

信用等级通知书

信评委函字 [2007] 091号

国家开发投资公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2007年国家开发投资公司20亿元企业债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，本期债券的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零零七年四月三十日

2007 年国家开发投资公司企业债券信用评级报告

| | |
|--------|---|
| 企业债券等级 | AAA |
| 发行主体等级 | AAA |
| 发行主体 | 国家开发投资公司 |
| 发行规模 | 20 亿元 |
| 债券期限 | 10 年 |
| 债券利率 | 单利。票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差(1.10%~1.50%)的区间 |
| 偿还方式 | 按年付息, 到期一次还本 |
| 担保主体 | 国家开发银行 |
| 担保方式 | 全额无条件不可撤销连带责任保证担保 |

概况数据

| 国投公司 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 所有者权益(亿元) | 183.93 | 188.45 | 213.89 |
| 总资产(亿元) | 799.24 | 935.89 | 1137.98 |
| 总债务(亿元) | 485.78 | 569.63 | 664.46 |
| 主营业务收入(亿元) | 145.29 | 185.11 | 216.38 |
| 主营业务毛利率(%) | 40.99 | 37.35 | 34.88 |
| EBITDA(亿元) | 71.03 | 92.03 | 100.41 |
| 所有者权益收益率(%) | 4.24 | 7.36 | 7.55 |
| 资产负债率(%) | 67.60 | 70.18 | 70.80 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.84 | 6.19 | 6.62 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.74 | 4.41 | 4.40 |
| 国家开发银行 | 2004 | 2005 | 2006 |
| 资产总额(亿元) | 15744.8 | 18987.0 | 23142.7 |
| 净利润(亿元) | 174.09 | 227.83 | 276.52 |
| 平均权益收益率(%) | 17.68 | 19.15 | 19.16 |
| 平均资产回报率(%) | 1.22 | 1.31 | 1.31 |
| 不良贷款率(%) | 1.21 | 0.87 | 0.72 |
| 资本充足率(%) | 10.50 | 9.15 | 8.05 |

注:国投公司财务数据摘自公司经审计的 2004~2006 年财务报告
年终合并数;国开行数据取自其公开的三年财务数据。

分析师

任伟红、李璐、潘鑫、王中坤
ccxi@ccxi.com.cn

Tel : (010)66428877

Fax : (010)66426100

2007 年 4 月 30 日

基本观点

中诚信国际评定 2007 年国家开发投资公司(以下简称“国投公司”或“公司”)20 亿元企业债券的信用级别为 **AAA**, 该级别反映了本期债券到期不能偿付的风险极低, 安全性极高。

中诚信国际评定发行主体国家开发投资公司主体信用等级为 **AAA**。基于对公司外部环境和内部运营实力的综合评估, 中诚信国际肯定了公司重要的战略地位、实业板块优良的成长性、逐步发挥的协同效应、很强的抗风险能力、雄厚的资产规模和稳定的现金获取能力, 并且上述优势受国内经济持续增长和有利的国家支持而得到良好支撑。中诚信国际同时关注公司主要业务板块的市场和政策变化, 以及规模扩张给公司管理带来的压力对公司未来信用水平的影响。

国家开发银行(以下简称“国开行”)为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 中诚信国际给予国开行综合财务实力评级为 **AAA**。

优势

- 重要的战略地位。作为国内最大的国有投资控股公司, 国投公司担负着国家重点项目投资、西部大开发等国有投资重任, 以及产业政策导向职能, 得到国家的大力支持。
- 稳定发展的实业板块。电力、煤炭、交通运输等基础资源性产业进入一个较长时期的稳定增长阶段, 对公司业务和盈利产生积极的支撑作用。
- 很强的抗风险能力。随着投资布局的日益完善和协同效应的逐步释放, 公司资产规模快速增长, 业务竞争实力和整体抗风险能力进一步增强。
- 很强的现金获取能力。公司盈利水平强, 现金获取能力稳定。近三年经营活动净现金流平均超过 70 亿元, 2006 年实现 EBITDA100.41 亿元。
- 优良的财务弹性。母公司资产负债率较低, 整体资产流动性强, 下属控股和参股多家上市公司, 同时银行授信逾千亿元。较为畅通的融资渠道为其持续快速发展提供了有力支持。
- 国家开发银行强有力的担保。

关注

- 随着电力体制改革的不断深入和电力市场供需逐步趋于平衡, 电力板块业务受竞价上网的影响具有不确定性。同时, 煤炭业务受国家资源利用、安全生产、环境保护等政策影响较大, 随煤炭供需逐渐平衡及煤炭成本逐步还原, 盈利空间将压缩。
- 公司资产布局较为分散, 现有业务的深化发展和多元化扩张将对其内部资源的整合和内部风险管理体系提出更高要求。

概 况

本期债券概况

本期债券是由国投公司面向国内投资者发行的固定利率企业债券，发行总额为 20 亿元人民币，发行期限 10 年。

本期债券为固定利率债券，发行票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差 (1.10%~1.50%) 的区间。基准利率为发行首日前五个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网上公布的一年期上海银行间同业拆放利率 (Shanghai Interbank Offered Rate, 简称 Shibor) 的算术平均数 (四舍五入保留两位小数)。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券采用实名制记账方式，按面值平价发行，投资人认购的债券在中央国债登记结算有限责任公司开立的一级托管账户或在本期债券二级托管人处开立的二级托管账户中托管记载。

本期债券由国家开发银行提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。

融资项目概况

本次发债募集资金将用于锦屏一级水电站工程、曹妃甸港区煤炭码头工程、京唐港区煤炭泊位工程和新疆罗布泊钾肥基地工程。具体项目情况如下：

(一) 锦屏一级水电站工程

工程位于四川省凉山彝族自治州木理县和冕宁县境内的雅砻江干流，设计安装 6 台 60 万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量 360 万千瓦，年均发电量 166.2 亿千瓦时，工程建成后 50% 电量送往华东地区。该项目动态总投资为 245.79 亿元。

(二) 曹妃甸港区煤炭码头工程

工程为建设 10 万吨级煤炭泊位 2 个、7 万吨级和 5 万吨级煤炭装船泊位各 1 个及待泊泊位 1 个，使用港口岸线 1514 延米，设计年装船能力 5,000 万吨，以及相应的煤堆场、生产辅助和安全、环保等设施，项目建成后将有效缓解“三西”（山西、陕西、内蒙古西部）煤炭外运通道港口装船能力不足的矛盾。该项目总投资 46.24 亿元。

(三) 京唐港区煤炭泊位工程

工程为建设 10 万吨级、5 万吨级和 3.5 万吨级煤炭装船泊位各 1 个，使用港口岸线 770 延米，设计年装船能力 3,000 万吨，以及相应的煤堆场、生产辅助和安全、环保等设施，项目建成后将有效缓解“三西”煤炭外运通道港口装船能力不足的矛盾，提高煤炭运输的整体能力和效益。该项目总投资为 29.8 亿元。

(四) 新疆罗布泊钾肥基地工程

工程建设规模为年产 120 万吨钾肥，项目建成后将提高我国钾肥的自给率和市场控制能力，进一步满足农业生产的需要。该项目总投资为 31.44 亿元。

公司概况

国投公司成立于 1995 年，是经国务院批准、在原来六大国家专有投资公司资产基础上成立的国有独资政策性投资控股公司，在国家财政及相关计划中实行单列。作为国家出资人代表，公司主要任务是根据国家经济发展战略、产业政策和区域规划的要求，对基础产业、支柱产业和高新技术项目进行参股、控股投资，确保国有资产的保值增值。

经国资委 2004 年 12 月确认，公司主业为投资与资产管理，包括实业投资（能源、交通运输、化肥、高科技产业）、资产管理和与投资相关的研究与服务。公司超过 75% 以上的投资集中在中西部，其经营性资产目前主要集中于电力、煤炭、港航及化肥等行业。

国投公司注册资金 158 亿元。截至 2006 年底，公司总资产 1,137.98 亿元，负债总额 805.70 亿元，所有者权益 213.89 亿元。2006 年，公司实现主营业务收入 216.38 亿元，利润总额 40.60 亿元，净利润 16.16 亿元，经营活动净现金流 70.40 亿元。

