

# 跟踪评级公告

联合[2015] 1549 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持国家开发投资公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14国开投MTN001”、“14国开投MTN002”、“14国开投MTN003”、“15国开投MTN001”和“15国开投MTN002”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一五年七月二十八日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 国家开发投资公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 国开投 MTN001	45 亿元	2014/6/16-2021/6/16	AAA	AAA
14 国开投 MTN002	40 亿元	2014/8/27-2019/8/27	AAA	AAA
14 国开投 MTN003	40 亿元	2014/11/5-2024/11/5	AAA	AAA
15 国开投 MTN001	25 亿元	2015/5/26-2025/5/26	AAA	AAA
15 国开投 MTN002	30 亿元	2015/6/16-2020/6/16	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 28 日

### 财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	236.67	187.36	621.95	880.09
资产总额(亿元)	3115.20	3481.20	4617.26	4723.02
所有者权益(亿元)	898.85	1005.06	1196.43	1300.94
短期债务(亿元)	369.48	466.13	479.22	327.50
全部债务(亿元)	1827.21	2027.16	2300.49	2054.70
营业收入(亿元)	846.53	986.48	1126.20	255.81
利润总额(亿元)	112.11	115.18	145.38	54.28
EBITDA(亿元)	260.95	292.98	387.20	--
经营性净现金流(亿元)	168.63	212.65	407.35	30.63
营业利润率(%)	25.19	25.58	28.46	32.17
净资产收益率(%)	9.79	9.55	10.03	--
资产负债率(%)	71.15	71.13	74.09	72.46
全部债务资本化比率(%)	67.03	66.85	65.79	61.23
流动比率(%)	78.00	64.22	93.34	105.80
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.92	5.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.57	3.10	--
经营现金流流动负债比(%)	23.09	23.89	25.97	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 2012~2014 年现金类资产结算扣除公司受限资金;

3. 2012~2014 年公司债务指标包含短期融资券和融资租赁款。

### 评级观点

国家开发投资公司(以下简称“公司”)是大型国有投资控股公司之一,在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面,承担一定国有资产结构调整职能,长期得到国家的大力支持。跟踪期内,公司合并安信证券,资产、所有者权益大幅增加,其旗下各经营公司保持稳定的经营态势,电力装机规模快速扩张,电源结构逐步优化,国际业务板块规模优势增强,公司收入及利润规模持续增长。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到近年公司债务规模迅速上升、资本支出压力大,且由于受煤炭价格低位盘整影响,公司煤炭、物流等实业板块收入、利润缩减等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

未来,随着在建拟建大型水电和火电项目建成,公司电力装机规模将进一步扩大;公司煤炭项目建设规模较大,未来煤炭产能、产量将有望持续稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“14 国开投 MTN001”、“14 国开投 MTN002”、“14 国开投 MTN003”、“15 国开投 MTN001”和“15 国开投 MTN002” AAA 的信用等级。

### 优势

1. 公司电力、煤炭、化肥、港口等实业板块规模优势明显,市场地位高,竞争实力强,未来随着在建项目投入运营,业务规模将进一步扩大,产业链将进一步完善。
2. 跟踪期内,公司实业及国际业务规模增长,公司资产、收入及利润规模持续增长。
3. 公司合并安信证券,推动其资产及所有者权益规模大幅增长。

分析师

程晨 黄露

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

Http: //www.lhratings.com

4. 公司 EBITDA 和经营现金流入量对存续期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 持续大规模的投资导致公司债务规模增长较快, 债务负担较重。随着在建拟建电力、煤炭等项目的推进, 公司未来面临一定的资本支出压力。
2. 跟踪期内, 公司物流板块受行业景气度低迷影响, 收入大幅下滑, 且毛利率为负。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与国家开发投资公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与国家开发投资公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因国家开发投资公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由国家开发投资公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于国家开发投资公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、主体概况

国家开发投资公司（以下简称“公司”或“国投公司”）是根据国务院国函[1994]84号文批准，于1994年开始筹备，并于1995年5月正式成立，注册资本58亿元，国务院国资委为出资人。公司成立之初，业务基础主要是承接了原国家六大专业投资公司约540个划转项目。公司集中精力清理风险项目资产和债权债务纠纷，明晰产权，奠定发展基础。1996年初，基于原有项目资产基础和国家产业政策，公司确立了电力、煤炭、桥路港、建筑材料、化肥、汽车零部件、化纤及化纤原料、电子、医药等重要产业板块，初步整合集团公司资产，形成了以资产为纽带的母子公司架构。公司注册资本共发生五次变动：1995年成立时公司注册资本58亿元，2005年6月增加至158亿元，2007年11月增加至161.69亿元，2009年1月增加至184.19亿元，2009年11月增加至194.71亿元；2013年和2014年，国务院国资委分别转增公司实收资本19.44亿元和10亿元；截至2015年3月底，公司实收资本为224.14亿元，由国务院国资委100%出资，国务院国资委是公司的实际控制人。2014年7月，国资委将公司列为央企“四项改革”试点企业。

公司经营范围为：从事能源、交通、原材料、机电轻纺、农业、林业以及其他相关行业政策性建设项目的投资；办理投资项目的股权转让业务；办理投资项目的咨询业务；从事投资项目的产品销售；物业管理；自营和代理除国家组织统一联合经营的16种出口商品和国家实行核定公司经营的其他商品以外的其他商品及技术的进出口业务；进料加工和“三

来一补”业务；对销贸易和转口贸易。

截至2014年底，公司本部下设办公厅、人力资源部、战略发展部、经营管理部、财务会计部、安全生产管理部等16个职能部门，拥有31家全资及控股子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额4617.26亿元，所有者权益（含少数股东权益574.09亿元）1196.43亿元；2014年公司实现营业总收入1126.20亿元，利润总额145.38亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额4723.02亿元，所有者权益（含少数股东权益651.07亿元）1300.94亿元；2015年1~3月，公司实现营业总收入255.81亿元，利润总额54.28亿元。

注册地址：北京市西城区阜成门北大街6号国际投资大厦；法定代表人：王会生。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。全年国内生产总值636463亿元，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值58332亿元，增长4.1%，占国内生产总值的比重为9.2%；第二产业增加值271392亿元，增长7.3%，占国内生产总值的比重为42.6%；第三产业增加值306739亿元，增长8.1%，占国内生产总值的比重为48.2%。

2014年，中国规模以上工业增加值同比增长8.3%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业）实现利润总额64715亿元，同比增长3.3%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资和进出口增速放缓。社会消费品零售总额262394亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%），增速同比回落1.1个百分点；固定资产投资（不含农户）502005亿元，同比名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长14.7%），增

速同比回落 3.9 个百分点；进出口总额 264334 亿元，同比增长 2.3%，增速同比下降 3.4 个百分点。

## 2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 140350 亿元，比去年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国财政支出 151662 亿元，比去年同期增加 11449 亿元，增长 8.2%。整体财政收入增长放缓，财政部表示主要受以下几方面原因影响：1、工业生产、消费、投资、进出口等指标增幅均不同程度回落，增值税、营业税等主体税种增幅相应放缓；2、工业生产者出厂价格（PPI）持续下降，影响以现价计算的财政收入增长；3、房地产市场调整影响扩大，商品房销售额明显下滑，与之相关的房地产营业税、房地产企业所得税、契税、土地增值税等回落较多；4、扩大营改增试点范围等政策，在减轻企业负担的同时，对财政形成减收。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。2014 年底，广义货币（M<sub>2</sub>）余额 122.84 万亿元，同比增长 12.2%，狭义货币（M<sub>1</sub>）余额 34.81 万亿元，同比增长 3.2%，流通中货币（M<sub>0</sub>）余额 6.03 万亿元，同比增长 2.9%。人民币贷款余额 81.68 万亿元，同比增长 13.6% 人民币存款余额 113.86 万亿元，同比增长 9.1%。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，2014 年度国民经济运行保持了总体平稳、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的

关键之年，“稳增长”为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

## 四、行业分析

### （一）电力行业

#### 1. 发电行业运行概况

2012 年~2014 年电力行业投资规模不断扩大，2014 年全年固定资产投资完成额（不含农户）为 502005 亿元，同比增长 15.7%；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资为 22916.4 亿元，同比增长 17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014 年，全国电源基本建设完成投资 3646 亿元，同比下降 1.91%；其中，水电完成投资 960 亿元，同比下降 22.95%，所占比重为 26.33%，与上年同期相比减少 7.19 个百分点。火电完成投资 952 亿元，同比上升 2.59%；所占比重为 26.11%，与上年同期相比上升 1.14 个百分点。核电完成投资 569 亿元，同比下降 6.57%；所占比重为 15.61%，与上年同期相比下降 0.77 个百分点。风电完成投资 993 亿元，同比上升 57.40%；所占比重为 27.24%，与上年同期相比上升 10.27 个百分点，主要受价格政策调整影响，2014 年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014 年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 69.17%，较上年增长 0.02 个百分点。

2008 年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在 10% 左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至 2014 年底，全国发电装机容量

136019万千瓦，同比增长8.7%。从结构看，火电91569万千瓦（含煤电82524万千瓦、气电5567万千瓦），同比增长5.9%，占全部装机容量的67.4%，比重同比降低1.7个百分点；水电装机容量30183万千瓦，同比增长7.9%；核电装机容量1998万千瓦，同比增长36.1%；并网风电装机容量9581万千瓦，增长25.6%，并网太阳能装机容量2625万千瓦，增长67%。清洁能源装机容量增幅较快，截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图1 2010~2014年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。其中，火电发电量41731亿千瓦时，同比下降0.7%，占全国发电量的75.2%；受较好的地区汛期来水情况影响，水电发电量1.07万亿千瓦时，首次超过1万亿千瓦时，同比增速上19.7%。2014年，受电力消费增速放缓影响，全年发电设备平均利用小时数为4286小时，同比下降235小时。其中，水电设备平均利用小时3653小时，同比增加293小时；在水电发电量快速增长影响下，火电设备平均利用小时数为4706小时，同比下降314小时；核电设备平均利用小时数7489小时，同比降低385小时；风电设备平均利用小时数1905小时，同比降低120小时。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。

其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

## 2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降15.53%。总体上，2014年，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，价格下滑，煤价持续走低，这一趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月

25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了火电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

2013年末开始，火电电价多次下调，发改委公布2014年9月1日起实施火电上网电价调整方案，全国平均将下调0.0093元/千瓦时（相当于2%）。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号）规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。

### 3. 行业发展

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，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，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。

## （二）煤炭行业

### 1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

### 煤炭下游需求

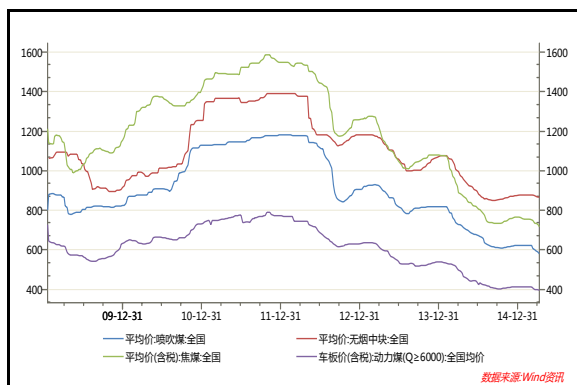
2011年，受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较2010年基本持平。2011年四季度以来，国民经济增速超预期放缓，对煤炭下游需求形成抑制。2012年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降。2013年，煤炭需求总量同比增长3.7%，增速较上年有所提高。2014年2月26日，国家统计局公布了《2014年国民经济和社会发展统计公报》。报告显示，跟踪期，中国煤炭消费总量出现本世纪的首次同比下降，2014年煤炭消费量比2013年下降2.9%。据此推算，2014年中国煤炭消费量约为35.10亿吨。



