



信用等级通知书

信评委函字 [2010] 382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

二零一零年七月二十七日

2010 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	2007	2008	2009	2010.6
总资产(亿元)	1613.56	1713.69	2101.46	2223.26
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	575.40	558.81	657.81	655.99
总负债(亿元)	1038.16	1154.87	1443.65	1567.26
总债务(亿元)	859.28	982.08	1203.09	1312.39
营业总收入(亿元)	276.84	379.27	467.24	286.36
EBIT(亿元)	88.69	95.86	98.60	51.56
EBITDA(亿元)	127.64	140.64	152.96	-
经营活动净现金流(亿元)	77.57	107.57	103.51	52.61
营业毛利率(%)	33.18	27.76	26.00	24.17
EBITDA/营业总收入(%)	46.11	37.08	32.74	-
总资产收益率(%)	6.44	5.76	5.11	4.77
资产负债率(%)	64.34	67.39	68.70	70.49
总资本化比率(%)	59.89	63.73	64.65	66.67
总债务/EBITDA(X)	6.73	6.98	7.87	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.44	3.12	3.61	-

注: 1. 公司 2008 年财务报表采用新会计准则编制, 为便于比较, 公司 2007 年期末数以 2008 年期初数代替;

2. 本报告利息支出的计算未包含资本化利息;

3. 公司 2010 年上半年财务报表未经审计。

分析师

王雅方

yfwang@ccxi.com.cn

崔英琦

yqcui@ccxi.com.cn

电话: (010) 66428877

传真: (010) 66426100

2010 年 7 月 27 日

基本观点

中诚信国际评定国家开发投资公司(简称“国投公司”或“公司”)的长期信用级别为 **AAA**, 评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司重要的战略地位、逐步扩大的业务规模、逐步发挥的产业链协同效应、很强的抗风险能力、优秀的盈利能力和现金获取能力等优势。中诚信国际同时也关注公司主要业务板块的市场和政策变化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。
- **主要产业板块具有规模优势。**公司电力、煤炭、港口、化肥等主要产业板块发展较快。截至 2009 年底, 公司总装机容量 1,955 万千瓦; 控股港口吞吐能力达 1.3 亿吨; 2009 年公司实现原煤产量 2,574.39 万吨; 生产硫酸钾 78.86 万吨。未来随着在建项目的建成运营, 公司业务规模将进一步扩大。
- **产业链协同效应逐步发挥。**随着投资布局的日益完善, 公司煤、电、港产业链已经确立, 实业投资与服务业相互支撑、协同发展的效应逐步释放, 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。
- **公司盈利能力和现金获取能力很强。**2009 年公司实现净利润 41.84 亿元, EBITDA 152.96 亿元, 经营活动净现金流 103.51 亿元, 公司盈利能力很强, 现金流充沛。
- **财务弹性优良。**公司整体资产流动性很强, 下属控股和参股多家上市公司, 同时银行授信逾四千亿元, 畅通的融资渠道为其持续快速发展提供了有力支持。

关注

- **外部环境变化。**2009 年以来, 我国用电需求逐月恢复; 同期煤炭市场需求有所波动; 受国际钾肥市场影响, 库存大量增加, 硫酸钾价格一路下跌。未来我们会继续关注整体宏观经济形势、煤炭价格、化肥价格、电力市场需求变动等因素对公司业务的影响。
- **公司未来资本支出压力较大。**未来公司电力、煤炭、港口等板块投资项目较多, 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、高科技产业等）、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 2009 年底，公司总资产 2,101.46 亿元，负债总额 1,443.65 亿元，所有者权益 657.81 亿元。2009 年，公司实现营业收入 467.24 亿元，净利润 41.84 亿元，经营活动净现金流 103.51 亿元。

截至 2010 年 6 月底，公司总资产 2,223.26 亿元，负债总额 1,567.26 亿元，所有者权益 655.99 亿元。2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 286.36 亿元，净利润 21.33 亿元，经营活动净现金流 52.61 亿元。

行业分析

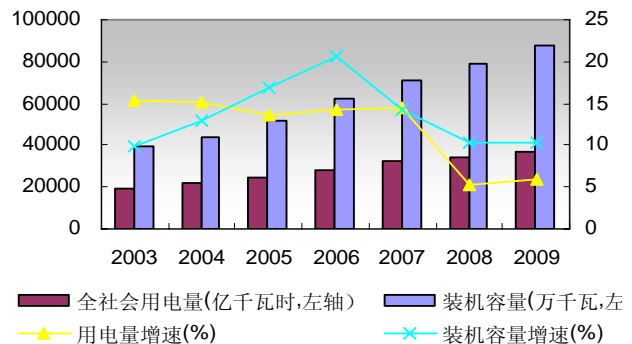
电力行业

2003~2007 年，受国民经济持续快速增长的强劲拉动，全国电力消费保持了快速增长态势。2008 年，受多种因素影响，全国电力需求增速放缓。2009 年，在经济刺激政策作用下，我国电力需求增长触底回升。中国电力企业联合会（简称“中电联”）快报数据显示，2009 年全国全社会用电量 36,430 亿千瓦时，同比上升 5.96%，增速较上年同期小幅上升 0.73 个百分点；2010 年 1~6 月，全国全社会用电量 20,094 亿千瓦时，较上年同期强劲增长 21.57%，一方面是因为上年基数

低，另一方面是宏观经济尤其是工业经济复苏。

在旺盛电力需求的拉动下，全国发电设备装机容量持续多年快速增长。截至 2009 年底，全国全口径发电设备总装机容量为 87,407 万千瓦，比上年底增长 10.23%，其中火电 65,205 万千瓦，同比增长 8.16%；水电 19,679 万千瓦，同比增长 14.01%。截至 2010 年 6 月底，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备容量 86,917 万千瓦，同比增长 11.6%，其中火电 66,533 万千瓦，同比增长 9.3%；水电 17,248 万千瓦，同比增长 15.3%。

图 1：近年来全国电力增长情况

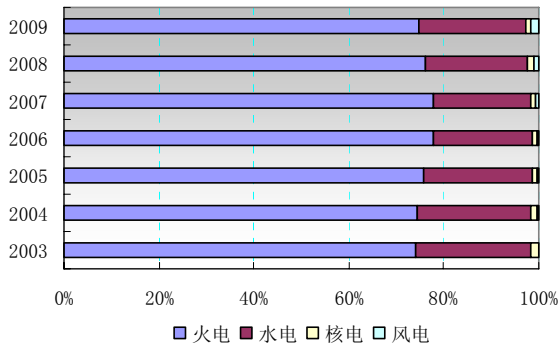


资料来源：中电联统计信息

在全国用电增速放缓和大批新建电源项目投资的作用下，全国发电机组平均利用小时数连续几年下降。中电联快报数据表明，2009 年，全国 6,000 千瓦及以上发电设备累计平均利用小时继续回落至 4,527 小时，同比降低 121 小时。2010 年 1~6 月，全国发电设备累计平均利用小时为 2,295 小时，比上年同期增长 190 小时。

