

信用等级公告

联合[2016]231 号

国家开发投资公司：

联合信用评级有限公司通过对国家开发投资公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

国家开发投资公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国家开发投资公司拟面向合格投资者公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月廿日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

国家开发投资公司面向合格投资者 公开发行 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 100 亿元

本次债券期限：不超过 15 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 17 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	3,482.18	4,615.56	4,955.30	4,887.41
所有者权益(亿元)	1,005.09	1,194.73	1,411.48	1,445.67
长期债务(亿元)	1,510.96	1,763.03	1,825.55	1,870.14
全部债务(亿元)	1,972.08	2,458.22	2,453.71	2,294.58
营业总收入(亿元)	986.44	1,126.20	1,042.40	208.28
净利润(亿元)	96.64	119.97	131.31	32.19
EBITDA(亿元)	293.63	364.66	360.86	--
经营性净现金流(亿元)	212.65	407.35	311.57	25.62
营业利润率(%)	25.55	28.46	32.17	33.09
净资产收益率(%)	10.15	10.91	10.08	2.25
资产负债率(%)	71.14	74.12	71.52	70.42
全部债务资本化比率(%)	66.24	67.29	63.48	61.35
流动比率	0.64	0.93	1.00	1.01
EBITDA 全部债务比	0.15	0.15	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	2.92	3.38	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	2.94	3.65	3.61	--

注：1、2016 年 1 季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、2014 年，安信证券纳入合并范围，2014~2015 年剔除掉代理买卖证券款后的资产负债率分别为 71.91% 和 67.92%，流动比率分别为 0.92 倍和 0.99 倍。

4、本报告中拆入资金、卖出回购金融资产款以及应付短期融资款科目纳入短期债务计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国家开发投资公司（以下简称“公司”或“国开投”）的评级反映了公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司之一，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面，承担一定的国有资产结构调整职能，国家对其支持力度较大。公司电力、煤炭、化肥、港口等实业板块规模优势明显，金融板块业务齐全；公司资产规模较大，盈利能力很强。同时，联合评级也关注到近年来公司债务规模迅速上升、资本支出压力大等因素对其经营及偿债能力带来的不利影响。

近年来，公司电力装机规模快速增长，电源结构进一步优化。未来，随着公司在建及拟建大型水电、火电项目的建设完成，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，未来公司煤炭产能、产量将继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国资委下属中央企业中的大型国有投资控股公司之一，承担部分国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资重任和国有资产结构调整职能，得到国家的大力支持。

2. 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，竞争实力较强。未来随着在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大、综合成本将会进一步下降。

3. 随着投资布局逐步完善，公司产业链一体化布局逐步完整，实业产业与金融服务业相互支撑，业务协同效应逐步发挥。同时，公

司上下游产业群的形成，煤、电、港、运产业之间的互补性有了明显增强，抵御风险的能力明显提升。

4. 公司在业务调整中，进一步加大对金融服务业、高科技、国际业务的投入，这对企业未来收益将产生有利影响。

关注

1. 公司电力、煤炭板块收入规模大，煤炭板块受行业景气度低迷影响，收入大幅下滑；同时，煤炭行业淘汰落后产能及火力发电电价、煤炭价格的持续下降对公司经营造成了一定不利影响。

2. 公司在建工程规模不小，未来面临一定的资本支出压力。

3. 金融行业的波动性、国际业务的政治风险和汇兑风险，对公司整体的盈利水平带来一定的不稳定性。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、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4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5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，国有资本金转增实收资本。2014年7月，国资委将公司列入央企“四项改革”试点企业。截至2016年3月底，公司实收资本为214.14亿元，由国务院国资委100%出资，国资委是公司的实际控制人。

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14种进口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2016年3月底，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14个职能部门，拥有30家2级子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额4,955.30亿元，负债合计3,543.82亿元，所有者权益合计1,411.48亿元，其中归属于母公司的所有者权益709.87亿元。2015年公司实现合并营业收入1,042.40亿元，净利润131.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润41.43亿元；经营活动产生的现金流量净额311.57亿元，现金及现金等价物净增加额252.07亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额4,887.41亿元，负债合计3,441.74亿元，所有者权益合计1,445.67亿元，其中归属于母公司的所有者权益729.00亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入208.28亿元，净利润32.19亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.26亿元；经营活动产生的现金流量净额25.62亿元，现金及现金等价物净增加额-117.04亿元。

公司注册地址：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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“国家开发投资公司面向合格投资者公开发行2016年公司债券”，发行规模为不超过人民币100亿元（含100亿元），期限为不超过15年。本次债券分期发行，首期发行不超过人民币50亿元（含50亿元），可超额配售。本次债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商根据发行时网下询价簿记建档结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券采用公开发行的方式，本次债券的发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》第十四条规定的合格投资者，本次债券不向公司股东优先配售。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司业务经营受电力、煤炭、港口行业整体运行情况、行业政策影响较大，重点对电力行业、煤炭行业和港口行业进行分析。