## 煤炭价格

2012年起,受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响,煤炭行业供需格局开始出现转换,国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围,下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。2013年,煤炭价格进一步下跌,其中动力煤价格均价较2012年下降了20%。跟踪期,煤炭市场持续下滑趋势,据WIND资讯统计,截至2014年12月12日,全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤(Q≥6000)均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨,同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%,较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%,较2011年同期(本轮周期价格高点)分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探,分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

图2 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源:wind 资讯

## 2. 行业政策

2012年3月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要内容包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办

矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占5.6%、30.6%和63.8%,新开工规模分别占3.3%、25.0%和71.7%,到2015年形成产能41亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占63%、22%和15%,东、中、西部产量分别占12%、35%和53%),产量和消费量分别控制在39亿吨/年。

3) 预测2015年煤炭线路运输需求26亿吨,规划铁路煤炭运力30亿吨,省际间煤炭调运量16.6亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为15.8亿吨、0.3亿吨和0.5亿吨。预测北方港口一次下水量7.5亿吨,规划装船能力8.3亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

2013年11月,国务院发布了《国务院办公厅关于促进煤炭行业平稳运行的意见》(国办发[2013]104号),提出坚决遏制煤炭产量无序增长,切实减轻煤炭企业税费负担,加强煤炭进出口环节管理,营造煤炭企业良好发展环境。

总体看,近年来煤炭产能快速增长,跟踪期内经济增速放缓,煤炭需求增幅回落,短期内煤炭市场工业仍将保持宽松,结构性过剩的情况难以改变。政策方面,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,市场集中度将进一步提高。

## 3. 行业展望

### 兼并重组深化,行业集中度提升

根据“十二五”规划,“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主,14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上,形成10个亿吨级、10个

5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

#### **供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷**

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

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能未完全淘汰、新增

产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

#### **行业生命周期由成长期逐步进入成熟期**

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小，联合资信对煤炭行业的展望为稳定。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等

因素可能加剧信用风险集中爆发。

#### 4. 煤炭物流

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

煤炭贸易行业具有成交量大、资金密集、利润率低的特征。煤炭下游企业的煤炭采购量大，属于资金密集型行业，煤源单位一般付款条件要求现汇预付，而用煤单位一般要求验收合格后付款或在规定期限内入款，比较强势的电厂等用煤企业账期一般较长。所以，煤炭贸易商将承受资金占用金额大、流转速度慢的双重风险。同时，流通行业竞争激烈，毛利率水平较低，且近年来煤炭行业呈现较为明显的下行趋势，下游需求复苏乏力，煤炭贸易企业资金周转不利、利润空间薄，经营压力大。

随着《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》出台：自 2013 年起取消重点合同和价格双轨制，对煤炭价格干预的取消将促进价格的市场化进程，电厂除了与供煤单位签订长协合同外，可能会采购一定量“市场煤”作为补充，采购渠道和采购方式趋于灵活；同时，发改委不再下达年度跨省区铁路运力配置意向框架，以后将根据煤炭供需双方签订的合同合理配置，进一步完善运力配置机制。

现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，

煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，也是一种比较现实的选择。

煤炭产业呈现金融化趋势，2013 年 3 月，中国证监会在网站发布消息，正式批复大连商品交易所开展焦煤期货合约，焦煤期货自 3 月 22 日起上市交易，为焦煤和焦炭企业带来了更多的套保选择；同年 9 月，郑州商品交易所获得证监会核准上市动力煤期货合约，动力煤期货合约自 9 月 26 日起上市交易。焦煤、动力煤期货的上市，加之 2011 年推出的焦炭期货，国内煤炭期货品种序列进一步完善。近年，煤炭市场供大于求的格局成为常态，煤炭价格波动明显，产业链相关企业的避险需求也随之提升，煤炭期货的上市有利于煤炭系列产品价格体系和价格形成机制的完善。

总体看，中国煤炭物流产业起步晚，物流灵敏程度远低于零售业，发展前景巨大。跨区域调煤为煤炭贸易的发展奠定基础，价格和运力配置市场化以及产业金融化进一步拓展了煤炭贸易的成长空间；但同时，煤炭市场波动性强，近年来景气度低迷，竞争进一步加剧，煤炭贸易企业的经营压力上升。

### （三）港口行业

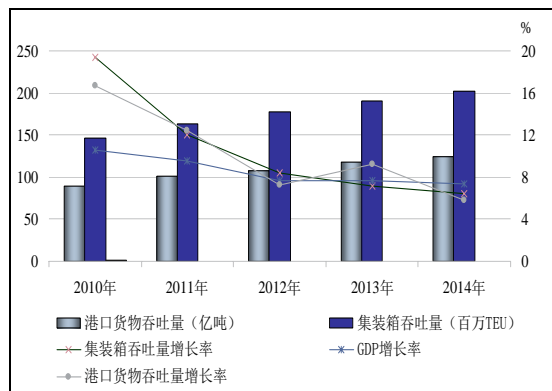
#### 1. 行业现状

**总体运行平稳，货物吞吐量保持增长但增速有所回落**

港口作为国民经济和社会发展的重要基础设施，其发展与国民经济发展水平密切相关。近年来随着中国社会经济的快速发展，港口行业发展较为迅速，货物吞吐能力和吞吐量持续上升。2011 年中国港口保持了相对稳定的运行状况，完成货物吞吐量 100.41 亿吨，同比增长 12.4%，增速较 2010 年略有回落。2012 年受欧债危机持续以及中国宏观经济增速趋缓影响，港口货物吞吐量增速趋于回落。2012 年中国港口完成货物吞吐量 107.76 亿吨，同比增长 7.3%，增速同比下滑 5.1 个百分点。2013 年随着全球经济的缓慢复苏

以及中国经济的稳定增长，中国港口吞吐量增速有所企稳回升，2013年中国港口完成货物吞吐量117.67亿吨，同比增长9.2%，增速同比上升1.9个百分点。2014年受中国宏观经济下行压力加大影响，中国港口完成货物吞吐量124.52亿吨，比上年增长5.8%，增速较上年下滑3.4个百分点，其中，沿海港口完成80.33亿吨，同比增长6.2%；内河港口完成44.19亿吨，同比增长5.1%。

图3 2010~2014年中国港口吞吐量与GDP增长比较



资料来源：国家统计局和交通运输部《公路水路交通行业发展统计公报》、WIND 资讯

总体来看，港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。2014年以来，受欧债危机后全球经济复苏缓慢以及中国宏观经济增速趋缓影响，中国港口行业总体运行平稳，货物吞吐量保持相对稳定增长但增速有所回落。

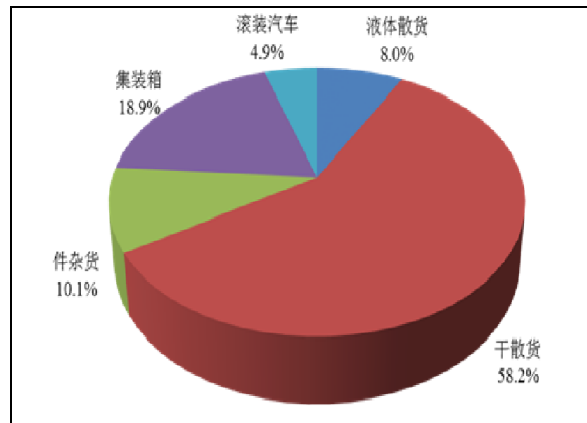
#### 各形态货种格局变化不大，吞吐量持续增长，但增速有所回落

从液体散货、干散货、件杂货、集装箱和滚装汽车等五大货种吞吐情况来看，2014年上述货种在港口货物吞吐量中所占比重分别为8.0%、58.2%、10.1%、18.9%（集装箱按重量计算）和4.9%，货种格局变化不大，仍以干散货和集装箱为主。

2014年中国港口完成液体散货吞吐量9.97亿吨，比上年增长5.1%，增速同比上升0.5个百分点；干散货吞吐量72.46亿吨，同比增长4.9%，增速同比减少4.9个百分点；集装箱吞吐量（按

重量计算）23.49亿吨，同比增长7.5%，增速同比下滑2.8个百分点；件杂货吞吐量12.52亿吨，同比增长7.3%，增速同比下滑2.3个百分点；滚装汽车吞吐量（按重量计算）6.09亿吨，同比增长9.4%，增速同比上升4.9个百分点。

图4 2014年各形态货种吞吐量构成



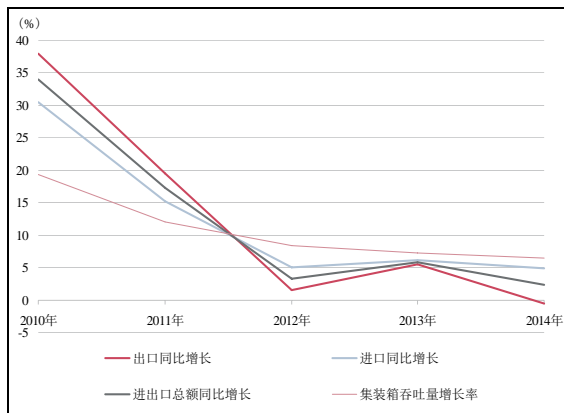
资料来源：交通运输部《公路水路交通行业发展统计公报》

#### 集装箱增速受外贸形势影响增速有所回落

中国港口集装箱吞吐量增速主要取决于与中国制造业出口情况，相应的与中国对外贸易状况息息相关。2012年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速有所放缓。2013年全年，中国进出口总值25.83万亿元人民币扣除汇率因素同比增长7.6%；其中出口13.72万亿元人民币，增长7.9%；进口12.11万亿元人民币，增长7.3%。2013年中国港口完成集装箱吞吐量1.90亿TEU，同比增长7.2%，增速同比回落1.2个百分点。2014年，中国进出口增速的进一步回落，全年进出口总值26.43万亿元人民币，比2013年增长2.3%。其中，出口14.39万亿元，增长4.9%；进口12.04万亿元，下降0.6%；贸易顺差2.35万亿元，扩大45.9%。2014年，中国规模以上港口完成集装箱吞吐量同比增长6.4%，增长较去年同期下降0.8个百分点。

总体看，中国港口集装箱吞吐量近年来保持了增长趋势，但受外部经济和中国对外贸易形势影响，增速持续回落。

图5 近年来中国港口集装箱吞吐量增速与对外贸易额增速情况



资料来源：根据公开资料整理

## 2. 行业经营管理模式

### 管理体制

经过多年的改革，目前中国沿海港口管理体制包括一港一企、一港多企、多城共港、多城多港和一企多港等模式。一港一企（一政一企）模式是现阶段中国沿海各港口最主要的运营模式，即港口所在地人民政府按照法律的要求设置港口行政管理部门（港务管理局），由其行使地方政府对港口的行政管理职能，并通过建立自主经营、自负盈亏的港务集团公司的方式从形式上进行港务管理。一港一企模式从实质上仍然未能完全摆脱政企不分的状况，部分港口企业仍存在比较严重的地方保护主义、港口重复建设和经营管理效率低下等问题。另外，部分改制后港口企业肩负着较多社会职能，下属医院、公安、消防等非营利性机构每年相关经费支出较大，影响了港口企业的盈利水平。

### 收费标准

港口相关费用主要包括码头经营公司向货主收取的货物装卸（包干）费和货物堆存费、向船主收取的船舶使费（包括引航费、拖轮费、停泊费等）、理货和代理公司向货主和船东收取的理货费和代理费以及其他多项费用（包括解系缆、开关舱、港口建设费等）。上述费用标准主要依据《中华人民共和国港口收费规则（内

贸部分）》（交通部令2005年第8号）和《中华人民共和国交通部港口收费规则（外贸部分）（修正）》（交通部2001年交通部令第11号）以及交水发[2005]34号《关于调整港口内贸收费规定和标准的通知》的相关规定，按照费用类别分别以政府定价、政府指导价、自行定价等方式收取。