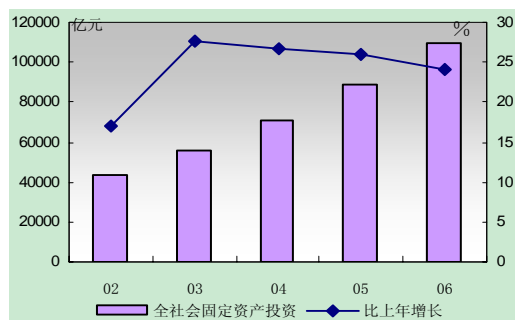
行业分析

宏观经济环境

2002 年以来，我国宏观经济进入新一轮增长周期，此轮经济增长具有明显的重工业化特征，对能源及基础资源需求加大，并推动电力、煤炭、交通运输等基础性产业进入一个较长时期的稳定增长阶段。然而，在经济效益稳步提高的同时，一些矛盾和问题也逐步体现，主要表现为固定资产投资和货币信贷扩张过快，煤电油运供需关系紧张，物价上涨加快等。

为此，从 2004 年起，中国采取了一系列宏观调控措施，限制正在形成过剩生产能力的某些部门的投资，并先后四次提高利率。总体看，宏观调控起到一定效果，经济生活中的不稳定、不健康因素得到抑制，投资过快增长得到控制，物价上涨趋于平稳，经济大幅波动的风险明显降低，为国民经济稳定发展提供了保障。2004~2006 年中国经济增速分别达到 10.1%、10.4% 和 10.7%。2006 年中国全社会固定资产投资完成 109,870 亿元，增长 24.0%，增幅比上年下降 1.6 个百分点。

图 1：2002~2006 年中国固定资产投资增长情况



资料来源：中国统计年鉴 2002~2006

从长远看，经过多年的发展，中国经济增长的质量明显提高，企业效益取得较快增长，内生性增长力量大大增强，区域发展的协调、经济结构的调整、煤电油运瓶颈的缓解、投资消费出口结构的改善，均说明中国经济已经进入新的发展阶段，预计中国经济将继续以超过 8% 的较高速度增长。虽然全球范围的贸易保护主义近年越来越扩展，但依托国际化背景的中国经济将会沿着健康、平稳、快速的道路前进。

从近期看，宏观调控还将继续发挥作用，这有利于中国经济长期稳定发展。但是，当前经济生活中依然存在的突出矛盾和问题，如国际收支不平衡、流动性过剩、经济结构不合理、节能环保压力很大，土地、资金等最主要生产要素的配置机制还不够合理，供给结构过剩和有效需求不足两个方面导致出现产能过剩问题。这些问题对中国经济社会发展也形成了极大的挑战。

投资体制和监管体制

2004 年 7 月国务院颁布《关于投资体制改革的决定》以后，标志着我国新一轮投资体制改革开始启动。新的投资体制改革的实施既增加了企业决策的自主权，也进一步加大了项目投资的竞争压力和投资决策的责任。

目前企业投资项目核准制和备案制已全面实施，投资项目咨询评估引入竞争机制也进展顺利。特别是政府投资管理得到一定加强，先后制定出台了《中央预算内投资补助和贴息项目管理暂行办法》、《中央预算内投资项目公示试点管理办法》，政府投资项目“代建制”试点也在积极推进。

另一方面，我国投资市场将更加开放，国内有实力的企业集团和海外大财团将会利用投资体制改革带来的发展机遇，对资源、项目和市场的争夺更加激烈，投资控股性公司面临一定的竞争压力。

在国有资产管理上，国资委作为国有资产的出资人代表，对中央企业的监管也更加完善，相继制定了《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》、《企业国有产权转让管理暂行办法》等一系列监管办法和政策。同时，国资委提出要逐步优化调整国有经济布局 and 结构、加大所监管中央企业的重组力度、审核企业的发展规划以及明确企业的主业、重点培育具有国际竞争力的大型企业集团。

国资委于 2006 年底公布了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，提出要加快国有大型企业，尤其是电信、电力、民航等行业的调整和重组，目前直管的 159 家企业将逐步优化调整至 80~100 家，最后到 35 家左右。这些措施将有利于具有较强整体实力、战略目标明确、与国计民生和国家安全关系密切的公司尽快做强做大。

电力行业

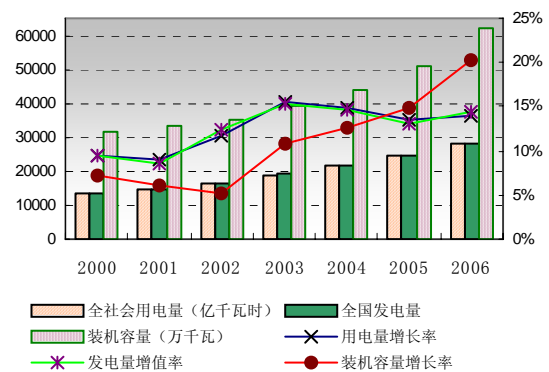
电力行业作为国民经济的支柱性产业，近几年在中国经济持续高增长的拉动下实现了高速发展。2000~2002 年投资增速略有回落，经历 2002 年电力紧张后，近年来电力投资增长速度一路走高，截止 2006 年底，全国发电装机容量达到 6.22 亿千瓦，同比增长 20.3%。其中，水电达到 1.29 亿千瓦，约占总容量 20.67%，同比增长 9.5%；火电达到 4.84 亿千瓦，约占总容量 77.82%，同比增长 23.7%。据预测，“十一五”期间，中国电力装机总量可达 8.4 亿千瓦，较“十五”末期将增加 3.23 亿千瓦，年增速将达 8.5%。

与装机容量增速一路上扬相比，全国发电企业发电量增速变化相对平稳，2002 年以来基本在 10%~15% 之间缓慢波动。截止 2006 年底，全国发电企业发电量达到 28344 亿千瓦时，同比增长 13.5%。其中，水电发电量 4,167 亿千瓦时，约占全部发电量 14.70%，同比增长 5.1%；火电发电量 23,573 亿千瓦时，约占全部发电量 83.17%，同比增

长 15.3%；核电发电量 543 亿千瓦时，约占全部发电量 1.92%，同比增长 2.4%。

发电量与电力需求高度相关，发电量的稳定增长正是源自电力消费需求持续旺盛的拉动，其中 2006 年全社会用电量达到 28,248 亿千瓦时，同比增长 14.0%，增幅比 2005 年上升 0.4 个百分点。

图 2：2000 年以来我国电力供求对比



资料来源：《中国统计年鉴（2000—2002）》，中电联《全国电力生产统计指标快报（2003—2006）》

近年来，随着大批电源项目的相继建成投产，电力供需形势基本缓和，局部地区出现阶段性过剩，发电设备利用小时数已呈下滑态势。2006 年累计平均利用小时数为 5,221 小时，同比降低 203 小时。其中，水电设备利用小时数为 3,434 小时，同比降低 230 小时；火电设备利用小时数为 5,633 小时，同比降低 233 小时；核电设备利用小时数为 7,774 小时，同比增加 19 小时。

可以预见，未来几年内影响电力供需平衡的主要矛盾将逐渐从总量不足转向电煤短缺和电源结构调整等方面。一方面电煤短缺推动电煤价格上涨，近几年煤炭价格大幅上涨，影响了火电企业的盈利能力；另一方面，虽然我国以煤为主的能源资源结构决定的以火电为主的电源结构在短期内不会发生明显改变，但是，我们注意到国家的电力产业政策已经开始向优化电力产业结构的方向发展；特别是我国政府在“十一五”规划中已

明确提出大力发展清洁能源、提高能源使用效率、减少环境污染的要求，在此方向指导下，电力行业今后一个时期将实行“加强电网建设，大力发展水电，优化发展煤电，积极推进核电发展，适度发展天然气发电，加快新能源发电”的发展政策。水电行业将面临良好发展机遇。

电力市场化改革的最终方向是实现“竞价上网”。电价改革的效果未来3~5年将逐步体现，尽管其进程和力度目前尚难以预测，但随着2006年后电力供需逐渐平衡，越来越多的地区出现电力富余，发电企业面临的电价风险将日益明显。

总体看，未来几年内全国各区域电网均可实现平衡，局部地区受来水、电煤供应等不确定因素影响，可能出现短时供需紧张；整个电力行业将面临电源结构调整、电网建设滞后、环保投入增加、电煤短缺、来水不可控、竞价上网及设备利用小时数下降等客观因素的挑战。但受国民经济快速增长的拉动，电力投资需求依然旺盛，而且在全国联网、西电东送等政策的影响下实行跨区送电将缓解区域性矛盾，推动西部电力规模发展。预计“十一五”期间电源发展所需投资在1.9万亿元左右，每年平均在3,800亿元左右，将推动具备竞争实力的大型电力企业及企业集团再上新台阶。

