

信用等级公告

联合[2018] 1314 号

联合资信评估有限公司通过对河南投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持河南投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“07 豫投债 1”、“07 豫投债 2”、“09 豫投债”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”、“16 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN002”和“18 豫投资 MTN003”的信用等级为 AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十六日



河南投资集团有限公司跟踪评级报告

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

债项简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
07 豫投债 1	5 亿元	2022/05/17	AAA	AAA
07 豫投债 2	15 亿元	2027/05/17	AAA	AAA
09 豫投债	12.61 ¹ 亿元	2019/04/15	AAA	AAA
13 豫投资 MTN001	7 亿元	2018/07/17	AAA	AAA
14 豫投资 MTN001	7 亿元	2019/08/26	AAA	AAA
15 豫投资 MTN001	10 亿元	2020/03/17	AAA	AAA
16 豫投资 MTN001	10 亿元	2021/02/02	AAA	AAA
18 豫投资 MTN001	10 亿元	2021/03/26	AAA	AAA
18 豫投资 MTN002	10 亿元	2023/04/11	AAA	AAA
18 豫投资 MTN003	15 亿元	2023/04/23	AAA	AAA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	301.80	254.32	239.51	289.26
资产总额(亿元)	1151.39	1233.40	1388.48	1456.08
所有者权益(亿元)	370.50	444.91	468.18	470.71
短期债务(亿元)	165.85	184.04	215.03	191.93
长期债务(亿元)	311.54	354.12	409.01	454.50
全部债务(亿元)	477.39	538.16	624.04	646.43
营业收入(亿元)	252.42	245.25	283.26	69.45
利润总额(亿元)	50.74	38.10	28.51	3.05
EBITDA(亿元)	84.79	68.45	61.19	--
经营性净现金流(亿元)	42.37	-40.14	4.42	4.42
营业利润率(%)	34.69	26.53	22.48	16.57
净资产收益率(%)	9.87	6.04	3.45	--
资产负债率(%)	67.82	63.93	66.28	67.67
全部债务资本化比率(%)	56.30	54.74	57.13	57.86
流动比率(%)	117.80	129.24	120.92	130.69
经营现金流动负债比(%)	9.02	-9.20	0.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.86	10.20	--

¹公司于 2009 年发行了 15 亿元企业债券（“09 豫投债”），并于 2014 年 4 月 15 日兑付了该期债券中的 2.39 亿元（投资人行使回售选择权），截至报告日，该期债券余额为 12.61 亿元。

评级观点

河南投资集团有限公司（以下简称“公司”）是河南省省属大型国有综合性投资公司之一。跟踪期内，公司出现新的业绩增长点，对公司收入贡献明显；公司在建和拟建项目投资规模大，为未来收入持续增长提供保障；公司多板块经营平抑了单一行业波动风险，整体抗风险能力强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司电力板块和金融板块盈利能力弱化，未来资本性支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司投资的各业务板块成长性良好，具备可持续发展能力，未来逐步由实业投资为主向产业与金融相结合转变，有助于公司业务的协同发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“07 豫投债 1”和“07 豫投债 2”由国家开发银行提供担保，经联合资信公开评级，国家开发银行主体长期信用等级为 AAApi，担保实力很强，增强了上述债券偿还的安全性。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“07 豫投债 1”、“07 豫投债 2”、“09 豫投债”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”、“16 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN002”和“18 豫投资 MTN003”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为河南省主要的综合性投资公司，受政府支持力度大。
2. 跟踪期内，公司收入规模持续增长，随着濮阳豫能项目的投入运营，河南煤炭储配交易中心有限公司以及河南资产管理有限公司业务规模的扩大，为公司未来收入增长提供新的业绩增长点。

EBITDA 利息倍数(倍)	6.96	6.93	5.66	--
----------------	------	------	------	----

注：1.2018 年一季度财务报表未经审计；2.已将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务；3.已将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。

分析师

郭昊 王聪

邮箱: 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)

网址: [Http: //www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

3. 国家开发银行担保实力很强,有效提升了“07豫投债1”和“07豫投债2”的信用水平。

关注

1. 公司电力和金融板块盈利能力弱化,公司利润规模以及主要盈利能力指标出现不同程度下滑。
2. 公司规划未来将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度,资本支出规模大,未来存在较大的融资需求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由河南投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

河南投资集团有限公司跟踪评级报告

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河南投资集团有限公司主体长期信用及存续期内的“07 豫投债 1”、“07 豫投债 2”、“09 豫投债”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”、“16 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN002”和“18 豫投资 MTN003”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

河南投资集团有限公司(以下简称“公司”或“河南投资”)前身为成立于 1991 年的河南省建设投资总公司,是河南省人民政府所属的政策性国有独资投资公司,由河南省发展和改革委员会代管。2007 年 10 月,根据河南省人民政府豫政文【2007】176 号文件《河南省人民政府关于组建河南投资集团有限公司的批复》,以河南省建设投资总公司为基础,吸收合并河南省经济技术开发公司及河南省科技投资总公司组建河南投资集团有限公司,为国有独资公司。

公司于 2017 年 6 月 22 日发布重大公告称河南省政府以持有的公司的全部股权出资,拟组建河南投资控股集团有限公司(以下简称“河南投控”),注册资本金 120 亿元;待变更完成后,河南省政府拟授权河南省财政厅作为河南投控的出资人、行使股东职责,河南投控为公司的唯一股东,目前河南投控尚未完成工商注册。截至 2018 年 3 月底,公司注册资本 120 亿元,隶属于河南省政府,由河南省发展改革委代管,代河南省政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省政府。

截至 2018 年 3 月底,公司下属一级控股企业主要涉及电力、造纸、水泥、基础设施、金融、健康生活等产业,合并范围内全资和控股子公司 54 家,其中包括河南豫能控股股份有限公司(以下简称“豫能控股”,股票代码:001896.SZ)、河南同力水泥股份有限公司(以下简称“同力水泥”,股票代码:000885.SZ)、河南安彩高科股份有限公司(以下简称“安彩高科”,股票代码:600207.SH)和中原证券股份有限公司(以下简称“中原证券”,股票代码:601375.SH)四家企业上市公司。

截至 2018 年 3 月底,公司下设总经理工作部、战略发展部、发展计划部、企业策划部、业务协同部、信息管理部、工程管理部、资本运营部、人力资源部、财务部、审计部、法律事务部、党群工作部和纪检监察部十四个综合管理部门,以及金融管理部、产业管理部、资产管理部、基金管理部四个业务部门。

截至 2017 年底,公司(合并)资产总额 1388.48 亿元,所有者权益 468.18 亿元(含少数股东权益 215.13 亿元)。2017 年,公司实现营业收入 283.26 亿元,利润总额 28.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司(合并)资产总额 1456.08 亿元,所有者权益 470.71 亿元(含少数股东权益 218.21 亿元)。2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 69.45 亿元,利润总额 3.05 亿元。

公司注册地址:郑州市农业路东 41 号投资大厦;法人代表:刘新勇。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前,公司存续债券募集资金按照募集使用用途使用,跟踪期内,公司存续债券正常付息。

表1 跟踪期存续债券情况

债券简称	发行金额 (亿元)	待偿余额 (亿元)	兑付日	付息方式	上次评级结果
13 豫投资 MTN001	7.00	7.00	2018-07-17	每年付息一次	AAA
09 豫投债	15.00	12.61	2019-04-15		AAA
14 豫投资 MTN001	7.00	7.00	2019-08-26		AAA
15 豫投资 MTN001	10.00	10.00	2020-03-17		AAA
16 豫投资 MTN001	10.00	10.00	2021-02-02		AAA
18 豫投资 MTN001	10.00	10.00	2021-03-26		AAA
18 豫投资 MTN002	10.00	10.00	2023-04-11		AAA
18 豫投资 MTN003	15.00	15.00	2023-04-23		AAA
07 豫投债 1	5.00	5.00	2022-05-17		AAA
07 豫投债 2	15.00	15.00	2027-05-17		AAA
18 豫投资 SCP001	12.00	12.00	2018-11-30	到期还本付息	--
18 豫投资 SCP002	20.00	20.00	2019-03-01	到期还本付息	--
合计	136.00	133.61	--		--

资料来源：公司提供，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP

模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓

励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强了对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一

带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

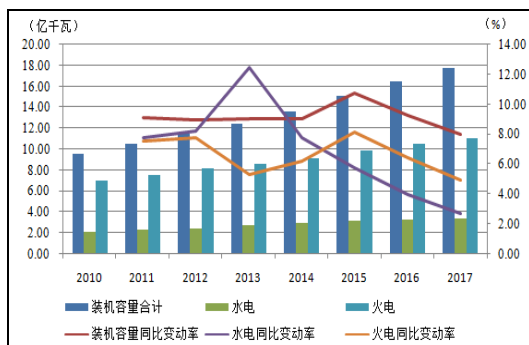
(1) 电力行业

1) 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%、10.5%、68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图1 近年中国发电装机容量变动情况

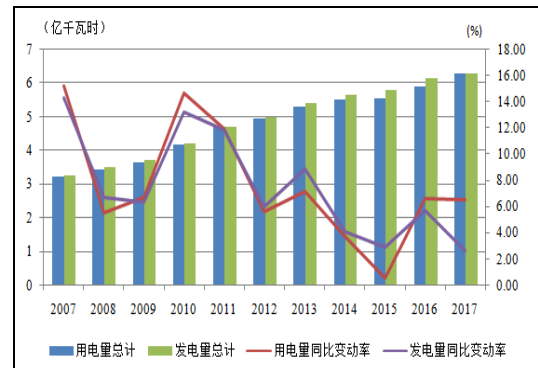


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下

降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图2 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放

缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2) 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企

业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，提出2018年1月1日之后投运于三类资源区的光伏电站，标杆电价分别降低至每千瓦时0.55元、0.65元和0.75元；2018年1月1日之后投运的分布式光伏发电，对“自发自用、余电上网”模式，全电量补贴标准降低为每千瓦时0.37元；同时政策中明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度将于2018年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚不完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆

（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3) 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能

2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。截至目前，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司已完成合并重组，成立国家能源投资集团有限责任公司，其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

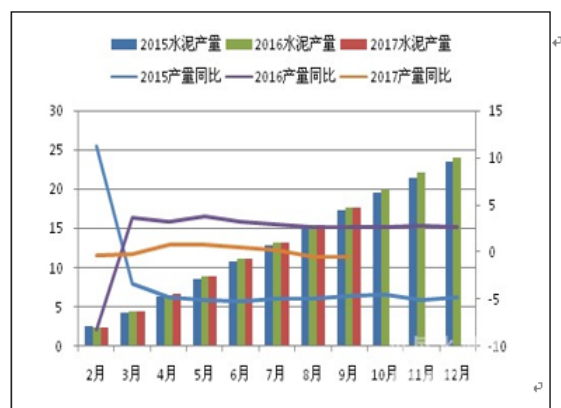
(2) 水泥行业

1) 行业概况

2016年以来，在基础设施建设和房地产投资的支撑拉动下，水泥行业整体呈现弱复苏态势。2016年，中国水泥产量24.03亿吨，同比增长1.86%。2017年以来，水泥产量同比增长速度相对往年来说更加平稳，1~9月的水泥累计产量同比涨跌幅度一直保持在1个百分点之内，这一稳定的增速略低于2016年的水平，但远高于2015年的同比负增长。据国家统计局统计，2017年全国累计水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%。为2015年后第