货物装卸（包干）费和货物堆存费是港口企业最主要的业务收入来源，按照集装箱及散杂货分类收取；其中散杂货费率按照各货种政府指导价上下浮动；内资集装箱码头按照交通部指导费率上浮15%，下浮不限；外资参股集装箱码头可以根据市场情况自行定价。收费标准呈现外贸货物高于内贸货物；集装箱高于干散货的现状。

近年来，中国沿海港口收费费率一直维持在相对较低的水平。主要原因包括：（1）规模较大的世界航运公司（如中国远洋运输（集团）总公司、中国海运（集团）总公司、A.P.Moller-Maersk（马士基集团）、瑞士地中海航运、法国达飞航运等）议价能力较强；（2）目前多数沿海港口除提供货物装卸及货物堆存服务外，还致力于打造新型物流园区，采取综合收费的办法，压低了港口费率；（3）同一腹地范围内的不同港口之间竞争较为激烈。总体来看，目前由于港口间竞争格局不同，港口收费费率存在较大差异。

2014年12月，交通运输部、国家发改委联合下发《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》，决定进一步完善港口收费政策，对竞争性服务收费标准实行市场调节，新规于2015年1月1日起正式执行。根据通知，港口劳务性收费和船舶供应服务收费均由政府指导价、政府定价统一改为市场调节；同时简化收费项目，对内外贸集装箱、散杂货装卸作业费（不含堆存保管费），国际客运码头作业费等各类劳务性收费，由现行按作业环节单独设项收费改为包干收费，综合计收港口作业包干费，国际客运码头作业包干费统一由国际客运和旅

游客运营企业支付，不得再向旅客收取。港口收费新规的出台将促进行业迈向市场化、健康化的发展路径，定价权收归企业本身有利于竞争实体根据自身情况自行调节经营策略。但鉴于国内部分港口（如丹东港）一直以来便实行包干费统一收费模式，收费标准的调整可能对此类港口影响不大，同时由于港口定价需要综合各方因素尤其是参考竞争对手的费用标准，在短期内竞争性较强区域的港口或不会出现价格迅速调整的情况。

### 3. 行业政策

为扶持港口行业发展，中国政府相继制定了《全国沿海港口发展战略》、《长江三角洲、珠江三角洲和渤海湾三个区域沿海港口建设规划（2004-2010）》、《全国沿海港口布局规划》、《全国内河航道与港口布局规划》、《交通运输“十二五”发展规划》和《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级。

根据《交通运输“十二五”发展规划》，沿海港口方面，要继续有序推进主要货类运输系统码头建设，加强航道、防波堤、公共锚地等港口公共基础设施建设，优化沿海港口结构与布局，促进港口结构调整，着力拓展港口功能，提升港口的保障能力和服务水平。规划的具体目标是形成布局合理、保障有力、服务高效、安全环保、管理先进的现代化港口体系，沿海港口深水泊位达到2214个，能力适应度（港口通过能力/实际完成吞吐量）达到1.1。

内河水运方面，认真贯彻落实《国务院关于加快长江等内河水运发展的意见》，实施长江干线航道系统治理，加快以高等级航道为重点的内河航道建设，加快内河港口规模化、专业化港区建设，推进内河船型标准化，加强航道养护管理。具体目标是：内河航道通航条件显著改善，“两横一纵两网十八线”1.9万公里高等级航道70%达到规划标准，高等级航道里程达到1.3万公里，内河水运得到较快发展，运输优势进一步

发挥。

根据交通运输部《“十二五”期长江黄金水道建设总体推进方案》，到2015年长江干线航道将基本完成《长江干线航道总体规划纲要》提出的2020年主要建设任务，并力争开通南京以下12.5米深水航道；上海国际航运中心基础设施进一步完善，现代航运服务功能显著增强；重庆长江上游航运中心、武汉长江中游航运中心建设取得重大进展；主要港口建成一批规模化、专业化港区。

2014年9月，《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》提出充分发挥长江运能大、成本低、能耗少等优势，加快推进长江干线航道系统治理，整治浚深下游航道，有效缓解中上游瓶颈，改善支流通航条件，优化港口功能布局，加强集疏运体系建设，发展江海联运和干支直达运输，打造畅通、高效、平安、绿色的黄金水道。其中优化港口功能布局方面，要加快上海国际航运中心、武汉长江中游航运中心、重庆长江上游航运中心和南京区域性航运物流中心建设，提升上海港、宁波—舟山港、江苏沿江港口功能，加快芜湖、马鞍山、安庆、九江、黄石、荆州、宜昌、岳阳、泸州、宜宾等港口建设，完善集装箱、大宗散货、汽车滚装及江海中转运输系统。同时还提出要以航运中心和主要港口为重点，加快铁路、高等级公路与重要港区的连接线建设，强化集疏运服务功能，提升货物中转能力和效率，推进港口与沿江开发区、物流园区的通道建设，拓展港口运输服务的辐射范围。

作为所在城市经济运行重要的组成部分，近年来港口企业的发展得到了所在城市政府的大力支持。所在地政府在土地使用、税费减免、项目审批、社会服务等方面给予了港口企业诸多优惠政策。此外，针对港口企业业务的经营特点，所在地政府在集装箱海铁联运、内贸集装箱增量补贴以及发展现代物流业等方面给予专项财政补贴，有利支持了港口企业的发展壮大。

总体来看，中国政府的相应政策支持有助

于促进中国港口行业优化产业结构、扩展产业规模，为中国港口行业未来发展提供了良好的政策环境保证。

#### 4. 行业发展趋势

##### 综合性大型枢纽港发展势头良好

根据中港网发布数据显示，2014年世界港口吞吐量排名前十位中，除第三名和第九名外，其余座次全部被中国港口包揽，中国港口所完成的货物吞吐量在全球十大货港中所占的比重，由2013年的81.11%进一步提升至81.51%。中国是世界上拥有亿吨港口数量最多的国家。2014年中国规模以上港口完成货物吞吐量111.88亿吨，同比增长5.1%，增速与全部港口货物吞吐量增速基本持平。

总体看，规模以上港口良好的发展势头从整体上带动了中国港口行业的稳定发展。

##### 投资主体呈现多元化

随着中国对外开放的深化和市场经济的发展，中国政府在政策上放宽了对外商投资港口的股权限制，并取消了港口用码头的中方控股要求，港口投资主体的多元化步伐逐步加快。

近年来大型航运公司、码头运营商以及货主企业参与港口投资、运营，与港口企业实现战略合作，谋求保障其物流链的畅通。其中大型航运公司和码头运营商主要集中于收益较高的集装箱码头或参股港口运营企业；货主企业主要集中于投资专业化铁矿石、原油、煤炭等散货码头。目前在中国沿海港口布局的世界上规模较大的航运公司和码头运营商包括中国远洋运输（集团）总公司、中国海运（集团）总公司、招商局集团、A.P.Moller-Maersk（马士基集团）、和记黄埔有限公司、新加坡港务集团、迪拜环球港务集团等。货主企业包括首钢集团、宝钢集团、鞍钢集团、神华集团和中国石油、中国石化、华能集团等国内大型钢铁企业和能源类企业。对于港口企业来讲，投资主体的多元化有助于拓展航线和货源，保证吞吐量的增长，拓宽港口建设的融资渠道；但另一方面，由于参与港口投资的航运公司和码头运营商在资金技术和管理水平方面具有明显优势，其进入货运仓储装卸等行业后，必然会加剧港口行业的竞争。

表1 目前已在中国沿海港口投资的主要航运公司和码头运营商

公司名称	股东或实际控制人	投资港口情况
中远太平洋有限公司	中国远洋运输（集团）总公司	目前在环渤海、长江三角洲、珠江三角洲、东南沿海四大港口群内的主要港口建立了较完善的集装箱码头网点。
中海码头发展有限公司	中国海运（集团）总公司	目前以完成在中国沿海主要的集装箱码头布局
APM TERMINALS,	马士基集团	青岛前湾集装箱码头、大连港湾集装箱码头、厦门嵩屿集装箱码头等
和记黄埔港口	和记黄埔有限公司	上海浦东国际集装箱码头、深圳盐田国际集装箱码头、厦门国际集装箱码头等
招商局国际有限公司	招商局集团	目前已在中国沿海主要枢纽港建立了较完善的码头运营网点
新加坡港务集团（PSA）	Temasek（淡马锡）	大连港集装箱码头、天津港联盟集装箱码头、广州港集装箱码头等
迪拜环球港务（DP World）	迪拜港务局和迪拜港口国际公司	天津东方海陆集装箱码头、烟台环球码头、青岛前湾集装箱码头等

资料来源：根据公开资料整理

##### 港口资源整合趋势加快

2006年由国务院审议通过的《全国沿海港口布局规划》对中国港口资源进行了一次合理规划，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级。近年来，随着市场化改革不

断深入和港口的快速发展，港口之间的竞争也日趋激烈，港口资源整合趋势加快。目前，中国沿海的各大港口已经完成，或在进行或酝酿资产整合，另外部分沿海和内河港口也互相寻求合作共谋发展。相邻或相近的港口

实现一体化运营，沿海和内河港口之间的联姻，同一港区不同经营主体相互合作都将成为未来中国港口行业资源整合的主要趋势。港口资源整合有利于港口行业避免资源浪费和同质化竞争；有助于实现集约化发展，提升中国港口在世界上的地位和影响。

### 腹地延伸——“无水港”建设

依托沿海港口，在内陆省份建起“无水港”已成为中国沿海港口转变发展方式的重要途径。“无水港”是指建立在内陆地区的、具有同沿海港口基本相似功能的货物集散中心。“无水港”配备有海关、检验检疫等通关部门，货物完成通关手续后通过海铁联运、海陆联运和多式联运等方式到港口直接装船，实现了港口后移、就地办单、海铁联运、无缝对接的大通关目标。目前，天津、青岛、大连、营口、宁波、深圳等港口相继建设了内陆无水港，初步搭建起覆盖内陆地区的物流网络，提高了货源承揽能力。“无水港”通过集疏运系统到“有水港”的港口服务延伸了港口腹地服务范围，使中西部地区成为沿海港口的重要货源地，为内陆省份发展外向型经济和国际化进程起到了至关重要的作用。同时，也增强了沿海港口与内陆经济腹地的联系，对区域经济的辐射力、带动力、影响力进一步增强。未来随着竞争的日趋激烈，为提高货源承揽能力，预计中国沿海港口将进一步加快建设内陆“无水港”的步伐。

### 港口物流——保税港区和临港工业园快速发展

随着中国对外贸易的发展，国家通过批准建设保税港区、保税物流园区等方式促进临港物流业发展。保税港区作为目前中国对外开放层次最高、政策最优惠、功能最齐全的特殊经济功能区，叠加了保税区和出口加工区税收和外汇政策，由一个海关统一监管，具备集装箱港口装卸功能以及拆拼箱等增值服务和多式联运物流条件，区内可进行产品研发、加工、制造等，在促进地区经济发展的同时也为当地港

口的业务发展提供了良好条件。

近年来，沿海港口以港口物流服务吸引产业转移、促进临港工业发展，通过合资合作、提供全程物流服务等引进对港口货物吞吐拉动作用大的临港工业项目。未来随着中国宏观经济的持续增长以及出口产品结构的转变，以保税港区和临港工业园为代表的临港物流区发展前景良好，对所在地港口业务的促进作用将进一步增强。

## 5. 行业关注

### 全球经济复苏放缓拖累外贸集装箱吞吐量增长

长期来看，集装箱海运市场与全球经济发展形势息息相关，中国港口集装箱业务将随全球经济增长而增长。但由于欧债危机后全球经济复苏缓慢影响，中国对外贸易增速回落，将继续影响港口集装箱吞吐量增速放缓。

