



信用等级通知书

信评委函字 [2008] 205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，贵公司长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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

二零零八年七月二十九日

2008 年国家开发投资公司信用评级报告

评级主体 国家开发投资公司
长期级别 AAA
评级展望 稳定

概况数据

| 国投公司 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 |
|----------------|--------|----------|----------|----------|
| 所有者权益(亿元) | 188.45 | 213.89 | 464.84 | 530.41 |
| 总资产(亿元) | 935.89 | 1,137.98 | 1,454.42 | 1,626.55 |
| 总债务(亿元) | 569.63 | 689.82 | 850.47 | 940.96 |
| 主营业务收入(亿元) | 185.11 | 216.38 | 276.86 | 180.65 |
| 主营业务毛利率(%) | 37.35 | 34.88 | 33.22 | 24.62 |
| EBITDA(亿元) | 92.03 | 100.41 | 124.22 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 7.36 | 7.55 | 8.23 | 8.98 |
| 资产负债率(%) | 70.18 | 70.80 | 68.04 | 67.39 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.19 | 6.87 | 6.85 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.41 | 4.40 | 3.35 | - |

注：1、国投公司 2007 年、2008 年上半年数据主营业务收入为营业总收入，主营业务利润为三费前利润，主营业务毛利率为营业毛利率，所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、国投公司 2008 年上半年财务数据未经审计；期间财务数据均经过年化处理；

3、本报告利息支出的计算未包含资本化利息。

分析师

王雅方

yfwang@ccxi.com.cn

孙 蓓

ysun@ccxi.com.cn

Tel: (010)66428877

Fax: (010)66426100

2008 年 7 月 29 日

基本观点

中诚信国际评定 2008 年国家开发投资公司(以下简称“国投公司”或“公司”)的长期信用级别为 **AAA**，本级别反映了公司极强的偿债能力。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、实业板块具有规模优势及优良的成长性、逐步发挥的产业链协同效应、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、规模扩张和板块整合给公司管理带来的压力、以及未来资本支出较大对公司信用水平的影响。

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，一直得到国家的大力支持。
- 公司主营业务具有规模优势。公司电力、煤炭、港口、化肥等主要产业板块发展较快，2007 年底公司总装机容量达到 2,016.4 万千瓦；煤炭产量达到 1,783.5 万吨；随着京唐港和曹妃甸项目投产，港口业务也有望快速增长；罗钾一期年产 120 万吨项目将于 2008 年 10 月投产，盈利前景较好。未来随着公司在建项目的建成运营，公司主营业务增长空间较大。
- 公司盈利能力和现金获取能力增强。2007 年公司实现利润总额达到 48.27 亿元，较上年有所增长。公司 2007 年实现 EBITDA 124.22 亿元，经营活动净现金流 81.86 亿元。
- 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。
- 优良的财务弹性。公司整体资产流动性强，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。

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，电力板块业务未来发展具有一定的不确定性。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，未来煤炭供需逐渐平衡及煤炭成本逐步还原，公司电力板块盈利空间将受到一定压缩。
- 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。
- 公司未来资本支出压力较大。未来公司的电力、煤炭、港口等板块投资项目较多，公司面临一定资本支出压力。

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、港口及化肥等行业。

截至 2007 年底，公司总资产 1,454.42 亿元，负债总额 989.58 亿元，所有者权益 464.84 亿元。2007 年，公司实现利润总额 48.27 亿元，净利润 38.28 亿元，经营活动净现金流 81.86 亿元。

截至 2008 年上半年，公司总资产 1,626.55 亿元，负债总额 1,096.14 亿元，所有者权益 530.41 亿元。2008 年上半年，公司实现利润总额 27.57 亿元，净利润 23.82 亿元，经营活动净现金流 46.71 亿元。

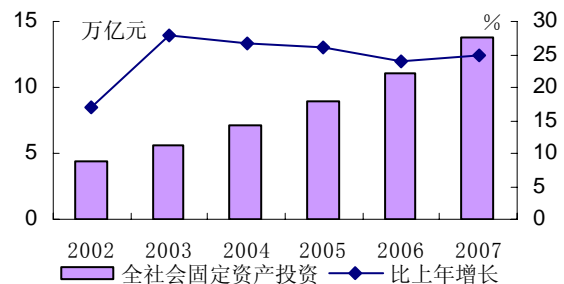
行业分析

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。2004~2007 年中国经济增速分别达到 10.1%、10.4%、10.7% 和 11.4%。2007 年中国全社会固定资产投资完成 137,239 亿

元，较上年增长 24.8%，增幅比上年提高 0.9 个百分点。在宏观经济持续保持高位运行的背景下，2007 年中国工业生产增长加快，企业效益提高，39 个工业行业全部实现盈利，其中，电力行业增长 39%，煤炭行业增长 49.1%。2008 年上半年，中国全社会固定资产投资完成 68,402 亿元，同比增长 26.3%。

图 1：2002~2007 年全国固定资产投资增长情况



资料来源：国家统计局

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，当前世界经济依然存在较为突出的矛盾和问题，如全球通胀压力加大、世界经济增长速度可能放缓、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，尤其值得关注的是股价、房价等资产价格和居民消费价格变动较大，流动性过剩和通胀压力依然较重。这些问题对中国经济社会发展也形成了极大的挑战。