二次负增长，水泥需求呈现逐步下降趋势。全国累计熟料产量14亿吨，同比增长1.24%。区域特点：南部略强，北部偏弱。全国31个省份，有18个省份是同比负增长，其中，有11省位于北方地区。华北、东北大幅度下滑，西部的陕甘地区和川渝地区也表现较弱，华东和中南略有增长。宁夏、安徽、西藏、广东需求表现最好。

图3 2015年以来水泥产量及增速情况
(单位：%，亿吨)



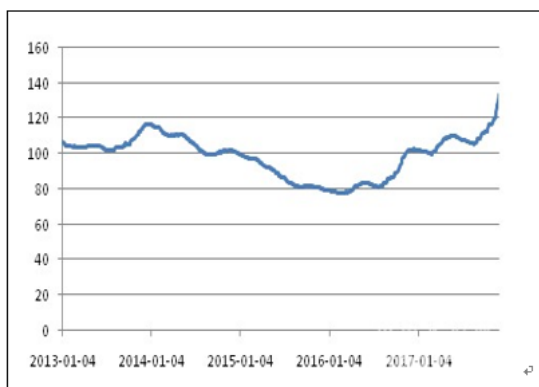
资料来源：国家统计局

水泥行业属于产能过剩行业，在相关政策的引导下，近几年新增产能不断下滑。2016年工信部下达淘汰水泥落后产能任务为5050万吨，行业去产能还有待缺乏成本优势的小规模新型干法生产线加速出清，预计2000吨/天(T/D)以下的产能将在未来市场出清过程中首当其冲，2000-3000T/D产能比重较高，产能出清压力较小。总体看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013年以来水泥价格快速下行，2016年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉

升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进入 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨。2017 年初以来，全国水泥市场价格呈现持续上升态势，尤其是进入 8 月份市场旺季后，水泥价格在保持了与往年相同的、规律性的基础上，呈现出加速上涨趋势。根据数字水泥网跟踪显示，全国水泥平均市场价格从年初 2 月份 327 元/吨上涨至 12 月份的 415 元/吨（不含西藏），年末比年初涨幅 27%。不同地区供求关系出现较大差异，尤其是以华东、华南为代表的地区价格短期间涨幅较大。

图 4 2013 年以来全国水泥价格指数走势



资料来源：国家统计局

据国家统计局统计，2016 年中国水泥行业实现收入 8764 亿元，同比增长 1.2%，实现利润 518 亿元，同比大幅增长 55%。产能利用率微幅上升至 68.10%。2017 年全年水泥产

销为负增长，但由于价格持续走高，加之近几年大企业节能减排技术应用持续投入，以及运用互联网技术带来的管理效率的提高，多数企业销售成本有了 10% 以上的降幅。根据国家统计局统计，2017 年，水泥行业整体效益水平比去年有了大幅度的提升，水泥行业实现收入 9149 亿元，同比增长 17.89%，利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%。利润总额已经位居历史利润第二位，仅次于 2011 年历史最高点。

总体来看，2016 年以来水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，同时联合资信关注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

2) 行业政策和关注

2016 年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

具体来看，2016 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：① 严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。② 实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利

用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用

城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 2 2016 年以来水泥行业相关政策

相关政策/文件	政策要点
《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34 号)	(1) 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。 (2) 污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限额的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。 (3) 支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，整合产权或经营权，优化产能布局，提高生产集中度，并结合联合重组、技术改造，优化生产要素配置，主动压减竞争乏力的过剩产能。
建材工业发展规划（2016—2020 年）	(4) 在采暖地区的采暖期全面试水水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

3) 行业发展

2018 年中国经济发展面临的压力仍不可忽视，在新形态下经济增速或将持续放缓，中国经济发展速度可能会出现稳中趋缓的态势。2017 年经济增速止跌企稳的一个重要原因是随着全球经济的回暖，中国出口增速由负转正。同时，中国经济对投资拉动仍有较大的依赖，2017 年投资增速虽有放缓，但仍处于相对高位，这在一定程度上有力的支撑了今年中国的经济发展速度。而随着基数的不断扩大，2018 年投资增长速度仍有较大概率会持续放缓，对明年经济发展拥有一定的下拉力。

水泥是一个高度依赖于宏观经济的周期性行业，经济增速的稳中趋缓同样会对水泥需求造成一定的压力。而目前中国水泥需求已经达到一个高位平台期，随着投资增速的持续放缓，再加上在经济转型的过程中，投资结构的进一步转变，都会造成水泥需求的逐步下滑。随着单位 GDP、单位固投水泥消费量的持续递减，预计 2018 年水泥需求在 23.4~23.9 亿吨之间，涨跌幅在-2%~-1%。

同时，供给端收缩有望进一步加快。新增产能释放越来越少，在严禁新增和产能置换要求的共同作用下，熟料产能在总量上已经得到

控制，而随着去产能的逐步展开，目前的熟料产能有望逐渐减少。而随着大型水泥企业产业链的不断延伸，粉磨站生存空间越来越小，环保要求以及各地去产能计划等均会率先淘汰一批中小粉磨企业，水泥产能有望先于熟料得到大幅减少。同样，P.C32.5R 的逐步取消也对增加产能利用率、推动供给侧改革产生积极的作用。此外，排污许可证制度有望成为去产能的另一个抓手，淘汰部分水泥企业。

2017 年底，水泥价格已经达到一个较高的水平，12 月初全国 P.O42.5 级散装水泥平均价已达到 430 元/吨上下，超过 2016 年同期 120 元/吨左右。较高的价格为 2018 年的市场行情开了一个好头，但也降低了来年价格上涨空间，反而增加了价格下滑的空间。好在水泥需求大概率会稳中趋缓，不会大幅下滑，而供给端对产量的控制越来越好，供需关系有望进一步改善，所以 2018 年价格大幅下滑的概率也较小，全年水泥价格有望持续高位平稳，预计月均价将会在 350~420 元/吨之间波动，振幅进一步缩窄。同样，由于 2018 年水泥价格有望继续维持在较高水平，行业效益也同样可期，2018 年行业利润有可能会冲击千亿目标。过去利润主要靠增加销量的情况会逐步减少，价格

回到合理的空间后，节能降耗等控制成本的能力或将对企业盈利发挥越来越大的作用。

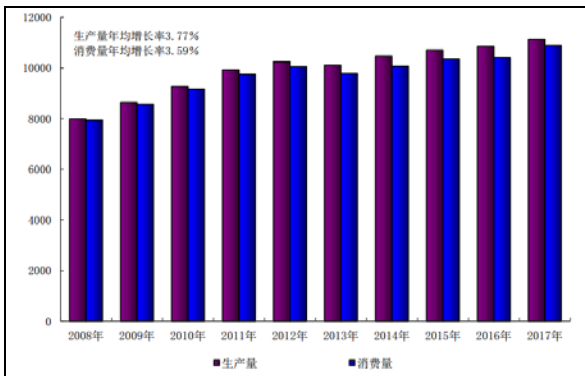
(3) 造纸行业

1) 行业概况

2017年，中国纸浆价格保持上涨的态势，造纸业景气度上涨。除了瓦楞纸外，中国其他纸张价格均在4000元/吨上方。截至2017年12月29日，中国铜版纸价格为7395元/吨，双胶纸7835.4元/吨；白卡纸7027.8元/吨；瓦楞纸4515元/吨；白面牛卡纸5426.7元/吨。2017年下半年之后，原材料价格突然走高，废旧黄板纸到厂价格从1220元/吨涨至超过1400元/吨，幅度达到15%。

据中国造纸协会调查资料，2017年全国纸及纸板生产企业约2800家，全国纸及纸板生产量11130万吨，较上年增长2.53%。消费量10897万吨，较上年增长4.59%，人均年消费量为78千克（13.90亿人）。2008~2017年，纸及纸板生产量年均增长率3.77%，消费量年均增长率3.59%

图5 2008~2017年中国纸及纸板生产消费情况



资料来源：中国造纸协会

据国家统计局统计，2017年1~12月规模以上造纸生产企业2754家；主营业务收入9215亿元，同比增长15.37%；工业增加值增速3.90%；产成品存货334亿元，同比增长27.78%；利润总额666亿元，同比增长55.63%；资产总计10317亿元，同比增长4.07%；资产负债率55.91%，较上年减少1个百分点；负债总额5768亿元，同比增长

1.34%；在统计的2754家造纸生产企业中，亏损企业有281家，占10.20%

2018年，国家将继续坚持追求进步的基调，推行积极稳妥的财政政策，促进经济持续稳定发展。支持造纸业的许多行业也将刺激生产和消费。因此，2018年国内纸浆造纸及纸制品行业的生产和消费将持续到2017年的趋势，总产量和消费量仍将增加，整体工业生产经营将继续保持稳定。

总体看，随着供给侧改革和产业结构调整，部分产品产能结构性过剩问题将进一步改善。同时，随着环保政策的细化和部分地区产业结构的调整、区域结构、产品结构和市场结构的一些变化将为部分企业带来商机和发展机遇，同时加速行业洗牌。

2) 行业发展

造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然不高，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少30%，主营业务收入争取达到500亿元。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，形成合理的产业新布局。

(4) 金融板块

1) 证券业

目前中国证券公司盈利模式仍旧主要依靠传统业务，经纪业务和自营业务占其利润的80%以上，证券行业盈利波动周期性较大。而在市场环境恶化的情况下，经纪业务因其相对稳定的交易量和市场份额，为证券公司业绩提供了一定的支撑。在投资银行业务领域，企业的融资需求通常与证券市场波动的关联度较低，证券融资规模随证券市场波动的幅度较小，主要从事证券承销和财务顾问的投资银行业务收入也因而相对稳定。在市场创新的推动下，融资融券、资产管理等创新业务将在深度和广度上推动证券行业的持续发展。

2017年，131家证券公司实现营业收入3113亿元，同比下降5.1%，较中期提升3.4个百分点；实现净利润1130亿元，同比下降8.5%，较中期提升3.1个百分点。分业务来看，经纪、投行、资管、自营、信用业务同比增幅分别为-22%、-26%、5%、51%、-9%。收入结构上，经纪、投行、资管、自营、信用业务分别占比26%、16%、10%、28%、11%。自营业务占比已经超过经纪业务，成为第一大收入来源。在信用业务需求提升的环境下，信用业务收入同比下滑9%，在于融资成本提升，券商利息支出提升。

总体看，中国证券市场受经济运行和政府政策变动等多种因素影响，周期性波动明显，2015年高速发展，2016年增长乏力，未来在“扶优汰劣”的行业政策下，优质券商将获得更多的业务机会和垄断利润。

2) 信托业

信托业作为中国金融子行业之一，具有较高的行业准入要求，中国银监会对信托公司的设立条件、最低注册资本、出资方式 and 出资人要求均设置了严格的限制和最低标准。对公司的内部治理、风险控制，董事、高级管理人员和执业人员的综合素养、专业性同样设有较高要求，具有明显的行业壁垒和准入门槛。近年

来，随着国民经济稳步发展，自“一法三规”颁布后，信托业呈现良好的发展趋势。一方面，信托管理资产规模持续增长，行业地位和影响力显著提高；另一方面，信托行业整体收入水平稳步提升，各信托公司主业日渐明晰，经营利润持续增长，主动管理能力得到显著提升。信托业不仅可以跨越金融各领域，跨越各金融服务功能的特殊对象，还能跨越实体和虚拟经济，信托公司利用制度红利支持实体经济发展。自2007年以来，信托公司在转型创新的过程中，发挥主动管理能力，整合金融工具，使其成为创新类金融产品的孵化园。