### 经济增速放缓影响大宗散货吞吐量

考虑到目前中国宏观经济增速逐步趋缓，短期内以铁矿石、煤炭为代表的散杂货需求预计将会减少，部分专业化港口将受到一定影响。长期来看，随着中国逐步进入工业化后期以及产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港口吞吐量增长将进一步趋缓，而依托先进制造业和新能源产业的天然气、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。

### 港口产能扩张过快、产能过剩风险较

近年来，中国港口处于建设的高峰期，目前港口吞吐能力已超实际需求的20%~30%。未来随着新增煤炭、铁矿石、原油专业化泊位产能集中释放，假设港口吞吐量增速持续回落，加上在建及待建的码头，未来中国港口供需结构将进一步失衡，港口企业竞争更加激烈。

## 五、基础素质

### 1. 产权关系

公司为中央直属国有独资企业，由国务



院国资委履行出资人职责，国务院国资委是公司的实际控制人。

## 2. 企业规模与竞争实力

2013年，公司对业务进行了重新划分，由“实业、服务业、国有资产经营”三大板块调整为“国内实业、金融及服务业、国际业务”，实际运营业务未发生变化。

### 国内实业

公司国内实业主要包括电力、煤炭、交通和高科技等业务，是公司的经营重点以及主要利润来源。

电力方面，截至2015年3月底，公司火电控股装机容量为1041.6万千瓦，水电装机容量为1612.0万千瓦，风电装机容量为54.3万千瓦，光伏发电装机容量为10.8万千瓦。

煤炭方面，截至2015年3月底，公司已建成煤炭矿井17对，核定生产能力3642万吨，公司煤炭项目公司主要分布在安徽、河南、山东、新疆、山西等地。

交通方面，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。截至2014年底，公司已经投运控股港口吞吐能力达1.79亿吨，其中曹妃甸10000万吨、京唐港4400万吨、洋浦港760万吨、镇江港2694万吨。

高科技方面，该业务主要包括公司除煤、电、港外的新兴产业及境外项目的控股投资及财务性投资。截至目前，公司主要投资项目包括国投中鲁果汁股份有限公司、亚普汽车零部件股份有限公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、国投重庆页岩气开发利用有限公司、瓮福（集团）有限责任公司和广东中能酒精有限公司。

总体看，电力、煤炭、交通是公司目前的主要投资行业，也是公司长期稳定和长远发展的基础和重点。公司在山西、内蒙等地

的煤矿，与唐港铁路、蒙晋铁路，以及国投公司曹妃甸港、京唐港等北方煤炭下水码头，组成了上游产业群；运输船队、南方煤炭上水码头以及沿海燃煤电厂，组成了下游产业群。上下游产业群的形成，初步搭建了公司产业链，公司煤、电、港、运产业之间的互补性有了明显增强，抵御风险的能力得以提升。

### 金融及服务业

金融及服务业板块主要包括金融业务、资产管理、咨询业务、工程服务、创投业务和物业服务等。金融业务涉足信托、证券投资基金、证券、银行、财务公司、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域；资产管理业务通过对不良资产及非主业资产集中处置，优化公司资产结构，截至2014年底，公司累计退出项目1166个，回收资金27.70亿元。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。

2013年12月19日，公司受让中国证券投资者保护基金有限责任公司所持安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）57.25%的股权，成为安信证券的控股股东；截至2015年3月底，公司持有安信证券46.13%的股权。安信证券拥有证券、直投、期货、基金等多元化经营平台，有利于公司金融板块竞争力的进一步增强。

### 国际业务

2013年，公司将国际业务单独列出，包括境外直接投资、国际贸易、国际合作为业务组合。

截至目前，公司已完成的境外直接投资项目包括亚普汽车燃料系统项目和境外糖联投资租赁经营等，正在开展的投资项目为在印尼西巴布亚省分两期建设2\*3200T/D新型干法水泥生产线（年产水泥300万吨）及其配套设施。

国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目，经营主体为中成集团和电子院。中成集团组织实施成套设备出口和工程承包项目主要分布在亚、非、拉多个国家，涉及建筑、化工、轻工、电力等多个行业，2014年，中成集团新签合同额总计82亿元，同比增长4.03%。

国际贸易业务覆盖全球100多个国家和地区，主要贸易商品包括：棉花棉纱、粮食饲料、油脂油籽、煤炭及矿产品、羊毛化纤、食品等，尤其是棉纱、羊毛、铬矿和部分高端油脂油籽等商品进口额位居国内前列。

整体看，公司调整后的业务框架更为清晰，主业突出，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。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员变动等方面无重大变化。

## 七、重大事项

经证监会《关于中国证券投资者保护基金公司推出持有安信证券股权方案有关事宜的函》、财政部财金函【2013】111以及深圳证监局深证局许可字【2013】188号批准，2013年12月19日，国家开发投资公司受让中国证券投资者保护基金有限责任公司所持安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）57.25%的股权，成为安信证券的控股股东。

经深圳证监局深证局机构字【2014】26号批准，2014年4月30日，国家开发投资公司受让浙江金桥创业投资有限公司等3家公司合计持有的安信证券0.75%的股权，完成上述股份转让后，公司持有安信证券58.01%的股权。

2014年11月17日，中纺投资发展股份有限公司（以下简称“中纺投资”）与安信证

券全体股东签署了《关于中纺投资发展股份有限公司发行股份购买资产协议》，安信证券全部股东拟以持有的安信证券100%股份认购中纺投资非公开发行的新增A股股份。2015年2月13日，中纺投资发行股份购买安信证券100%股份并募集配套资金重大资产重组事项，并已完成安信证券100%股份的过户手续及相关工商备案登记事宜。本次股权变更后，安信证券股东由原来国家开发投资公司等14家公司变更为中纺投资（持股99.9969%）以及中纺投资之全资子公司上海毅胜投资有限公司（持股0.0031%，以下简称“毅胜投资”）。2015年3月23日，中纺投资和毅胜投资按原持股比例共同向安信证券进行增资。

截至2015年3月底，国家开发投资公司持有中纺投资发展股份有限公司46.13%股份，即间接持有安信证券46.13%股份。安信证券拥有证券、直投、期货、基金等多元化经营平台，有利于公司金融板块竞争力的进一步增强。

## 八、生产经营

### 1. 经营现状

2013年公司对业务进行了重新划分，由原“实业、服务业、国有资产经营”三大业务板块调整为“国内实业、金融及服务业、国际业务”，但实际运营业务并未发生变化。

跟踪期内，公司业务规模扩大，主营业务收入稳定增长，2014年公司主营业务收入达1050.01亿元，同比增长7.77%，主要由于电力收入和国际业务收入增长。2014年公司收入主要来源于电力、煤炭和国际业务，占主营业务收入比重分别为38.96%、15.97%和30.10%。主要受行业景气度影响，公司逐步缩减了物流业务规模，并于2014年四季度转让全部海运业务，2014年物流收入仅5.81亿元，同比下降34.28%。公司2014年受让安信证券，但安信证券营业收入主要为利息收入

及手续费收入，其并入对公司金融服务板块收入影响有限，公司 2014 年金融及服务业收入 62.54 亿元，较 2013 年小幅下降。

毛利率方面，受跟踪期内煤炭价格持续低位盘整影响，一方面，公司电力板块成本持续走低，并随着公司装机容量的逐步扩大，公司发电能力有所提高，电力收入规模快速增长，毛利率同比增长 10.14 个百分点至 46.30%。另一方面，公司煤炭项目投资进度有所放缓，煤炭产量及销售均价均有所下降，毛利率同比下降 12.15 个百分点至 8.40%。公司物流板块主要为航运，但受行业景气度影响，公司航运利润下降，整体物流板块毛利率为负。公司金融及

服务业快速发展，2014 年公司启动安信证券与中纺投资的重大资产重组，实现安信证券的整体上市等，壮大公司资金实力，拓宽业务空间，公司金融与服务业实现毛利率 34.10%，同比增长 10.71 个百分点。受上述板块毛利率波动影响，2014 年公司整体毛利率小幅上涨至 27.10%。

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 226.08 亿元，占 2014 年全年的 21.53%。从结构看，各板块对公司收入的贡献较 2014 年变化不大；实现毛利率 29.80%，较 2014 年底提高 2.70 个百分点，其中，电力、高科、化肥、金融及服务业毛利率均有所提高。

表 2 公司主营业务收入及毛利率状况（单位：亿元，%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月			
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	
国内实业	电力	352.35	36.16	38.84	409.25	38.98	46.30	78.87	34.89	50.90
	煤炭	176.86	18.15	20.55	167.66	15.97	8.40	33.49	14.81	6.00
	交通	39.11	4.01	49.12	39.04	3.72	46.80	8.70	3.85	46.80
	物流	8.84	0.91	-4.86	5.81	0.56	-15.90	--	--	--
	高科	48.16	4.94	14.37	50.44	4.80	15.30	12.33	5.45	17.10
	化肥	42.77	4.39	60.74	42.24	4.02	60.30	14.03	6.21	62.80
	小计	668.09	68.57	33.66	714.43	68.04	35.60	147.41	65.20	38.80
金融及服务业	63.44	6.51	23.39	62.54	5.95	34.10	13.60	6.02	36.90	
国际业务	277.15	28.44	5.92	316.04	30.10	4.80	60.69	26.84	3.90	
板块间抵消	-34.34	-3.51	--	-43.01	-4.10	--	4.37	1.93	--	
合计	974.34	100.00	26.00	1050.01	100.00	27.10	226.08	100.00	29.80	

资料来源：公司提供

注：由于 2015 年 1~3 月数据未经审计，板块间抵消数据可能存在一定误差。

## 2. 国内实业板块

实业板块是公司的经营重点以及主要利润来源，也是公司长期稳定和长远发展的基础和重点。公司坚持开发与收购并举之路，努力打造煤、电、港、运产业链。

### （一）电力业务

公司电力板块经营主体主要为控股子公司国投电力控股股份有限公司（截至 2014 年底，公司持股 51.26%，以下简称“国投电力”）及全资子公司国投哈密发电有限公司。国投电力是上交所上市公司，拥有雅砻江流域水电开发有限公司、国投大朝山水电开发有限

公司、甘肃小三峡水电公司、靖远第二发电有限公司、厦门华夏国际电力有限公司、天津国投津能发电有限公司、国投钦州发电有限公司等发电企业。

表 3 公司主要电力经营指标（单位：万千瓦、亿千瓦时）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
装机容量	2116.30	2721.30	3204.75	2718.7
发电量	921.66	1166.88	1348.92	271.33
售电量	884.17	1124.11	1306.27	262.44

资料来源：公司提供

注：因为北京三吉利能源股份有限公司 2015 年不再纳入公司合并范围，导致公司火电装机容量下降较多。

从发电结构上看，公司电源结构逐步优化，截至 2015 年 3 月底，公司可控装机容量减少至 2718.7 万千瓦，主要因为公司对北京三吉利能源股份有限公司（以下简称“三吉利”）控制力有限，三吉利于 2015 年不再纳入公司合并范围，导致公司火电装机容量从 2014 年底的 1532.6 万千瓦减少至 1041.6 万千瓦。截至目前，公司全面涉足水、火、风、光等各个发电结构领域，电力业务布局完善。其中，火电控股装机容量为 1041.6 万千瓦，水电装机容量为 1612 万千瓦，风电装机容量为 54.3 万千瓦，光伏发电装机容量为 10.8 万千瓦。

水电方面，公司在建拟建项目主要以雅砻江流域整体开发为主。跟踪期内，公司锦屏一级、锦屏二级水电站全面投产，水电装机规模大幅增加。此外，公司两河口水电站于 2014 年开工建设；杨房沟水电站项目于 2015 年 6 月获

得四川省发改委批复。未来随着在建水电项目建设的推进，公司清洁能源规模有望持续增长。

火电方面，2014 年公司火电项目建设顺利推进，随着贵州盘江盘北低热值煤炭发电厂 2 号机组、哈密电厂两台机组的投产发电，公司火电装机规模持续增长。此外，盘江二期扩建工程、钦州二期扩建工程、北疆电厂扩建等项目也获得核准。