在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位。近年来全国火电机组装机容量在发电装机总容量中占比一直保持在 70% 以上，其中 2009 年底全国火电装机容量占比达到 74.60%，居主导地位，水电装机容量占比由 2008 年底的 21.69% 提高到 2009 年底的 22.51%。截至 2010 年 6 月底，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备的火电装机容量约占对应发电装机总容量的 76.55%，仍占居主导地位。

图 2：近年来我国电力装机结构一览



资料来源：中电联统计信息

总体看，近年来全国用电需求保持了增长势头，火力发电机组继续保持电源结构的主导地位。但全国装机容量增长速度高于用电量增长速度，发电设备利用小时数出现回落，尤其是在节能调度政策下，火电设备利用小时数面临更大压力。预计，未来几年全国用电需求整体上仍将保持增长，但增速将有所缓和；电力装机及生产将更加注意调整电源结构，发展清洁能源。

煤炭行业

2001年以来，煤炭行业随着宏观经济走入景气周期，行业固定资产投资保持快速增长。2008年煤炭行业固定资产投资总额达到2,410.79亿元，同比增长33.6%；2009年，在大型煤炭企业扩大产能的带动下，全行业固定资产投资额达到3,021.45亿元，增长25.3%，依然保持了较快的增速。行业固定资产投资的快速增长带来了新增产能的逐年提高。

表 1：煤炭行业固定资产投资、新增产能情况

年份	固定资产投资额(亿元)	同比增长 (%)	新增产能 (亿吨)
2003	436.56	—	0.74
2004	701.99	60.80	1.54
2005	1143.45	62.89	1.84
2006	1479.35	29.38	2.26
2007	1805.05	22.02	2.70
2008	2410.79	33.56	2.31
2009	3021.45	25.33	—

资料来源：Wind 资讯

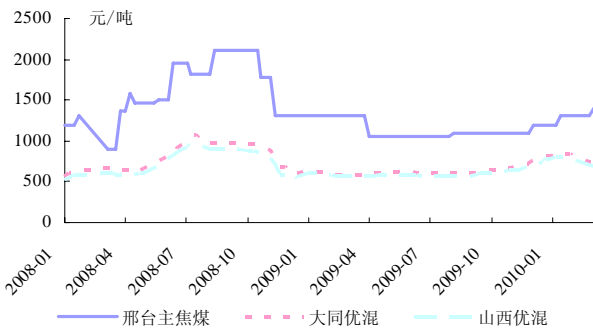
在行业产能建设保持较快增长的同时，行业内

落后产能的淘汰步伐也在加速。2008年10月，国家发改委、国家安监总局联合下发了《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，计划2008~2010年关闭小煤矿2,500座，改造1,500座。2009年，饱受小煤矿问题困扰的山西省先后三次出台了加快推进煤矿企业兼并重组的政策，跳出了以往只进行安全整顿的“治标不治本”的循环，在全省范围内对小煤矿进行了深度兼并重组和资源整合，煤炭生产矿井数量从2008年的2,589处减少到了1,053处，年产能30万吨以下的小煤矿全部被淘汰。内蒙、河南、陕西、贵州等产煤大省为提高资源的有效利用率，减少煤矿安全生产事故发生，也已经出台相关政策，明确将陆续展开煤矿企业之间的兼并重组、淘汰落后产能。

2009年全国原煤产量为29.65亿吨，同比增长12.7%。综合来看，行业内兼并重组、淘汰落后产能的整合行为有效缓解了新增产能的扩张。2010年，煤炭资源整合在全国的展开，将大幅度减少小煤矿带来的产量贡献，全国煤炭产量的增量将主要来自国有大煤矿的扩产和小煤矿整合之后复产所带来的增量。2010年3月，山西华晋焦煤王家岭在建矿井出现重大透水事故，全国煤炭生产企业将展开新一轮安全生产整顿，对煤炭供给和新增产能的投产产生一定影响。因此从整体看，2010年全国煤炭产量将保持平稳增长态势，但是受各种突发事件影响，在局部地区与部分时间段亦有可能出现供给偏紧的情况。

煤炭价格方面，煤炭需求复苏、资源整合带来的落后产能淘汰，使得煤炭行业供需形势发生积极的变化，全社会煤炭库存自2009年9月起逐月下降，截至2010年1月末，全社会煤炭库存为1.69亿吨，已回落至2008年9月的相对合理水平，全国煤炭的供需形势已从供应相对宽松过渡至相对紧张的平衡状况。较为紧张的煤炭供需局面使得煤炭产品的市场价格自2009年7月起持续上涨，主要煤种市场价格回升幅度均达到了25%，市场煤价格已恢复到2008年11月的水平。

图 3：焦煤、动力煤价格走势



资料来源：Wind 资讯

煤炭行业复苏的态势将在未来一段时期内持续；而全国性的资源整合、淘汰落后产能的进一步深化，将有效缓解煤炭行业产能释放带来的供应增长较快的局面，加之气候因素与突发事件影响，预计未来一个时期内煤炭行业将保持供需相对紧张的局面，煤炭产品的价格将继续保持平稳上涨的态势。

港口行业

港口行业的发展与国民经济和对外贸易的增长呈正相关关系，目前，全球贸易的 2/3 以上、中国进出口贸易的 90% 以上，都是通过以港口为枢纽的水运完成。近年来，随着中国经济的快速发展，对外贸易额也逐年增长，从而带动港口行业迅猛发展。但自 2008 年下半年开始，不断扩大的经济危机使得美国和欧洲经济出现衰退，外部需求大幅萎缩，再加上人民币汇率处于上行通道，中国的外贸出口出现下滑，我国港口吞吐量增速放缓甚至出现负增长。2009 年 2 季度以来，国内外经济触底反弹并逐渐好转，国际需求缓慢回升。2009 年我国对外贸易进出口总值为 22,072.19 亿美元，同比下降 13.89%，其中出口总值同比下降 16.01%，进口总值同比下降 11.21%，下降幅度均较前三季度进一步收窄。同时，受益于我国一系列经济刺激政策效应开始集中显现、基本建设加快拉动大宗货物需求稳步增长，2009 年，我国港口完成货物吞吐量 76.57 亿吨，同比增长 9.0%，增速较上年回落 0.5 个百分点；其中完成外贸货

物吞吐量 21.80 亿吨，增长 9.8%，增速提高 2.4 个百分点。沿海港口完成货物吞吐量 48.74 亿吨，同比增长 8.6%。

表 2：中国主要港口货物吞吐量情况

港名	2009 年 (亿吨)	同比增长 (%)	2010.1~6 (亿吨)	同比增长 (%)
宁波-舟山港	5.77	10.96	3.19	20.0
上海港	4.95	-2.56	2.80	20.4
天津港	3.81	7.02	1.98	7.3
广州港	3.64	4.90	1.94	11.5
青岛港	3.15	5.00	1.71	8.8
大连港	2.72	10.57	1.58	20.2
秦皇岛港	2.49	-1.19	1.33	13.2
苏州港	2.46	21.18	1.53	39.6
深圳港	1.94	-8.06	1.07	22.3
日照港	1.81	19.87	1.12	25.1
营口港	1.76	16.56	1.13	28.1