1. 电力行业

发电行业运行概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业，是关系国计民生的基础产业，是世界各国经济发展战略中的优先发展重点。世界电力工业经过100多年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了极大的变化，已经形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之大幅增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。依据动力不同，目前，我国火电、水电、核电和风电的发电量在总发电量中分别占比约70%、25%、3%和2%。

我国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定。其中，五大发电集团的装机容量占总装机容量约45%，在行业中处于领先地位；非国电系国有发电企业主要有华润集团、神华集团、三峡集团等，其中三峡集团是水电装机容量最大的开发企业；近年来，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极开展扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

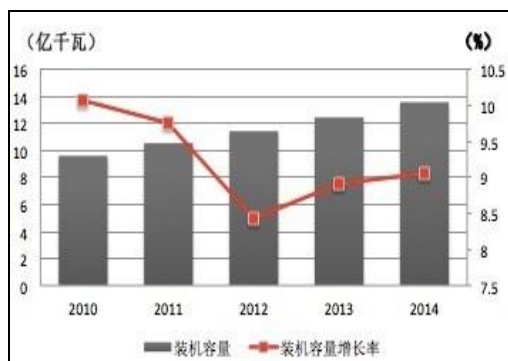
2013~2015年，电力行业投资规模不断扩大，2015年全年固定资产投资完成额（不含农户）为551,590亿元，同比增长10%；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资为26,621亿元，同比增长16.6%。

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。2015年，全国电源基本建设完成投资4,091亿元，同比增长11%；其中，水电完成投资782亿元，同比下降17%，所占比重为19.12%，与上年同期相比减少7.21个百分点。火电完成投资1,396亿元，同比上升22%；所占比重为34.12%，与上年同期相比上升8.01个百分点。核电完成投资560亿元，同比上升5.15%；所占比重为13.69%，与上年同期相比下降1.92个百分点。风电完成投资1,159亿元，同比上升26.57%；所占比重为28.33%，与上年同期相比上升1.09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。2015年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的61.13%，较上年下降8.04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136,019万千瓦，同比增长8.7%。从结构看，火电91,569万千瓦（含煤电82,524万千瓦、气电5,567万千瓦），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30,183万千瓦，同比增长7.9%；核电装机容量1,998万千瓦，同比增长36.1%；并网风电装机容量9,581万千瓦，增长25.6%，并网太阳能装机容量2,625万千瓦，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10,350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5,720万千瓦，占比55.27%。截至

2015年11月底，全国6,000千瓦以上电厂装机容量140,815万千瓦，累计新增9.044万千瓦，同比增长9.73%。其中，火电95,957万千瓦，同比增长6.94%；水电27,578万千瓦，同比增长6.42%；风电11,327万千瓦，同比增长26.81%。

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55,459亿千瓦时，同比增长3.6%。其中，火电发电量41,731亿千瓦时，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4,286小时，同比下降235小时。其中，水电设备平均利用小时3,653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4,706小时，同比下降314小时；核电设备平均利用小时数7,489小时，同比降低385小时；风电设备平均利用小时数1,905小时，同比降低120小时。2015年1~11月，全国发电量51,257亿千瓦时，同比增长0.1%，全国发电设备累计平均利用小时3,597小时，同比减少309个小时。其中火电38,232亿千瓦时，同比减少2.4%，平均利用小时3,916小时，同比减少355小时；水电9,259亿千瓦时，同比增长3.6%，平均利用小时3,256小时，同比减少139个小时；风电1,659亿千瓦时，同比增长20.4%，平均利用小时下降74小时。

2015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55,500亿千瓦时，同比增长0.52%，增速比上年回落3.25个百分点。其中，第一产业用电量1,020亿千瓦时，同比增加2.48%；第二产业用电量40,046亿千瓦时，同比减少1.43%；第三产业市场消费活跃，用电量7,158亿千瓦时，同比增长7.47%。

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。

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，2015年12月30日环渤海动力煤价为372元/吨，较2014年底下降29.14%。总体上，2015年，煤炭市场供大于求矛盾

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。

总体看，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、风电等清洁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。

行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表1 近年来电力行业的主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
节能减排“十二五”规划	国务院	加强用能节能管理，健全节能环保法律和标准等一系列环保要求。	2012年8月
关于扩大脱硝电价政策试点范围有关问题的通知	国家发改委	规定自2013年1月1日起，将脱硝电价试点范围扩大为全国，增加的脱硝资金暂由电网企业垫付。	2012年12月
国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知	国家发改委	分资源区制定光伏电站标杆电价；制定了分布式光伏发电项目电价补贴标准；明确了相关配套规定；明确了政策适用范围。	2013年8月
国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知	国家发改委	从2013年9月25日开始，降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；在上述电价基础上，通过提高上网电价鼓励企业采用新技术提高环保标准。	2013年9月
关于进一步疏导环保电价矛盾的通知	国家发改委	疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。	2014年5月