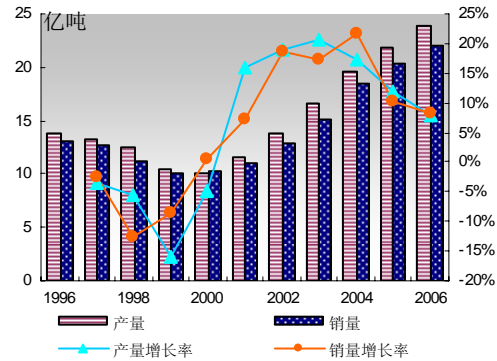
煤炭行业

我国是能源消费大国，由于我国富煤贫油少气的能源结构特点，煤炭在我国一次性能源生产和消费中所占比重一直保持在70%以上。目前，我国是世界上最大的煤炭生产国和消费国，我国电力燃料的75%、钢铁冶炼与铸造能源的70%、民用燃料的80%均来自煤炭。

煤炭行业属周期性行业，在经历了2002年以来膨胀性的增长后，目前已进入平稳发展阶段。2006年我国煤炭产量达23.8亿吨，

销量达22.1亿吨，分别比2005年增长8.0%和8.1%，产销增幅继2005年后继续回落(图1)。预计未来几年国内煤炭业仍有一定的上升空间，但增速将继续放缓。

图3：近年国内煤炭产销变化情况



资料来源：中诚信国际整理

从煤炭政策上看，政府对于煤炭行业的重视程度正在日益加强，其中完善煤炭资源开发开采管理体系，促进煤炭资源的合理有序开发，提高资源利用率和安全生产成为政策最核心的部分。当前，我国煤炭行业经营管理体制正处于由传统的计划经济向市场经济转型阶段。一方面，煤炭价格、煤炭资源的勘探权和开采权逐步向市场化方向发展。另一方面，我国加大安全环保投入，逐步还原煤炭成本。2007年初，我国电煤市场取消了长达50多年历史的全国煤炭订货会议，取而代之的是由国家发改委牵头召开的电视电话合同汇总会议，标志着电煤价格双轨制的取消。同时，国家近期在成本还原方面出台的相关政策旨在进一步提高吨煤成本，这将在较长时期内对国内煤炭价格形成有力支撑。另外，国家在税收方面进行了较大调整，一是恢复征收的煤炭企业未利用塌陷地城镇土地使用税；二是取消动力煤和无烟煤等出口退税，将焦炭、炼焦煤和无烟煤等加入《加工贸易禁止类商品目》，对炼焦煤和焦炭课征5%的出口税。

近几年受煤炭产能不足、电煤需求旺盛以及运输瓶颈等因素的影响，煤炭价格不断

上升，煤炭企业利润普遍增加。2005 年国内现货市场出售煤炭的平均价格为 270 元/吨，同比提高 30.8%，2006 年国内商品煤平均售价为 301.55 元/吨，同比增长 11.60%。从目前的供求关系来看，电力、钢铁、建材和化工四大行业的快速增长为煤炭需求的持续增长提供了强有力的支撑，煤价短期内仍将维持在高位。但由于煤炭市场近期回暖，煤矿投资规模迅速增长，导致煤炭供应增加，供需矛盾逐步得到改善。长期看，煤炭供需的日益平衡将使煤炭价格总体保持平稳，煤炭市场化的改革将使煤炭价格更准确地反映市场供求状况和资源稀缺程度。但未来煤炭价格的走势还受到煤炭成本还原、煤炭价格市场还原及相关政策等因素的综合影响，煤炭价格仍具有一定不确定性。

业务运营

作为投资控股公司，国投集团坚持“阶段性持股”的经营理念，通过股权投资和股权经营管理提升企业价值。经过“二次创业”以来的不断发展，国投集团的业务构架已经由以实业投资与服务业互相支撑“四位一体”的业务框架逐步演进为成为实业、服务业与国有资产经营“三足鼎立”的发展方向。

实业板块

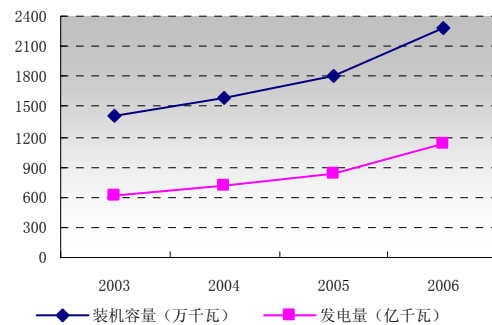
国投公司的实业板块主要包括电力、煤炭、交通、化肥和高科技产业，是公司的基本收入和利润来源。

电力

电力业务是国投公司资产和利润增长的重要支撑，目前国投公司的电力业务主要由下属子公司国投电力公司和国投华靖电力控股股份有限公司负责。2006 年国投公司发电规模继续保持了快速增长，新增装机容量 433.25 万千瓦，总装机容量达到 2,274.6 万千瓦，其中水电与火电比例为 1: 1.6，预计全

年累计发电量 1,100 亿千瓦时以上。其中，可控装机容量为 1,339 万千瓦，水电达到 518 万千瓦，火电达到 821 万千瓦；全年可控机组发电量为 559.62 亿千瓦时，水电 222.82 亿千瓦时，火电发电 336.80 亿千瓦时。

图 4：2003~2006 年公司发电能力增长情况



资料来源：公司提供，2006 年发电量为预计数

2006 年公司续建的水电站项目包括甘肃乌金峡水电站和锦屏一级水电站的扩建项目，同时锦屏二级水电站、官地水电站、桐子林水电站和两河口水电站的扩建项目将于今年开始施工准备，计划明后年进入正式建设期。

在水电方面，公司控股了四川二滩水电站、云南大朝山水电站和甘肃小三峡水电站，参股了广州抽水蓄能电站和贵州黔源以及一些中小水电项目（见表 1）。2007 年公司水电项目的建设重点主要集中在锦屏一级、锦屏二级和乌金峡水电站，同时官地和桐子林水电站有望得到政府核准。

未来国投公司水电项目主要以雅砻江流域整体开发为主，根据规划，雅砻江沿江将开发 21 级电站，可开发装机容量 2,610 万千瓦。其中两河口、锦屏一级、二滩三大水库是雅砻江中下游的控制性水库，总库容 256 亿立方米，调节库容 158 亿立方米，具有巨大的调节作用和补偿效益，建成后可实现各梯级电站完全年调节，有效改善电网的电力质量。

表 1：2006 年国投公司水电资产分布情况

| 水电 (万千瓦) | 持股 比例 | 装机 容量 | 控股 容量 | 权益 容量 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 四川二滩水电站 | 48.00% | 330 | 330 | 158.4 |
| 云南大朝山水电站 | 50.00% | 135 | 135 | 67.5 |
| 甘肃小三峡水电站 | 50.00% | 53 | 53 | 26.5 |
| 广州抽水蓄能电站 | 23.00% | 240 | - | 55.2 |
| 贵州黔源 | 26.59% | 51.25 | - | 16.9 |
| 中型水电 ¹ | - | 54.69 | - | 11.48 |
| 总计 | - | 876.1 | 518.0 | 335.9 |

资料来源：公司提供

公司火电资产分布比较广泛，包括福建、云南、广西、甘肃、河南等地区（见表 2）。2007 年公司钦州电厂和新密电厂将投产，同时北疆电厂和山西华实电厂有望得到核准。另外，天津等地 10 台百万千瓦超临界火电站也进入建设准备阶段。

表 2：2006 年国投公司火电资产分布情况

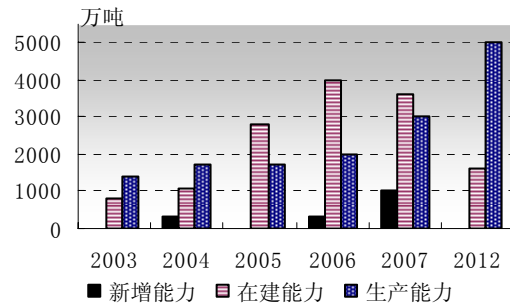
| 火电 (万千瓦) | 持股 比例 | 装机容 量 | 控股 容量 | 权益 容量 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 福建嵩屿电厂 | 46.60% | 120 | 120 | 41.9 |
| 甘肃靖远电厂 | 50.00% | 120 | 120 | 30.0 |
| 云南曲靖电厂 | 44.00% | 120 | 120 | 52.8 |
| 广西北海电厂 | 55.00% | 60 | 60 | 33.0 |
| 甘肃张掖电厂 | 45.00% | 60 | 60 | 13.5 |
| 永城电厂 | 70.00% | 60 | 60 | 55.9 |
| 河南周口电厂 | 70.00% | 27 | 27 | 60.0 |
| 张家港燃气电厂 | 70.00% | 79 | 79 | 52.8 |
| 张家港燃煤电厂 | 70.00% | 25 | 25 | 33.0 |
| 沙洲电厂 | 17.50% | 120 | 120 | 27.0 |
| 新密电厂 | 17.50% | 30 | 30 | 10.5 |
| 参股电厂合计 | - | 577.5 | - | 141.5 |
| 总计 | - | 1,398.5 | 821 | 422 |