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，区域发展协调性加强，经济结构逐步调整，煤电油运瓶颈有所缓解，投资消费出口结构日益改善，预计未来一定时期，中国经济将继续保持健康、平稳地前进，宏观环境向好。

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。2006 年 12 月，国资委明确提出国有经济要对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域保持绝对控制力，其中包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业。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大做强，国投公司主营业务中电力和煤炭板块均属于国资委绝对控制的行业，有利于公司得到国家相关支持。

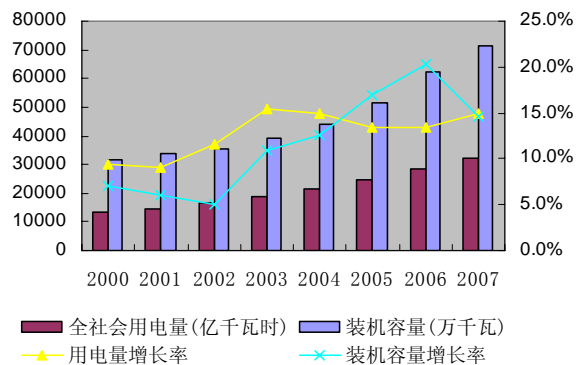
电力行业

电力行业是国民经济的支柱产业，其发展前景与国家宏观经济形势息息相关。近几年来在经济持续高速增长的拉动下，电力行业取得了快速发展。截至 2007 年底，全国发电装机容量达到 71,329 万千瓦，同比增长 14.36%，增速较上年有所下降。其中，水电达到 14,526 万千瓦，约占总容量 20.36%，同比增长 11.49%；火电达到 55,442 万千瓦，约占总容量 77.73%，同比增长 14.59%。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。截至 2007 年底，全国发电量达到 32,559 亿千瓦时，同比增长 14.44%。其中，水电发电量 4,867 亿千瓦时，约占全部发电量 14.95%，同比增长 17.61%；火电发电量 26,980 亿千瓦时，约占全部发电量 82.86%，同比增长 13.82%。截至 2008 年上半年，全国发电量达到 16,803.19 亿千瓦时，比上年同期增长 12.9%。

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 2007 年全社会用电量达到 32,458 亿千瓦时，同比增长 14.42%，增幅比 2006 年上升 0.26 个百分点。2008 年上半年，全国全社会用电量为 16,908.63 亿千瓦时，同比增长 11.67%。

图 2：2000 年以来我国电力增长情况



- 1、资料来源：《中国统计年鉴（1996—2002）》；
- 2、2003、2004、2005、2006、2007 年数据根据中电联统计信息

近年来随着大批电源项目的相继建成投产，电力供需形势进一步缓和，全国供需总体基本平衡，2007年发电设备利用小时数继续回落，电煤价格波动及供应不足、区域性、时段性供电不足及电源或电网结构性问题等成为新的矛盾。

目前我国电力发展已进入优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续发展的阶段。未来，火电机组的发展将进一步受到环境、煤炭供应和运输能力等因素的制约；风电、太阳能发电、潮汐发电等各类新能源至今尚未解决规模化生产及经济性问题，一定时期内大规模发展的可能性不大。从保障电力供应、优化能源结构、保障能源安全、减少环境污染等因素考虑，水电行业面临良好的发展机遇。

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。

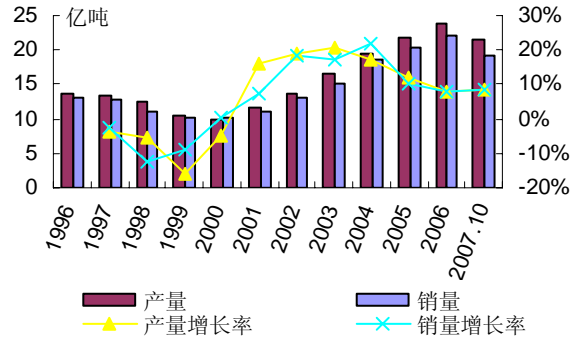
煤炭行业

我国是能源消费大国，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年以来膨胀性增长后，目前已进入平稳发展阶段。2007年1~10月份全国煤炭工业原煤产量约为21.52亿吨，同比增长了8.7%，全国商品煤销量19.22亿

吨，同比增长8.7%，整体看煤炭供求基本保持平衡增长。

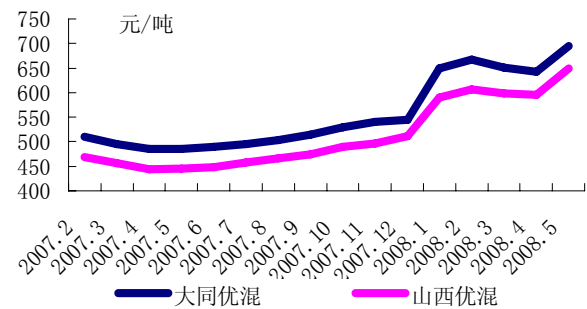
图3：近年国内煤炭产销变化情况



资料来源：中诚信国际整理

在煤炭价格方面，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。煤价上涨引起的成本上升已成为目前影响火电企业的最重要因素。尤其是2007年年末以来，受恶劣天气条件影响，电力需求加大而电煤转运困难，电煤价格加速上行，全国多个省区的火电企业出现缺煤停机现象。2007年12月，2008年全国电煤重点合同基本签订完毕，主要电煤价格平均每吨进一步上涨30~40元，涨幅达10%左右，火电企业的盈利能力已经受到较大制约。据国家统计局公布的数据，2008年1~2月，电力行业利润同比下滑61%。据中电联和煤炭运销协会统计，2008年1~5月，华能、大唐、国电、华电、中电投五大发电集团中，除华能集团略有盈利外，其余四个家都出现了亏损。