资料来源：交通运输部

2010 年 1~6 月，随着国内外经济的复苏和国内需求的增加，我国规模以上港口完成货物吞吐量 38.96 亿吨，同比增长 18.9%，其中沿海港口完成 26.72 亿吨，同比增长 18.2%。2010 年 1~6 月港口货物吞吐量同比增幅较大，排除 2009 年同期基数较低影响因素，在一定程度上显示出我国外贸货物吞吐量恢复的良好势头。

总体来看，港口业务受宏观经济和国际贸易形势影响较大。由于珠三角和长三角地区外向型经济发达，受金融危机、国际需求影响相对更大，而环渤海湾港口群对外贸出口依赖度相对较弱，受影响相对较小；同时，港口企业集装箱业务较散杂货业务更容易受到冲击，油化品业务受影响较轻。预计 2010 年，外贸出口对于我国经济的拉动作用仍将有限，但是国家通过加大固定资产投资等拉动内需措施后续投资额仍然较大，加上国内经济的复苏，我国港口货物吞吐量将出现温和上涨趋势。分货种来看，我国港口的铁矿石、煤炭等大宗散货业务及油品业务在国内经济恢复的带动下有望继续保持增长；港口集装箱业务由于外贸需求尚未完全复苏而具有不确定性。货种丰富、对外依存度较低、腹地经济增长潜力大的港口企业具有较强的抗风险能力，而对外依存度较高的港口仍然面临一定压力。同时我们也注意到，

近年来国内沿海主要港口进入了一个建设发展的高峰期，吞吐量增速较快，国内部分港口将面临吞吐能力结构性过剩等问题。

化肥行业

我国是一个人口众多的农业大国。人口增长和粮食需求的压力决定了发展农业始终是我国重要的基本国策。而农业的良好发展和农民收入的增加带动了国内化肥需求量的提高。化肥作为现代农作物耕作增产的必要产品，在未来相当长的一段时期内都存在着刚性需求。

目前我国化肥总产量较高，但从氮、磷、钾三种主要化肥的供求关系看，存在着明显的不平衡。国产氮肥和磷肥均出现供过于求的现象，出口量激增。其中氮肥 2009 年总产能达到 6,500 万吨，国内消费量仅有 5,000 万吨左右，实际年产量仅 4,864 万吨；磷肥 2009 年产能达 2,000 万吨，产能过剩约 800 万吨。而钾肥在全球分布仅集中在少数几个国家，其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国、以色列、约旦六国占 80% 以上，我国只有青海、新疆有部分资源，仅占全球钾肥资源的 1%~2%，钾肥生产受到国内资源限制。目前，国内钾肥 60%~70% 需要进口，拥有钾肥进口权限的企业有 10 家，其中 90% 以上的钾肥是通过中国中化集团公司和中国农业生产资料集团进口。2007~2008 年，钾肥价格大幅上涨，2008 年 9 月间国内市场价最高一度接近 5,000 元/吨，抑制了农民的用肥需求；同时，受金融危机的影响，2009 年国内对氯化钾的需求也大幅萎缩，钾肥产品价格大幅下跌。2009 年 4 季度以来，国际主要钾肥生产厂家对我国的售价出台，国内钾肥价格逐步摆脱了不断下降的局面，价格逐步趋于稳定。目前，从钾肥整体现状来看，由于下游需求并没有较大突破，现货成交情况仍显低迷；在中化集团、中农资带头调高进口钾肥价格的影响下，贸易商跟涨现象接踵而至，预计短时间内，购销局面难以改善，钾肥价格依旧维持在平稳状态。

从发展前景来看，目前国内氮肥行业受供过

于求、高关税和金融危机影响，效益明显下滑，2009 年行业毛利率仅为 9% 左右。磷肥行业虽受金融危机影响较深，存在产能过剩的问题，但受益于国家惠农政策的进一步贯彻实施，磷肥行业 2009 年已迎来转机，供求矛盾有所缓解，行业毛利恢复到 15%~18% 的正常水平。钾肥行业由于国内需求非常旺盛，进口价格居高不下，行业毛利率始终在 40%~50% 左右，盈利水平较高，发展空间较大，前景看好。

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业互相支撑“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。近年来，公司不断加强协同效应，特别是在 2008 年以来宏观经济环境有所恶化的环境下，公司各业务板块互为补充，提高了抗击经济周期性波动的能力，保证了业务稳定发展态势。

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、物流和高科技产业，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。2009 年 3 月 3 日，国投电力公布关于向国家开发投资公司发行股份购买资产之重大资产重组暨关联交易预案的公告。公告显示，国投电力计划对其控股股东国家开发投资公司非公开发行股票，收购国投公司全资持有的改制后的国投电力公司 100% 股权。2009 年 6 月，国投电力发布公告，该方案已获国务院国有资产监督管理委员会批复；2009 年 11 月，该方案获中国证监会核准，所购资产已于 11 月 27 日在国家工商行政管理总局办理股权过户手续，股权持有人变更为国投电力。对国投公司而

言，此次将其未上市的核心电力资产注入国投电力的顺利完成有助于国投公司资本实力和资产流动性的进一步提高。

经营规模方面，近年来公司装机容量一直保持平稳增长，截至2009年底，公司总装机容量1,955万千瓦，较2008年底有所提升。其中2009年当年新投产装机容量为208.8万千瓦，分别为天津北疆电厂（2×100万千瓦）、甘肃小三峡（2×3.5万千瓦）和白银风电（1.8万千瓦）。截至2009年底，公司在建装机容量为1,079万千瓦，包括锦屏一级、二级在建水电项目840万千瓦，酒泉第一、第二和张家口在建风电项目35万千瓦，石嘴山、格尔木和敦煌的在建光伏发电项目4万千瓦等。

发电量方面，2008年受南方雪灾、电煤价格高涨、运力严重不足以及进入8月份以后电力增速趋缓、需求下滑的影响，全国发电量和用电量增速明显回落，火力发电企业呈现普遍亏损局面。在此环境下，尽管2008年公司发电量同比有所下降，但仍保持在一定规模，当年实现发电量为698亿千瓦时，其中水电256亿千瓦时，火电442亿千瓦时，电力业务继续保持良好发展，体现了公司电力业务很强的抗风险能力。随着电力行业整体环境的转好，2009年以来，公司发电量从1月份开始降幅逐月收窄，到9月份恢复正增长，再到12月份实现同比增长56%。2009年，公司累计发电849.7亿千瓦时，同比增长17.97%。值得关注的是，2009年，受来水偏枯影响，公司水电发电量同比有所下降；火电受供需及水电出力影响，发电量增幅地域性差异较大，其中公司在广西、江苏、云南、福建等省份的火电厂发电量同比增幅较大，甘肃、安徽等省份同比降幅较大。2010年上半年，电力需求继续回升，公司控股电厂累计实现发电量398亿千瓦时，同比增长33%；其中水电实现发电量84亿千瓦时，同比增长3%；火电实现发电量314亿千瓦时，同比增长45%；风电实现发电量0.9亿千瓦时，同比增长200%。