伴随信托业蓬勃发展的是日益完善的监管体系。2007年，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式实施，与《信托法》共同构成新“一法两规”。2010年，银监会发布《信托公司净资本管理办法》，将信托业纳入资本金管理的监管范畴，中国信托业自此进入“一法三规”的时代。2014年中国银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》(即“99号文”)明确了信托公司“受人之托，代人理财”的金融服务功能，培育“卖者尽责，买者自负”的信托文化，推动信托公司业务转型发展，回归主业，将信托公司打造成服务投资者、服务实体经济、服务民生的专业资产管理机构。2015年，中国银监会单设信托监管部并颁布《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，专业化的监管对信托业发展产生推动作用，有助于信托业制度性建设的进一步完善。

(5) 公路交通板块

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2017年末全国公路总里程477.35万公里，比上年增加7.82万公里。公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。2017年全国四级及以上等级公路里程433.86万公里，比上年增加11.31万公里，占公路总里程90.9%，提高

0.9个百分点。二级及以上等级公路里程 62.22 万公里，增加 2.28 万公里，占公路总里程 13.0%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 13.65 万公里，增加 0.65 万公里；高速公路车道里程 60.44 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.23 万公里，增加 0.39 万公里。

根据交通运输部发布的 2017 年交通运输行业发展统计公报显示，全年完成公路建设投资 21253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9257.86 亿元，增长 12.4%；普通国省道建设完成投资 7264.14 亿元，增长 19.5%；农村公路建设完成投资 4731.33 亿元，增长 29.3%，新改建农村公路 28.97 万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足 30% 的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

2017 年全年货物运输总量 479 亿吨，比上年增长 9.3%。货物运输周转量 196130 亿吨公里，增长 5.1%。全年旅客运输总量 185 亿人次，比上年下降 2.6%。旅客运输周转量 32813 亿人公里，增长 5.0%。

2016 年 3 月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程 3 万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

2. 区域经济

根据《2017 年河南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，初步核算，全年全省生产总值 44988.16 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 4339.49 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 21449.99 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 19198.68 亿元，增长 9.2%。三次产业结构为 9.6：47.7：42.7，第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高 0.9 个百分点。人均生产总值 47130 元，比上年增长 7.4%。

全年财政总收入 5238.35 亿元，比上年增长 10.7%。一般公共预算收入 3396.97 亿元，增长 10.4%，其中税收收入 2329.00 亿元，增长 13.3%，占一般公共预算收入的比重 68.6%。一般公共预算支出 8224.66 亿元，增长 9.8%，其中民生支出 6389.86 亿元，增长 10.4%，占一般公共预算支出的比重 77.7%。区域经济的发展，为河南省高速公路行业提供了有利的发展环境。

全年全省全部工业增加值 18807.16 亿元，比上年增长 7.4%。规模以上工业增加值增长 8.0%。年末发电装机容量 7992.58 万千瓦，比上年末增长 10.7%。其中，火电装机容量 6601.29 万千瓦，增长 3.5%；水电装机容量 399.04 万千瓦，与上年末持平；并网风电装机容量 233.07 万千瓦，增长 124.0%；并网太阳能发电装机容量 703.46 万千瓦，增长 147.4%。

全年全省固定资产投资（不含农户，下同）43890.36 亿元，比上年增长 10.4%。在固定资产投资中，第一产业投资 2382.58 亿元，比上年增长 23.3%；第二产业投资 19172.70 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 22335.07 亿元，增长 15.7%。基础设施投资 8831.39 亿元，增长 30.4%，占固定资产投资的比重 20.1%。民间投资 34276.03 亿元，增长 9.1%，占固定资产投资的比重 78.1%。工业投资 19190.97 亿元，增长 3.5%，占固定资产投资的比重 43.7%。

全年全省货物运输总量比上年增长

11.7%；货物运输周转量增长 11.2%。旅客运输总量下降 4.8%；旅客运输周转量增长 4.7%。机场旅客吞吐量增长 16.5%；机场货邮吞吐量增长 10.1%。年末全省铁路通车里程 5470.26 公里，其中高铁 1307.91 公里。高速公路通车里程 6522.63 公里。郑州—卢森堡“空中丝绸之路”每周 18 班全货机满负荷运行，中欧班列（郑州）全年开行 501 班，实现每周“去八回八”高频次运营。

作为政府投资主体，公司在投资项目的选择、资金的筹措等方面能够得到政府及有关部门的大力支持。作为省属主要的投资公司，公司实力雄厚，在省内企业的兼并重组中也具有很强实力，帮助政府排忧解难，相应获得一定的政策优惠和资金支持。河南省内的原煤炭发展基金、电力建设基金等各项基本建设资金均交由原河南省建设投资总公司统一管理和支配使用，其中电力建设基金已逐年全部转为公司资本金，煤炭基金大部分也已转为公司资本金。2012 年 12 月郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管委会与公司签订了《郑州航空港经济综合实验区投资建设合作框架协议》，合作内容包括实验区基础设施建设、项目合作开发、融资支持等多个领域开展合作，包括但不限于市政工程、公用设施、保障房建设及物流园区开发运营等，首期以区内市政道路建设和园林绿化为主，投资总额约 165 亿元。

总体来看，河南省经济快速发展，为河南省的基础设施建设、电力以及高速公路行业提供了良好的外部环境。作为河南省政府的投资主体，公司得到的政府支持力度较大。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 120 亿元，隶属于河南省政府，由河南省发展改革委代管，代河南省政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省政府。

2. 企业规模与竞争力

公司是为了顺应国家投融资体制改革的要求，促进河南省经济发展，根据河南省人民政府文件合并成立的省政府投融资主体。作为河南省政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，公司是河南省地方经营性投资活动的主体，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位。

公司资产分布于河南省内各地，涉及电力、水泥、造纸、基础设施、金融等行业。截至 2018 年 3 月底，公司总装机容量 1704.50 万千瓦，权益装机容量 771.15 万千瓦，位居河南电力市场第 2 位，其中：控股电力企业 4 家，可控装机容量 796.50 万千瓦，权益装机容量 541.17 万千瓦；参股电力企业 5 家，装机容量合计 908.00 万千瓦，公司权益装机容量 229.98 万千瓦。控股水泥企业 6 家，熟料和水泥生产能力 1240 万吨/年和 1850 万吨/年，新型干法水泥总产能处于河南省内第 3 位，占河南省新型干法水泥产能的 12%，2007 年 1 月同力水泥被列入国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合公布的 60 家国家重点扶持水泥企业名单；目前公司管理 5 个国有林场，实际控制面积达到 18.30 万亩；公司在浆纸行业共有 3 个控股企业，初步实现林、板、浆、纸一体化，目前成品纸年生产能力 60.00 万吨，杨木化机浆年生产能力 25.80 万吨；公司控股运营高速公路 3 条，通车里程 255 公里；金融板块，公司控股和参股多家金融公司，控股的中原证券经营规模不断扩大、投资方式多样化，2014 年作为第一大股东参与组建中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）。2017 年作为第一大股东成立河南资产管理有限公司，为河南省内第二家省级地方资产管理公司。

总体看，公司作为河南省政府主要的综合投资公司，拥有较强竞争实力。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等

方面无重大变化。

跟踪期内，公司原董事长朱连昌退休，刘新勇担任河南投资集团有限公司董事长职务。

八、重大事项

河南投资控股集团有限公司成立

6月22日，河南投资集团有限公司发布《关于重大事项的公告》，根据豫政文【2017】71号《河南省人民政府关于组建河南投资控股集团有限公司的批复》，原则上同意河南省发展改革委上报的《河南省国有资本运营公司组建方案》：

河南省政府以持有河南投资的全部股权出资，组建河南投控，注册资本金120亿元；同意河南投资集团作为河南省国有资本运营公司，现有管理体制保持不变，将部分不适宜直接持有股权和资产划给河南投控。

河南投资的实际控制人仍为河南省人民政府。变更前，河南省政府授权河南省发展改革委作为河南投资的出资人、行使股东职责。

变更后，河南省政府授权河南省财政厅作为河南投控的出资人、行使股东职责，现河南省财政厅正对河南投资开展国有企业清产核资工作。

公司将浆纸、玻璃等暂不具备资本化条件的股权和债权资产划转给河南投控，预计公司的资产、负债总额有所下降、净资产有所上升，资产质量有所提升。

董事长发生变动的公告

公司于2018年2月27日发布公告称：根据豫组干[2017]797号文件《关于朱连昌同志退休的通知》，董事长朱连昌退休。根据豫政任[2018]36号文件《河南省人民政府关于刘新勇任职的通知》，任命刘新勇为河南投资集团有限公司董事长。河南投资集团有限公司第二届董事会第一百四十四次临时会议同意刘新勇担任河南投资集团有限公司董事长职务。

联合资信认为本次人事变动属正常变动，对公司管理运营暂无重大影响。

公司重大资产重组的公告

同力水泥于2017年5月19日发布公告称，因控股股东河南投资集团有限公司筹划关于同力水泥出售或购买资产的重大事项，经同力水泥申请，同力水泥股票自2017年5月8日开市起停牌不超过10个交易日（不超过2017年5月19日），2017年5月24日，河南省发改委批准了本次重大资产重组的总体方案。2017年7月5日，河南投资集团第二届董事会第一百二十八次临时会议审议通过了本次重大资产置换相关方案的议案。2017年8月29日，河南省国资委原则同意本次重大资产重组方案。本次重大资产重组整体方案为重大资产置换。同力水泥以其水泥制造业务相关资产与公司的高速公路资产进行等值置换，置换差额部分由同力水泥以现金方式向公司予以支付。拟置出资产包括：（1）同力水泥持有的九家子公司股权：驻马店市豫龙同力水泥有限公司（以下简称“豫龙同力”）70.00%股权、河南省豫鹤同力水泥有限公司（“豫鹤同力”）60.00%股权、洛阳黄河同力水泥有限责任公司（以下简称“黄河同力”）73.15%股权、新乡平原同力水泥有限责任公司（以下简称“平原同力”）100.00%股权、三门峡腾跃同力水泥有限公司（以下简称“腾跃同力”）100.00%股权、河南省同力水泥有限公司（以下简称“河南省同力”）100.00%股权、中非同力投资有限公司（以下简称“中非同力”）100.00%股权、濮阳同力建材有限公司（以下简称“濮阳建材”）100.00%股权、驻马店市同力骨料有限公司（以下简称“同力骨料”）62.96%股权；（2）“同力”系列商标权。

拟置入资产为公司持有的河南省许平南高速公路有限责任公司（以下简称“许平南高速”）100.00%股权。

2017年9月6日，许平南高速100.00%股权已过户至同力水泥名下并已办理完毕工商变更登记手续。截至2017年9月25日，同力水泥九家子公司股权已过户至公司名下并已

办理完毕工商变更登记手续。截至 2018 年 6 月 13 日，“同力”系列商标尚未完成过户，预计后续变更不存在实质性障碍及无法实施的风险，联合资信将持续关注相关进展情况。

公司前身为原河南省建设投资总公司，管理河南省的电力建设基金，投资了省内主要电源项目；河南省财政厅承担的国债资金建设项目等也多由公司管理。目前公司已经形成了电力、水泥、造纸、金融、基础设施等多元化的经营格局。