资料来源：公司提供

根据公司未来十年发展规划（见图 5），到 2012 年，公司装机容量达到 5,000 万千瓦，电力资产规模 1,400 亿元以上，百万级的火电机组总装机容量达到 600 万千瓦，煤电联营项目总装机容量达到 300 万千瓦。因此，未来公司电力行业具有较好的成长性。

¹ 注：中型水电为公司所有中型电站合计。

图 5：国投电力业务主要指标规划



资料来源：公司提供

总体来看，国投电力板块规模较大，电源结构良好，区域分布广泛，能够较好的规避单一结构和地区风险。在水电方面，随着雅砻江流域滚动开发的进行，公司水力发电规模和质量有望进一步提升；在火电方面，公司将通过统筹组织同一区域电厂的生产和销售，优化运行。同时，充分利用中、西部地区煤炭资源，开发煤电联营、煤电一体化项目，并推进电煤的集中采购，提高成本和价格的竞争优势，防范行业周期性波动的风险。中诚信国际同时关注电力供需趋于平衡以及电力体制改革对公司电力板块未来运营和盈利的影响。

煤炭

煤炭业务是公司第二大支柱业务，目前主要由下属子公司国投煤炭公司负责。截至 2006 年底，公司煤炭板块共投资 16 家企业，包括 8 家为煤炭生产企业和 2 家煤炭经销公司。公司煤炭板块对下属公司控制力度较强，除山东王晁煤矿外，其余均为公司控股。

从煤炭资源分布看，公司主要煤炭项目分布在安徽、山西、山东、河南、河北、新疆六个省区，在东部、中原地区具有一定的局部优势，在西部有一定的资源储备。未来公司煤炭板块发展的重点为安徽、山西和新疆。

2006 年是国投公司煤炭板块项目建设高峰期，煤矿在建矿井 4 对，生产能力合计 1,130 万吨；前期准备项目 10 对井工矿，一座露天

矿，合计产能 2,539 万吨；调研论证项目 3 个，预计产能 1,920 万吨。在建电厂 2 座，发电机组装机容量合计 54 万千瓦；前期准备的电厂 5 座，发电机组装机容量合计 447 万千瓦。

表 3：2006 年国投公司煤炭资产分布情况

| 煤矿（万吨） | 持股比例(%) | 产量 |
|----------------|---------|-----------------|
| 国投新集能源股份有限公司 | 53.56 | 794.27 |
| 国投煤炭郑州能源开发有限公司 | 60.00 | 91.51 |
| 微山崔庄煤矿有限责任公司 | 53.70 | 120 |
| 山东滕州曹庄煤炭有限责任公司 | 56.4% | 46.9 |
| 新疆伊犁犁能煤炭有限公司 | 64.86 | 82.4 |
| 阳泉南煤集团有限公司 | 62.00 | 320.93 |
| 王晁煤矿 | 40.40 | 68.8 |
| 总计 | | 1,524.81 |

资料来源：公司提供

2007 年，国投公司煤炭板块将继续处于基建和投资高峰期，预计将有 12 个矿井和电厂项目处于基建阶段，全年有望新增煤炭生产能力 330 万吨，投产发电装机 27 万千瓦。公司煤炭板块投资主要集中在安徽新集区域和山西区域。在安徽新集，板集矿（300 万吨/年）于 2006 年 8 月进入建设期；口孜集东矿（500 万吨/年）和杨村矿（500 万吨/年）也已经列入新集矿区总体规划。同时，与煤矿配套的坑口电厂刘庄电厂和板集电厂也已完成前期工作。在山西区域，阳泉市南庄煤炭集团公司煤矸石电厂项目（2×13.5 万千瓦）已经开工建设，西上庄煤电一体化项目（煤矿 600 万吨/年，电厂 2×60 万千瓦）已列入省“十一五”规划；国投昔阳能源有限责任公司黄岩汇煤矿（90 万吨/年）和安平电厂（2×13.5 万千瓦）已经进入建设期；白羊岭煤矿（45 万吨/年）已取得山西省煤炭工业局对改扩建工程可研的批复。

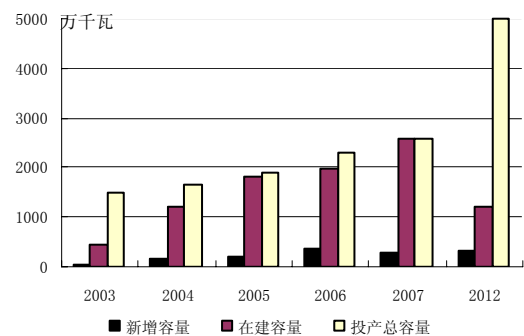
目前，公司业务布局主要在安徽、山西和新疆等区域，为实现跨越式的发展，公司发展将在蒙西、陕西、甘肃等煤炭资源富集的区域探索大块整装的资源，建设大型现代化矿井，同时大力发展煤电一体化和煤化工，

向下游延伸产业链。

除煤炭生产外，国投煤炭板块还包括国投煤炭运销有限公司和国投京闽（福建）工贸有限公司两家煤炭销售企业，主要负责为公司电力板块的相应电厂提供电煤。为了提高国投公司各板块之间的协同效应，公司未来将加大电煤统一采购和配送比例。

经过近几年的建设，国投公司煤炭板块将在 2008~2009 年后进入投产高峰期。根据公司未来十年发展规划，2012 年公司煤炭年生产能力达到 5,000 万吨，资产规模达到 200 亿元以上，拥有可采储量 80 亿吨以上，单机容量 13.5 万千瓦以下的坑口电厂装机容量达到 100 万千瓦以上，并保持一定的项目储备。

图 6：国投煤炭业务主要指标十年规划



资料来源：公司提供

总体来看，国投公司煤炭板块近几年发展较快，储备项目较多，并且主要为煤电一体化和煤化工项目，未来发展前景良好。中诚信国际也注意到，由于目前处于基建高峰期，因此未来两年资本支出规模较大，而且随着国家相关政策的出台以及供求形势的转变，煤炭企业的利润空间将会逐步压缩。

交通

目前国投公司交通业务主要由下属子公司国投交通公司负责，业务范围包括公路（含桥涵、场站）、港口和相关配套项目的开发、经营和管理。国投交通公司下属 8 家企业，其中国投洋浦港、国投龙口西港、国投曹妃

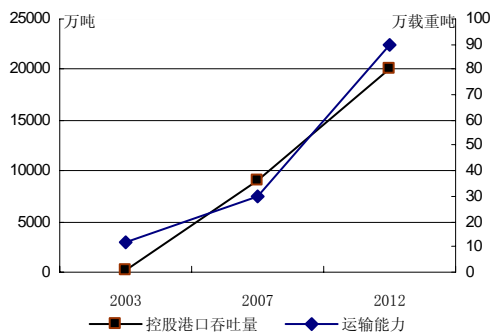
甸港、国投京唐港主要是从事沿海港口业务，镇江港主要是内河港口业务，临沂路桥公司主要是路桥收费业务，远东航运公司主要是海洋运输业务。2006年，国投公司港口吞吐量达到8,000万吨，航运能力20万载重吨。

国投公司是唯一代表国家管理全国中央级港口经营基金的中央企业，其港口业务基本涵盖全国骨干枢纽港，主要码头分布在长江、长江出海口和沿渤海湾地区。其中，权益超过亿元的港口共有18个，主要控股港口包括曹妃甸煤炭码头（一期工程1亿吨/年）、京唐港3,000万吨煤码头、龙口港15万吨散货码头、镇江港大港三期、洋浦港三期等，在建工程投资规模110亿元。京唐港、曹妃甸、龙口西港、镇江大港三期、洋浦港三期等项目在未来3年将形成超过亿吨的吞吐能力，成为港口板块的主体。

为了更好的发挥板块之间的协同作用，公司将煤电板块的燃料运输交由远东（海南）联合航运公司负责，实现上下游产业的有效连接。

根据公司未来十年发展规划（见图7），2012年将形成3~5个战略支撑类的大型港口项目、适度规模的中型船队以及少数效益好的股权管理类项目，资产规模达到180亿元，港口吞吐能力超过2亿吨。