发电利用小时方面，2009年公司火电设备平均利用小时为4,679小时，与2008年基本持平。受供需及水电出力影响，广西、江苏、云南、福

建等省份的火电厂设备利用小时有所增长，甘肃、安徽等省份的火电设备以及云南省的水电机组利用小时有所下降。

水电方面，目前公司在建、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。近两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；2008年8月，世界上单头掘进最长的交通隧洞——锦屏电站交通隧洞顺利实现双洞贯通，标志着锦屏一级水电站进入快速建设的阶段；2008年11月，锦屏二级水电站成功实现截流。2009年，锦屏一级水电站进入主体施工阶段，公司雅砻江流域梯级开发进展顺利。目前官地水电站、桐子林、两河口水电站还在前期准备中。未来公司将进一步加快雅砻江流域梯级滚动开发，重点推进锦屏一、二级以及官地等项目建设。

表 3: 截至 2010 年 6 月底公司主要在建及拟建水电项目一览

项目	装机容量（万千瓦）
锦屏一级	360
锦屏二级	480
官地	240
桐子林	60
两河口	270

资料来源：公司提供

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。2008年，宣城电厂一期 1×60 万千瓦、南煤煤矸石电厂等项目相继建成投产。2009年，公司国家首批循环经济试点项目国投北疆电厂实现年内投产，同时，山西晋城热电项目（2×30 万千瓦）获得核准，目前已经开工建设。

表 4：截至 2010 年 6 月底公司主要在建及拟建火电项目一览

项目	装机容量 (万千瓦)	预计投产 时间
宣城二期	60	2011
山西晋城热电项目	60	2011

资料来源：公司提供

此外，公司在电源结构方面也取得新突破，2009 年，公司甘肃酒泉北大桥第二风电项目、宁夏石嘴山光伏发电项目相继获得核准，敦煌太阳能电站等项目实现年内投产，同时公司还参与了辽宁葫芦岛核电项目（6×100 万千瓦）的开发。

2009 年，公司电力项目开发成功进入核电和光伏发电领域，至此公司全面涉足水、火、风、光、核等各个发电结构领域，公司电力业务布局进一步完善。总体来看，目前公司电力板块规模较大，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。我们将继续关注水电来水情况以及煤炭价格波动等因素对公司电力业务的影响。

响。

煤炭

煤炭业务是公司第二大支柱业务，一直由下属子公司国投煤炭公司负责。2009 年 2 月底，国投煤炭公司下属上市公司国投新集能源股份有限公司（简称“国投新集”）披露关于第一大股东股份无偿划转的提示性公告，公告称，国投煤炭公司同意将其持有的国投新集 80,261.08 万股股份（占总股本的 43.38%）无偿划转给国家开发投资公司。2009 年 3 月，国投新集发布公告，国资委已同意上述股权划转事宜。2009 年 6 月，国投新集发布公告，证监会已核准上述股权划转事宜并豁免国家开发投资公司对国投新集的要约收购义务。2009 年 8 月，国投公司已经办理完相关股权划转手续，并完成股份划转过户。目前国投新集的控股股东由国投煤炭公司变更为国投公司。本次收购为国投公司对所控制企业的内部股权调整和管理，将促进国投公司进一步做大做强。此外，2009 年，国投新集再融资工作取得进展，相关材料已准备完毕，公开增发申请文件现已报送证监会，争取于 2010 年内完成增发工作，此次，将发行不超过 20,000 万股 A 股股票，募集资金净额约 27 亿元。

表 5：截至 2010 年 6 月末，公司主要煤炭项目公司分布情况

项目公司名称	2010 年 1-6 月原 煤产量 (万吨)	2010 年 1-6 月原 煤销量 (万吨)	所在区域	煤种	权益 占比	控制性质
国投新集能源股份有限公司	782	666	安徽	气煤、1/3 焦煤	42.36%	控股
国投新登州煤业有限公司	39	38	河南	贫煤、瘦煤	51.00%	控股
国投煤炭郑州能源开发有限公司	40	40		气煤	60.00%	控股
山东省滕州曹庄煤炭有限公司	22	20	山东	气煤、肥煤	56.41%	控股
新疆伊犁犁能煤炭有限公司	34	34	新疆	长焰煤	65.00%	控股
国投昔阳能源有限责任公司	52	51	山西	无烟煤	60.00%	控股
国投大同能源有限责任公司	145	117		气煤	95.00%	控股
阳泉市南庄煤炭集团有限责任公司	168	155		无烟煤	62.00%	控股

资料来源：公司提供

近年来公司煤炭产能逐步增加，2009年，公司煤炭业务在煤炭销售价格下降及政策性税费增加等环境下，仍实现较好发展。2009年公司实现原煤产量 2,574.39 万吨，同比增长 27.09%；销售煤炭 2,272.59 万吨，同比增长 17.01%；累计掘进进尺 139,864.8 米，同比增长 9.93%。2010 年上半年，公司控股煤矿企业累计生产原煤 1,344 万吨，同比增长 2%；煤炭生产企业总进尺 72,630 米，同比增长 3%；煤炭销售量 1,182 万吨，同比增长 2%，其中，供国投公司内部单位 65 万吨，占销量的 5.5%。

煤矿项目进展方面，2009 年，公司新集刘庄煤矿生产能力由 300 万吨提高到 800 万吨；阳泉西上庄 500 万吨煤矿项目获得国家发改委核准；国投晋城里必 400 万吨煤矿项目获得国家发改委开展前期工作批复（路条）；同时公司还成功收购了郑州王行庄 120 万吨煤矿项目。在煤炭资源获取方面，2009 年，公司在新疆哈密大南湖地区获得了 28.34 亿吨的煤炭资源探矿权。截至 2009 年年底，公司已经为未来发展储备了 232 亿吨的煤炭资源。

截至 2009 年底，公司拥有煤炭生产项目 15 个，核定生产能力合计 2,678 万吨/年；煤炭在建项目 4 个，设计规模 920 万吨/年；煤炭前期项目 8 个，预计规模 2,120 万吨/年；煤炭总计规模达 5,718 万吨/年。

从煤炭资源分布看，公司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。未来，公司将进一步利用山西、河南、内蒙开展资源整合和煤矿兼并重组的有利时机，收购投产或在建即将投产项目；并将山西、河南、新疆和内蒙古区域作为重点发展区域，大力开发优质整装资源，从产业链协同、区域布局的角度出发，对拟整合项目和现有项目进行梳理，优化资源配置，提升综合竞争能力。

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，未来发展前景良好，特别是

2008 年，煤炭价格相对高位，公司煤炭板块盈利能力大幅上升。未来公司将进一步推进区域规划，加大项目核准收购力度，同时根据公司整体战略，积极获取煤炭资源，进一步打造产业链。中诚信国际也注意到，目前除专业的煤炭企业外，五大电力公司和其他投资公司也都在积极争取煤炭资源，煤炭资源竞争日益激烈，获取煤炭资源的门槛正在不断提高。同时，目前公司处于基建高峰期，因此未来资本支出规模较大，而且随着国家相关政策的出台、项目核准难度的加大、供求形势的转变以及煤炭价格的波动，可能会对公司煤炭板块利润空间有所影响。