九、经营分析

1. 经营现状

表 3 近年来公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力行业	67.33	27.06	33.24	77.04	32.42	19.93	90.22	33.32	0.18	31.43	46.93	-4.16
造纸行业	34.17	13.73	12.07	34.17	14.38	13.61	43.17	15.94	23.53	11.59	17.30	25.52
水泥行业	31.91	12.82	24.73	30.40	12.79	26.70	36.91	13.63	37.73	6.28	9.37	38.95
基础设施	13.27	5.33	62.45	12.93	5.44	60.64	20.18	7.45	49.52	3.58	5.34	65.75
金融	61.44	24.69	76.90	38.15	16.05	71.31	42.21	15.59	54.23	6.67	9.95	67.24
健康生活	16.55	6.65	46.52	18.65	7.85	39.20	7.85	2.90	13.70	0.39	0.59	20.98
其他	24.17	9.71	-12.91	26.27	11.06	-5.58	30.27	11.18	13.79	7.04	10.51	14.37
合计	248.85	100.00	37.98	237.62	100.00	29.04	270.81	100.00	23.03	66.96	100.00	17.95

资料来源：公司提供

注：1.公司在计算主营业务收入合计数时，将利息收入和手续费及佣金收入并入金融板块计算，“其他”由合计数减去各个板块主营业务收入倒挤而出。2.此表计算的是主营业务收入，与财务报表营业总收入略有差异。

2017 年，公司主营业务收入主要由电力（占主营业务收入的 33.32%）、造纸（占 15.94%）、水泥（占 13.63%）和金融（占 15.59%）四大板块构成。2017 年，公司主营业务收入为 270.81 亿元，同比增长 13.97%，主要系电力、造纸、水泥和基础设施板块收入增长所致。从细分板块看，除健康生活板块收入同比下降外，其他细分板块收入均实现增长。同期，公司综合毛利率为 23.03%，同比减少 6.01 个百分点，系电力板块毛利率下降所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 66.96 亿元，为 2017 年全年的 24.73%。主营业务毛利率为 17.95%，较 2017 年全年水平下降 5.08 个百分点，主要系煤价高位运行公司电力板块毛利率大幅下降所致。

电力板块

经过十多年的发展，公司在电力行业的投资规模不断扩大。截至 2018 年 3 月底，公司总装机容量 1704.50 万千瓦，权益装机容量 771.15 万千瓦，位居河南电力市场第 2 位，其

中：控股电力企业 4 家，可控装机容量 796.50 万千瓦，权益装机容量 541.17 万千瓦；参股电力企业 5 家，装机容量合计 908.00 万千瓦，公司权益装机容量 229.98 万千瓦。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司下属电力企业情况
（单位：万千瓦、%）

公司名称	装机容量	持股比例	权益装机容量
河南豫能控股股份有限公司	634.00	64.20	378.67
其中：①南阳鸭河口发电有限责任公司	70.00	55.00	38.50
②南阳天益发电有限责任公司	120.00	100.00	120.00
③鹤壁鹤淇发电有限公司	192.00	97.15	186.53
④新乡中益发电有限公司	132.00	100.00	132.00
⑤鹤壁丰鹤发电有限责任公司	120.00	50.00	60.00
⑥华能沁北发电有限公司	440.00	12.00	52.80
濮阳豫能发电有限责任公司	60.00	100.00	60.00
濮阳龙丰热电有限责任公司	2.50	100.00	2.50
郑州新力电力有限公司	100.00	100.00	100.00
华能沁北发电有限公司	440.00	23.00	101.20
三门峡华阳发电有限公司	64.00	40.00	25.60
许昌龙岗发电有限责任公司	202.00	30.00	60.60
大唐信阳发电有限责任公司	98.00	1.00	0.98
大唐洛阳首阳山发电有限责	104.00	40.00	41.60

任公司			
合计	1704.50	--	771.15

资料来源：公司提供

注：豫能控股六家子公司的持股比例、权益装机容量均为豫能控股对其的持股比例及权益装机容量。

公司参控股电厂全部是火电机组，由于建设较早，在早期投入运营机组中，单机容量不大，近年公司不断加大大功率机组投资，关停容量以“压小上大”转移至新电力项目。公司濮阳豫能 2*660MW 项目一台机组已经投产，另外一台机组建设已经完成，尚未通过 168 试运行，郑州豫能 2*660MW 项目目前正处于建设时期。截至 2018 年 3 月底，公司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 9 台，达 564 万千瓦，占可控容量的 66.04%。整体看，小机组所占比重不高，公司电力资产整体质量处于河南省中等偏上水平。

公司下属的电力企业将发电量销售给河南省电力公司从而实现对全省的供应，河南省电力公司每月向公司支付两次电费。2017 年，

控股电力企业发电量和上网电量分别为 253.83 亿千瓦时和 237.58 亿千瓦时，同比变化不大。同期，结算电价（含税）为 370.82 元/千千瓦时，同比增加 12.17 元/千千瓦时，主要系 2017 年 7 月以后燃煤机组上网电价统一提高 2.8 分/千瓦时所致。公司平均设备利用小时 3446.37 小时，同比减少 110.63 小时。公司单位燃料成本为 259.04 元/千千瓦时，同比增长 66.56%，主要系煤炭成本大幅上涨所致。公司供电煤耗为 311.77 克/千瓦时，同比变化不大。

2018 年 1~3 月，公司控股电力企业完成发电量 70.39 亿千瓦时，为 2017 年全年水平的 27.73%；公司供电煤耗为 298.87 克/千瓦时，较 2017 年有所下降主要系供热季和濮阳豫能项目供电煤耗低共同影响所致。单位燃料成本平均为 284.24 元/千千瓦时，较 2017 年上升 9.73%；实际上网电量为 65.77 亿千瓦时，实际结算含税电价平均为 349.88 元/千千瓦时，较 2017 年有所下降，单位售电毛利明显下降。

表 5 公司电力板块经营情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
装机容量（万千瓦）	1670.50	1686.50	1644.50	1704.50
权益装机容量（万千瓦）	763.45	754.27	710.29	770.29
发电量（亿千瓦时）	219.63	257.70	253.83	70.39
上网电量（亿千瓦时）	201.06	240.64	237.58	65.77
电价（含税）（元/千千瓦时）	411.28	358.65	370.82	349.88
平均利用小时数（小时）	3748.00	3557.00	3446.37	955.78
供电平均煤耗（克/千瓦时）	313.64	313.99	311.77	298.87
脱硫率（%）	95.73	99.92	99.20	99.20
单位燃料成本（元/千千瓦时）	136.47	155.52	259.04	284.24

资料来源：公司提供

注：（1）装机容量：包含公司全资子公司、控股子公司及参股企业的总装机容量。（2）权益装机容量=装机容量乘以持股比例。（3）发电量=公司合并范围内的子公司装机容量乘以发电设备利用小时。

电力板块除了火电机组外，近年来公司积极拓展煤炭交易业务。2015 年 7 月 29 日，经鹤壁市工商行政管理局批准河南煤炭储配交易中心有限公司（以下简称“交易中心”）成立。交易中心注册资本 2.50 亿元。豫能控股认缴出资 2.00 亿元，占注册资本比例为 80%；国开基金认缴出资 0.50 亿元，占注册资本比例

为 20%。交易中心经营范围为煤炭销售、运输、配送、仓储、搬运装卸；煤炭信息咨询及服务；煤炭供应链管理；资产管理。交易中心将着力发展上游煤炭铁路集运站、下游煤炭产业园区、煤炭交易平台、物流平台、金融平台五大业务单元，并确定了五大业务单元各自的发展目标，上游煤炭铁路集运站是公司掌控上游煤

炭资源，提高整合能力的重要支撑，下游煤炭产业园区是公司定制化、标准化煤炭的生产基地、标准化仓储中心、交割厂库和煤炭产业集聚区。将用 3~5 年的时间，将煤炭交易平台发展成为全国性煤炭期货和现货交易所，将物流平台发展成为全国示范性标准化第三方煤炭物流整合商，将金融平台发展成为国内一流煤炭供应链平台金融公司。2017 年，交易中心实现营业收入 25.70 亿元，同比增长 49.16%，主要系交易中心对外部客户煤炭销量大幅增长所致。同期，实现利润总额 0.34 亿元。总体看，跟踪期内，交易中心对电力板块营业收入贡献逐年加大，但利润规模不大。

表 6 近年来交易中心财务概况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
资产	2.87	12.33	33.16	40.84
权益	1.06	2.12	2.42	2.51
营业收入	0.37	17.23	25.70	12.19
利润总额	0.01	0.16	0.34	0.12

资料来源：公司提供

2017 年，公司电力板块收入 90.22 亿元，同比增长 17.11%，主要系一方面，2017 年 7 月以后燃煤机组上网电价统一提高 2.8 分/千瓦时导致发电业务收入同比增加 1.49 亿元，另一方面，豫能控股子公司煤炭交易中心煤炭销售收入同比增加 8.60 亿元所致。

毛利率方面，2017 年，公司电力板块毛利率 0.18%，同比下降 19.75 个百分点，主要系煤炭价格大幅上涨所致。

2018 年 1~3 月，公司电力板块实现收入 31.43 亿元，为 2017 年全年的 34.84%。同期，随着煤炭价格的进一步上升及上网电价的下调，公司电力板块近三年来首次出现亏损，毛利率为-4.16%，电力板块盈利水平大幅下降。

总体看，跟踪期内，濮阳豫能项目的投入运营以及煤炭交易中心业务规模的扩张，为公司电力提供了新的营收增长点，公司电力资产质量提高；公司电力板块营业收入同比增长，

但受煤炭价格快速上涨影响，公司电力板块盈利水平持续减弱。

水泥板块

公司按照河南省委、省政府部署，为推进河南省新型工业化进程，集中资金对水泥行业进行整合，2009 年公司下属水泥企业通过定向增发的方式将新乡平原水泥有限责任公司等 4 家控股水泥企业的资产和业务注入同力水泥（股票代码：000885），完成水泥资产的整体上市，整合了集团控股水泥企业。2017 年 5 月 19 日同力水泥启动重大资产重组，同力水泥持有的九家子公司股权置出，同力水泥的 9 家子公司由公司的三级子公司变成二级子公司。水泥板块主要运营主体为豫龙同力、豫鹤同力、黄河同力、平原同力、腾跃同力、河南省同力 6 家控股子公司。

目前，公司拥有熟料生产线 9 条（5 条熟料生产线为 5000t/d，2 条为 4500t/d，1 条 2500t/d，1 条 2000t/d），水泥生产线 20 条（全部为新型干法水泥工艺、分布在河南省内）。公司水泥板块主要生产“同力牌”系列水泥，具有强度高、富裕标号大、碱含量低等特点，主要用于公路、铁路、隧道、大型桥梁和高层建筑的建设；公司生产的熟料主要用于自身水泥的生产。截至 2018 年 3 月底，公司熟料和水泥生产能力分别为 1240 万吨/年和 1850 万吨/年，新型干法水泥总产能处于河南省内第 3 位，占河南省新型干法水泥产能的 12%。2007 年 1 月，同力水泥被列入国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合公布的 60 家国家重点扶持水泥企业名单。

公司下属水泥企业原材料主要为石灰石、电、煤：石灰石主要来源于自有矿山开采；水泥企业均配套有余热发电，可用于企业生产，电力不足部分由当地电业局补足；煤主要来源于当地煤炭生产企业和当地的煤炭供应商，煤炭采购结算方式主要为货到付款。2017 年，公司下属水泥企业熟料产量、水泥产量和熟料水泥销量均出现不同程度下降，分别为 1004.00

万吨、1101.00 万吨和 1091.00 万吨，分别同比下降 5.90%、4.19% 和 11.40%。

2018 年 1~3 月，公司下属水泥企业熟料产量、水泥产量和水泥/熟料销量分别为 132.00 万吨、144.00 万吨和 137.00 万吨，占 2017 年全年的比例分别为 13.15%、13.08% 和 12.56%。