发售电量方面，随着公司装机容量快速增长，公司发售电量均呈现持续增长趋势。2014 年公司发电量 1348.92 亿千瓦时，同比增长 15.60%；同期公司售电量 1306.27 亿千瓦时，同比增长 16.20%。2015 年 1~3 月，公司发电量 271.33 亿千瓦时，售电量 262.44 亿千瓦时。

表 4 截至 2015 年 3 月底公司主要电力项目分布情况

类别	项目名称	可控装机容量（万千瓦）	电厂服务区域	权益占比（%）	控制性质
水电	雅砻江	1410	四川、重庆	52.00	控股
	大朝山	135	云南	50.00	控股
	小三峡	67	甘肃	60.45	控股
	<b>合计</b>	<b>1612</b>			
火电	北疆	200	天津	64.00	控股
	靖远二电	132	甘肃	51.22	控股
	嵩屿	120	福建	56.00	控股
	湄洲湾一期	78.6		51.00	控股
	北海	64	广西	55.00	控股
	钦州	126		61.00	控股
	宣城	63	安徽	51.00	控股
	盘江	60	贵州	55.00	控股
	伊犁	66	新疆	100.00	控股
	哈密发电	132	新疆	100.00	控股
	<b>合计</b>	<b>1041.6</b>			
风电	捡材塘	9.45	甘肃	64.89	控股
	酒泉一风电	9.9		42.18	控股
	酒泉二风电	20.1		64.89	控股
	青海风电	4.95		64.89	控股
	哈密三塘湖风电	4.95		64.89	控股
	吐鲁番风电	4.95	新疆	100.00	控股
	<b>合计</b>	<b>54.3</b>			
光电	敦煌	2.8	甘肃	64.89	控股

	格尔木	5	青海	64.89	控股
	石嘴山	3	宁夏	64.89	控股
	合计	10.8			

资料来源：公司提供

总体看，公司电力板块规模较大，电源结构良好且未来增长潜力较大。未来随着公司在建、拟建项目的投产发电，公司电源结构有望进一步优化，发电能力有望提升，综合抗风险能力持续增强。

## （二）煤炭业务

煤炭板块经营实体主要有全资子公司国投煤炭有限公司、国投煤炭投资（北京）有限公司及控股子公司国投新集能源股份有限公司（持股 42.36%，以下简称“国投新集”），经营业务包括煤炭项目投资开发、煤炭开发开采、洗选加工、销售，以及相关高新技术开发、煤炭工业的节能、节材的综合利用。

截至 2015 年 3 月底，公司已建成煤炭矿井 17 对，核定生产能力 3642 万吨。

表 5 近年来公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
原煤产量	3131.14	3327.40	2807.11	671.26
商品煤销量	2843.56	2973.96	2796.54	546.87
煤炭均价	503.19	407.46	345.81	--

资料来源：公司提供

主要受跟踪期内煤炭价格持续下跌及市场需求减弱的影响，煤矿项目进展方面，2014 年以来公司主要煤炭项目建设步伐有所放缓，当年公司未新增煤矿建设项目。截至 2014 年底，公司煤炭资源总储量达到 85.86 亿吨。煤炭产销量方面，2014 年原煤产量 2807.11 万吨，同比下降 15.60%；商品煤销量 2796.54 万吨，同比下降 5.97%。2015 年 1~3 月，公司控股煤矿企业生产原煤 671.26 万吨，商品煤销量 546.87 万吨。

公司在山西、内蒙等地的煤矿，与唐港铁路、蒙晋铁路，以及国投公司曹妃甸港、京唐

港等北方煤炭下水码头，组成了上游产业群；运输船队、南方煤炭上水码头以及沿海燃煤电厂，组成了下游产业群。上下游产业群的形成，初步搭建了公司产业链。

安全生产管理是煤炭企业各项工作的基础，也是公司管理工作的重点。公司实行煤矿安全质量标准化，控股企业所属生产矿井均达到一级以上安全质量标准化标准，4 处矿井达到国家级安全质量标准化标准。公司每年对所有生产建设矿井进行检查，针对安全问题提出安全生产建议及相关要求，并开展生产及改扩建矿井的安全评价及会诊工作。公司通过组织召开了煤矿安全生产新技术、新装备应用座谈会，引导下属企业积极应用安全生产新技术、新装备、新工艺。此外公司不断推进瓦斯治理工作，5 个煤矿已建成瓦斯治理工作体系建设示范矿井并通过国家煤矿安监局验收。

未来，公司将继续在蒙西、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。

总体来看，公司煤炭业务尚处于拓展阶段，预计未来随着在建项目陆续投产，公司煤炭产能和产量将继续保持增长。

## （三）交通业务

公司全资子公司国投交通控股有限公司（以下简称“交通公司”）主要从事港口、公路（含桥梁、场站）和相关配套项目的开发、经营和管理。2014 年底，公司控股的港口企业有 7 家，集中在环渤海地区及长江干线地区，其中曹妃甸港、京唐港、洋浦港、钦州港、湄洲湾、孚宝洋浦灌区码头主要从事沿海港口业务，镇江港主要是内河港口业务。与公司形成竞争关系的主要有秦皇岛港以及长江下游的南通

港、太仓港以及海南海口港等。

2014年交通公司全年完成货物吞吐量2.05亿吨，同比小幅下降2.67%，主要由于曹妃甸和镇江港实际散货吞吐量有所下降。2015年1~3月，控股港口完成吞吐量4540.64万吨。

表6 公司主要港口散货吞吐量(单位:万吨)

	2012年	2013年	2014年	2015年 1-3月
曹妃甸	5289.27	7726.00	7637.29	1735.64
京唐港	4545.98	5412.00	5268.07	1156.04
洋浦港	885.19	823.86	828.74	171.66
镇江港	7287.80	7100.19	6765.00	1477.30
<b>吞吐量合计</b>	<b>18008.24</b>	<b>21062.05</b>	<b>20499.10</b>	<b>4540.64</b>

资料来源:公司提供

注:集团港口业务主要以散货业务为主,集装箱业务吞吐量较小

#### (四) 物流

公司全资子公司国投物流投资有限公司是从事物流领域项目投资与经营管理的专业性公司,开展煤炭集运、陆海运输、仓储服务、中转配送、物资交易、信息咨询等业务,为公司内部相关投资企业构建物流环节,合理配置资源,促进公司煤、电、港、运业务的有效衔接。受行业景气度低迷影响,公司物流板块毛利率为负,公司进而逐步缩减物流板块业务,2014年物流板块收入同比下降34.28%,至2014年四季度,公司全部转让了航运板块。

#### (五) 高科

国投高科技投资有限公司(以下简称“国投高科”)是公司从事综合性投资业务的子公司,投资行业涉及化肥、汽车零部件、现代农业、电子信息等,同时在节能环保、新能源等领域进行探索。国投高科形成了“股权投资-股权管理-股权经营”和“资产经营与资本经营相结合”的运作模式,先后投资和培育了国投中鲁果汁股份有限公司(以下简称“国投中鲁”)、浙江医药等A股上市公司、亚普汽车部件股份有限公司(以下简称“亚普汽车”)等龙头企业。

国投高科是国家产业技术研究与开发资金试行创业风险投资和中央财政资金参股设立创

业投资基金的受托管理机构。2014年,国投高科当年新增37个基金受托管理项目,投资金额18.5亿元,累计投资项目128个,投资金额60亿元。截至2014年底,累计设立基金98只,投资金额49亿元;累计直投项目21个,投资金额6.26亿元。

亚普汽车是国投高科的控股子公司,主要从事汽车塑料油箱的生产和销售,生产能力为675万只/年,是国内市场的领军企业,在世界排名第四。2014年,亚普公司生产油箱639万只,同比增长14.76%。主要因为公司全年新增6条生产线,生产能力有较大幅度提升。受此影响,2015年1~3月,亚普公司生产油箱181.28万只,销售油箱165.81万只,同比上涨65.43%。

国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售,2014年国投中鲁产量为9.80万吨,销量为9.76万吨,主要以苹果清汁、梨汁和地瓜汁为主;2015年1~3月,未进行生产,销量为1.63万吨。

#### (六) 化肥业务

公司控股子公司国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司(以下简称“国投罗钾”)为公司以股权收购方式取得控股的钾肥生产企业,拥有钾肥资源2.5亿吨,是目前国内最大的硫酸钾生产企业,也是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。

中国钾资源相对短缺,总体储量仅占全球储量的3%,近些年产量有较大的增长,但钾肥对进口的依存度仍然保持在50%以上。国内现有的钾肥产能主要集中在青海格尔木及新疆罗布泊地区,这些地区也是未来开发的重点。从产量上看,由于钾矿资源主要分布在青海和新疆地区,因此产量集中度较高。

国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾,拥有年产120万吨硫酸钾生产装置和年产10万吨硫酸镁生产装置,产品面向国内硫酸钾市场销售,在一定程度上改变了国内钾肥市场依靠进口的格局。

跟踪期内，公司硫酸钾产量下降 2.56%至 143.30 万吨；硫酸钾销量下降 10.68%至 143.21 万吨，完成 2014 年预算 145.00 万吨的 98.77%，主要因为市场对硝硫基复合化肥需求有所减少，产品铁路运输量随之减少。但同期由于硫酸钾价格上涨 8.63%至 2834.00 元/吨，公司硫酸钾收入下降幅度较小。

表 7 公司主要化肥经营指标

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
产量 (万吨)	137.06	147.06	143.30	53.20
销量 (万吨)	157.03	160.33	143.21	47.46
均价 (元/吨)	2829.48	2608.90	2834.00	2847.25

资料来源：公司提供

### 3. 金融服务业务板块

公司金融及服务业务板块子公司主要有：国投泰康信托有限公司（原“国投信托投资有限公司”，以下简称“国投信托”）、国投中谷期货有限公司（以下简称“中谷期货”）、国投财务有限公司（以下简称“国投财务公司”）、中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）、中国高新投资集团公司（以下简称“高新公司”）、中国电子工程设计院（以下简称“电子院”）、海峡汇富产业投资基金管理有限公司及安信证券。

国投信托是国投资本控股的控股企业，近年来，国投信托在传统银信业务受限的情况下，通过加强与银行、券商的沟通合作，快速复制银证信合作模式；审慎开展房地产信托业务，并与社保基金战略合作投资于保障房建设；成立了首只能源矿产类信托产品，发行了首只黄金挂钩型信托产品，设立了首只财产信托型艺术品基金。截至 2014 年底，国投信托管理规模达 1462.91 亿元。2015 年 1-3 月，国投信托管理信托规模为 1275.64 亿元，较 2014 年下降 12.80%。

国投财务公司是公司及下属投资企业与德国裕宝银行共同出资成立的一家金融企业（国投公司持股 90.41%），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。截至 2014

年底，公司成员企业在国投财务公司开户 226 家，全年月均资金归集率为 82.50%；日均吸收存款余额 160.80 亿元；向成员企业发放贷款 181 笔，发放金额 210.10 亿元，贷款余额 135.90 亿元，日均贷款余额为 112.1 亿元。

国投瑞银基金管理有限公司是国投信托（持股 51%）与瑞银集团联合设立的公募基金管理公司，现已建立起覆盖高、中、低风险等级的较为完整的产品线。截至 2014 年底，国投瑞银共管理着 33 只开放式基金、1 只 QDII 基金和 3 只创新型分级基金，管理的公募基金规模 466 亿元，截至 2015 年 3 月底，国投瑞银公募基金管理规模 587.55 亿元。

中谷期货是资本控股的投资企业，共有七家分支机构，基本覆盖了沿海发达地区；并通过做大做强机构客户、开发专业投资者客户，优化了公司的客户结构，保持并提高市场占有率。截至 2015 年 3 月底，中谷期货保证金规模达到 34.39 亿元。