图7：国投港航业务主要指标十年规划



资料来源：公司提供

总体来看，国投交通板块目前拥有长江、长江出海口和沿渤海湾等国家重要港口资

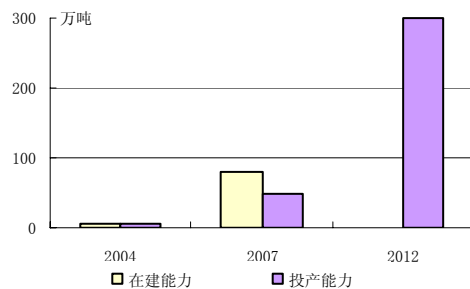
源，其中京唐港、曹妃甸港、镇江港等符合国家北煤南运战略，具有一定竞争优势。但中诚信国际同时注意到，公司港口确权和重组工作还需要一段时间，同时京唐港和曹妃甸港还处于建设期，港口业务实现规模增长还需要一段时间。

化肥

化肥行业作为国家重要基础性资源行业，是公司积极拓展的重要投资方向。目前公司主要投资钾肥和磷肥项目，通过收购重组，公司已控股新疆罗布泊钾盐公司，拥有的钾盐资源工业储量占全国总储量的一半以上，未来将成为全国最大的钾肥生产基地。同时，公司已完成新疆钾肥的运输配套工作，120万吨扩建项目预计于2010年实现投产。在磷肥方面，公司提出了做大做强磷肥产业的重组整合思路 and 方案，重点整合贵州磷肥资源，并积极寻找境外优质化肥资源。2007年，国投公司将继续推进罗布泊钾盐公司120万吨钾肥项目，并进行磷肥股权结构调整，全力争取控股磷肥项目；并探索开发新的资源，跟踪境外化肥资源，争取迈出“走出去”战略的关键一步。

根据公司未来十年发展规划，2012年，公司钾肥生产能力将达到300万吨，拥有钾盐矿可采储量2亿吨以上，化肥资产规模达到100亿元以上。

图8：国投化肥业务主要指标十年规划



资料来源：公司提供

总体来看，国投公司化肥板块前景较好，

但整合国内磷肥的进展由于涉及面广、面临较大困难，从而具备较大不确定性。此外，运输问题有可能成为制约公司钾肥战略实施的关键因素。

高科技创业

高科技创业板块作为公司利润补充，以阶段性持股的经营理念作为指导。

在汽车零部件领域，公司继续在汽车油箱领域中保持重要市场份额。通过与全球汽车业主要零部件生产供应商合作，公司投资了扬州亚普汽车部件有限公司、法雷奥汽车空调湖北有限公司、上海纳铁福传动轴有限公司、长春海拉车灯有限公司等。其主要产品供上海大众、东风雪铁龙、一汽大众、上海通用等整车厂商，具有很高的市场占有率，其中国内 50% 以上的轿车塑料燃油箱来自扬州亚普汽车部件有限公司。目前在汽车零部件行业利润率下滑的情况下，公司零部件产业具有一定的盈利能力。

国投公司高科技创业投资业务主要投向电子信息、生物医药、生态农业、环保水处理和新材料等产业。公司承担了国家确定的利用国债资金投资建设的 235 个高技术产业化项目的投资管理任务，投资余额 20.3 亿元。2006 年公司在国债项目回收资金原则上再投资于有发展潜力的国债项目，加大对生物医药、生物农药、电子信息等重点领域的投资，对影响力、控制力小和不能达到国内一流的项目加快退出。2006 年公司高科技板块运行良好，天津力神、深圳康泰、国投中鲁等公司继续成为该板块的利润增长点。未来国投公司将以国投中鲁为高科技投资的运作平台，打造国投高科技上市公司。

服务业板块

目前国投公司的服务业板块包括金融、咨询和资产管理，主要为实业板块服务，更好发挥公司各板块之间的协同效应，未来服

务板块将成为国投公司发展的重要手段和利润增长点。

金融

2006 年，国投信托完成了迁址、更名、增资三大步，国投瑞银成功发行了核心企业基金和创新动力基金，金融受托管理资产 185 亿。同时，国投公司还参股了证券、基金、资产管理公司和银行等多家金融企业。

2007 年国投信托将加大信托产品创新力度和对资本市场的财务性投资，提高资产的流动性和收益性。

金融业务可以为实业投资提供金融支持手段，发挥金融与实业的协同作用，未来将成为公司资产扩张的重要支撑。目前公司金融控股框架还处于形成初期，具体运营管理和风险控制模式还有待进一步完善。

咨询

中投咨询主要为集团建设项目提供投资咨询，2006 年公司在服务于集团成员企业的同时，完成 12 项国家重点项目的咨询任务。未来中投咨询将逐步发展成为集投资咨询、工程咨询和管理咨询于一体的综合性咨询公司。根据规划，2007 年前，中投咨询公司计划成为国家级重点咨询公司之一；2012 年发展成为在业内具有重要地位和影响力的公司之一。

国有资产经营板块

国投公司是国资委系统第一家开展资产托管业务的中央企业。目前公司的资产管理业务主要为公司内部不良资产处置和结构调整提供服务，同时根据国资委的部署，有计划的对外拓展业务。2006 年公司托管中国包装总公司的工作稳步推进，政策性破产、化解债务风险和职工安置工作都取得了重大进展。中国投资担保公司正式划转，成为国投全资子公司，顺利完成了重组和增资。中投

担保的划转和中包公司的成功托管，为公司作为国有资产经营平台，参与国有资本布局结构调整积累了经验。

根据规划，到 2007 年公司累计处置资产 90 亿元，其中外部市场占 50%；2007 年至 2012 年累计处置资产 120 亿元，其中外部市场占 80%。根据国资委国有经济产业布局与结构调整思路，重点扶持 30-50 家大企业集团，其余将通过各种方式进行重组或处置，这将给公司国有资产经营业务带来较大的机遇。

战略规划

基于外部环境和自身情况，经过“二次创业”以来的不断发展，国投公司不断优化业务选择，使公司业务架构从“四位一体”逐步演进为实业、服务业与国有资产经营“三足鼎立”的发展方向。其中，实业和服务业是集团生存的基础，资产经营是服务于布局结构调整的功能和手段。中诚信国际认为，经过近几年的快速发展，公司发展战略逐步完善，业务构架进一步明确，有利于公司未来加快发展和增强实力。但各板块及业务内部资源还需要进一步整合，整体协同效应还有待进一步发挥。

管 理

管理体制

国家开发投资公司实行总裁负责制，同时设立投资委员会、顾问委员会两个专业委员会辅助总裁进行决策。2006 年国投公司根据《中央企业全面风险管理指引》的要求，成立了风险管理委员会和风险管理办公室，组织和指导风险管理工作。目前国投公司有 8 个业务部门或二级全资子公司：金融投资部、化肥投资部、国投电力公司、国投煤炭公司、国投交通公司、国投高科技投资有限公司、国投资产管理公司和国投物业有限责

任公司。

公司目前实行三级管理体制，总公司对投资部和全资子公司直接负责，再通过投资部和子公司对三级公司进行投资控股，同时也有少数控股子公司由母公司直接进行投资。2006 年，国投公司通过制定《要素管理纲要》，细化了各要素的管理流程，明确了母子公司在集团管理中的责任，初步建立了内容清晰、责任明确、运转有序的要素管理体系。

总体看，国投公司由于投资公司数目较多，而且层次较多，并且随着投资企业数量和类型的增加，公司对下属企业的控制和整合能力还需要进一步加强。

风险管理

2006 年国投公司根据《中央企业全面风险管理指引》的要求，推进全面风险管理体系建设，逐步将风险管理融入经营管理工作的各个环节。同时，公司还聘请专业风险管理机构，辨识风险，编制流程，提出了控制防范措施，成立了风险管理委员会和风险管理办公室，组织和指导风险管理工作。

作为投资控股公司，对于下属企业的投资管理尤为重要，目前国投公司内部所有企业的对外投资都归总部统一管理。对于重大投资计划，需事先对其风险评估报告进行讨论，并在表决中实行一票否决制，同时公司对于投资项目的盈利指标规定均高于行业平均水平标准，因此公司投资项目能够在有效控制风险的同时具有较高的盈利水平。2006 年国投公司针对项目建设规模大、投资集中的特点，初步建立了基建管理体系，概算管理、招标投标管理、工程质量管理得到进一步加强。