图4：2007年以来全国主要地区动力煤价格



资料来源：Wind 资讯

目前，为缓解电力企业经营困难，保障电力供应，国家发改委于2008年6月19日发出《关于提高电力价格有关问题的通知》，将全国除西藏自治区之外的省级电网销售电价平均每千瓦时提高0.025元。同时发布的还有国家发改委2008年第46号公告，规定自即日起至2008年12月31日，对全国发电用煤实施临时价格干预措施。在临时价格干预期间，全国煤炭生产企业供发电用煤的出矿价，不得超过2008年6月19日实际结算价格；另外，煤炭供需双方已签订合同的，要严格按照合同约定的数量、质量和价格履行电煤合同；禁止将重点合同煤转为市场煤销售；煤炭运输等流通企业要执行规定的收费标准，不得擅自提价或价外加价。以上是国家为防止煤、电价轮番上涨，促进煤炭和电力行业协调、稳定发展所采取的措施，将对电力企业产生正面影响。

业务运营

作为投资控股公司，国投公司坚持“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，国投公司的业务构架已经由以实业投资与服务互相支撑“四位一体”的业务框架逐步演进为实业、服务业与国有资产经营“三足鼎立”的发展方向。

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。2007年国投公司电力业务继续保持良好发展，新增装机容量207万千瓦，总装机容量为2,016.4万千瓦。2007年国投公司可控装机容量为1,569.5

万千瓦，水电达到518万千瓦，火电达到973.5万千瓦；全年可控机组发电量为803亿千瓦时，其中水电234亿千瓦时，火电发电544亿千瓦时。2007年上半年，公司累计实现发电量333亿千瓦时，同比增长20%。其中，水电实现发电量90亿千瓦时，火电实现发电量243亿千瓦时。

在水电方面，目前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，并参股了广州抽水蓄能电站和贵州黔源。2007年公司退出原来参股的中型水电站项目，并计划在2008年转让广州抽水蓄能电站。

表 1：2007 年国投公司主要水电资产分布情况

| 水电 (万千瓦) | 持股 比例 | 控股 容量 |
|-------------|----------|----------|
| 四川二滩水电站 | 48.00% | 330 |
| 云南大朝山水电站 | 50.00% | 135 |
| 甘肃小三峡水电站 | 59.00% | 53 |
| 总计 | - | 518 |

资料来源：公司提供

目前国投公司在建、拟建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全年调节，有效改善电网的电力质量。2007年公司水电项目的建设重点主要集中在锦屏一级、锦屏二级水电站，同时官地水电站也有望在2008年得到政府核准，桐子林、两河口水电站还在前期准备中。

表 2：截至 2007 年底公司在建及拟建水电项目一览

| 项目 | 装机容量 (万千瓦) | 投资总额 (亿元) | 预计投产 时间 |
|----------|---------------|--------------|------------|
| 锦屏一级水电站 | 360 | 245.43 | 2012 |
| 锦屏二级水电站 | 480 | 297.68 | 2012 |
| 甘肃乌金峡水电站 | 14 | 13.88 | 2009 |
| 官地水电站 | 240 | 259.93 | 2011 |
| 桐子林水电站 | 60 | 49.90 | 2011 |
| 两河口水电站 | 270 | 247.20 | 2016 |

资料来源：公司提供

在火电方面，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。

表 3：2007 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 |
|-------------|----------|----------|
| 福建嵩屿电厂 | 56.00% | 120 |
| 甘肃靖远电厂 | 50.00% | 124 |
| 云南曲靖电厂 | 55.40% | 120 |
| 广西北海电厂 | 55.00% | 60 |
| 甘肃张掖电厂 | 45.00% | 60 |
| 永城电厂 | 36.875% | 63 |
| 河南周口电厂 | 36.875% | 27 |
| 淮北 | 35.00% | 60 |
| 彭城 | 30.00% | 120 |
| 沙洲电厂 | 36.875% | 126 |
| 新密电厂 | 36.875% | 60 |
| 华宇 | 36.875% | 27.5 |
| 钦州 | 61.00% | 126 |
| 利港一、二期 | 9.17% | 144 |
| 利港三期 | 9.17% | 120 |

资料来源：公司提供

2007 年公司广西钦州电厂一期工程 1 号机组顺利投产,天津北疆电厂 2×100 万千瓦循环经济项目核准开工。2008 年,公司将以北疆、沙洲、新密等火电项目为基础,推进扩建单机容量 100 万千瓦的高参数燃煤机组。

表 4：截至 2007 年底公司在建及拟建火电项目一览

| 项目 | 装机容量 (万千瓦) | 投资总额 (亿元) | 预计投产 时间 |
|----------|---------------|--------------|------------|
| 安徽宣城电厂一级 | 1×60 | 25.49 | 2008 |
| 安徽宣城电厂二级 | 1×60 | 20.56 | 2009 |
| 天津北疆电厂一期 | 2×100 | 121.40 | 2010 |
| 河南新密电厂二期 | 2×60 | 87.17 | 2010 |
| 山西晋城热电一期 | 2×60 | 28.78 | 2009 |