中投保业务经营范围为担保及相关服务、实业项目投资及投资策划、资产受托管理等。2013 年，中投保积极推进风险较低的保本投资、公共融资等金融担保业务，审慎开展房地产担保，大力推进政府采购担保和预付卡履约担保，谨慎开展钢贸、汽贸、化肥等物流金融担保业务和工程保证担保业务。截至 2015 年 3 月底，中投保担保余额达到 1210.60 亿元。

高新公司是国内最早专业从事创业投资的国有投资公司之一，是国家创新型试点企业、中国创业投资专业委员会副会长和联席会长单位，重点投资领域包括新医药及生物工程、新材料及资源利用、新能源及节能环保、新模式及先进制造业等战略性新兴产业。截至 2014 年底，高新公司完成投资项目 16 个，投资额 19.04 亿元。其中，高新投资完成投资项目 7 个，投资额 3.57 亿元，回收资金 6.5 亿元，年底股票浮盈 13.4 亿元；国投创新完成投资项目 5 个，投资额 14.24 亿元，年底股票浮盈 1.73 亿元；海峡基金全年新设基金 16 支，基金管理规模增

加 188 亿元，实际到资率到达 86%。

电子院定位为公司科技创新的平台。2014 年，电子院新获批国家、地方及行业科研课题 6 项；主编的国家标准《电子工业工程建设项目设计文件编制标准》发布实施，新获批国家标准主编 2 项，参编 8 项；获得授权发明专利 18 项、实用新型专利 7 项，新申请发明专利 18 项、实用新型专利 22 项，软件著作权 1 项。在海水淡化方面，“低温多效蒸馏海水淡化技术开发及应用”项目顺利通过了省部级科技成果鉴定，实现了海水淡化关键技术及核心设备的国产化；在云计算方面，亚洲单体建筑面积最大的云计算数据中心鹏博士酒仙桥数据中心项目成功运营；在新能源方面，电子院利用在光伏发电和微电网领域的技术优势，依托吐鲁番新能源示范城市项目，提出了具有前瞻性、创新性的规划设计，为城市规划的体制、机制探索了新的道路；节能环保方面，工业余热综合利用技术被列入国家重大科技成果转化支持项目。

安信证券在北京、上海、广州、佛山、汕头等地设有 9 家分公司，在全国范围内拥有 176 家证券营业部，全资拥有安信国际金融控股有限公司、安信期货有限公司、安信乾宏投资有限公司；控股安信基金管理有限公司；参股前海股权交易中心有限公司。截至 2014 年底，安信证券资产总额 890.57 亿元；2014 年实现营业收入 55.25 亿元，净利润 14.91 亿元。

#### 4. 国际业务

国际业务以境外直接投资、国际贸易、国际合作为业务组合。

境外直接投资方面，该业务主要是以公司现有产业为基础，投资关系国计民生的基础性、资源性和战略性新兴产业。已完成投资的项目包括亚普汽车燃料系统项目和境外糖联投资租赁经营等项目。目前亚普行业排名中国第一、世界第三，分别在印度、俄罗斯、澳大利亚、捷克等国家设有工厂；在德国、澳大利亚、印

度设有工程技术中心。境外糖联业务主要分布在非洲和加勒比地区的多哥、马达加斯加、塞拉利昂、贝宁和牙买加，拥有 8 家投资与租赁经营糖联企业。印尼西巴布亚水泥项目拟在印尼西巴布亚省分两期建设 2×3200T/D 新型干法水泥生产线（年产水泥 300 万吨）及其配套设施。其中一期工程年产水泥 150 万吨。项目一期总投资估算约为 21.6 亿元人民币。目前厂区、矿区征地等各项开工前准备工作正在稳步推进。

国际合作业务方面，现有国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目，以中国成套设备进出口（集团）总公司（以下简称“中成集团”）和电子院为主。中成集团组织实施成套设备出口和工程承包项目主要分布在亚、非、拉多个国家，涉及建筑、化工、轻工、电力等多个行业，2014 年，中成集团新签合同额总计 82 亿元，同比增长 4.03%。援外项目实施是中成集团的传统业务，50 多年来，先后承担并建成各类中国政府对外援助项目 1500 多个，涉及建筑、铁路、公路、电力、化工、机械、纺织、医药、制糖、造纸等 30 多个行业和领域。2014 年，中成集团在建援外项目分布在多哥、塞内加尔等非洲国家，所有境外项目都与所在国家建立了良好的国际关系。

国际贸易方面，该业务主要从事大宗商品国际贸易业务。2000 年以来被评为中国进出口 500 强企业、中国服务业 500 强企业和国家 A 类进出口企业。中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）坚持大宗商品、大市场、大客户的国际贸易格局，并通过专业化、信息化、金融化的融合，构建现代国际贸易经营模式，2014 年进出口额 15.82 亿美元。截至目前，国际贸易业务覆盖全球 100 多个国家和地区，主要贸易商品包括：棉花棉纱、粮食饲料、油脂油籽、煤炭及矿产品、羊毛化纤、食品等。其中，棉纱、羊毛、铬矿和部分高端油脂油籽等商品进口额在中国位居前列。



### 5. 经营效率

从经营效率指标来看，随着公司营业规模的扩张，公司收入及成本规模均有所提高，导致公司销售债权周转次数和存货周转次数逐年上升，2014年分别为9.40次和6.27次；公司总资产规模增幅高于收入增幅，导致总资产周转次数小幅下降，2014年为0.28次。总体看，公司整体经营效率尚可。

### 6. 未来发展及投资计划

“十二五”期间，公司的发展目标是：到2015年资产总额达到4900亿元，实现利润超过150亿元，力争成为国际一流的投资控股公司。根据公司2013~2015年中期发展规划，到2015年公司电力板块投产装机容量将突破5000万千瓦(含在建项目)，电力资产规模2200亿元以上。煤炭板块的煤炭年生产能力接近5700万吨，资产规模达到600亿元以上，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。交通板块吞吐能力将达到2.7亿吨，资产规模达到360亿元，形成5-8个战略支撑类的大型港口项目。化肥板块中钾肥生产能力将达到300万吨。以金融为代表的服务板块资产占比明显提高，资产规模达到集团总资产的20%以上。

公司在建及拟建投资计划主要方向为电力、煤炭、码头板块。其中，电力板块包括桐子林、两河口等水电项目和天津北疆电厂二期、湄洲湾电厂二期等火电项目，随着电力项目建成投产，公司将增加1176万千瓦装机容量，公司发电能力将进步一增强，综合抗风险能力也将继续增强。煤炭板块受煤价地位盘整影响，公司煤矿建设有所放缓，截至2015年3月底，公司在建拟建杨村煤矿、板集煤矿等项目，总投资266.07亿元，预计集中于2016~2018年建成投产。总体看，公司未来投资规模较大，但各年度投资规模较为分散。

表8 截至2015年3月底公司在建拟建工程情况(单位:亿元)

项目名称	项目总投资		截至15年3月底 已投资	投资计划		
	自有资金	外部融资		2015年	2016年	2017年
桐子林水电站	12.51	50.06	46.50	6.74	4.96	0.23
两河口水电站	132.91	531.66	123.48	35.87	47.93	57.17
北疆电厂二期	23.80	95.20	8.51	29.30	44.85	44.85
宣城电厂二期	4.56	18.24	11.80	10.50	0.00	0.00
钦州电厂二期	13.89	55.55	18.13	30.00	24.54	0.00
湄洲湾电厂二期	22.55	45.11	11.80	19.50	29.00	7.57
板集电厂	13.27	53.09	7.61	23.35	37.53	0.00
<b>小计</b>	<b>223.49</b>	<b>848.91</b>	<b>227.83</b>	<b>155.26</b>	<b>188.81</b>	<b>109.82</b>
国投湄洲湾煤炭码头一期工程	6.48	15.13	19.68	5.58	0.00	0.00
国投湄洲湾煤炭码头装船泊位及二期一阶段工程	1.88	4.38	0.20	3.39	2.86	0.00
钦州港国投煤炭码头工程	4.46	10.40	8.56	5.50	1.02	0.00
海南省洋浦港油品码头及配套储运设施工程	10.69	19.86	27.69	2.85	0.00	0.00
<b>小计</b>	<b>23.51</b>	<b>49.76</b>	<b>56.13</b>	<b>17.33</b>	<b>3.88</b>	<b>0.00</b>
板集煤矿及选煤厂	24.95	40.51	41.55	8.17	7.04	8.70
杨村煤矿及选煤厂	23.07	42.05	20.16	2.69	1.54	1.00
新集一矿改扩建工程	17.83	0.00	9.82	1.96	2.72	2.31
晋城里必煤矿	12.04	28.09	2.74	3.42	3.70	3.82
皮里青井工矿	4.21	9.82	3.11	0.44	0.61	0.13
哈密一矿	17.06	39.81	0.47	5.40	5.37	2.14

国投大同 3-5 接续工程	2.82	3.81	3.15	3.01	0.00	0.00
小计	101.98	164.09	81.00	25.08	20.98	18.10
合计	348.98	1062.76	364.96	197.68	213.67	127.92

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。从合并报表范围变化情况看，与 2013 年相比，2014 年公司不再纳入合并范围子公司 8 家，新纳入投资新设公司 20 家，合并安信证券股份有限公司、福建太平洋电力有限公司和 YFS Automotive System, Inc. 3 家公司。公司将安信证券纳入合并范围，对公司财务报表影响大，财务报表可比性较弱。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 4617.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益 574.09 亿元）1196.43 亿元；2014 年公司实现营业收入 1126.20 亿元，利润总额 145.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 4723.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益 651.07 亿元）1300.94 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 255.81 亿元，利润总额 54.28 亿元。

### 1. 盈利能力

2014 年公司经营规模扩大，上网电量快速增长，推动公司营业收入同比增长 14.16% 至 1126.20 亿元。同期，营业成本增幅 8.73%，低于收入增速。2014 年，煤炭价格低位盘整使得公司电力业务燃料成本持续降低，公司盈利能力有所增强，2014 年公司营业利润率为 28.46%，同比增加 2.88 个百分点。

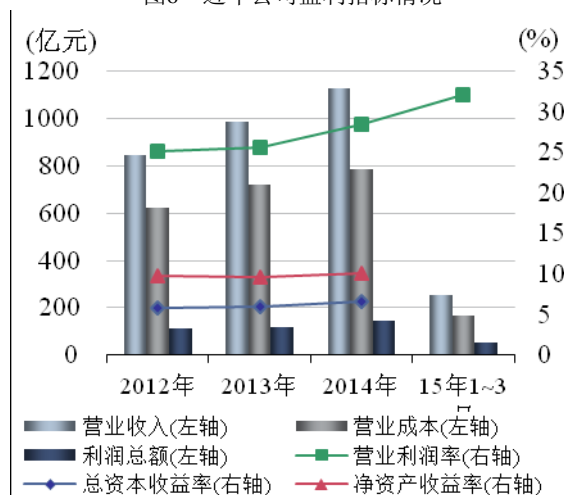
期间费用方面，随着业务规模的扩大以及在在建项目建设逐步推进，公司的三项费用快速增长。2014 年期间费用合计 226.47 亿元，占全年营业总收入的比重为 20.11%。其中，销售

费用快速增长，主要是由于金融板块在集团内的比重不断扩大，销售人员薪酬增长较快；财务费用同比增长 29.74%，占期间费用的 49.62%，增长较快主要是由于债务规模增加和融资成本上升。期间费用一定程度上侵蚀了公司利润。

2014 年，公司资产减值损失规模快速增长至 19.52 亿元，主要是由于坏账损失、存货跌价损失和长期股权投资减值损失均较上年明显增加。从构成看，坏账损失占 17.46%、存货跌价损失占 20.07%、长期股权投资减值损失占 36.42%。