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，业务范围包括从事港口、公路（含桥梁、场站）和相关配套项目的开发、经营和管理。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。近年来公司交通业务板块明确了以港口为基础，以煤炭运输为主线，以两湾和长江三角洲为重点的发展思路，开工建设了京唐港、曹妃甸港、镇江大港三期、洋浦港三期及迁曹铁路、张集集张铁路等项目。公司控股港口吞吐能力由 2002 年 170 万吨增长到 2009 年底的 1.3 亿吨（曹妃甸 5,000 万吨、京唐港 3,000 万吨、洋浦港 700 万吨、镇江港 4,690 万吨），其中曹妃甸港、京唐港、洋浦港主要从事沿海港口业务，镇江港主要是内河港口业务。2009 年，公司港口业务发展良好，特别是环渤海港口和长江干线港口受益于国内贸易的积极带动，增长态势比较明显，公司全年实现年吞吐量 7,807 万吨。2010 年上半年，公司控股港口完成吞吐量 6,322 万吨，同比增长 88%，剔除曹妃甸港投产影响，同比增长 30%。

在建项目进展方面，2009 年，公司京唐港投产并实现利润过亿；公司曹妃甸港一期工程完成

重载试车；曹妃甸港二期 5,000 万吨扩建工程以及连接曹妃甸港的重要运煤铁路线张唐线在年内获得核准；海南洋浦商业石油储备项目顺利推进。截至 2009 年底，公司在建港口吞吐能力达 5,000 万吨。总体看，随着京唐港和曹妃甸港项目的正式投产运营，以及未来在建、拟建项目的建成投产，公司港口业务的吞吐量将逐步上升，产业链建设进一步推进。

表 6：截至 2010 年 6 月底公司在运营以及拟建主要港口项目一览

港口名称	吞吐量 (万吨/年)	投产时间 或核准进度
曹妃甸一期	5,000	2009
京唐港	3,000	2008
镇江港三期	4,960	2008
洋浦港三期	700	2008
曹妃甸二期	5,000	已核准
海南洋浦 30 万吨油码头	2,160	未开工 待核准

资料来源：公司提供

从目前来看，公司在山西、内蒙等地的煤矿，与唐港铁路、蒙晋铁路，以及曹妃甸港、京唐港等北方煤炭下水码头，已经形成了上游产业群；运输船队、南方煤炭上水码头以及沿海燃煤电厂，则组成了下游产业群。上下游产业群的形成，表明了公司产业链的初步实现，煤-电-港-运产业之间的互补性有了明显增强，抵御风险能力得以提升。

总体来看，国投公司积极构建“西煤东运、北煤南运”运输通道，开发与煤、电、运产业链相关的铁路和港口项目，为公司长远发展奠定基础。公司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正式投产运营，公司港口业务的吞吐量将快速上升。另外，铁路和港口属于制约国民经济发展的瓶颈，发展空间较大，特别是煤炭运输专业化铁路和港

口，属于资源性和基础性行业，从经营的角度，两者又同属于服务性行业，经营过程中流动资金需求相对较少，应收账款相对较少，因此经营风险较工业生产性企业小，经营相对稳定，经济效益较好，交通板块将继续作为公司今后重点发展的业务板块之一。

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。目前公司已控股新疆罗布泊钾盐公司（简称“罗钾公司”），拥有的钾盐资源工业储量占全国总储量的一半以上。未来公司将在罗布泊建成世界最大的硫酸钾生产基地，对提高我国钾肥自给率，带动相关产业发展发挥重要作用。2008 年，国投罗钾一期 120 万吨项目正式投产，并且罗钾二期工程已正式奠基启动。2009 年，公司生产硫酸钾 78.86 万吨，销售硫酸钾产品 61.45 万吨，实现利润 3.53 亿元；罗钾二期 170 万吨工程进展顺利。预计未来待罗钾一期项目全部达产以及二期工程正式投产后，公司化肥板块盈利能力会进一步提高。我们也关注到，2009 年以来，金融危机对化肥行业的影响加深加重，钾肥需求大幅降低，销售萎缩，同时公司化肥业务受国际钾肥市场影响，库存大量增加，硫酸钾价格一路下跌，利润空间有所压缩，我们将继续关注未来硫酸钾市场需求和价格变化对公司的影响。

2010 年上半年，公司生产硫酸钾 49 万吨，同比增长 115%；销售硫酸钾 44 万吨，同比增长 377%，平均销售价格 2,119 元/吨（不含税），同比下降 34%，仍处在低位水平。

总体来看，国投公司化肥板块未来发展前景广阔，罗钾项目全部达产后公司盈利能力有望快速上升，但是我们也关注硫酸钾市场需求和价格变化对公司的影响，并且钾肥销售未来面临着交通运输、市场培育过程等问题。

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（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。2008年，公司物流业务取得一定进展，国投煤炭运销有限公司获得了太原铁路局铁路发运煤炭户头，并完成在秦皇岛港开户工作，打通了从山西至东部沿海下水港通道。同时海运能力得到进一步扩大，与国内最大的三家造船企业就船坞安排、船期、船价进行了多轮谈判，并签订了造船合同。另外为落实国投公司电煤集中采购部署，确保2009年电煤集中采购取得实效，国投物流制订了“2009年国投电煤集中采购方案及实施细则”。进入2009年，国投物流购买了两艘散货船，分别命名为“北疆号”和“雅砻江号”。2009年8月3日，“北疆号”在京唐港实现首航，将公司控股煤矿生产的动力煤，通过集运站和铁路运输，发送到下水港，再由海运船队运送到沿海电厂，实现了产业链的首次贯通。随着“北疆号”、“雅砻江号”两艘散货船的投入运营，公司航运能力达到30万载重吨。

2009年，国投物流充分发挥其作为国投公司煤电产业链接点的特点，积极开展工作，实现了公司煤、电、港、运产业链的首次贯通，促进了公司各板块协同效应的发挥。2009年国投物流销售煤炭614万吨，其中内部集中采购电煤300万吨；完成货运量365.96万吨；全年完成利润0.71亿元。2010年上半年，公司完成航运量264万吨，同比增长73%，其中，完成集团内运量108万吨，占其总运量的41%；同期销售煤炭472万吨，同比增长181%，其中，供集团内电厂403万吨，占其销量的85%。

未来国投物流计划将继续以电煤为中心，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。

高科技创业

目前公司全资子公司国投高科技投资有限公司主要从事高科技项目投资业务，同时承担着国家以国债资金投资的国家高新技术产业化示范工程项目“国家资本金出资人代表”的职责，投资项目主要涉及电子、医药、环保、农业和新材料等行业。主要投资项目包括中国华大集成电路设计有限责任公司、亚普汽车部件有限公司（简称“亚普公司”）、天津力神电池股份有限公司、内蒙古宇航人高技术产业有限责任公司等。其中亚普公司主要生产轿车塑料油箱，是国内轿车塑料油箱生产和销售的领头羊，2009年销售塑料油箱220万只，同比增加49%，继续保持了国内市场的领先地位。2009年公司高科技板块实现利润8.66亿元，其中亚普公司实现利润1.48亿元。2010年上半年，亚普公司继续抓住汽车市场发展机遇，在扩张产能的同时挖潜生产潜力，销售油箱134万只，收入同比增长69%。

服务业板块

目前国投公司的服务业板块主要包括金融、咨询等。近年来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，并在公司发展中发挥着越来越重要的作用。