资料来源：公司提供

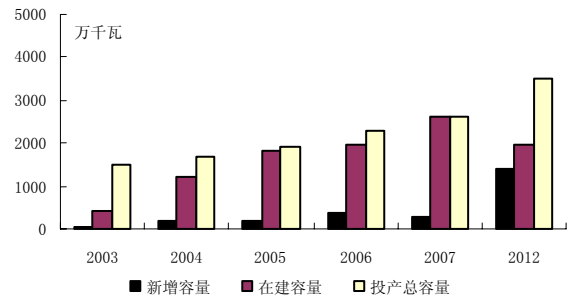
此外,2007 年公司在电源结构方面取得新突破,第一个风电项目--甘肃捡财塘已经开工建设,装机规模为 4.5 万千瓦;河北康保牧场风电项目已获得开发权,装机规模为 10 万千瓦。

进入 2008 年,公司电力项目进展顺利,宣城电厂 1 号机组已于 2008 年 6 月 21 日成功并网发电,较计划工期提前 83 天,预计 7 月底结束 168 小时试运转投入商业运行。白银风电项目进展顺利,已完成投资 71%。另外,张家口 10.5 万千瓦风电项目

获国家发改委核准。

根据公司长期发展规划,到 2012 年,公司投产装机容量达到 3,500 万千瓦,其中火电投产装机容量达到 2,900 万千瓦,水电投产装机容量达到 576 万千瓦,电力资产规模达 1,700 亿元以上。因此,未来公司电力行业具有较好的成长性。

图 5：国投公司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。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,煤炭整体布局基本形成,初步形成安徽新集、山西、新疆、中原、内蒙及其他五个区域发展基地,其中在东部、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内蒙、新疆和陕

西。同时，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。

截至 2007 年底，公司煤炭板块共拥有生产矿井 14 对，煤炭产量达到 1,783.5 万吨。2007 年是国投公司煤炭板块项目建设高峰期，煤矿在建矿井 5 对，设计规模 1,585 万吨/年；前期准备项目 8 对井工矿，一座露天矿，合计产能 3,230 万吨/年；在建电厂 1 座，发电机组装机容量合计 27 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；煤化工前期准备项目 1 个。2008 年上半年，公司控股煤矿企业累计生产原煤 870 万吨，同比增长 11%。

表 5：2007 年国投公司煤炭资源控制能力一览

| 煤矿（万吨） | 持股比例 | 产量 |
|------------------|--------|----------|
| 国投新集能源股份有限公司 | 43.38% | 1,010.04 |
| 国投煤炭郑州能源开发有限公司 | 60.00% | 74.52 |
| 山东微山崔庄煤矿有限责任公司 | 53.70% | 110.28 |
| 山东滕州曹庄煤炭有限责任公司 | 56.40% | 47.67 |
| 新疆伊犁犁能煤炭有限公司 | 64.86% | 61.30 |
| 山西阳泉南煤集团有限公司 | 62.00% | 330.01 |
| 山东枣庄王晁煤矿有限责任公司 | 40.40% | 75.60 |
| 国投昔阳能源有限责任公司 | 60% | - |
| 国投大同能源公司 | 95% | - |
| 国投晋城能源有限公司 | 80% | - |
| 国投曲靖煤炭开发有限公司 | 80% | - |
| 新疆国投宝地能源开发有限责任公司 | 80% | - |
| 国投内蒙古能源有限公司 | 100% | - |

资料来源：公司提供

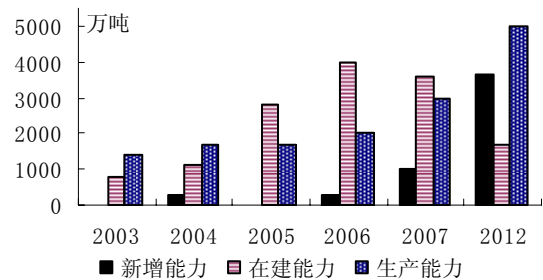
2007 年公司煤炭项目投产 2 个，其中国投昔阳公司黄岩汇煤矿（90 万吨/年）于 2007 年 10 月投入试生产；安平发电厂（2×15 万千瓦）循环流化床空冷机组 2007 年 9 月移交生产。

目前公司煤炭板块在建项目投资主要集中在安徽新集区域和山西区域。截至目前，在安徽新集拥有在建项目 3 个，包括板集矿（300 万吨/年）、口孜集东矿以及刘庄矿二期工程（500 万吨/年）。在山西区域，国投大同能源公司塔山矿（240 万吨/年）以及国投昔阳公司白羊岭矿（45 万吨/年）正在建设中。同时，未来 3 年公司重点投资项目

还包括阳泉南煤西上庄矿及选煤厂配套项目（500 万吨/年）、国投晋城里必矿（300 万吨/年）、新疆伊犁犁能公司皮里青露天矿改扩建项目（90 万吨/年）以及皮里青井工矿项目（300 万吨/年）、国投大同能源公司塔山煤矸石电厂项目（2×13.5 万千瓦），并在河南中原区域计划收购郑州新登、三李、王行庄项目（300 万吨/年），目前这些项目正处在前期准备中。

根据公司长期发展规划，2012 年公司煤炭年生产能力将超过 5,000 万吨，新增煤炭产能 3,659 万吨/年，在建及前期准备项目产能分别达到 1,700 万吨和 760 万吨，资产规模达到 339 亿元以上，拥有可采储量 151 亿吨。