表 7 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
熟料标准煤耗(kg/t)	106.69	105.38	105.80	106.24
熟料电耗(kwh/t)	62.03	60.54	62.11	63.18
水泥分布电耗(kwh/t)	34.71	35.80	36.96	38.38
回转窑运转率(%)	81.69	67.10	64.49	32.80
熟料产量(万吨)	1287.74	1066.92	1004.00	132.00
水泥产量(万吨)	1268.13	1149.15	1101.00	144.00
水泥/熟料销量(万吨)	1328.30	1231.36	1091.00	137.00
平均销售价格(元/吨)	191.41	200.77	277.69	331.64

资料来源：公司提供

2017 年，公司水泥板块营业收入 36.91 亿元，同比增长 21.41%，主要系限产和环保因素致使水泥价格大幅上涨所致。

毛利率方面，2017 年，公司水泥板块毛利率 37.73%，同比提高 11.03 个百分点，主要系水泥价格大幅上涨所致。

总体来看，跟踪期内，公司水泥板块熟料和水泥产销量均出现不同程度下降，但受益于水泥价格大幅上涨，公司水泥板块盈利水平大幅上升。

造纸板块

公司控股的造纸企业为大河纸业有限公司（持股 100%，以下简称“大河纸业”），大河纸业为管理型企业，不参与生产，其控股浆纸生产企业濮阳龙丰纸业有限公司（以下简称“龙丰纸业”）、焦作瑞丰纸业有限公司（以下简称“瑞丰纸业”）和驻马店市白云纸业有限公司（以下简称“白云纸业”）。

截至 2018 年 3 月底，公司成品纸生产能力已达到 60.00 万吨，化机浆（是化学机械浆的一种，即碱性过氧化物机械浆）的生产能力已达到 25.80 万吨。

公司造纸行业采用以销定产的经营模式。2017 年，公司成品纸产量和销量分别为 61.84 万吨和 62.20 万吨，分别同比增长 4.85% 和 2.25%，同比变化不大。同期，化机浆产量和销量分别为 32.00 万吨和 24.14 万吨，分别同比增长 24.22% 和 25.14%。

2018 年 1~3 月，成品纸和化机浆的销量分别为 14.70 万吨和 5.70 万吨，分别为 2017 年全年销量的 23.63% 和 23.61%。

表 8 近年来公司成品纸产销概况

(单位：万吨/年、万吨)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	59.74	58.98	61.84	14.90
销量	60.32	60.83	62.20	14.70
平均销售价格	4060.00	4994.00	5979.00	6882.00

资料来源：公司提供

表 9 近年来公司化机浆产销概况

(单位：万吨/年、万吨)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	25.80	25.80	25.80	25.80
产量	22.04	25.76	32.00	7.80
销量	16.39	19.29	24.14	5.70
平均销售价格	3380.00	3076.00	3523.00	5196.00

资料来源：公司提供

2017 年，公司造纸板块实现收入 43.17 亿元，同比增长 26.34%，主要系去产能和环保因素致使造纸价格上涨所致。

2017 年，公司造纸板块毛利率 23.53%，同比提高 9.92 个百分点，主要系 2017 年浆纸市场供需关系发生较大变化，行业形势逐步好转，该板块产量销量售价达到近三年来最高值以及公司积极降本增效管理水平提升共同影响所致。

2018 年 1~3 月，公司造纸板块实现营业收入 11.59 亿元，为 2017 年全年的 26.85%。同期，毛利率较 2017 年底提升 1.99 个百分点至 25.52%。

公司对造纸板块运行效率低、负毛利的纸

种进行调整，从 12 个大纸种 56 个克重，调整为 7 个纸种 30 个克重，优化了纸种结构，减少了过渡品，促进排产精细化，提高了纸机生产效率和产品毛利率。

综上所述，跟踪期内，受益于去产能和环保因素影响，造纸价格出现大幅上涨，公司造纸板块收入和盈利水平出现明显上升。

金融板块

近年来，公司加大金融行业的投资力度，投资了中原证券（持股 20.98%）、中原信托（持股 46.43%），同时公司参股中原银行、郑州银行等。2017 年 1 月初，中原证券完成 A 股上市，目前是全国 10 家“A+H”股上市证券公司之一。2017 年 8 月 8 日，河南资产管理有限公司注册成立。目前，公司已经形成了证券、信托、银行和资产管理等多种形式的金融投资方向，促进实业与金融业相结合，以实现两个平台互相补充、协调发展。

表 10 截至 2018 年 3 月底公司参控股金融企业情况
(单位：%、万元)

公司名称	持股比例	注册资本
中原证券股份有限公司	20.98	392373
中原信托有限公司	46.43	365000
北京新安财富创业投资有限责任公司	98.00	20000
河南创业投资股份有限公司	68.63	10500
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	49.00	4000
河南投资集团担保有限公司	100.00	100000
中富支付服务有限公司	100.00	20000
河南投资集团汇融基金管理有限公司	100.00	5000
河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）	100.00	---
中原豫泽融资租赁（上海）有限公司	100.00	21000
中原资本国际控股有限公司	100.00	20000
河南资产管理有限公司	65.13	500000
河南省战略新兴产业投资基金有限公司	100.00	1500000
河南蔚蓝股权投资基金（有限合伙）	100.00	---
中原银行股份有限公司	7.01	2007500
郑州银行	1.69	532193.19

资料来源：公司提供

公司金融业务收入和利润主要来源于中原证券的佣金收入和中原信托的信托业务收入。中原证券为全国综合性综合类证券公司，目前业务覆盖投行业务 IPO/再融资、并购重组、借壳上市和三板业务等领域。中原证券已于 2014 年 6 月 25 日在香港 H 股成功上市（简称“中

州证券²”，股票代码“1375.HK”），发行 5.98 亿股，融资 15.01 亿港元。2016 年 12 月，中原证券首次公开发行 A 股 7 亿股，并于 2017 年 1 月 3 日在上交所上市。截至 2018 年 3 月底，中原证券注册资本为 39.24 亿元。截至 2017 年底，中原证券拥有 88 家营业部和 25 家分公司。2017 年，中原证券营业收入 21.48 亿元，同比变化不大。2017 年，中原证券利润总额 6.80 亿元，同比下降 30.26%，主要系中原证券投资银行业务收入大幅下降 69.07% 所致。2018 年 1~3 月，中原证券营业收入为 4.51 亿元，利润总额 1.59 亿元。

中原信托是中国银行业监督管理委员会核准的专业信托金融机构，截至 2017 年底，中原信托注册资本 36.50 亿元。截至 2017 年底，公司累计管理信托财产 6632 亿元，按时足额交付到期信托财产 4699 亿元，累计向客户分配信托收益 577 亿元，实现自主开发类信托本金、收益兑付率 100%，全部到期信托项目均实现了信托目的。2017 年，中原信托实现营业收入 17.60 亿元，同期利润总额为 10.86 亿元。

河南资产管理有限公司成立于 2017 年 8 月 8 日，是河南省内第二家省级地方资产管理公司，公司持有河南资产管理有限公司 65.13% 的权益。河南资产管理有限公司经营范围为经营范围：不良资产收购、管理和处置；投资及资产管理；私募基金管理；股权托管管理，受托资产管理；企业破产、清算等管理服务；企业并购服务、企业上市重组服务；财务、投资、法律及风险管理咨询服务（不含证券、期货）。截至 2017 年底，河南资产管理有限公司总资产 43.59 亿元，所有者权益 43.52 亿元，2017 年实现营业收入 1029.71 万元，净利润 1417.12 万元。截至 2018 年 3 月底，河南资产管理有限公司总资产 58.30 亿元，所有者权益 47.07 亿元，2018 年 1~3 月，实现营业收入 7267.80 万元，净利润 6106.47 万元。

2017 年，公司金融板块营业收入 42.21 亿

²为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券

元，同比增长 10.64%。同期，公司金融板块毛利率 54.23%，毛利率大幅下滑主要系中原证券利润总额下降所致。2018 年 1~3 月，金融板块实现营业收入 6.67 亿元，为 2017 年全年的 15.80%，毛利率为 67.24%。

总体看，跟踪期内，中原证券和中原信托依然是公司金融板块主要收入来源，未来随着河南资产管理有限公司业务规模的壮大，将为该板块提供新的业绩增长点。金融行业具有一定的周期性，收入有较大的波动性，但毛利率高。

基础设施板块

公司于 2017 年进行重大资产重组，将河南省许平南高速公路有限责任公司（以下简称“许平南高速”）100%股权置入上市公司同力水泥中，因此许平南高速成为同力水泥的全资子公司，由公司的二级子公司变成三级子公司。

基础设施板块控股的企业包括河南城市发展投资有限公司（以下简称“城发投资”）和同力水泥。其中，城发投资为该板块的管理公司，代为管理基础设施板块企业。

城发投资主要业务范围为市政公用、环保、公益类、物流等城市基础设施项目的投资、开发、建设与运营。截至目前，公司已与郑州航空港区、鹤壁、长垣、许昌、漯河等地建立战略合作关系，承接并储备了一批优质 PPP 项目（重点 PPP 项目详见表 13）。项目领域涉及道路、基础设施改造、河道治理、地下综合管廊、自来水等方面。

PPP 项目模式主要是与地方政府合资成立项目公司作为社会资本方参与 PPP 项目，项目纳入地方中长期支付计划，建设期投入资金，运营期由政府分期支付，收回投资并获取收益的模式。PPP 项目目前通常采用 20%的资本金和 80%的银行贷款，银行贷款和项目周期相匹配，回收期分期还本付息，将收入获取与还本付息的周期与频率相匹配，避免现金流错配的风险。

同力水泥全资子公司许平南高速管理运营“许平南”、“安林”和“林长”三条通车高速公路，总长度为 255 公里，公司所辖路产总长度不到河南省高速公路通车里程的 4.42%，在河南省高速公路中份额较小。

“许平南”高速公路是国家重点公路日照至南阳高速公路中的一段，起点直接与京珠国道主干线相接，是中原地区通往大西南的一条重要通道。“许平南”高速路全长 163.75 公里，总投资 38.78 亿元，于 2004 年 12 月 12 日建成通车。“安林”高速公路是豫北公路网规划的重要组成部分，为晋、冀、鲁、豫四省物资交流的重要通道，全长 51.99 公里，总投资 15.40 亿，于 2006 年 10 月 30 日通车。2017 年，“许平南高速”实现通行费收入 10.94 亿元，同比增长 11.25%，主要系私家车增多，车流量不断增长致使通行费收入增长所致；“安林高速”公路通行费为 2.30 亿元，收入规模相对较小；“林长”高速公路实现通行费收入为 1.05 亿元，同比增长 9.09%。

2017 年，公司基础设施营业收入 20.18 亿元，同比增长 56.07%，主要系控股发展确认展达公路 BT 项目收入所致。“许平南”高速公路是该板块主要收入来源。同期，该板块毛利率 49.52%，同比下降 11.12 个百分点，主要系展达公路 BT 项目尚未竣工，项目根据成本确认收入所致。2018 年 1~3 月，该板块营业收入和毛利率分别为 3.58 亿元和 65.75%，高速公路运营的盈利能力较强。

总体看，随着车流量的增加以及未来 PPP 项目的逐渐落地，公司营业收入明显增长，但受 PPP 项目收入确认影响，该板块毛利率出现明显下降，该板块毛利率水平较高。

健康生活板块

健康生活板块运营主体包括河南颐城控股有限公司（以下简称“颐城控股”）、林州市太行大峡谷旅游开发有限公司（以下简称“太行大峡谷”）、河南投资集团天地酒店管理有限公司（以下简称“天地酒管”）、农林企业（包

