面具备领先优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

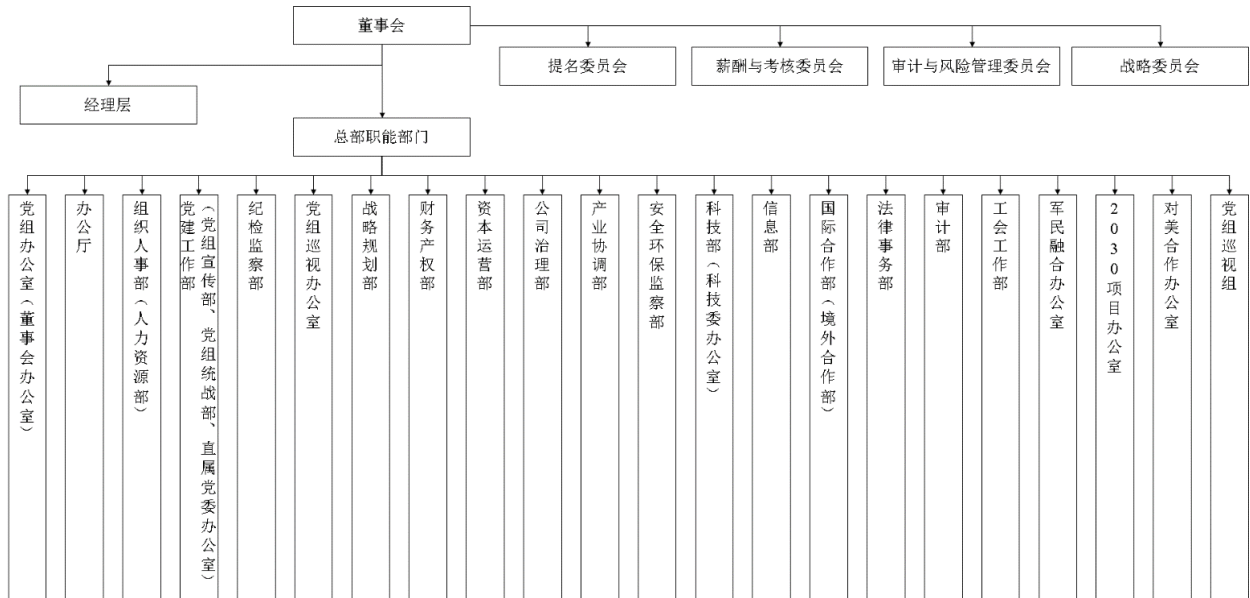
## 九、综合评价

公司作为全球最大的煤炭生产企业、全球最大的火力发电企业、全球最大的风力发电企业和全球最大的煤制油、煤化工企业，在资源禀赋、产业链布局、规模经济效应、装备技术水平、管理水平等多方面具备领先优势，尤其是“煤-电-路-港-航”一体化的运营模式显著增强了公司经营业绩的稳定性。公司资本实力很强、盈利水平很高、经营现金流状况佳。同时，联合评级也关注到宏观经济周期性波动、行业政策变动、安全生产风险以及在建工程规模较大带来的资本支出压力给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司主要在建项目的投产，公司产业链将进一步完善，其行业地位将更加稳固。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 国家能源投资集团有限责任公司 组织结构图



## 附件 2 国家能源投资集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	9,315.40	17,740.62	17,871.57	18,348.87
所有者权益 (亿元)	4,945.65	6,601.92	6,897.65	7,274.48
短期债务 (亿元)	705.33	2,975.52	3,124.08	2,817.89
长期债务 (亿元)	2,111.86	4,321.54	4,542.43	4,894.96
全部债务 (亿元)	2,817.19	7,297.06	7,666.52	7,712.85
营业总收入 (亿元)	2,364.32	4,236.79	5,104.26	3,958.84
净利润 (亿元)	199.90	336.18	434.73	438.20
EBITDA (亿元)	774.43	1,501.23	1,688.94	--
经营性净现金流 (亿元)	578.06	1,707.08	1,507.45	821.60
应收账款周转次数 (次)	7.70	10.18	9.83	--
存货周转次数 (次)	5.30	8.56	9.00	--
总资产周转次数 (次)	0.26	0.31	0.29	0.22
现金收入比率 (%)	111.88	116.74	112.02	109.24
总资本收益率 (%)	3.92	4.59	5.15	--
总资产报酬率 (%)	4.56	4.47	5.34	--
净资产收益率 (%)	4.03	5.09	6.44	6.18
营业利润率 (%)	31.45	28.79	29.06	29.47
费用收入比 (%)	17.23	16.38	14.64	13.99
资产负债率 (%)	46.91	62.79	61.40	60.35
全部债务资本化比率 (%)	36.29	52.50	52.64	51.46
长期债务资本化比率 (%)	29.92	39.56	39.71	40.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.43	4.33	4.75	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.27	0.21	0.22	--
流动比率 (倍)	0.79	0.41	0.47	0.62
速动比率 (倍)	0.67	0.35	0.42	0.54
现金短期债务比 (倍)	1.14	0.31	0.44	0.58
经营现金流动负债比率 (%)	28.57	27.29	25.46	14.91
EBITDA/本期发债额度 (倍)	25.81	50.04	56.30	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2018 年三季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；4、公司 2015 年财务数据采用原神华集团 2016 年审计报告期初数，因此公司 2016 年部分收益率指标（包括：总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率）以及经营效率指标（包括：存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率）公式中的分母使用当年期末数代替期初期末均值。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 国家能源投资集团有限责任公司 2019年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国家能源投资集团有限责任公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国家能源投资集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家能源投资集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国家能源投资集团有限责任公司的相关状况，如发现国家能源投资集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国家能源投资集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至国家能源投资集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国家能源投资集团有限责任公司、监管部门等。