图 6：国投煤炭业务主要指标规划



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、项目核准难度的加大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

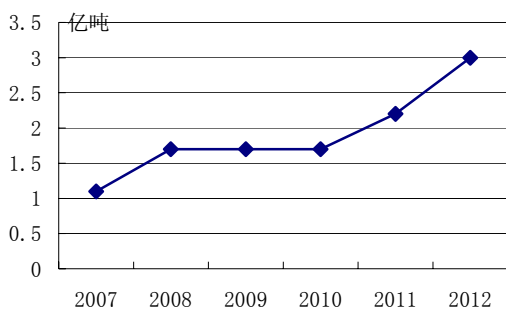
务，临沂路桥公司主要是路桥收费业务。2007年，国投公司港口吞吐量达到11,000万吨，建成和在建港口吞吐量总计18,470万吨。

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，主要控股港口包括曹妃甸煤炭码头（一期工程5000万吨/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，公司已经以煤炭下水码头为主的港航布局基本形成，积极推进长江下游港口的整合和洋浦港三期的建设，并开始上游铁路和下游煤炭卸船港口的前期工作。

2008年京唐港项目将正式投产，曹妃甸港项目、洋浦港三期将进入试运营，镇江大港三期项目也将全面投产。2008年预计京唐港和曹妃甸港将各完成煤炭吞吐量1,000万吨。公司还将稳步推进龙口港和南方煤炭上水码头的建设。未来京唐港、曹妃甸、龙口西港、镇江大港三期、洋浦港三期等项目将在3年左右形成超过亿吨的吞吐能力，成为港口板块的主体。

根据公司“二五”发展规划，“二五”期间公司将投产9个港口项目，新增吞吐能力近2.4亿吨，其中环渤海湾1.5亿吨，泛北部湾5,000万吨，参股运煤铁路项目里程约1,000公里。2012年公司交通板块的资产规模将达到310亿元，港口吞吐能力超过3亿吨。

图7：国投交通板块未来吞吐量规划



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。随着京唐港和曹妃甸港项目的逐渐投产运营，公司港口业务的吞吐量将快速上升。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，一些规模较小的港口的竞争优势尚不明显，公司港口管理人才也较为紧缺，未来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。近期钾肥、磷肥、复合肥等化肥需求较为旺盛，市场价格大幅上涨。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。罗钾项目一期于2006年4月开工，主要生产硫酸钾，设计年产120万吨，总投资约46亿元，预计将于2008年10月投产。目前公司正在积极配套相关装置设备和管理人员，实现规模效益，并积极推动哈罗铁路建设，方便罗钾达产后产品的外运问题，同时探索盐化工业务，促进资源循环利用。

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和方案，目前重点整合贵州磷肥资源，并积极寻找境外优质化肥资源，探索开发新的项目，争取迈出“走出去”战略的关键一步。

根据公司的“二五”发展规划，公司将继续立足钾肥、磷肥两个细分行业，适时延伸产业链，发展复合肥，向西北和西南两方拓展，充分利用境内、境外资源，争取到2012年，公司化肥板块产能达到350万吨/年，拥有资源可采储量20亿吨，资产规模达到210亿元以上。

总体来看，目前化肥行业较为景气，国投公司化肥板块未来发展前景广阔，今年罗钾一期投产后公司盈利能力有望快速上升，但是未来仍面临着交通运输、市场培育过程等问题，同时整合

国内磷肥的进展由于涉及面广也具有一定的不确定性。

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。

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。2007年公司高科技板块运行良好，获得“国家创业风险投资受托管理机构”资格，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。

2008年国投公司高科技创业板块将继续把握受托管理“国家创业风险投资”的契机，建立高科技项目股权投资的管理模式；加大高科技项目储备，推进私募股权投资，成为对国投公司利润的重要补充。根据公司规划，到2010年高科技领域将实现控股上市企业1~2家，参股上市企业6~8家，资产证券化比率达到30%。

服务业板块

目前国投公司的服务业板块主要包括金融、物流、咨询等，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。总体看，2007年公司以金融为龙头的服务业发展迅速，未来将成为国投公司利润的重要来源，并在集团发展中发挥着越来越重要的作用。

金融

近几年，公司金融业务快速发展，成功收购弘泰信托投资公司，发起设立渤海银行，与瑞银集团合作组建了国投瑞银基金管理公司和瑞银证券公司，其中国投瑞银基金管理公司是公司的控

股公司。另外国投财务公司已获批筹建。总的来看，公司金融业务主要通过信托、金融股权投资以及成立财务公司三方面来开展。

2007年国投信托积极开拓市场化信托业务。截至2007年末，共管理信托项目19个，年内新设信托项目15个，市场化信托业务资产规模占信托资产总规模的比例由2006年的25%提高到57%。在证券投资信托方面，2007年成功推出国投信托首支新股申购资金信托；在黄金投资信托方面，设立了国内首支以黄金为标的的信托产品，累计管理资金规模达48亿元；同时，国投瑞银成功推出首支创新型封闭基金和债券基金，管理基金规模达450亿元。同时公司还持有大量上市公司股权和战略投资股权，未来股份变现增值潜力较大。2008年上半年，新增加信托产品5个（黄金类2个、证券投资信托3个），现存信托产品22个，信托规模达到45.9亿元。另外艺术品信托投资、红酒信托投资等项目正在积极推进。