在财务管理方面，2006 年公司开始推进资金集中管理，实施重大融资项目统一管理。同时，公司还组织实施了对集团总部、子公司和重点企业的审计工作，开展了重点调研活动，加强和改进集团的内部审计工作。

但是由于下属企业数量众多，公司还需提高对下属企业的统一财务管理工作，加强内部审计人员的专业力量以保证内部审计制度的执行力度。

总体来看，公司治理结构的风险监督安排较为健全，以财务、审计、法律和纪检监察为基本构成的内部风险监督部门和各自职能已基本确立，其在投资决策中的独立意见机制在一定程度上起到了风险防范作用；投资决策的流程、权限和相关制度不断完善，在实际运作中发挥了较好的风险防范作用。不过，公司目前的风险监督主要集中于事后评价，以事前防范、事中控制和事后监督评价为核心的风险控制机制还需进一步建立和完善。

政府支持

自 1995 年成立以来，国家对国家开发投资公司的发展给予了大力的支持。作为出资人，国家实际拨付资本金 49 亿元，先后划入经营基金（含拨改贷）和国债专项资金涉及 858 个项目，共计 150 亿元。同时，国家赋予国投公司产业政策导向职能，将公司定位于基础性、资源性和关系国计民生的业务，公司投资方向由于符合国家国有资产布局 and 产业政策发展方向，许多项目都得到国家各部委的支持，并且长期得到国家开发银行软贷款支持。在税收方面，公司享受了投资控股公司股权运作和子公司合并纳税的优惠政策，避免了重复纳税。

作为中央企业中最大的投资控股公司，公司发展也得到国资委的大力支持。国资委给公司的业务定位，以及发挥公司在国有经济产业布局与结构调整中的作用，赋予公司资产处置职能，均体现了国资委做大做强公司的意图。国资委于 2006 年底公布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中明确提出要加快国有大型企业，目前直管的 159 家企业将逐步优化调整至 80~

100 家，最后到 35 家左右。以上政策的出台将有利于国投公司的未来发展，增强公司的整体竞争力。

我们认为，由于公司国有投资控股的独特作用，在未来的发展过程中公司还将继续得到国家的大力支持。

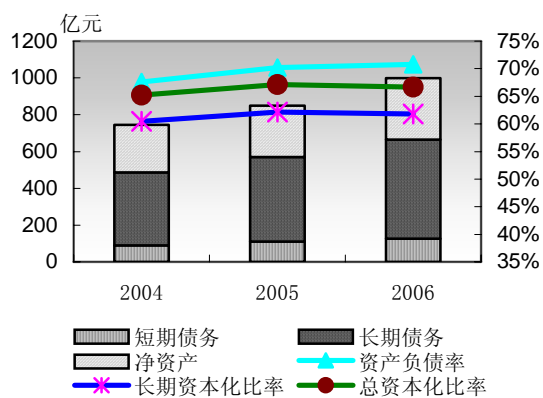
财务实力

本报告关于公司财务实力的分析基于中兴华会计师事务所有限公司审计并出具的公司 2004~2005 年无保留意见财务报告及信永中和会计师事务所初步审计的 2006 年财务快报。上述财务报告均按中国会计准则编制。除特殊说明外，各年数据均取自当期财务报告期末合并数。

资本结构

受电力、煤炭等行业景气度的持续高企，公司加快了投资步伐，资产规模保持稳步增长的态势。2004~2006 年，公司资产总额及净资产（含少数股东权益）年均增长率分别为 19.32% 和 13.27%，显示出较强的成长性；截至 2006 年底，公司总资产达到 1,137.98 亿元，净资产 332.28 亿元。

图 9：近三年公司资本结构图



随着投资规模的快速增加，公司债务规模也相应扩大，截至 2006 年底总债务为 664.46 亿元，其中，短期债务 126.26 亿元，

同比增长 13.40%，长期债务 538.20 亿元，同比增长 17.44%。如图 9 所示，公司资产负债率、总资本化比率和长期资本化比率三项指标三年来较为稳定，2006 年分别为 70.80%、66.66% 和 61.83%，整体上处于较高位运行。

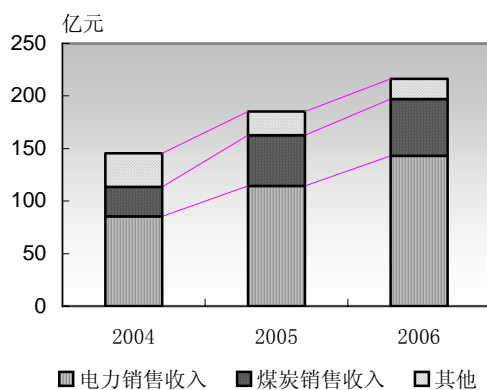
从债务结构来看，公司近几年一直以长期贷款为主，其中 2006 年长期债务为 538.20 亿元，其总量明显大于短期债务总量；2004~2006 年长、短期债务比分别为 4.41、4.12 和 4.26，债务结构较为合理。

总体看，近年来受投资加速影响，公司资产及资本规模增长较快，规模优势更加明显。但公司资产负债率和总资本化比率始终处于较高水平运行，未来几年也将基本保持稳定。

盈利能力

公司近两年战略推进较为成功，存量投资项目的整合工作取得良好成效；加之电力、煤炭两大板块均处于行业景气时期，在此支持下，公司主营业务收入也呈良好增长态势。2004~2006 年公司分别实现主营业务收入 145.29 亿元、185.11 亿元和 216.38 亿元，分别较上年增长 37.39%、27.41% 和 16.89%，增速有所放缓，但增加总量稳定在较高水平。

图 10：公司近三年主营收入增长情况



进一步分析公司主营业务收入和主营业务利润的构成看到，电力和煤炭对公司目前的收入和利润形成产生了基础性的支持作

用，两者收入之和占公司总收入之比三年分别为 78.17%、87.93% 和 91.07%，两者利润之和占公司总利润之比分别为 88.23%、91.92% 和 84.22%。其中，电力业务对公司收入贡献作用加强而对利润的贡献有所减小，但仍为第一大收入和利润来源；煤炭业务的收入和利润总额均呈增长态势，2006 年煤炭对收入和主营利润的贡献分别达到 25.07% 和 31.64%，继续保持重要的地位。此外，随着交通、化肥等板块战略推进较为成功，其对主营收入和利润的贡献也在逐步加大，公司收入及利润构成逐步多元化。

受煤炭安全投入增加、运力紧张等因素影响，近年来煤炭成本迅速上涨，从而对公司的电力和煤炭两大板块的盈利能力带来一定影响。2004~2006 年公司主营毛利率分别为 40.99%、37.35% 和 34.88%，其中 2006 年作为公司主要业务单元的煤炭板块和电力板块毛利率均比上年下降 3.9 个百分点，从而拉动整个公司毛利率下降 2.47 个百分点，并使主营业务利润增速趋缓，从 2004 年的 41.80% 和 2005 年的 16.50% 下降为 8.43%。

从费用方面看，公司近三年的管理费用增长速度较快，增速高于主营收入增速，其中 2006 年管理费用为 19.67 亿元，较 2005 年高 4.73 亿元；营业费用从 2004 年 4.77 亿元的高位上逐年走低至 2006 年的 3.91 亿元，下降 0.86 亿元，速度相对平缓；财务费用呈现一定波动，2005 年较 2004 年降低 0.37 亿元，而 2006 年较 2005 年增加 6.39 亿元。总体上三项费用合计持续增长，但在主营业务收入快速增长的保障下，三项费用合计占主营收入的比重相对平稳，2004~2006 年分别为 21.31%、18.13% 和 20.39%，在主营业务收入走高的趋势下为利润的增长创造了条件。

三年来公司利润总额保持良好增长态势。2004~2006 年公司分别实现利润总额

26.25 亿元、35.95 亿元和 40.60 亿元，后两年分别比上年增长 36.92% 和 12.93%；同期净利润也呈相同变化趋势，2004~2006 年公司分别实现净利润 7.80 亿元、13.87 亿元和 16.16 亿元，后两年分别比上年增长 77.78% 和 16.46%。从比率指标看，近三年公司所有者权益收益率和总资产回报率也保持了良好的增长态势，盈利能力进一步加强。