金融

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。公司下属子公司国投信托投资有限公司（简称“国投信托”）及国投财务有限公司（简称“国投财务”）是公司控股的主要金融业务平台，其中国投财务是公司及下属投资企业与德国裕宝银行共同出资并于2009年3月成立的一家金融企业，该公司的成立为集团成员企业提供了一个共享的金融平台，对

于完善公司金融功能与手段,促进内部资金融通,降低成本,实现产融协同,促进集团成员企业共同发展都具有十分重要的意义;国投信托与瑞银集团以中外合资形式成立的国投瑞银基金公司,是目前我国外资持股比例最高的基金公司。另外,公司作为渤海银行5家发起成立董事单位之一,目前是渤海银行的第三大股东,此外公司还持有中国人寿、工商银行、中国银行等大型金融上市公司的金融类股权。

2009年国投信托通过加强战略合作、创新拓展业务领域,全年累计信托业务规模超过400亿元,创造利润2.78亿元;国投财务累计发放贷款71亿元,开业当年实现利润0.3亿元。2010年上半年国投信托新增信托规模193亿元;同期国投财务资金归集总额77亿元,资金归集率54%。

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。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,未来有望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。另外,金融市场的波动会对公司金融板块造成一定冲击,我们将对此继续关注。

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,中投咨询公司立足政府投资项目咨询,加大了市场业务拓展速度,提高市场份额,并计划拓展管理咨询,完善服务功能,提高了服务水平。2009年以来,中投咨询公司继续承担国投公司内部的咨询和投资机会研究,并不断拓展业务领域,再次入选国家发改委项目评估机构名录。

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

根据国资委大力推进国有资产结构调整的战略部署,公司发挥自身优势,于2005年12月被国资委确定为国有资产经营试点单位之一。近年来,在国资委大力支持下,国投公司利用自身在股权管理、持股经营和资产处置等方面的优势,推动国有资产经营业务顺利开展。

经国家有关部门批准,公司先后托管了中国包装总公司和中国高新投资集团公司,并将中国投资担保有限公司、中国纺织物资(集团)总公司、中国电子工程设计院和中国成套设备进出口(集团)总公司4家中央企业先后整体并入国投公司,促进了中央企业的重组整合和国有经济结构的调整。

经过调整,公司业务框架日渐清晰,主业突出,行业集中度提高,实业投资与服务业相互支撑、协同发展的效应开始显现,有力地推动了公司的发展。目前公司国有资产经营业务与实业、金融服务业一起构成国投公司“三足鼎立”的业务框架。

未来公司将成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,进一步完善区域布局。

战略规划

为进一步提高效益,增强竞争力,国投公司提出按照资产经营与资本经营相结合、财务性投资与战略性投资相结合的发展模式,在战略规划的指导下,将自身的发展融入到国家转变经济发展方式的大局中,调整结构,把握节奏,推动公司较快发展。

近年来,公司为实现资本市场化和证券化,不断在市场上发行各种金融产品。目前其电力业

务已在上海证券交易所实现整体上市，其它业务板块也在积极筹备。未来，公司将继续加大在电力、煤炭、港航、化肥等传统主业范围的投资开发力度，积极发展节能环保新能源业务，不断提高专业化管理水平，不断提高盈利能力。同时，公司还将加强并购重组和资本经营，进一步提高公司的规模和综合实力。除实业外，公司也将积极投资于金融服务业。截至 2009 年末，公司金融服务业板块已拥有信托、基金、财务公司、投资担保等多家服务公司，净资产总额达 110 亿元。公司已提出控股证券公司并组建金融集团的发展目标。

根据《国投集团 2010 工作报告》，公司 2010 年的经营目标是：完成经营收入 570 亿元，实现利润 60 亿元，年末资产规模超过 2,400 亿元。其中电力板块确保实现利润 17 亿元，煤炭板块确保实现利润 21 亿元，交通板块确保实现利润 2500 万元，化肥板块确保实现利润 5 亿元。

从中长期来看，公司的目标为：到 2012 年资产总额达到 2,800 亿元，净资产 400 亿元，实现利润超过 100 亿元。公司将以拥有一流的投资企业、一流的管理团队和一流的管理手段为标志，努力迈向国际一流的投资控股公司。未来，公司在中央企业第一方阵的地位将更加稳固，主要业务板块的规模、实力将跃上一个新台阶，并在各自行业中占据重要地位。

届时，公司电力板块投产装机容量将达到 3,500 万千瓦，电力资产规模 1,700 亿元以上；煤炭板块的煤炭年生产能力达到 5,000 万吨，资产规模达到 339 亿元以上，形成以煤炭生产为基础、煤炭深加工和综合利用为新的增长点的产业格局；交通板块将形成 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 310 亿元，港口吞吐能力超过 3 亿吨；化肥板块钾肥生产能力将达到 300 万吨。另外，公司以金融为代表的其他服务板块投资比例将明显提高，通过核心能力的优化整合，为公司带来更大价值。

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。同时未来几年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。截至 2010 年 6 月 30 日，公司拥有全资二级子公司 13 家、控股二级子公司 10 家。

一直以来，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。

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。此外，国投公司下属财务公司的成立，有利于完善公司金融服务功能与手段，推动资金集中管理，提高公司资金效益。

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。

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》。

一直以来，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

1995 年成立以来，国家对国投公司的发展给予了大力的支持。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，其中包括国投公司两大主力投资板块：电力和煤炭。

2008 年以来，受全球金融危机影响，我国经济增长速下滑，电力需求增速放缓，针对当前经济形势，为确保经济平稳较快增长，我国先后审议并原则通过了钢铁、有色、石化、汽车、造船、装备制造、轻工、纺织、电子信息、物流等十个重点产业调整振兴规划。并提出到 2010 年底投资 4 万亿元的计划，对促进电力需求增长将有一定促进作用，对煤炭上游行业也将产生积极影响，特别是其中 2 万亿元的铁路投资计划，也为公司交通板块发展带来了机遇。我们将关注国家相关政策的实施进度以及对公司的相关影响。

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 2007~2009

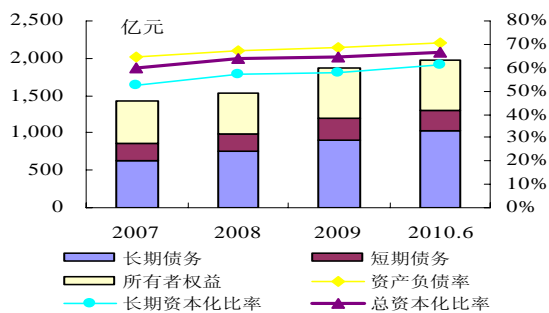
¹ 本报告利息支出的计算未包含资本化利息。

年财务报告以及未经审计的 2010 年上半年财务报表。从 2008 年开始，公司财务报表编制开始实行新会计准则，为确保年度数据比较的准确性，以下财务分析中 2007 年期末数均以 2008 年期初数代替。

资本结构

随着公司对电力、煤炭、交通、化肥等实业板块投资的稳步推进，近几年公司资产规模保持持续增长的态势，截至 2009 年底，公司总资产达到 2,101.46 亿元，同比增长 22.63%；截至 2010 年 6 月底，公司总资产达 2,223.26 亿元，较 2009 年底继续提升。