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。根据公司规划，未来将加强金融领域资本运营力度，发展金融中介业务，计划到2012年金融投资领域拓宽至3~4个行业，金融资产达240亿元，管理资产规模达1,200亿元。总体来看，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以及利润稳步增长的重要来源之一。

物流

为充分发挥国投公司下属煤、电、港、航投资企业的协同作用，促进资源整合与优化配置，国投全资子公司国投物流投资有限公司（以下简称“国投物流”）于2007年12月成立，注册资本2亿元人民币，主要投资于煤炭的集、配、运、销领域项目。国投煤炭运销有限公司、国投京闽（福建）工贸有限公司、国投远东航运有限公司均划分到国投物流名下。

目前国投物流已与中船工业公司、中船重工

公司、中远船务公司签订了造船合同，进入项目融资阶段。未来国投物流计划要以电煤为中心，通过集、配、运、销等手段，将国投公司电、煤、港等业务有效衔接，结合物流业务的特点，多途径、多形式提高电煤采购和运输能力，实现整体利益最大化。

根据公司规划，国投物流将以尽快建立网络 and 平台，获取相关资质，为集团内外提供低成本、高质量的便捷服务为发展思路，到 2012 年，使国投物流成为适合国投公司发展的现代大型专业物流公司。

咨 询

中投咨询公司主要为国投公司建设项目提供投资咨询。2007 年中投咨询公司成功通过甲级工程咨询资质重新认证并取得中央投资项目招标代理机构乙级资质。2008 年，中投咨询将立足政府投资项目咨询，加大市场业务拓展速度，提高市场份额；并计划拓展管理咨询，完善服务功能，提高服务水平。根据公司规划，到 2012 年，中投咨询将拥有 10 个专业以上的甲级工程咨询资质，发展成为有影响力的综合类咨询公司。

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 年中国投资担保公司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。2007 年国有资产经营业务取得新进展，中包公司的政策性破产、债务风险化解和职工安置均达到或超过托管目标；中投保与国投公司平稳对接，运转有序；中纺物资在 2007 年整体顺利划转，今后将继续完成与国投公司的管理对接工作。

未来公司将作为以持股经营为主要特征的国资委国有资产经营平台，积极推进国有资产经营

业务，制定准入标准，建立规范流程，对接公司资产管理业务；并通过结合区域发展战略以及利用公司投资控股的优势，适时重组部分地方投资企业。根据规划，到 2012 年，公司将重组多家中央企业及地方投资企业，接收总资产约 300 亿元。

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。

未来公司将稳定发展实业、大力发展金融服务业、积极开展资产经营业务。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。同时逐步实施区域战略，发挥协同效应，突出主业，优化产业布局，重点实施大型项目，适度延伸产业链，争取获得效益最大化。到“二五”末期 2012 年，公司争取实现电力投产装机容量达到 3,500 万千瓦，原煤生产能力超过 5,000 万吨/年，港口吞吐能力超过 3 亿吨/年，化肥生产能力达到 350 万吨/年，金融业务资产管理规模达到 1,200 亿元。

“二五”期间，公司计划对外股权投资 308 亿元左右，是“一五”投资总额的 2 倍，平均年度投资 62 亿元。其中电力板块的资本金规划投资 76 亿元，煤炭板块规划投资 47 亿元，交通板块规划投资 75 亿元。

中诚信国际认为，经过近几年的快速发展，公司发展战略明晰，业务构架进一步明确，煤、电、港产业链逐步确立，有利于公司未来加快发展、发挥产业链的协同效应，并抵御行业周期波动的影响。但是我们也注意到公司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。同时“二五”期间公司仍处于投资高峰期，各个板块的投资项目较多，给公司带来一定的资本支出压力。

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。目前国投公司拥有国投电力公司、国投煤炭公司、国投交通公司、国投高科技投资有限公司等 10 家全资子公司以及国投华靖电力控股股份有限公司、中投咨询有限公司等 5 家控股子公司。

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。目前公司正在进行内部业务和管理整合，减少管理层级，根据业务性质建立合适的激励机制。

2007 年国投公司管理控制体系有序运转。公司以要素管理为主，构建管理责任与专业化经营相结合的管理体系；着力推行对标管理，打造一流企业；通过分类考核，落实责任，确保经营目标的实现；强化成本、工期、质量、安全等全方位、全过程管理，基建项目进展顺利；优化信息管理系统，集团信息化水平进一步提高；细化安全管理措施，形成了集团上下对应、相互衔接、分级响应的三级预案体系，安全生产形势总体平稳。

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。

财务管理

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。

在财务管理方面，公司逐步推进资金集中管理，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，加强和改进了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。

风险管理

根据《中央企业全面风险管理指引》的要求，公司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，成立了风险管理委员会和风险管理办公室。

2007 年，国投公司构建了适合公司特点的全面风险管理体系，公司风险管理例行工作机制初步形成，建立了风险持续跟踪、监控、分析、预警、应对的运行机制，先后出台了《公司全面风险管理暂行办法》、《风险管理委员会工作制度》以及《关于推动控股投资企业开展全面风险管理工作的通知》。

2007 年国投公司加强对重点风险持续跟踪分析，基本做到了风险可控。为将风险管理融入公司管理中，风险管理办公室对公司财务管理、法律事务管理、经营管理中存在的风险进行了细化，对诱发风险的因素、风险发生后可能造成的后果、现行管控制度存在的缺陷和改进建议进行了分析和梳理。