2014 年，受益于投资单位经营情况良好，公司实现投资收益 53.80 亿元，同比增长 63.32%。从构成看，主要为处置长期股权投资产生的投资收益（占 34.42%）、持有可供出售金融资产期间取得的投资收益（占 18.64%）、权益法核算的长期股权投资收益（占 16.48%）等。

图6 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

受上述因素影响，2014 年公司实现利润总额 145.38 亿元，同比增长 26.22%，利润规模增幅较大。

从盈利指标看，2014年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.60%和10.03%，同比分别增长0.56和0.48个百分点，处于同行业较高水平。

2015年1~3月，公司实现营业收入255.81亿元；利润总额54.28亿元，分别占2014年全年总额的22.71%和37.34%。公司营业利润率32.17%，较2014年增加3.71个百分点。

总体看，公司业务互补、协同发展，较好地抵御了煤炭市场变化等市场风险。跟踪期内，在电力和国际业务等业务推动下，公司营业收入和利润总额呈稳步上升，营业利润率小幅增长，公司整体盈利能力较强。

## 2. 现金流分析及保障

经营活动方面，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入量大幅增长至1612.37亿元，主要因为合并安信证券，公司销售商品、提供劳务收到的现金、收取利息、手续费及佣金收到的现金以及回购业务资金净增加额均明显增长。同期，经营活动现金流出量也有所增长，增幅低于现金流入增幅，以致公司2014年经营活动的净现金流增长至407.35亿元。从收入质量看，2014年公司现金收入比为101.47%，同比下降8.14个百分点，收入实现质量较一般，考虑到公司金融业务收入规模大，公司经营获现能力强。未来随着新项目的建成投产，公司经营现金流有望持续稳定增长。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入量增长至742.01亿元，主要来自于收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金及投资支付的现金，2014年公司投资活动现金流出810.74亿元；投资活动现金净流出68.73亿元，流出规模大幅减少。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入量938.85亿元，其中取得借款是公司的主要融资手段。2014年公司取得借款814.20亿元，

占筹资活动现金流入量的86.72%。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额109.60亿元。公司筹资活动的现金流出主要用于偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息支付。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入408.80亿元，经营活动现金流量净额30.63亿元，投资活动现金流量净额-4.00亿元，筹资活动现金流量净额90.38亿元。

总体看，公司经营净现金流充沛；跟踪期内，公司经营活动现金流可以满足投资需求，公司对外部融资压力有所下降。

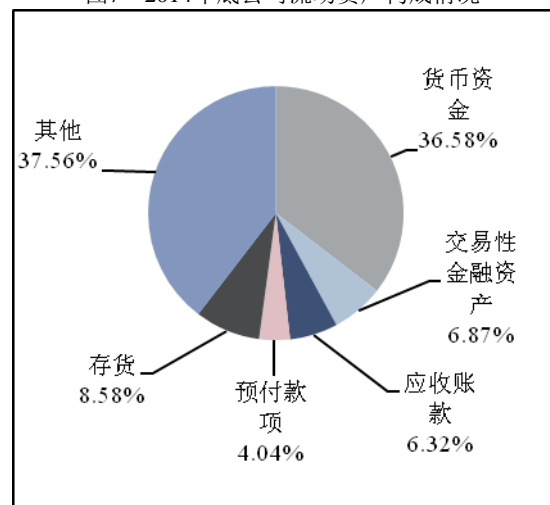
## 3. 资产及债务结构

跟踪期内，受益于经营规模的扩张和合并的加速，公司资产总额快速增长。截至2014年底，公司合并资产总额4617.26亿元，其中流动资产占31.71%，非流动资产占68.29%，非流动资产占比有所回落，公司资产以非流动资产为主。

### 流动资产

跟踪期内，由于合并安信证券，公司流动资产快速增长。截至2014年底，公司流动资产总额1464.29亿元，主要由货币资金（占36.58%）、交易性金融资产（占6.87%）、应收账款（占6.32%）和存货（占8.58%）构成。

图7 2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2014年，公司货币资金规模大幅增长至

535.68 亿元，主要由银行存款（占 97.52%）和其他货币资金（占 2.44%）构成，其他货币资金中有 37.03 亿元为受限资金。

2014 年，公司应收账款规模小幅波动，截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 107.92 亿元，其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 50.18%，组合计提坏账准备的应收账款占 48.05%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占 1.77%，共计提坏账准备 15.35 亿元，计提比例 14.22%，应收账款净额 92.57 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 90.54%，1~2 年的占 4.26%，2~3 年的占 1.40%，3 年以上的占 3.80%。总体看，公司应收账款账龄结构合理，坏账计提比例尚可，1 年以内应收账款占比高，出现坏账可能性小。

2014 年，由于非同一控制合并安信证券、福建太平洋电力，公司其他应收款规模快速增长。截至 2014 年底，其他应收款账面余额 63.83 亿元，按单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 34.51%，按组织计提坏账准备的其他应收款占 61.25%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款占 4.24%，公司共计提坏账准备 10.59 亿元，计提比例 16.59%，其他应收款账面净值 53.24 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 20.82 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 80.63%，账龄在 1~2 年的占 2.86%，账龄为 2~3 年的占 1.16%，账龄在 3 年以上的占 15.35%。公司其他应收款账龄偏长。

2014 年，公司存货规模有所波动。截至 2014 年底，存货账面余额为 130.58 亿元，主要由原材料（占 20.33%）和库存商品（占 48.91%）构成；计提跌价准备 4.98 亿元，账面价值 125.60 亿元，公司存货跌价准备计提比例有所提高。

### 非流动资产

跟踪期内，公司非流动资产规模有所增长，截至 2014 年底，非流动资产 3152.97 亿元，主要由可供出售金融资产（占 10.86%）、固定资

产（占 59.42%）和在建工程（占 15.09%）构成。

2014 年，公司长期股权投资规模快速下降，主要由于减少了对子公司的投资，2014 年底为 152.04 亿元。从构成看，对联营企业投资占 75.82%，对合营企业投资占 22.65%，对子公司投资占 1.53%。公司所投企业占比较大的为铁路、港口、电力、矿业和金融业企业。2014 年，公司对长期股权投资计提减值准备 8.25 亿元。

2014 年，受在建工程转入固定资产 261.73 亿元影响，公司固定资产账面价值小幅增长。2014 年底，公司固定资产账面原值 2509.26 亿元，累计折旧 628.08 亿元，计提减值准备 7.73 亿元，账面价值 1873.45 亿元。从构成来看，公司固定资产以房屋及建筑物（占 65.44%）和机器设备（占 31.47%）为主，成新率为 74.92%。

2014 年，公司在建工程小幅波动，2014 年底为 475.86 亿元，主要由于工程投产转入固定资产 261.78 亿元。2014 年底公司在建工程主要集中在水电站、公路和煤矿等项目建设。

截至 2015 年 3 月底，公司资产规模 4723.02 亿元，较 2014 年底增长 2.29%；其中，流动资产占 36.46%，非流动资产占 63.54%。流动资产占比较 2014 年底增加 4.75 个百分点。

综合看，公司资产构成以非流动资产为主；流动资产中货币资金、交易性金融资产、存货及应收账款占比较高；非流动资产以固定资产、在建工程、可供出售金融资产和长期股权投资为主。总体看，公司整体资产质量较好，资产流动性有所提高。

### 所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 1196.43 亿元，少数股东权益占 47.98%。归属于母公司权益合计 622.33 亿元，其中实收资本占 36.02%、资本公积占 18.27%、未分配利润占 36.53%。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 1300.94 亿元，较 2014 年底增长 8.74%，主要来自于资本公积、未分配利润以及少数股东权益的增长，构成较 2014 年底变化不大。

整体看，受益于利润规模的增长，公司所有者权益规模随之增长。

### 负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，截至2014年底，公司负债合计3420.83亿元，其中流动负债占45.86%，非流动负债占54.14%。流动负债比重有所提高，但仍以非流动负债为主。

2014年，公司流动负债快速增长至1568.68亿元，主要由于跟踪期内，公司合并安信证券，公司金融业务提升，从而导致拆入资金、卖出回购金融资产款和代理买卖证券款的大幅增加。公司流动负债主要由短期借款（占11.13%）、应付账款（占9.13%）、其他应付款（占9.97%）、一年内到期的非流动负债（占12.70%）构成。

2014年，公司短期借款规模174.66亿元，同比下降25.63%。其中，信用借款144.18亿元，保证借款24.64亿元，抵押借款0.49亿元，质押借款5.35亿元。公司应付账款增长至143.27亿元，主要为未结算的工程款和保证金。从账龄来看，公司应付账款账龄在1年以内占比77.82%；1~3年占比18.05%；3年以上占比4.13%。公司其他应付款快速增长至156.41亿元，主要为应付质保金、资本金、股东借款和设备保证金等。公司一年内到期的非流动负债规模扩大，主要由于一年内到期的长期借款的快速增长。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债199.23亿元，主要由一年内到期的长期借款（占86.66%）和一年内到期的长期应付款（占13.32%）构成。

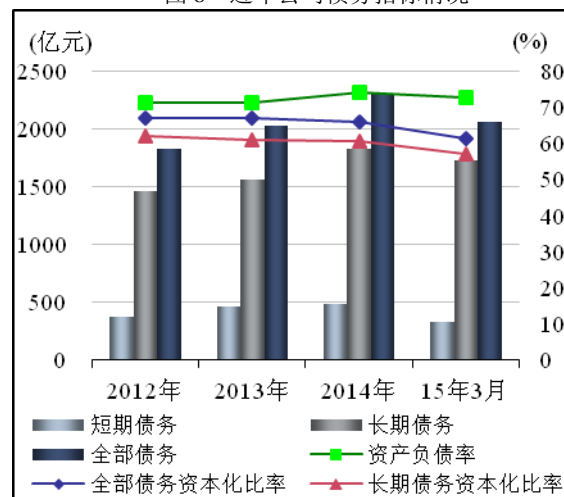
跟踪期内，公司非流动负债规模增长，2014年底为1852.15亿元，主要由长期借款（占71.46%）和应付债券（占23.72%）为主。

2014年，公司长期借款1323.62亿元，其中，质押借款占11.76%，主要以电费收费权为质押物；抵押借款4.62%，保证借款6.22%，信用借款占77.40%。公司应付债券439.41亿元，同比大幅增长150.29%，主要因为跟踪期内公司新增集团三期中期票据共125亿元；安信次级债二期共65亿元，国投电力公司债一期18

亿元；国投新集PPN001二期共15亿元。

有息债务方面，2014年公司全部债务规模2300.49亿元，其中短期债务占20.83%，长期债务占比79.17%，短期债务比重同比小幅下降。以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。受跟踪期内公司控股安信证券影响，公司资产负债率上涨2.96个百分点至74.09%；公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率较为稳定，截至2014年底，上述指标分别为65.79%和60.35%，公司整体负债水平较高，债务负担较重。

图8 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年3月底，公司负债总额为3422.09亿元，较2014年底变化不大。从构成来看，公司流动负债占比47.56%，非流动负债占比52.44%，流动负债占比进一步上升1.70个百分点；有息债务为2054.70亿元，短期债务占比15.94%，长期债务占比84.06%；截至2015年3月底，公司资产负债率有所回落，为72.46%，全部债务资本化比率、长期债务资本化比率有所下降，分别为61.23%和57.04%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；整体债务水平偏高，债务负担较重，长期债务占比较高，与其资产结构较为匹配。

### 4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，随着公司

流动资产占比提高，公司流动比率和速动比率均呈现大幅上涨的态势，2014年底两项指标分别为93.34%和85.34%；2015年3月底上述两项指标进一步提升，分别为105.80%和98.40%。2014年公司经营现金流动负债比为25.97%，同比增长2.08个百分点，经营活动净现金流对短期负债的保护程度较好。总体看，跟踪期内，公司短期偿债指标均有所提升，同时考虑到公司充裕的现金类资产以及较大规模的收入和现金流，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，受益于盈利能力的提升，公司EBITDA规模有所扩大，2014年为387.20亿元；同期，EBITDA利息倍数增至3.10倍，全部债务/EBITDA下降至5.94倍。公司EBITDA对债务和利息的保护程度较高，长期偿债能力有所增强。