括内黄林场、固始林场、濮阳农工商、扶沟林场、西华林场)、河南投资集团丹阳岛开发有限公司、河南绿原林产品有限公司、河南省林业厅物资站等。其中颐城控股作为板块管理公司,负责管理健康生活板块企业。

表 11 2017 年健康生活板块重点子公司财务概况
(单位:万元)

公司	主营业务	营业收入	利润总额
颐城控股	房地产开发经营和酒店管理	71624.42	16304.24
太行大峡谷	林州市太行大峡谷旅游景点的开发与管理	5584.80	-420.70
天地酒管	酒店管理	8692.90	-498.80

资料来源:公司提供

截至 2018 年 3 月底,颐城控股待开发土地面积约 358 亩,目前尚无具体开发计划。2017 年,颐城控股实现收入 7.16 亿元,净利润 1.63 亿元。

2017 年,公司健康生活营业收入 7.85 亿元,同比下降 57.91%,主要系住宅项目均已销售结转,新项目处于建设初期尚未达到收入结转条件所致。2017 年,该板块毛利率 13.70%,同比下降 25.50 个百分点,主要系马寨棚改项目为一级土地开发项目,毛利率较低以及旅游、酒店、地产项目(尾盘销售)收入较少共同影响所致。

2018 年 1~3 月,公司健康生活板块实现营业收入 0.39 亿元,为 2017 年全年的 4.97%,收入大幅较少主要系颐城控股没有新项目交付,未确认收入所致,同期毛利率 20.98%。

总体看,公司健康生活板板块毛利率较高,但受颐城控股收入确认影响,该板块营业收入波动较大。

其他业务板块

该板块包括下属控股公司的工业和其他企业。该板块收入主要来自于安彩高科、河南安彩太阳能玻璃有限责任公司(以下简称“安彩太阳能”)和郑州拓洋实业有限公司(以下简称“拓洋实业”)等下属子公司。

安彩高科是 A 股上市公司,公司股票于

1999 年在上海证交所上市(股票代码:600207.SH)。国家重点高新技术企业,曾是中国最大的彩色玻壳生产基地。主要产销太阳能光伏超白压延玻璃、优质浮法玻璃、TCO 玻璃、节能玻璃、液化天然气、压缩天然气等产品。截至 2017 年底,安彩高科资产规模 23.27 亿元,权益 19.39 亿元。2017 年,安彩高科实现收入 19.83 元,利润总额 0.13 亿元。

安彩太阳能成立于 2010 年 8 月,主营太阳能玻璃、节能玻璃的研发、生产和销售。截至 2017 年底,安彩太阳能资产规模 4.77 亿元,权益-5.60 亿元。2017 年,安彩太阳能实现收入 3.63 亿元,利润总额-0.69 亿元。

拓洋实业有限公司是世界知名的食品添加剂和医药中间体专业生产企业、中国出口原料药 150 强企业、国家高技术产业化示范工程企业、河南省首发上市后备企业、河南省 50 家高成长型企业、河南省高新技术企业。公司的主要产品有 D-异抗坏血酸钠(简称异 VC 钠)、D-异抗坏血酸(简称异 VC)、维生素 C(简称 VC)、d-核糖、结晶果糖、核黄素(简称 VB2)。截至 2017 年底,拓洋实业资产规模 5.50 亿元,权益 1.52 亿元。2017 年,拓洋实业实现收入 6.59 亿元,利润总额 0.83 亿元。

表 12 2017 年公司其他业务板块重点子公司财务概况
(单位:亿元)

公司	资产	权益	收入	利润
安彩高科	23.27	19.39	19.83	0.13
安彩太阳能	4.77	-5.60	3.63	-0.69
拓洋实业	5.50	1.52	6.59	0.83

资料来源:公司提供

2017 年,公司其他业务收入 30.27 亿元,同比增长 15.23%,主要系 VC 价格上涨并保持高位运行,拓洋实业营业收入大幅上涨所致。2017 年,公司其他业务板块毛利率 13.79%,同比大幅提高 19.37 个百分点,主要系 VC 价格上涨并保持高位运行,拓洋实业毛利率大幅上涨所致。

2018 年 1~3 月,公司其他业务板块实现收

入 7.04 亿元，为 2017 年全年的 23.26%，毛利率为 14.37%，较上年底毛利率提高 0.58 个百分点。

总体看，公司其他业务板块营业收入逐年增长，盈利水平明显提高。

2. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 6.96 次、2.99 次和 0.22 次，公司整体经营效率较高。

3. 主要投资项目及未来发展规划

主要投资项目

截至 2018 年 3 月底，公司投资规模在 1 亿元以上的主要在建工程 15 个，包括郑州豫

能 2*660MW 项目、兴县铁路集运专用线项目、豫北煤炭物流储备基地项目、基础设施板块 PPP 项目、自来水项目和登封市阳城养生苑项目等（详见表 13），合计总投资 181.67 亿元，已经完成投资 63.15 亿元，还需投资 118.52 亿元。

拟建项目方面，公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度，未来投资将集中在“唐伊线”方城-南召、社旗天然气支线工程、阿里云中部创新创业基地一期项目、安彩能源股份有限公司豫北支线与中石化榆济线对接项目等工程上。公司拟建项目总投资金额 32.27 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司拟建项目已投资金额 0.58 亿元，尚需投资 31.69 亿元。

表 13 截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

序号	涉及控股子公司	具体项目名称	计划总投资	已完成投资	计划建设期	资金来源
1	河南豫能控股股份有限公司	郑州豫能 2*660MW 项目	622394.00	230572.00	2016.05-2018.12	企业自筹 124000 万元，银行融资 498394 万元
2	河南豫能控股股份有限公司	兴县铁路集运专用线项目	158998.00	85303.56	2016.9-2018.3	注册资本金 32869.1 万元，银行融资 126101.9 万元。
3	河南豫能控股股份有限公司	豫北煤炭物流储备基地项目	122816.00	66445.71	2016.5-2017.6	企业自筹 24563.7 万元，银行融资 98252.3 万元
4	鹤壁城发公路工程有限公司	S225 省道改扩建项目（省财政厅 PPP 示范库项目）	46955.00	9824	2017.4-2019.4	社会资本出资 36100 万元，其中资本金 9025 万元，银行融资 27075 万元
5	许昌城发公路开发建设有限公司	许昌国道 107 许昌境改建项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	266451.00	160225.00	2016.12-2018.11	资本金 65519 万元，银行融资 196557 万元
6	长垣城发道路运营有限公司	长垣县 G327 至留晖大道新建工程 PPP 项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	54113.00	28106.00	2017.01-2018.06	资本金 16233 万元，银行融资 37879.63 万元
7	长垣城发老城区改造有限公司	长垣县老城区基础设施改造工程项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	41047.21	16051.00	2017.01-2019.01	资本金 8209.44 万元，银行融资 32837.77 万元
8	长垣城发水环境整治有限公司	长垣水环境综合整治工程项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	28909.63	1409.00	2017.01-2018.06	资本金 8163 万元，银行融资 20746.63 万元
9	长垣城发雨水管网有限公司	长垣县雨水管网工程项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	15824.69	5106.00	2017.01-2020.01	资本金 4490 万元，银行融资 11334.96 万元
10	长垣城发供水管网有限公司	长垣县供水管网工程项目（省财	12024.95	2109.00	2017.01-2020.01	资本金 3600 万元，银行融资 8424.95 万元

序号	涉及控股子公司	具体项目名称	计划总投资	已完成投资	计划建设期	资金来源
	公司	政厅 PPP 推介库项目)				
11	郑州航空港百川生态治理工程有限公司	郑州航空港区梅河综合治理工程	99900.00	81251.00	2015.3-2017.3	资本金 18000 万元，银行融资 62000 万元
12	郑州航空港展达公路工程发展有限公司	郑州航空港区会展路二期道路工程	83600.00	67100.00	2015.10-2017.9	资本金 20300 万元，银行融资 63300 万元
13	郑州航空港水务发展有限公司	第二水厂	64504.00	53801.00	2015.7-2017.10	资本金 45663.8 万元，银行融资 19570.2 万元
14	郑州航空港水务发展有限公司	道路管网	166000.00	28278.00	2015.4-2020.12	2020 年前总投资 13.3 亿元，根据需求分期建设。资本金 93100 万元，银行融资 39900 万元。
15	河南颐城控股有限公司	登封市阳城养生苑项目	33200.00	26528.90	2016.7-2018.3	一期项目资本金 6522 万元，银行融资 16000 万元
合计			1816737.48	631538.17		--

资料来源：公司提供

表 14 截至 2018 年 3 月底公司主要拟建工程项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	已投资 (2018 年 3 月底)	未来投资计划			资金来源	
			2018 年 4-12 月	2018 年	2019 年	自有资金	银行贷款
“唐伊线”方城-南召、社旗天然气支线工程	46621.66	3960.42	42481.24	45134.00	180	13986.49	32635.16
阿里云中部创业创新基地一期项目	249349.00	623.42	--	98625.00	98625	74849	174500
安彩能源股份有限公司豫北支线与中石化榆济线对接项目	26695.00	1200.00	--	6695.00	--	10678	16017
合计	322665.66	5783.84	42481.24	150454.00	98805.00	99513.49	223152.16

资料来源：公司提供

注：拟建项目均未正式动工，主要投资为前期工作投入和设备订购预付款。

综上所述，2018~2019 年为公司项目投资的集中期，资金来源主要以银行贷款为主，未来存在较大的融资需求。

十、财务分析

1. 财务质量和财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，截至 2017 年底，公司拥有子公司 54 家。2017 年公司新纳入合并范围的子公司 3 家，分别为河南资产管理有限公司、河南蔚蓝股权投资基金（有限合伙）和

河南省战略新兴产业投资基金有限公司。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1388.48 亿元，所有者权益 468.18 亿元(含少数股东权益 215.13 亿元)。2017 年，公司实现营业收入 283.26 亿元，利润总额 28.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1456.08 亿元，所有者权益 470.71 亿元(含少数股东权益 218.21 亿元)。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 69.45 亿元，利润总额 3.05 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 1388.48

亿元，同比增长 12.57%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占比 44.74%，非流动资产占比 55.26%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 621.27 亿元，同比增长 10.12%，主要系应收账款、买入返售金融资产和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 23.58%）、交易性金融资产（占比 12.78%）、买入返售金融资产（占比 14.82%）、存货（占比 12.34%）和其他流动资产（占比 18.73%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金余额 146.50 亿元，同比下降 9.88%。其中，公司货币资金主要由银行存款（占 94.43%）和其他货币资金（占 5.56%）构成，其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金。

截至 2017 年底，公司交易性金融资产余额 79.43 亿元，同比下降 5.86%。其中，债务工具投资 56.17 亿元，权益工具投资 10.34 亿元。

截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 92.07 亿元，同比增长 55.74%，主要系中原证券股票质押回购业务规模增加所致。

截至 2017 年底，公司应收账款 36.51 亿元，同比增长 52.89%，主要系豫能控股旗下交易中心应收账款增加所致。同期，共计提坏账准备 1.95 亿元，计提比例 5.07%。集中度方面，公司前 5 大欠款方合计金额占比 44.10%，集中度较高。