总体来看，公司初步形成了符合公司特点的风险管理组织体系和制度体系，系统化的风险管理工作开始步入轨道，但体系建设还不够深入。未来公司将进一步完善风险管理体系，强化风险跟踪监控，将风险管理有效的融入到各项管理工作之中。

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。2006 年 12 月，国资委明确提出对军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业保持绝对控制力。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¹

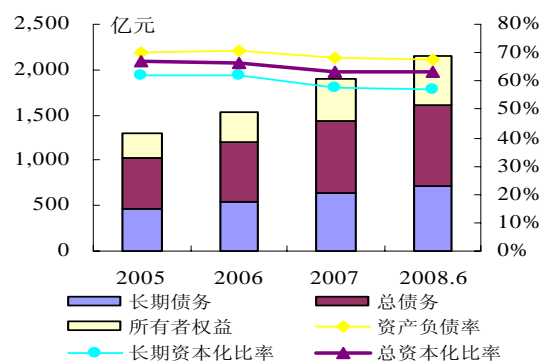
本报告关于公司财务实力的分析基于信永中和会计师事务所审计并出具的公司 2005~2007 年标准无保留意见财务报告以及未经审计的 2008 年上半年财务报表。

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，截至 2007 年底，公司总资产达到 1,454.42 亿元，同比增长 27.81%。2008 年上半年，公司

资产规模进一步扩大，总资产达到 1,626.55 亿元。

图 8：2005 年~2008 年上半年公司资本结构图



随着投资规模的快速增加，公司债务规模也相应扩大，截至 2007 年底总债务为 850.47 亿元，其中，短期债务 218.19 亿元，同比增长 43.91%；长期债务 632.28 亿元，同比增长 17.48%。截至 2008 年上半年，公司总债务达到 940.96 亿元。如图 8 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较为稳定，2007 年分别为 68.04%、64.66% 和 57.63%，均较 2006 年略有下降，但仍处于较高水平。

从债务结构来看，公司近几年一直以长期贷款为主，其中 2007 年长期债务为 632.28 亿元，2008 年上半年为 708.07 亿元，其总量明显大于短期债务总量；2005 年~2008 年上半年长、短期债务比分别为 4.12、3.55、2.90 和 3.04，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，公司主营业务收入呈良好增长态势。2007 年公司实现主营业务收入 276.86 亿元；2008 年 1~6 月公司完成主营业务收入 180.65 亿元。

从公司主营业务收入和主营业务利润的构成

¹ 本报告利息支出的计算未包含资本化利息。

来看，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、利润之和占公司总收入、总利润的比重较大，其中电力业务为第一大收入和利润来源。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将逐步多元化。

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。2007年公司毛利率为33.22%，2008年上半年较2007年有所下降，为24.62%。

从费用方面看，随着公司业务规模的扩大，近三年的管理费用增长速度较快，其中2007年管理费用为23.92亿元，较上年提高4.25亿元。总体来看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，近三年三项费用合计占主营收入的比重相对平稳，在主营业务收入走高的趋势下为利润的增长创造了条件。

近三年来公司利润总额保持良好增长态势。2007年达到48.27亿元；同期净利润也呈相同变化趋势，2007年为38.28亿元。从所有者权益收益率来看，近三年也保持了良好的增长态势。2008年上半年公司利润总额达到27.57亿元，净利润为23.82亿元。

表 6：2005 年~2008 年上半年公司主要盈利指标

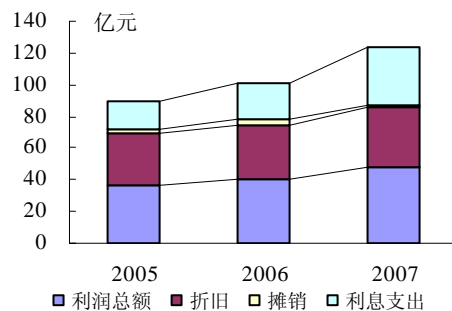
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入（亿元） | 185.11 | 216.38 | 276.86 | 180.65 |
| 利润总额（亿元） | 35.95 | 40.60 | 48.27 | 27.57 |
| 净利润（亿元） | 13.87 | 16.16 | 38.28 | 23.82 |
| 经营性净现金流（亿元） | 92.88 | 70.40 | 81.86 | 46.71 |
| EBITDA（亿元） | 92.03 | 100.41 | 124.22 | - |
| 毛利率(%) | 37.35 | 34.88 | 33.22 | 24.62 |
| 所有者权益收益率(%) | 7.36 | 7.55 | 8.23 | 8.98 |

注：期间财务数据经过年化处理

在现金获取能力方面，公司2005~2007年的收现比分别为1.11、1.09和1.07，销售获现能力有所下降，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，2005~2007年公司分别实现EBITDA 92.03亿元、100.41亿元和124.22亿元，显示了良好的稳定性和成长性。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增强，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。

图 9：公司近三年 EBITDA 变化一览



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产，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，未来公司的利润增长点将进一步多元化。

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2007年末，公司总债务850.47亿元，其中长期债务632.28亿元；2008年上半年公司总债务为940.96亿元，其中长期债务为708.07亿元，我们看到长期债务占公司债务总规模的绝大部分比重。