公司目前存续期内的中期票据包括“14国开投MTN001”、“14国开投MTN002”、“14国开投MTN003”、“15国开投MTN001”和“15国开投MTN002”，上述待偿债务的发行额度合计180亿元。公司中期票据存续期内的偿债高峰期是在2021年，最高偿还额度为45亿元。

2014年，从公司EBITDA对45亿元的保护程度来看，EBITDA对存续期中期票据的覆盖倍数为8.60倍，EBITDA对存续期债券的保障能力很强。2014年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为1612.37亿元和407.35亿元，分别是存续期中期票据最高单年偿付额的35.83倍和9.05倍，公司经营活动现金流对存续期中期票据最高单年偿付额的覆盖程度高。

截至2014年底，公司对外担保金额43.50亿元（不含子公司中投保），占净资产的比率为3.64%，公司或有负债风险相对较低。

表9 截至2014年底前五十大担保对象（单位：万元）

担保对象	担保方式	反担保方式	担保金额
大唐集团	一般保证	无反担保	250000.00
新密市超化煤矿有限公司	连带责任保证	无反担保	55000.00
北京国利能源投	连带责任保证	无反担保	25000.00

资有限公司			
商丘裕东发电有限责任公司	连带责任保证	无反担保	869.75
连云港三吉利化学工业有限公司	连带责任保证	一般保证	3700.00
新密市恒业有限公司	一般保证	一般保证	50000.00
国投曲靖发电有限公司	一般保证	连带责任保证	50000.00
中国外运哈尔滨公司大连公司	一般保证	无反担保	440.70
<b>合计</b>			<b>435010.45</b>

资料来源：公司2014年审计报告

公司下属子公司中投保属于专业担保机构，其担保业务均为对公司以外的企业担保，2014年中投保对外担保金额为973.04亿元。其中，截至2014年底，中保投应收代偿款账面余额17.45亿元，较2013年收回代偿款2.40亿元，新增代偿款1.3亿元。

作为大型中央企业，公司拥有极强的政府支持及良好的银企关系，截至2015年3月底，公司已获得授信额度4332亿元，未使用额度2874亿元，且公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

#### 5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G1011010203216520Y），截至2015年7月21日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；过往债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司债务履约情况良好。

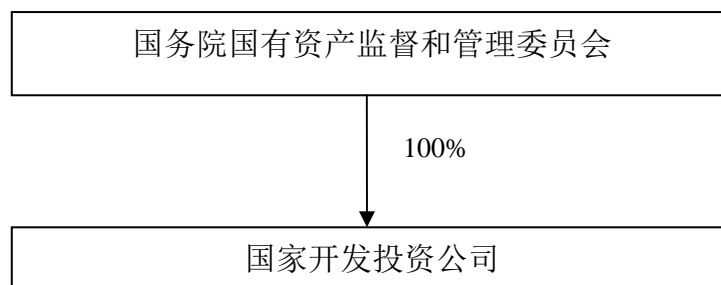
#### 6. 抗风险能力

基于对行业运行情况，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

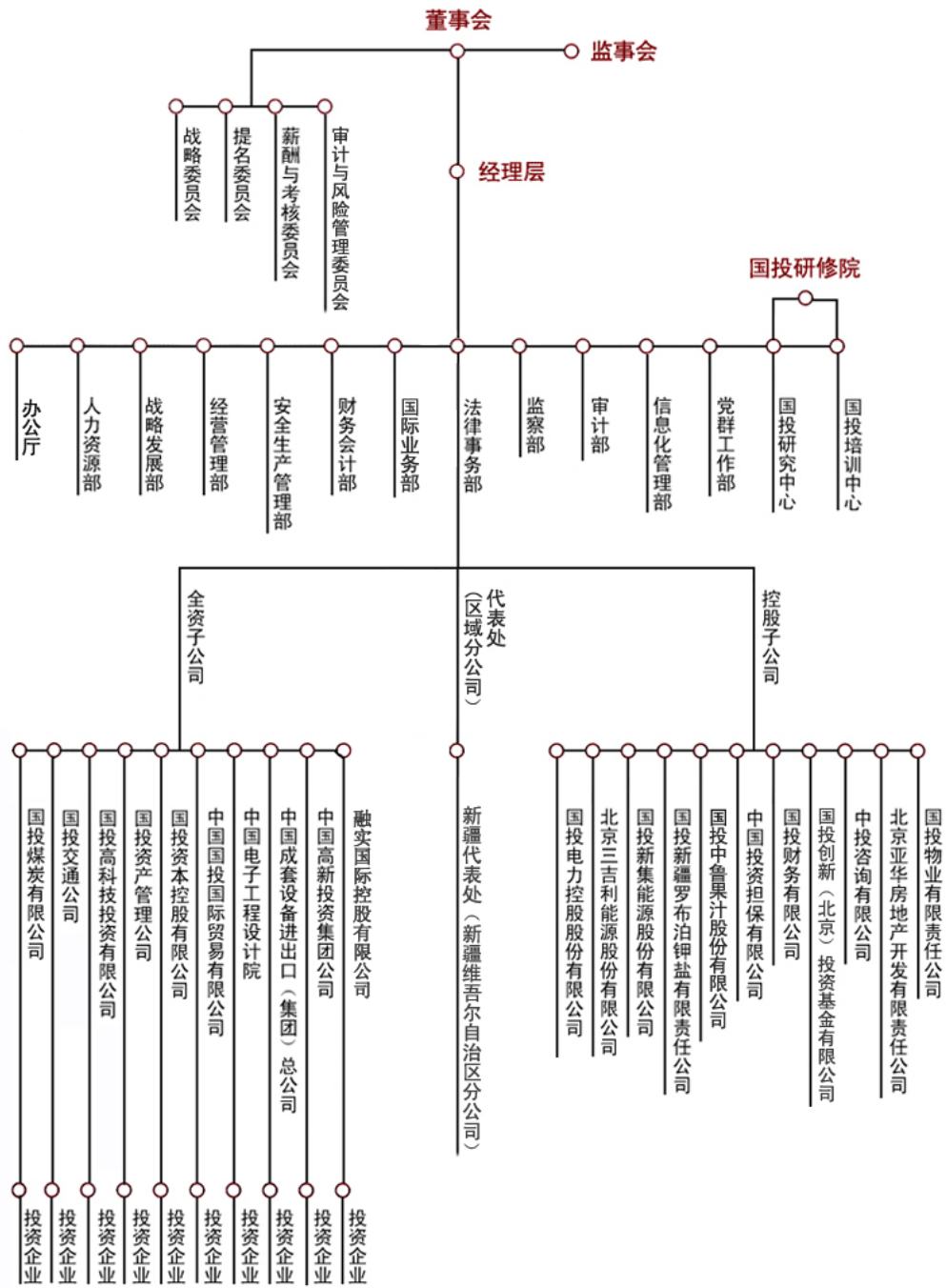
### 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14国开投MTN001”、“14国开投MTN002”、“14国开投MTN003”、“15国开投MTN001”和“15国开投MTN002”AAA的信用等级。

### 附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织架构图





## 附件 2 截至 2014 年底公司全资及控股二级子公司

(单位: 万元, %)

序号	企业名称	业务性质	实收资本	持股比例
1	安信证券股份有限公司	证券业务	319999.31	58.01
2	国投交通控股有限公司	路桥港口的投资与开发	200000.00	100.00
3	国投电力控股股份有限公司	电力生产销售	678602.33	51.26
4	国投资产管理公司	资产管理、资产重组等	65000.00	100.00
5	国投交通公司	路桥港口的投资与开发	180000.00	100.00
6	中国高新投资集团公司	投资与资产管理	249529.92	100.00
7	国投煤炭投资(北京)有限公司	煤炭工业投资与开发	30000.00	100.00
8	国投资本控制有限公司	投资与资产管理	250000.00	100.00
9	国投高科技投资有限公司	医疗、电力、汽车零部件等高科技企业投资	64000.00	100.00
10	中国投融资担保有限公司	融资性担保业务等	450000.00	47.78
11	北京亚华房地产开发有限责任公司	房地产开发、租赁等	140000.00	100.00
12	中国成套设备进出口(集团)总公司	自营或代理成套设备、机电产品和技术进出口贸易	109185.00	100.00
13	中国国投国际贸易有限公司	针纺织品及原辅材料生产销售	150000.00	100.00
14	国投物流投资有限公司	物流行业投资与开发	79858.00	100.00
15	国投新集能源股份有限公司	煤炭开采	259054.18	42.36
16	国投煤炭有限公司	煤炭工业投资与开发	209444.00	100.00
17	国投财务有限公司	集团内成员企业存款、发放贷款	200000.00	90.41
18	国投哈密发电有限公司	火力发电	88210.00	100.00
19	国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	硫酸钾生产销售	54000.00	63.00
20	国投中鲁果汁股份有限公司	浓缩果蔬汁生产销售	26221.00	44.37
21	中国电子工程设计院	电力、通信工程、其他工业及民用工程的设计、规划、咨询、评估监理等	40000.00	100.00
22	国投曲靖煤炭开发有限公司	煤炭开采	52500.00	100.00
23	北京三吉利能源股份有限公司	电力生产的投资建设	96000.00	36.88
24	国投创新(北京)投资基金有限公司	非证券业务的投资以及代理其他投资型企业或个人的投资	90140.40	33.28
25	国投物业有限责任公司	物业管理	10000.00	100.00
26	融实国际控股有限公司	海外投融资	24309.57	100.00
27	国投创益产业基金管理有限公司	产业基金投资管理	3000.00	100.00
28	国投(福建)湄洲湾发电有限公司	火力发电	2000.00	100.00
29	中投咨询有限公司	投资、企业管理咨询等	1000.00	55.00
30	国投惠康投资有限公司	项目投资、投资管理等	2000.00	100.00
31	YFS Automotive System, Inc.	汽车零部件及配件制造	0.83	100.00

### 附件 3 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	236.67	187.36	621.95	880.09
资产总额(亿元)	3115.20	3481.20	4617.26	4723.02
所有者权益(亿元)	898.85	1005.06	1196.43	1300.94
短期债务(亿元)	369.48	466.13	479.22	327.50
长期债务(亿元)	1457.73	1561.04	1821.27	1727.20
全部债务(亿元)	1827.21	2027.16	2300.49	2054.70
营业总收入(亿元)	846.53	986.48	1126.20	255.81
利润总额(亿元)	112.11	115.18	145.38	54.28
EBITDA(亿元)	260.95	292.98	387.20	--
经营性净现金流(亿元)	168.63	212.65	407.35	30.63
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	9.24	8.32	9.40	--
存货周转次数(次)	5.61	6.01	6.27	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.30	0.28	--
现金收入比(%)	106.55	109.61	101.47	121.66
营业利润率(%)	25.19	25.58	28.46	32.17
总资本收益率(%)	5.81	6.04	6.60	--
净资产收益率(%)	9.79	9.55	10.03	--
长期债务资本化比率(%)	61.86	60.83	60.35	57.04
全部债务资本化比率(%)	67.03	66.85	65.79	61.23
资产负债率(%)	71.15	71.13	74.09	72.46
流动比率(%)	78.00	64.22	93.34	105.80
速动比率(%)	62.16	50.24	85.34	98.40
经营现金流动负债比(%)	23.09	23.89	25.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	2.57	3.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.92	5.94	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；  
 2. 2012~2014 年公司现金类资产中已扣除受限资金；  
 3. 2012~2014 年公司债务指标包含短期融资券和融资租赁款。

**附件 4 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>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级