表 4：近三年利润来源一览及主要盈利能力指标

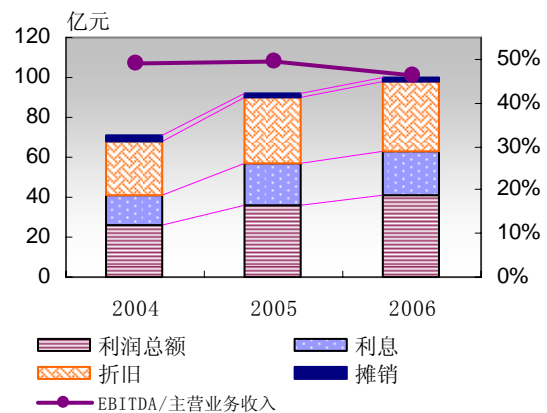
| 利润来源（亿元） | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------|-------|--------|--------|
| 营业利润 | 26.50 | 33.37 | 29.19 |
| 其中：其他业务利润 | 0.44 | 0.51 | 1.28 |
| 投资收益 | 1.43 | 3.30 | 11.80 |
| 补贴收入 | 0.19 | 0.26 | 0.24 |
| 营业外收支净额 | -1.87 | -0.98 | -0.63 |
| 利润总额 | 26.25 | 35.95 | 40.60 |
| 所得税 | 5.04 | 6.26 | 10.19 |
| 少数股东损益 | 13.58 | 15.87 | 14.16 |
| 未确认投资损失 | 0.17 | 0.05 | -0.10 |
| 净利润 | 7.80 | 13.87 | 16.16 |
| 主要盈利指标（%） | 2004 | 2005 | 2006 |
| 所有者权益收益率 | 4.24% | 7.36% | 7.55% |
| 总资产回报率 ² | 9.43% | 10.61% | 17.65% |

在现金获取能力方面，公司 2004~2006 年的收现比分别为 1.04、1.11 和 1.09，销售获现能力有所波动，但整体上保持了良好的现金回流质量。而且，在利润总额、利息支出及折旧均有所增长的态势下，2004~2006 年公司分别实现 EBITDA 71.03 亿元、92.03 亿元和 100.41 亿元，显示了良好的稳定性和成长性。三年来公司 EBITDA/主营业务收入的比例分别为 48.89%、49.72% 和 46.40%，较为稳定，对应指标表明其获现能力很高。未来，随着新建项目的陆续投产，公司盈利能力及固定资产折旧均将进一步加强，加上利息支出受贷款总额增加而增加，未来几年内公司 EBITDA 仍将保持稳定增长。

总体来看，公司主业突出，非经营性收

益所占比例不大，整体盈利能力随电力、煤炭行业景气提升和自身战略转型顺利推进而稳定增强，主要盈利性指标均稳定提高，现金获取能力保持较强水平。在电力和煤炭行业景气度不显著降低的情况下，随着公司电力及煤炭投资项目的陆续投运，其盈利能力有望进一步提升。尤其是未来一定时期，在港航业务和金融平台的积极支持下，其潜在的规模和协同效应将逐步释放，现有业务的整体盈利能力有望进一步提升。另外，随着大型钾肥、磷肥项目的逐步建成与投产及未来公司金融业务、资产管理业务的逐步拓展，目前主营业务过于集中于电力和煤炭的格局将逐步改变，公司的利润增长点将逐步多元化发展，企业的整体抗风险能力将进一步增强。

图 11：公司三年 EBITDA 变化一览



偿债能力

近年来公司处于快速成长期，投资规模增长较快，债务规模也呈现快速增长态势，截至 2006 年末，公司总债务 664.46 亿元，其中长期债务 532.80 亿元，占债务总规模绝大部分比重。2004~2006 年，公司经营现金流/利息支出³分别为 3.67、4.45 和 3.09 倍，呈现一定波动，其中 2006 年较上年快速下滑的主要原因是受经营活动净现金流的大幅减

² 总资产回报率=EBITDA/总资产平均占用额

³ 未经说明，本报告用到的利息支出仅含计入财务费用的利息支出

少和利息支出的较快增加的双重影响所至。三年来公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.74、4.41 和 4.40 倍，考虑资本化利息的影响，该值基本介于 3~4 之间，仍能覆盖当期利息支出。在总债务/EBITDA 方面，近三年分别为 6.84、6.19 和 6.62 倍，基本较为稳定，静态看当前总债务需要 6 年以上 EBITDA 积累才能覆盖。从公司债务到期分布来看，公司长期贷款占总债务 81%，由于其投资项目周期均较长，故其长期贷款期限也相对较长，10 年期以上贷款较为常见，缓和了公司未来几年内债务支付压力，从而使 EBITDA 的积累对当前总债务的保障更具意义。

表 5：公司近三年长期偿债能力指标一览

| 单位：亿元 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 长期债务 | 395.96 | 458.29 | 538.20 |
| 总债务 | 485.78 | 569.63 | 664.46 |
| 经营活动净现金流 | 54.97 | 92.88 | 70.40 |
| 利息支出 | 14.99 | 20.87 | 22.82 |
| 总债务/EBITDA | 6.84 | 6.19 | 6.62 |
| 经营净现金流/总债务 (X) | 0.11 | 0.16 | 0.11 |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 4.74 | 4.41 | 4.40 |
| 经营净现金流利息倍数 (X) | 3.67 | 4.45 | 3.09 |
| EBITDA/长期债务 (X) | 0.18 | 0.20 | 0.19 |
| 经营净现金流/长期债务 (X) | 0.14 | 0.20 | 0.13 |
| 资本化比率 (%) | 65.23 | 67.11 | 66.66 |
| 长期资本化比率 (%) | 60.46 | 62.15 | 61.83 |
| 资产负债率 (%) | 67.60 | 70.18 | 70.80 |

静态看，公司债务规模偏大，资产负债率在较高位运行。公司现金流基本能保障当前利息支付需要，但债务整体覆盖水平并不很强。短期内随着投资规模扩大，公司债务规模进一步增加，将导致资本化利息和财务费用同时增加，从而继续削弱公司偿债能力。但未来随着公司投资项目陆续投运，现金流获取水平将显著改善，公司偿债能力可望增强。

本期 20 亿元企业债券发行后，以 2006 年数据为依据静态估算，公司资产负债率、总资本化比率、长期资本化比率及总债务

/EBITDA 将分别为 71.31%、67.32%、62.69% 和 6.82 倍，与发债前相关数据比无明显变化，对长期债务压力影响不大。

目前公司债券融资项目进展顺利，截至 2006 年底累计完成投资 75.23 亿元，完成总投资的 20.60%，2007 年计划完成 80.46 亿元，占总投资的 22.04%。未来几年内仍将有较大规模建设任务，资金需求还有部分缺口，进一步举债将推高公司债务压力，资本化比率仍可能进一步走高。但通过对公司整体盈利能力的分析，我们预计公司在建项目达产后，公司偿债能力将进一步增强。

截至 2006 年末，公司尚有对外担保余额 15.58 亿元，其中逾期担保 4,940 万元，由于被担保方国投先科光盘有限公司因亏损已无偿债能力，国家开发投资公司已对其 4,000 万元担保作预计负债处理。近年来，公司加大了对对外担保控制力度，其存量担保风险不大，对其自身偿债能力不构成较大影响。需要注意的是，2006 年末公司尚有多起未决诉讼，且相关案件进展及结果存在一定的不确定性，可能产生一定的或有负债，不过涉案金额不大，其对公司当期经营及现金流不会带来较大影响。

作为国有大型中央企业，公司拥有较强的政府支持及良好的银企关系，目前公司在国内各大银行累计授信额度 1,748 亿元，其中随时提款权 140 亿元；此外，公司拥有两家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通；加之近年来持续活跃在债券市场，更加丰富了公司的融资渠道。我们认为公司融资能力较强、融资渠道丰富，可在未来为公司发展和资金需求提供良好支持。

综合以上因素，考虑到公司持续加强的盈利能力和逐步增强的现金获取能力，我们认为，公司以长期贷款为主的债务匹配有利于缓和短期压力，未来随着新建项目的投产，其盈利能力将日益改善，对本期企业债券还

本付息的保障度更高。

担保实力

本期债券由国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

国家开发银行（以下简称“国开行”）目前是中国政府全资所有的三家政策性银行之一，其股东为国家财政部。国开行主要为国家重点基础设施、基础产业和支柱产业的项目建设提供中长期融资。因以国家信用为支持，国开行在该领域拥有较强的竞争优势。除提供贷款外，国开行还从事财务顾问和债券承销等投资银行类业务。截至 2006 年末，国开行的资产总额和贷款总额分别达到 2.31 万亿元和 2.01 万亿元，仅次于四大国有银行。