图 4：2007 年~2010 年 6 月公司资本结构



随着投资规模的快速增加，公司债务规模也相应扩大，截至 2009 年底总债务为 1,203.09 亿元，其中，短期债务 302.65 亿元²，同比增长 29.21%；长期债务 900.43 亿元，同比增长 20.40%。如图 4 所示，2007~2009 年，公司资产负债率、总资本化比率等比率呈现小幅上升态势，整体处于较高水平。截至 2010 年 6 月底，公司总债务为 1,312.39 亿元，规模较 2009 年底继续增大；同期资产负债率则上升至 70.49%，继续处于较高水平。

从债务结构来看，公司近几年一直以长期贷款为主，长期债务总量明显大于短期债务总量；2007~2009 年底长、短期债务比分别为 2.78、3.19 和 2.98，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，投资规模的扩大使公司资产负债率和总资本化比率在 60%~70% 之间波动，始终处于增长态势。随着未来公司电力、煤炭、交通、化肥等在建项目的陆续投运，公司经营规模有望逐步增长，资产规模将进一步扩大，债务规模也会进一步上升，资产负债率水平将仍然保持在较高水平。

盈利能力

公司近年来战略推进较为成功，各板块投资项目顺利推进，公司业务收入一直呈现良好增长态势。公司投资的电力项目主要以水电、火电为主，投资项目电源结构的多元化使 2008 年以来整体火电行业运行成本的提升没有对公司电力板块造成重大影响，而 2008 年煤炭价格大幅上涨为公司煤炭板块创造良好收益，加之公司洋浦港三期、镇江港三期、京唐港、曹妃甸港项目陆续投入试运行带动港口吞吐能力的提升以及化肥板块罗钾一期项目的投产，使 2008 年公司营业总收入较 2007 年增长 37.00%，为 379.27 亿元。2009 年，发电量大幅增加和电价上调的共同作用使公司电力板块收入明显提升，同时煤炭、化肥等业务板块产能与销量的提高、港口业务板块吞吐能力的进一步上升以及金融、国有资产经营等业务板块的良好发展，带动公司营业总收入同比增长 23.20%，达 467.24 亿元。一直以来，电力和煤炭板块对公司收入的形成产生了基础性的支持作用，而随着交通、化肥以及金融板块的逐步发展，公司收入构成将会进一步多元化。2010 年上半年，公司实现营业总收入 286.36 亿元。

² 短期债务中包含公司 2009 年 9 月和 10 月分别发行的一年期融资债券 20 亿元和 30 亿元以及子公司二滩水电开发有限公司于 2009 年 6 月发行的短期融资券 5 亿元和 2009 年 9 月发行的为期 330 天的短期融资券 5 亿元。

表 7：公司 2007~2009 年收入构成一览

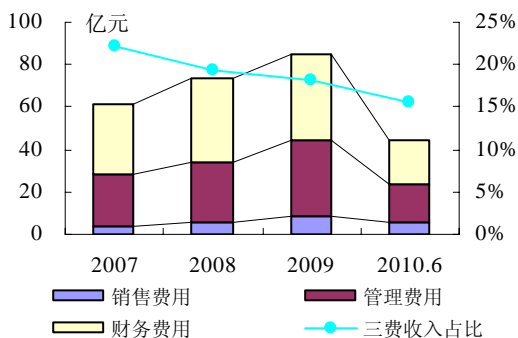
业务板块	2007		2008		2009		
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	
实业 板块	电力	167.12	60.37%	179.97	47.45%	203.39	43.98%
	煤炭	50.93	18.40%	85.47	22.54%	82.73	17.89%
	交通	21.40	7.73%	32.61	8.60%	46.55	10.07%
	化肥	2.21	0.80%	4.44	1.17%	13.74	2.97%
	其它	26.86	9.70%	23.60	6.22%	29.46	6.37%
	小计	268.51	96.99%	326.09	85.98%	375.87	81.28%
服务业板块	7.03	2.54%	7.52	1.98%	8.31	1.80%	
国有资产经营板块	6.70	2.42%	56.59	14.92%	95.79	20.72%	
板块间抵消	-5.40	-1.95%	-10.93	-2.88%	-17.55	-3.80%	
合计	276.84	100.00%	379.27	100.00%	462.42	100.00%	

注：2009 年公司营业收入为 462.42 亿元，营业总收入为 467.24 亿元（包含营业收入、利息收入、手续费及佣金收入）。

资料来源：公司提供

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 2009 年管理费用为 36.01 亿元，较上年提高 8.18 亿元。总体来看三项费用合计持续增长，但在收入快速增长的保障下，近三年三项费用合计占营业收入的比重呈小幅下降趋势，2009 年为 18.15%，为利润总额保持增长创造了条件。2010 年上半年，公司三项费用合计占营业收入的比重继续下降，为 15.63%。

图 5：2007 年~2010 年 6 月公司三项费用图



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。特别是进入 2008 年以来，煤炭价格大幅上涨，公司电力业务盈利能力有所削弱，导致 2008 年公司毛利率为 27.76%，较 2007 年下降了 5.42 个百分点。进

入 2009 年，公司发电标煤价格继续维持高位运行，尽管标煤单价较 2008 年的历史高位有所回落，但相对于电价水平，公司电力板块盈利能力仍处于历史较低水平；同时，由于销量增加，公司煤炭、化肥等板块营业成本均同比有不同程度增加，加之 2009 年公司新并入中国成套设备进出口集团公司及中国电子工程设计院，增加了成本，2009 年公司营业毛利率为 26.00%，水平与 2008 年底略有下降。2010 年上半年，公司营业毛利率为 24.17%。

受 2008 年电力板块煤炭成本大幅上升影响，公司利润总额和净利润较 2007 年略有下降，但下降幅度很小，均在 2% 左右。2009 年得益于公司发电量增长、2008 年两次电价调整的效果体现以及煤炭、化肥等其他业务板块销量上升，公司利润总额和净利润出现大幅回升。总体看，近三年公司利润总额虽有小幅波动但整体呈良好增长态势。2010 年上半年，公司实现利润总额和净利润分别为 29.29 亿元和 21.33 亿元。

表 8：2007 年~2010 年 6 月公司主要盈利指标

	2007	2008	2009	2010.6
营业总收入(亿元)	276.84	379.27	467.24	286.36
利润总额(亿元)	51.62	50.80	56.20	29.29
净利润(亿元)	40.45	39.68	41.84	21.33
经营活动净现金流	77.57	107.57	103.51	52.61

(亿元)

EBITDA(亿元)	127.64	140.64	152.96	-
毛利率(%)	33.18	27.76	26.00	24.17

在现金获取能力方面,公司 2007~2009 年的收现比分别为 1.07、1.17 和 1.10,整体上保持了良好的现金回流质量。而且,近年来公司 EBITDA 显示了良好的稳定性和成长性。在利润总额、利息支出及折旧呈增长态势的条件下,2009 年公司实现 EBITDA 152.96 亿元。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,主要盈利性指标处于较好水平,现金获取能力保持较强水平。随着公司电力、煤炭、交通、化肥等实业板块投资项目的陆续投运,以及未来公司金融等服务业板块和国有资产经营业务的逐步拓展,公司经营规模有望进一步增长,潜在的规模和协同效应将逐步释放,公司的收入构成将进一步多元化,盈利能力有望进一步增强。同时我们也关注电力市场需求变化、煤炭价格以及化肥价格变动等因素对公司盈利能力造成的影响。