表 15 截至 2017 年底应收账款期末余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

项目	期末账面余额	占应收账款总额比例
国网河南省电力公司	9.57	24.89
河南中孚实业股份有限公司（豫能控股）	3.73	9.71
上海宝烁商贸有限公司（豫能控股）	1.42	3.69
河南骏华发展股份有限公司（豫能控股）	1.32	3.43
郑州市合裕实业有限公司（豫能控股）	0.92	2.38
合计	16.96	44.10

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司存货余额 76.67 亿元，同比增长 26.56%，主要系子公司天地新城一级土地开发投入增加 9.54 亿元、子公司天地康联获取高新区土地一块增加存货 3.79 亿元以及子公司天地康璞置业获取土地及复垦券增加存货 0.48 亿元所致。公司存货主要由原材料（期末账面价值 9.02 亿元）、自制半成品及在产品（期末账面价值 51.19 亿元）和其他（期末账面价值 9.07 亿元）构成。同期，公司存货计提坏账准备 1.02 亿元，计提比例 1.31%。

截至 2017 年底，公司其他流动资产主要由融资融券业务融出资金和短期委托贷款构成，期末余额 116.33 亿元，同比增长 11.02%，主要系预缴及待抵扣税费和中原证券旗下的小贷公司持有的贷款增加所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 767.22 亿元，同比增长 14.64%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 12.63%）、长期应收款（占比 14.29%）、长期股权投资（占比 14.09%）和固定资产（占比 39.30%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产余额 96.88 亿元，同比增长 30.54%，主要系中原证券持有的信托项目投资增加所致。

截至 2017 年底，公司长期应收款余额 109.65 亿元，同比增长 63.16%，主要系河南资产管理有限公司增加长期委托贷款以及 BT 项目大幅增加 30.17 亿元所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资主要系对联营公司的投资，期末余额 108.12 亿元，同比增长 4.49%，主要系追加对河南天地新居置业有限公司、郑州航空港汇港发展有限公司、漯河城市发展投资有限公司、许昌龙岗发电有限责任公司和郑州银行股份有限公司的投资所致。

截至 2017 年底，公司固定资产余额 301.49 亿元，同比增长 3.56%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（期末账面价值 95.22 亿元）、机器设备（期末账面价值 162.35 亿元）和其他构

成（期末账面价值 45.78 亿元）。同期，累计计提折旧 230.99 亿元，计提比例 42.53%。计提减值准备 10.63 亿元，计提比例 1.96%。

截至 2017 年底，公司在建工程 52.50 亿元，同比增长 55.24%，主要系濮阳豫能项目、郑州豫能项目、道路给水管网工程、交易中心鹤壁物流园区工程、山西兴鹤兴县铁路煤炭集运专线、郑州航空港试验区第二水厂一期工程投资增加所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产主要由预付工程项目款项和待处置不良资产包（主要为尚未收回的河南省部分城商行不良资产包）构成，期末余额为 28.55 亿元，同比下降 3.03%。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1456.08 亿元，较上年底增长 4.87%，其中，流动资产占比 47.09%，非流动资产占比 52.91%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2017 年底，公司受限资产总计 21.99 亿元，占同期总资产比例为 1.58%。公司资产受限比例低。

表 16 2017 年公司所有权和使用权受限的资产
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3.98	保证金
应收票据	0.55	票据质押
应收账款	1.14	长期应收款保理、质押
固定资产	15.72	抵押贷款、抵押担保、融资租赁
无形资产	0.60	未办理解押手续、抵押贷款
合计	21.99	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，资产受限比例低，资产流动性较好；固定资产占比较高，与电力、水泥、造纸等行业特点相符。公司金融板块涉及的交易性金融资产、买入返售金融资产等科目受宏观金融环境影响较大。公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益总额 468.18 亿元，同比增长 5.23%；其中归属于母公司所有者权益占比 54.05%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占比 47.42%）和资本公积金（占比 22.54%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 470.71 亿元，较上年底增长 0.54%，所有者权益变化不大。

总体看，跟踪期内，公司权益规模变化不大，公司权益构成中实收资本和资本公积占比比较高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 920.30 亿元，同比增长 16.72%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 55.83%，非流动负债占比 44.17%。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 513.78 亿元，同比增长 17.70%，主要系短期借款、应付账款和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 17.25%）、应付账款（占比 11.84%）、其他金融类流动负债（占比 31.68%）和其他流动负债（占比 14.47%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款余额 88.63 亿元，同比增长 43.53%，主要系保证借款增加所致。

截至 2017 年底，公司应付账款余额 60.84 亿元，同比增长 40.77%，主要系保证借款增加所致。从账龄看，1 年以内占 79.98%，1~2 年的占 13.91%，2~3 年的占 1.87%，3 年以上占 4.24%。

公司其他金融类流动负债主要由卖出回购金融资产款和代理买卖证券款构成。截至 2017 年底，公司其他金融类流动负债 162.76 亿元，同比下降 0.69%。其中，卖出回购金融资产款 72.85 亿元，主要系证券。代理买卖证券款 75.27 亿元，主要系代理个人客户买卖证

券款。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 41.86 亿元，同比增长 10.18%。其中，一年内到期的长期借款 30.83 亿元，一年内到期的应付债券 6.99 亿元，一年内到期的长期应付款 4.04 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动负债余额 74.33 亿元，同比增长 41.98%，主要系信托保障基金借款增加所致。同期，公司其他流动负债主要由短期/超短期融资券（期末余额 56.64 亿元）和信托保障基金贷款（17.00 亿元）构成，其中信托保障基金贷款系中原信托收到信托保障基金公司流动性支持 17.00 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 406.52 亿元，同比增长 15.50%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 65.60%）和应付债券（占比 29.35%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款余额 266.69 亿元，同比增长 26.18%。同期，公司长期借款主要由质押借款（占 44.27%）、抵押借款（0.49%）、保证借款（25.39%）和信用借款（29.85%）构成。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 119.33 亿元，同比增长 2.76%。同期，公司应付债券主要由 07 豫投债 1（余额 5.00 亿元）、07 豫投债 2（余额 15.00 亿元）、09 豫投债（余额 12.47 亿元）、14MTN001（余额 6.97 亿元）、16 豫投债（余额 14.92 亿元）、13 中原债（余额 14.97 亿元）、16 中原 01（余额 25.00 亿元）、17 中原 01（余额 15.00 亿元）和 17 中原 02（余额 10.00 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 985.37 亿元，较上年底增长 7.07%，其中，流动负债占比 53.25%，非流动负债占比 46.75%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务调整计入

短期债务。截至 2017 年底，公司有息债务 624.04 亿元，同比增长 15.96%，主要系短期借款、长期借款和短期/超短期融资券增加所致。同期，公司短期债务占比 34.46%，长期债务占比 65.54%，公司长期债务占比下降 0.26 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司有息债务 646.43 亿元，较上年底增长 3.59%。

债务指标方面，2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.28%、57.13% 和 46.63%。截至 2018 年 3 月底，这三项指标分别为 67.67%、57.86% 和 49.12%。

总体看，跟踪期内，公司负债和债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主，债务结构变动不大。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业总收入 283.26 亿元，同比增长 15.50%，主要系电力、造纸、水泥和基础设施收入增长所致。2017 年，公司营业成本 205.49 亿元，同比增长 24.55%，主要系煤炭价格上涨致使电力板块成本上升所致。2017 年，公司营业利润率 22.48%，同比下降 4.05 个百分点。公司盈利能力下降。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 43.53 亿元，同比增长 7.11%；其中销售费用占比 44.23%，管理费用占比 35.51%，财务费用占比 20.27%。2017 年，公司期间费用占营业收入比 15.37%。公司期间费用控制能力一般。

非经常损益方面，2017 年，公司公允价值变动损益为 -0.97 亿元。同期，公司投资收益为 16.16 亿元，投资收益下降主要系权益法核算的长期股权投资收益下降所致。同期，公司营业外收入 2.19 亿元。同期，非经常损益占利润总额比重为 60.98%。总体看，非经常损益对公司利润总额影响大。

2017 年，公司利润总额 28.51 亿元，同比下降 25.19%，主要系煤价大幅上涨，作为主

要利润来源的电力板块盈利能力明显下降，且受证券市场影响，中原证券盈利能力有所下滑所致。

盈利指标方面，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.28%和3.45%。公司盈利能力较高。

2018年1~3月，公司实现营业收入69.45亿元，为2017年全年的24.52%；利润总额3.05亿元，为2017年全年的10.70%；同期营业利润率由上年的22.48%降至16.57%。

总体看，跟踪期内，公司营业总收入持续增长，主业盈利能力弱化。

5. 现金流及保障

2017年，公司经营活动现金流入356.64亿元，同比增长39.67亿元，主要系中原信托增加42.09亿元所致。2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金265.18亿元，同比变化不大。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由颐城控股及旗下子公司和中原信托收到的其他与经营活动有关的现金构成，2017年为84.11亿元，同比增加主要系中原信托收到其他与经营活动有关的现金大幅增加35.13亿元所致。2017年，公司经营活动现金流出352.22亿元。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为220.10亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要由颐城控股及旗下子公司拿地资金构成，2017年为75.72亿元。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为4.42亿元。

2017年，公司投资活动现金流入为248.14亿元，同比增加101.95亿元，主要系公司收回短期投资理财导致收回投资收到的现金大幅增加108.52亿元所致。2017年，公司投资活动现金流出为353.29亿元，同比增加136.32亿元，主要系公司购买短期投资理财导致投资支付的现金大幅增加所致。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-105.15亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入420.87

亿元，同比增加89.54亿元，主要系取得借款收到的现金和收到的其他与筹资活动有关的现金增加所致。2017年，公司筹资活动现金流出345.30亿元，同比增加85.25亿元，主要系支付的其他与筹资活动有关的现金增加所致。其中，公司收到的其他与筹资活动有关的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金主要系颐城控股及子公司拿地资金往来。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为75.56亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额4.42亿元，投资活动现金流量净额-15.58亿元，筹资活动现金流量净额27.17亿元。

总体看，2017年以来，公司经营活动现金流量为正；考虑到公司未来将加大电力、能源、基础设施等优势产业投资力度，在建和拟建项目将在未来两年进入集中建设、投入期，公司经营活动现金流量净额无法覆盖投资活动支出，公司存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年，公司流动比率和速动比率分别为120.92%和106.00%，分别同比下降8.32个百分点和9.36个百分点。截至2018年3月底，上述两项指标分别为130.69%和116.26%。2017年，公司经营流动负债比0.86%。考虑到公司货币资金充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为61.19亿元。同期，全部债务/EBITDA为10.20倍。同期，EBITDA利息倍数为5.66倍。公司长期偿债能力较高。

总体看，作为河南省政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，公司是河南省地方经营性投资活动的主体，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位，公司整体偿债能力较强。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司本部共获得银

行授信额度合计人民币 1128.09 亿元，尚未使用额度 761.38 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司拥有 4 家上市公司，直接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码证为 G1041010500017410Y），截至 2018 年 5 月 17 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中，有一笔欠息，系银行系统原因造成，目前已经结清。公司履约记录良好。

8. 抗风险能力

公司是河南省国有独资综合性投资公司，下属的电力、水泥、造纸等业务处于河南省同行业前列，政府支持力度大。近年来，公司资产规模不断扩大，综合实力有所增强。总体来看，公司整体抗风险能力极强。

十一、存续期内债券偿债能力

截至 2018 年 3 月底，公司存续期内的债务合计 91.00 亿元，分别是“07 豫投债 1”、“07 豫投债 2”、“09 豫投债”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”、“16 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN001”和“18 豫投资 SCP001”。考虑到公司在 2018 年 3 月之后又发行了“18 豫投资 MTN002”、“18 豫投资 MTN003”和“18 豫投资 SCP002”，公司存续债券合计余额 133.61 亿元。