从偿债能力指标来看，2005~2007年，公司经营净现金流和EBITDA对利息支出的覆盖能

力有所下降，而对总债务和长期债务的覆盖能力基本保持稳定。

表 7：公司 2005 年~2008 年上半年长期偿债能力指标

| 指 标 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 长期债务(亿元) | 458.29 | 538.20 | 632.28 | 708.07 |
| 总债务(亿元) | 569.63 | 689.82 | 850.47 | 940.96 |
| EBITDA(亿元) | 92.03 | 100.41 | 124.22 | - |
| 经营净现金流/利息支出(X) | 4.45 | 3.09 | 2.21 | 2.19 |
| 经营净现金流/总债务(X) | 0.16 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 经营净现金流/长期债务(X) | 0.20 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.41 | 4.40 | 3.35 | - |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.19 | 6.87 | 6.85 | - |
| EBITDA/长期债务(X) | 0.20 | 0.19 | 0.20 | - |

注：期间财务数据经过年化处理

从公司债务到期分布来看，公司长期贷款占总债务比重较大，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，缓和了公司未来几年内债务支付压力。

静态看，公司债务规模偏大，资产负债率处于较高水平。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不是很强。短期内随着投资规模扩大，公司债务规模将进一步增加。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。

目前公司债券融资项目进展顺利，未来五年内公司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。

近年来，公司加大了对外担保控制力度，截至 2008 年 6 月底，公司对外担保余额为 85.6 亿元，比年初增加 0.6 亿元，但其存量担保风险不大，对其自身偿债能力不构成较大影响。另外，2007 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，公司拥有很强的政

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 3,322 亿元；此外，公司拥有四家上市公司，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。

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、港口和化肥等项目进入较长时期的稳定增长阶段。

根据对公司外部经营环境和自身运营实力的综合分析，我们认为公司未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：国家开发投资公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 585,976.13 | 942,431.79 | 1,327,339.23 | 1,624,399.01 |
| 应收账款净额 | 185,570.62 | 249,030.13 | 348,318.19 | 459,883.08 |
| 存货净额 | 158,238.23 | 191,912.73 | 268,299.09 | 263,999.52 |
| 流动资产 | 1,583,197.67 | 2,068,327.24 | 2,707,930.44 | 3,255,293.10 |
| 长期投资 | 1,111,721.55 | 1,345,597.24 | 2,007,722.16 | 2,378,858.46 |
| 固定资产 | 6,456,577.66 | 7,716,077.90 | 9,489,241.50 | 9,865,726.99 |
| 总资产 | 9,358,899.02 | 11,379,792.06 | 14,544,222.28 | 16,265,519.58 |
| 短期债务 | 1,113,413.38 | 1,516,125.20 | 2,181,894.29 | 2,328,926.80 |
| 长期债务 | 4,582,861.83 | 5,382,044.61 | 6,322,812.63 | 7,080,668.75 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 5,696,275.21 | 6,898,169.81 | 8,504,706.92 | 9,409,595.56 |
| 总负债 | 6,567,715.63 | 8,056,999.33 | 9,895,799.56 | 10,961,372.15 |
| 所有者权益 | 1,884,470.91 | 2,138,865.99 | 4,648,422.72 | 5,304,147.43 |
| 主营业务收入净额 | 1,851,105.93 | 2,163,760.99 | 2,768,633.18 | 1,806,472.37 |
| 主营业务利润 | 664,193.96 | 720,211.47 | 882,588.97 | 425,126.96 |
| 投资收益 | 33,010.15 | 118,027.77 | 215,410.82 | 232,190.31 |
| 净利润 | 138,714.56 | 161,550.02 | 382,768.68 | 238,216.74 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 920,286.74 | 1,004,054.48 | 1,242,207.91 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 928,846.45 | 703,994.41 | 818,610.41 | 467,134.54 |
| 投资活动产生现金净流量 | -1,125,547.85 | -1,610,003.11 | -2,270,171.99 | -899,690.64 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 205,076.45 | 1,145,867.31 | 1,816,922.85 | 665,777.43 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 8,244.43 | 239,751.89 | 365,236.88 | 232,301.23 |
| 财务指标 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.6 |
| 主营业务毛利率（%） | 37.35 | 34.88 | 33.22 | 24.62 |
| 所有者权益收益率（%） | 7.36 | 7.55 | 8.23 | 8.98 |
| EBITDA/主营业务收入（%） | 49.72 | 46.40 | 44.87 | - |
| 速动比率（X） | 0.76 | 0.74 | 0.71 | 0.83 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.16 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.83 | 0.46 | 0.38 | 0.40 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 4.45 | 3.09 | 2.21 | 2.19 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 4.41 | 4.40 | 3.35 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 6.19 | 6.87 | 6.85 | - |
| 资产负债率（%） | 70.18 | 70.80 | 68.04 | 67.39 |
| 总债务/总资本（%） | 67.11 | 67.49 | 64.66 | 63.95 |
| 长期资本化比率（%） | 62.15 | 61.83 | 57.63 | 57.17 |

注：1、国投公司 2007 年、2008 年上半年数据主营业务收入为营业总收入，主营业务利润为三费前利润（营业收入-营业成本-营业税金及附加），

主营业务毛利率为营业毛利率，所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、国投公司 2008 年上半年财务数据未经审计；期间财务数据均经过年化处理；

3、本报告利息支出的计算未包含资本化利息。

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

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资产回报率 = 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 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产平均余额

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)

现金流动负债比 = 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：长期信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

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。