与商业银行不同的是，国开行不吸收居民存款，因此营业网点较少，营业费用支出相对较低，成本收入比仅为 15% 左右，因此国开行表现出非常出色的盈利能力，2006 年国开行实现拨备前利润 443.80 亿元，净利润 276.52 亿元，其拨备前利润/总资产为 2.11%，平均资产回报率和平均资本回报率分别为 1.31% 和 19.16%，超过国内几乎所有商业银行。

由于职能定位的原因，国开行 90% 以上的资金投向了电力、公路、铁路、城市基础设施、石油化工以及邮电通讯等现金流较为稳定的行业，加之与中国各地方政府良好的合作关系，近年来国开行的贷款质量一直保持较好水平。2006 年末，其不良贷款率仅为 0.72%，拨备覆盖率达到 190.6%，为国内银行业最好水平。

因不吸收居民存款，国开行主要通过在国内资本市场发行债券进行融资，从而获得了相对低成本且长期的资金，形成了与其贷款投向更加匹配的负债结构，也成为其补充附属资本和获得流动性的重要来源。同时，国开行还可获得财政部税收返还以补充资本

金的优惠政策，以及向人民银行借用短期流动资金的特权。因此，国开行一直保持较为充足的流动性和资本。不过，近年来随着资产的迅速扩张，其资本充足率也呈现逐年下降的趋势，2006 年末资本充足率为 8.05%，较上年下降了 1.1 个百分点。

2007 年，经国务院研究决定，国开行将进行商业化改革，由政策性银行转型为一家商业银行，其改革方案有望于 2007 年下半年推出。鉴于国开行目前仍为国家全资所有的银行，且其自身也具有良好的财务素质，因此，中诚信国际认为，国开行综合财务实力极强，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

结论

综上所述，国家开发投资公司作为国内最大的国有投资控股公司，担负着国家重点投资项目、西部大开发等国有投资重任以及产业政策导向职能，公司在项目审批、贷款、财政、税收等各方面享有很强的政府支持；公司目前运营及投资的电力、煤炭及交通运输等项目进入较长时期的稳定增长阶段；公司规模巨大、实力雄厚，盈利能力稳定增长。同时，我们关注电力、煤炭政策及市场变动可能形成的影响。

根据对公司自身运营实力和担保实力的综合分析，中诚信国际认为本期债券安全性极强，违约风险极低。

附一：国家开发投资公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 财务数据(单位：万元) | 2004年 | 2005年 | 2006年 |
|------------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 577,731.70 | 585,976.13 | 942,431.79 |
| 应收账款净额 | 186,852.47 | 185,570.62 | 249,030.13 |
| 存货净额 | 147,727.94 | 158,238.23 | 191,912.73 |
| 流动资产 | 1,580,313.81 | 1,583,197.67 | 2,068,327.24 |
| 长期投资 | 1,214,032.68 | 1,111,721.55 | 1,345,597.24 |
| 固定资产 | 5,059,554.62 | 6,456,577.66 | 7,716,077.90 |
| 总资产 | 7,992,408.70 | 9,358,899.02 | 11,379,792.06 |
| 短期债务 | 898,135.08 | 1,113,413.38 | 1,262,591.40 |
| 长期债务 | 3,959,619.92 | 4,582,861.83 | 5,382,044.61 |
| 总债务(短期债务+长期债务) | 4,857,754.99 | 5,696,275.21 | 6,644,636.02 |
| 总负债 | 5,402,647.53 | 6,567,715.63 | 8,056,999.33 |
| 所有者权益(不含少数股东权益) | 1,839,327.91 | 1,884,470.91 | 2,138,865.99 |
| 主营业务收入净额 | 1,452,890.79 | 1,851,105.93 | 2,163,760.99 |
| 主营业务利润 | 570,112.43 | 664,193.96 | 720,211.47 |
| 投资收益 | 14,345.97 | 33,010.15 | 118,027.77 |
| 净利润 | 78,024.92 | 138,714.56 | 161,550.02 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 710,301.94 | 920,286.74 | 1,004,054.48 |
| 经营活动产生现金净流量 | 549,718.86 | 928,846.45 | 703,994.41 |
| 投资活动产生现金净流量 | -829,908.27 | -1,125,547.85 | -1,610,003.11 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 491,567.43 | 205,076.45 | 1,145,867.31 |
| 现金及现金等价物净增加值 | 211,379.30 | 8,244.43 | 239,751.89 |
| 财务指标 | | | |
| 主营业务毛利率(%) | 40.99 | 37.35 | 34.88 |
| 所有者权益收益率(%) | 4.24 | 7.36 | 7.55 |
| EBITDA/主营业务收入(%) | 48.89 | 49.72 | 46.40 |
| 经营活动净现金/总债务(X) | 0.11 | 0.16 | 0.11 |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 0.61 | 0.83 | 0.56 |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 3.67 | 4.45 | 3.09 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.74 | 4.41 | 4.40 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.84 | 6.19 | 6.62 |
| 资产负债率(%) | 67.60 | 70.18 | 70.80 |
| 总债务/总资本(%) | 65.23 | 67.11 | 66.66 |
| 长期资本化比率(%) | 60.46 | 62.15 | 61.83 |

附二：基本财务指标的计算公式

主营业务毛利率 = (主营业务收入净额 - 主营业务成本) / 主营业务收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / [(年初应收账款 + 年末应收账款) / 2]

存货周转率 = 主营业务成本 / [(年初存货 + 年末存货) / 2]

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / [(年初流动资产 + 年末流动资产) / 2]

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

经营现金流入流出比例 = 经营现金流入 / 经营现金流出

外部融资比率 = (经营性应付项目增(减)净额 + 筹资现金流入量) / 现金流入总额

现金流负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附三：国家开发银行主要财务数据

| 财务数据（单位：百万元） | 2004 | 2005 | 2006 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 贷款总额 | 1,408,154.00 | 1,704,427.00 | 2,014,441.00 |
| 贷款损失准备 | 23,628.00 | 23,794.00 | 27,503.00 |
| 不良贷款（五级分类） | 16,600.00 | 14,600.00 | 14,400.00 |
| 总资产 | 1,574,482.00 | 1,898,699.00 | 2,314,267.00 |
| 存款总额 | 95,935.00 | 136,853.00 | 155,310.00 |
| 借款及应付债券 | 1,274,831.00 | 1,607,692.00 | 1,965,013.00 |
| 总负债 | 1,467,009.00 | 1,768,189.00 | 2,156,088.00 |
| 总资本 | 107,473.00 | 130,510.00 | 158,179.00 |
| 净利息收入 | 31,041.00 | 40,159.00 | 52,970.00 |
| 手续费及佣金净收入 | 290.00 | 887.00 | 1,861.00 |
| 汇兑净损益 | 0.00 | 412.00 | -3,676.00 |
| 证券交易净收入 | 0.00 | -1,329.00 | 2,154.00 |
| 投资净收益 | 2,936.00 | 1,051.00 | 795.00 |
| 其他净收入 | -617.00 | -215.00 | -1,590.00 |
| 非利息净收入 | 2,609.00 | 806.00 | -456.00 |
| 净营业收入合计 | 33,650.00 | 40,965.00 | 52,514.00 |
| 业务及管理费用（含折旧） | 1,137.00 | 1,897.00 | 2,524.00 |
| 拨备前利润 | 29,123.00 | 34,546.00 | 44,380.00 |
| 贷款损失准备支出 | 3,826.00 | 1,652.00 | 4,138.00 |
| 税前利润 | 25,297.00 | 32,894.00 | 40,242.00 |
| 净利润 | 17,409.00 | 22,783.00 | 27,652.00 |
| 财务指标 | 2004 | 2005 | 2006 |
| 资本充足率（%） | 10.50 | 9.15 | 8.05 |
| 不良贷款率（不良贷款/总贷款）（%） | 1.21 | 0.87 | 0.72 |
| 拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）（%） | 142.20 | 177.10 | 190.60 |
| 不良贷款/（资本+贷款损失准备）（%） | 12.66 | 9.46 | 7.76 |
| 净利差（净利息收入/平均盈利资产）（%） | 2.16 | 2.29 | 2.50 |
| 拨备前利润/平均总资产（%） | 2.04 | 1.99 | 2.11 |
| 平均权益收益率（%） | 17.68 | 19.15 | 19.16 |
| 平均资产回报率（净利润/平均总资产）（%） | 1.22 | 1.31 | 1.31 |
| 非利息收入占比（非利息收入/净营业收入） | 7.75 | 1.97 | -0.87 |
| 成本收入比（非利息费用/净营业收入）（%） | 13.45 | 15.67 | 15.49 |
| 净贷款/总资产（%） | 87.94 | 88.51 | 85.86 |

附四：信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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