以 2018 年 3 月底为时点测算，公司一年内待偿还的债券余额 39.00 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 289.26 亿元，为一年内到期的债券余额的 7.42 倍。

2019 年是还款高峰期，待偿还余额分别为 39.61 亿元。在此以 2019 年待偿还余额 39.61 亿元为基数对公司对存续期债券偿还能力进行测算。

2017 年公司 EBITDA、公司经营活动现金流入量和净流量分别为 61.19 亿元、356.64 亿

元和 4.42 亿元，分别为 2019 年待偿还余额的 1.54 倍、9.00 倍和 0.11 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对公司存续期内待偿还债券的保障程度较高，但公司经营活动现金净流量对存续期内待偿还债券的保障程度较弱。考虑到公司拥有大量较为优质的金融资产，可获得持续较大规模收益，部分金融资产可变现能力较强；同时，公司作为河南省主要国有资产投资与运营主体，可持续获得河南省政府的支持；公司对存续期企业债券本息的偿还能力强。

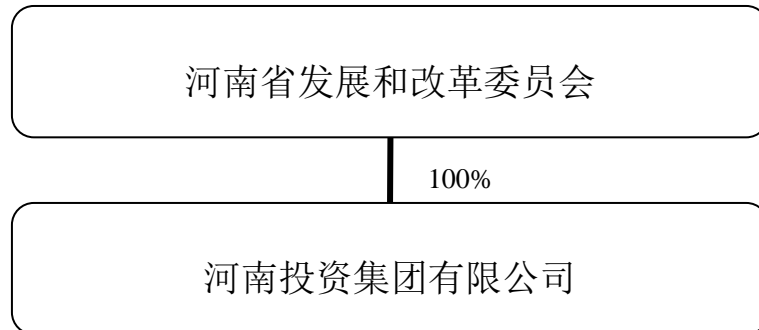
“07 豫投债 1”和“07 豫投债 2”由国家开发银行提供担保，经联合资信公开评级，国家开发银行主体长期信用等级均为 AAApi，担保实力很强，增强了上述债券偿还的安全性。

总体看，公司债券偿还期比较分散，部分金融资产可变现能力较强，且可持续获得河南省政府的支持，公司对存续期内的债券的保障能力强。

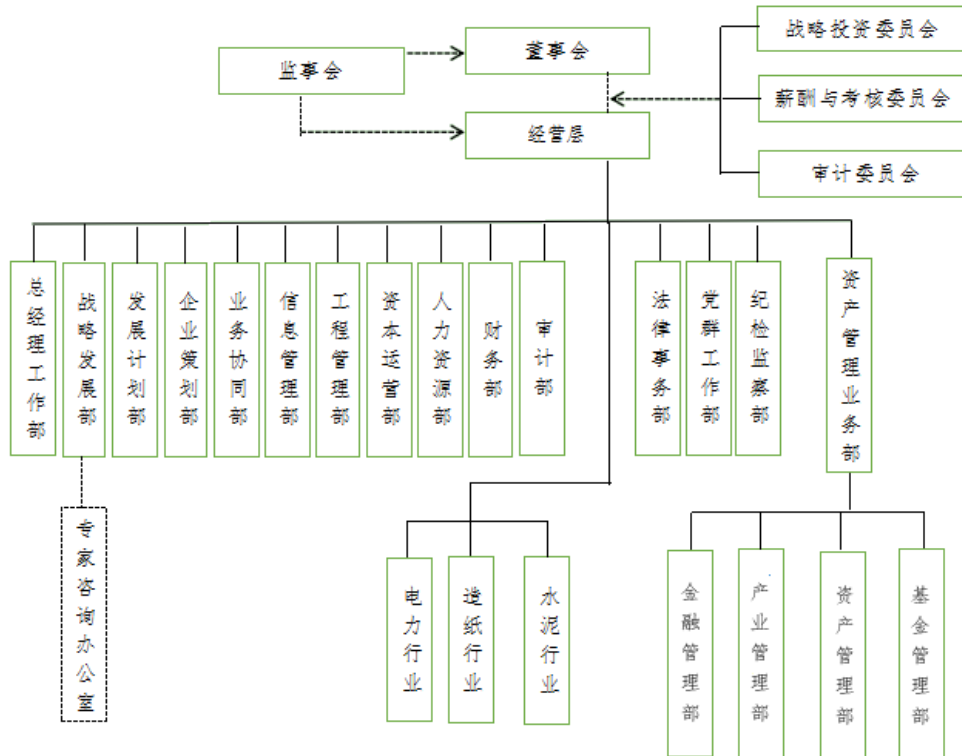
十二、结论

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；维持“07 豫投债 1”、“07 豫投债 2”、“09 豫投债”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”、“16 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN001”、“18 豫投资 MTN002”和“18 豫投资 MTN003”的信用等级为 AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司纳入合并范围内子公司情况

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
电力	河南豫能控股股份有限公司	投资管理以电力生产为主的能源项目	85527.60	60.52
	鹤壁万和发电有限责任公司	电力生产经营、电力项目开发等	19537.58	100.00
	河南投资集团燃料有限责任公司	技术、咨询服务、机械电子设备、采制化设备的销售	5000.00	100.00
	濮阳龙丰热电有限责任公司	供电、供热等	6050.00	100.00
	郑州热电厂	批发、零售：粉煤灰及制品等；电机变压器修理	3144.00	100.00
	郑州新力电力有限公司	电力、热力及相关产品的生产与销售	73379.00	100.00
	濮阳豫能发电有限责任公司	承担2X600MW级发电机组项目建设	69050.00	100.00
	郑州豫能热电有限公司	热电技术研发及发电项目运营	20000.00	100.00
造纸	大河纸业有限公司	纸品、纸浆、中高密度板的销售	54882.70	100.00
水泥	河南同力水泥股份有限公司	水泥熟料、水泥及制品的销售等	47479.93	56.19
	河南省豫南水泥有限公司	水泥生产销售	25643.08	60.15
	驻马店市豫龙同力水泥有限公司	水泥生产销售	57194.02	70.00
	驻马店市同力骨料有限公司	水泥生产销售	3764.00	62.96
	新乡平原同力水泥有限责任公司	水泥生产销售	27263.20	100.00
	河南省同力水泥有限公司	水泥生产销售	20596.00	100.00
	洛阳黄河同力水泥有限责任公司	水泥生产销售	46212.11	73.15
	河南省豫鹤同力水泥有限公司	水泥生产销售	16979.08	60.00
	中非同力投资有限公司	水泥生产销售	6122.00	100.00
	三门峡腾跃同力水泥有限公司	水泥生产销售	39000.00	100.00
	濮阳同力建材有限公司	水泥生产销售	2950.00	100.00
基础设施	河南城市发展投资有限公司	机电设备进出口及租赁、厂房的投资建设及租赁	203900.00	100.00
金融	中原证券股份有限公司	证券经纪；证券投资咨询；	392373.47	27.71

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
		证券承销与保荐；证券自营等		
	中原信托有限公司	信托业务	365000.00	48.42
	北京新安财富创业投资有限责任公司	创业投资业务；创业投资咨询业务等	20000.00	98.00
	河南创业投资股份有限公司	投资；投资咨询，中介服务。	10500.00	61.90
	河南中原海云股权投资基金管理有限公司	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务。	4000.00	49.00
	河南投资集团担保有限公司	担保业务	100000.00	100.00
	中富支付服务有限公司	非金融机构支付服务；有关后勤服务	20000.00	100.00
	河南投资集团汇融基金管理有限公司	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务	5000.00	100.00
	河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）	从事非证券类股权投资活动及相关咨询服务	-	100.00
	中原豫泽融资租赁（上海）有限公司	融资租赁业务	21000.00	100.00
	中原资本国际控股有限公司	投资	\$20000.00	100.00
	河南资产管理有限公司	投资与资产管理	500000.00	65.13
	河南省战略新兴产业投资基金有限公司	投资与资产管理	1500000.00	100.00
	河南蔚蓝股权投资基金（有限合伙）	投资与资产管理	-	100.00
健康生活	河南颐城控股有限公司	房地产开发经营	120000.00	100.00
	河南投资集团天地酒店管理有限公司	酒店管理	2000.00	100.00
	河南投资集团丹阳岛开发有限公司	房地产开发；企业形象策划；会议会展服务	2000.00	100.00
	河南绿原林产品有限公司	农林产品种植、批发、零售；房地产租赁经营	1001.00	100.00
	河南省林业厅物资站	林木测评及信息咨询；活立木中介服务；林权证托管；林木托管	132.28	100.00
	河南内黄林场	林木种苗生产供应等	2746.56	100.00
	河南省国有固始林场	林木种苗生产供应	148.25	100.00
	濮阳市农工商总公司	粮食、蔬菜、瓜果、林木的	592.45	100.00

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
		种植与销售		
	国有扶沟林场	森林培育与经营	16.29	97.15
	河南省国有西华林场	林木种苗生产供应等	48.54	100.00
其他	河南安彩高科股份有限公司	光伏玻璃的生产和销售、天然气输送管网建设的管理	86295.60	47.26
	河南安彩太阳能玻璃有限责任公司	太阳能玻璃、节能玻璃的研发、制造与销售，太阳能光伏产品的研发、生产和销售	24000.00	100.00
	河南新能硅业科技有限责任公司	涂料用产品研发、销售	6000.00	100.00
	郑州拓洋实业有限公司	食品添加剂、维生素C的生产	3750.00	60.00
	河南投资集团资产管理有限公司	委托资产管理、土地收购、土地资产管理与处置	15000.00	100.00
	河南省发展燃气有限公司	天然气的投资建设管理：城市燃气投资建设。	23000.00	100.00
	河南省科技投资总公司	科技、实业投资，投资咨询	5400.00	100.00
	河南兴豫人力资源管理有限公司	职业中介，就业指导，职业供求信息服务，人力资源管理咨询服务	100.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	301.80	254.32	239.51	289.26
资产总额(亿元)	1151.39	1233.40	1388.48	1456.08
所有者权益(亿元)	370.50	444.91	468.18	470.71
短期债务(亿元)	165.85	184.04	215.03	191.93
长期债务(亿元)	311.54	354.12	409.01	454.50
全部债务(亿元)	477.39	538.16	624.04	646.43
营业总收入(亿元)	252.42	245.25	283.26	69.45
利润总额(亿元)	50.74	38.10	28.51	3.05
EBITDA(亿元)	84.79	68.45	61.19	--
经营性净现金流(亿元)	42.37	-40.14	4.42	4.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.77	8.28	6.96	--
存货周转次数(次)	3.06	3.20	2.99	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.21	0.22	--
现金收入比(%)	90.98	98.99	93.62	104.83
营业利润率(%)	34.69	26.53	22.48	16.57
总资本收益率(%)	5.58	3.64	2.28	--
净资产收益率(%)	9.87	6.04	3.45	--
长期债务资本化比率(%)	45.68	44.32	46.63	49.12
全部债务资本化比率(%)	56.30	54.74	57.13	57.86
资产负债率(%)	67.82	63.93	66.28	67.67
流动比率(%)	117.80	129.24	120.92	130.69
速动比率(%)	108.75	115.36	106.00	116.26
经营现金流动负债比(%)	9.02	-9.20	0.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.96	6.93	5.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.86	10.20	--

注：1.2018 年 1 季度财务数据未经审计；

2.已将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务；

3.已将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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+一年内到期的非流动负债+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。