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 2010 年 6 月底,公司总债务 1,312.39 亿元,其中长期债务 1,032.59 亿元,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,2007~2009 年,公司经营净现金流对总债务的覆盖能力基本保持稳定,对利息支出的覆盖能力趋于增强。同时,由于公司债务规模快速上升,EBITDA 对总债务的覆盖能力呈下降趋势。

表 9: 2007 年~2010 年 6 月公司长期偿债能力指标

	2007	2008	2009	2010.6
长期债务(亿元)	632.13	747.84	900.43	1032.59
总债务(亿元)	859.28	982.08	1203.09	1312.39
EBITDA(亿元)	127.64	140.64	152.96	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.09	2.39	2.44	2.36
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.11	0.09	0.08
EBITDA 利息倍数(X)	3.44	3.12	3.61	-
总债务/EBITDA(X)	6.73	6.98	7.87	-

注: 期间财务指标经过年化处理

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。

总体看,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。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,现金流获取水平将进一步改善,公司偿债能力可望增强。未来几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。

截至 2009 年底,公司担保余额约 107 亿元,其中对内担保合计余额约为 78.9 亿元,对外担保合计余额约 28.1 亿元(包括对中国大唐集团公司 25 亿元 15 年期限企业债券的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保)。

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,截至 2010 年 6 月底,公司在国内各大银行累计授信额度 4,372 亿元(其中尚未使用授信额度 3,286 亿元)。此外,公司拥有五家上市公司,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。

评级展望

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。公司目前电力、煤炭、港口和化肥等板块具有一定规模优势，特别是未来在建项目的建成投产，将使公司业务规模得到进一步扩大，加之公司金融、咨询等服务业板块的逐步拓展，公司规模和协同效应将逐步发挥。同时我们也关注未来整体宏观经济形势、煤炭价格、化肥价格、电力市场需求变动以及金融市场波动等因素对公司业务经营的影响。

根据对公司外部经营环境和自身运营实力的综合分析，中诚信国际认为公司未来一定时期信用水平将保持稳定。

附一：截至 2009 年末，国家开发投资公司纳入合并报表范围的二级子公司列表

序号	企业名称	控股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	国投华靖电力控股股份有限公司	70.54	199,510
2	北京三吉利能源股份有限公司	36.875	96,000
3	国投钦州发电有限公司	61	104,000
4	国投煤炭有限公司	100	200,000
5	国投新集能源股份有限公司	42.36	185,039
6	国投交通公司	100	200,000
7	国投物流投资有限公司	100	44,000
8	中国投资担保有限公司	100	300,000
9	国投高科技投资有限公司	100	64,000
10	国投中鲁果汁股份有限公司	44.62	20,170
11	国投资产管理公司	100	65,000
12	国投信托有限公司	100	120,480
13	国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	63	54,000
14	国投物业有限责任公司	100	10,000
15	北京亚华房地产开发有限责任公司	100	70,000
16	中投咨询有限公司	55	1,000
17	中国国投国际贸易有限公司	100	50,000
18	中国成套设备进出口 (集团) 总公司	100	40,000
19	中国电子工程设计院	100	16,000
20	国投创新 (北京) 投资基金有限公司	46.15	65,000
21	国投创新 (北京) 投资基金管理有限公司	75	3,000
22	国投财务有限公司	90	50,000
23	国投 (福建) 开发有限公司	100	21,000

附二：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)	2007	2008	2009	2010.6
货币资金	1,387,434.76	1,295,346.54	1,654,667.95	1,824,721.95
交易性金融资产	48,531.00	4,614.96	59,550.68	11,449.98
应收账款净额	420,587.43	306,925.30	445,761.98	716,571.38
存货净额	350,251.64	394,135.75	478,159.36	526,571.51
其他应收款	266,017.82	436,389.74	679,389.10	277,297.12
长期投资	3,080,531.19	2,183,204.66	2,498,546.58	2,539,176.74
固定资产(合计)	9,329,623.56	11,046,724.35	13,402,886.40	14,018,766.68
总资产	16,135,556.13	17,136,863.20	21,014,578.84	22,232,567.22
其他应付款	285,794.00	344,897.48	680,039.80	426,393.05
短期债务	2,271,563.09	2,342,376.38	3,026,530.86	2,797,950.44
长期债务	6,321,265.41	7,478,430.81	9,004,339.96	10,325,943.05
总债务	8,592,828.51	9,820,807.19	12,030,870.82	13,123,893.49
净债务	7,205,393.75	8,525,460.65	10,376,202.87	11,299,171.54
总负债	10,381,574.38	11,548,742.92	14,436,490.87	15,672,629.13
财务性利息支出	370,630.47	450,540.35	423,989.34	222,704.67
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益(含少数股东权益)	5,753,981.76	5,588,120.28	6,578,087.97	6,559,938.09
营业总收入	2,768,373.99	3,792,682.08	4,672,442.52	2,863,598.92
三费前利润	881,299.86	1,007,643.86	1,186,088.31	654,867.72
投资收益	283,391.89	311,603.99	217,887.39	76,205.29
EBIT	886,850.98	958,578.03	986,021.72	515,607.04
EBITDA	1,276,442.75	1,406,442.97	1,529,636.68	-
经营活动产生现金净流量	775,677.11	1,075,748.97	1,035,113.41	526,144.62
投资活动产生现金净流量	-2,166,433.00	-1,952,680.15	-2,271,088.33	-1,143,907.86
筹资活动产生现金净流量	1,819,609.05	783,778.94	1,372,417.61	775,603.53
现金及现金等价物净增加额	428,728.76	-93,959.98	137,370.47	155,639.07
资本支出	1,952,999.75	2,216,381.89	2,143,506.09	1,081,872.37
财务指标	2007	2008	2009	2010.6
营业毛利率(%)	33.18	27.76	26.00	24.17
三费收入比(%)	22.06	19.37	18.15	15.63
EBITDA/营业总收入(%)	46.11	37.08	32.74	-
总资产收益率(%)	6.44	5.76	5.11	4.77
流动比率(X)	0.85	0.82	0.82	0.93
速动比率(X)	0.75	0.72	0.72	0.82
存货周转率(X)	6.81	7.36	7.39	8.64
应收帐款周转率(X)	8.26	10.43	12.10	9.85
资产负债率(%)	64.34	67.39	68.70	70.49
总资本化比率(%)	59.89	63.73	64.65	66.67
短期债务/总债务(%)	26.44	23.85	25.16	21.32
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.11	0.09	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.34	0.46	0.34	0.38
经营活动净现金/利息支出(X)	2.09	2.39	2.44	2.36
总债务/EBITDA(X)	6.73	6.98	7.87	-
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.60	0.51	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.44	3.12	3.61	-

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附四：主体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。