关于促进抽水蓄能电站健康有序发展有关问题的意见	国家发改委	促进电站建设步伐适度加快,计划到 2025 年,全国抽水蓄能电站总装机容量达到约 1 亿千瓦,占全国电力总装机的比重达到 4%左右。	2014 年 11 月
关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知	国家发改委	自 4 月 20 日起,将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱。同时,全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。电价调整后,继续对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、惩罚性电价和阶梯电价政策,促进产业结构升级和淘汰落后产能。	2015 年 4 月

资料来源:联合评级整理

总体看,目前我国电力行业政策总体上鼓励清洁能源发展,对火电行业在环保和产业结构升级等方面提出了更高要求。

行业关注

(1) 宏观经济下行时发电量的减少对发电企业收入造成不利影响

电力生产行业具有相当强的周期性。周期性运行的电力行业与宏观经济的关联度非常高,电力行业与宏观经济的发展息息相关。宏观经济波动导致经济基本面出现波动,继而导致全社会用电普遍出现波动,因此,宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期,国民经济对电力总体需求会下降,电力企业收入和利润将会下降。

(2) 环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高,大气污染问题逐步凸显,灰霾等重污染天气频发,大气环境治理要求越发迫切。目前我国火电占比约七成,随着污染物排放标准趋严,火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加,进而增加火电行业运营成本。

(3) 上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

2013年10月15日,国家发展改革委颁发《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》(以下简称“通知”),决定在保持销售电价水平不变的情况下适当调整电价水平。根据通知,自2013年9月25日起,国家将降低有关省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价,同时适当降低跨省、跨区域送电价格标准。上网电价下调将会对火力发电企业的利润空间产生一定的影响。

(4) 电煤价格的波动是影响火电企业稳定经营的主要因素

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。2012年,由于宏观经济增速的放缓,上半年对煤炭的需求减少,煤炭价格出现了较大幅度的下跌,发电企业的盈利能力有所好转。进入2013年,国家正式取消重点合同,取消电煤双轨制,电煤价格由企业双方自主协商确定,使得电煤价格符合市场要求,改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014年以来,煤炭价格呈震荡下跌趋势,进一步缓解了电力行业的成本压力。

总体看,目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定负面影响,而且上网电价上调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业的影响也值得关注。

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。

总体看，我国未来电源建设将更加注重结构调整。未来随着工业化的深入和城市化的推进，电力行业拥有广阔的需求和发展空间，核电、水电和风电等清洁能源将获得良好的发展机遇。

2. 煤炭行业

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。

(1) 资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

(2) 煤炭下游需求

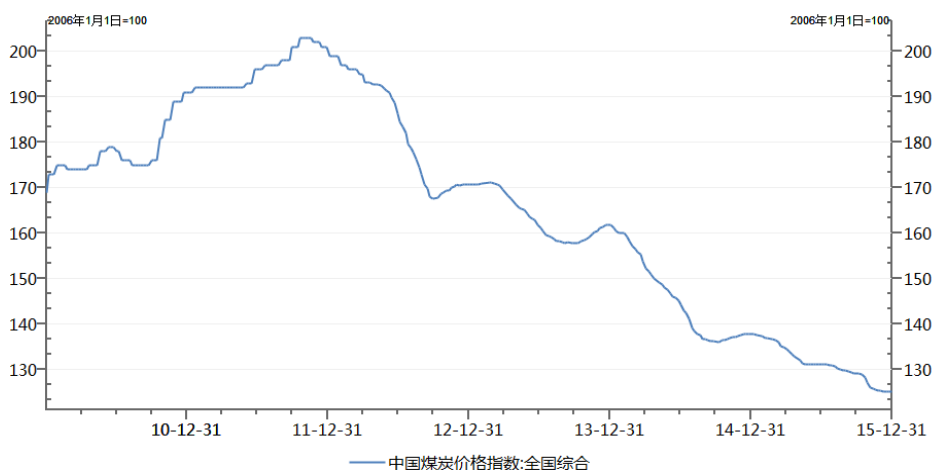
2011年，受控制通胀及紧缩银根的宏观政策影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增幅较2010年基本持平。2011年四季度以来，国民经济增速超预期放缓，对煤炭下游需求形成抑制。2012年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降。2013年，煤炭需求总量同比增长3.7%，增速较上年有所提高。2014年2月26日，国家统计局公布了《2014年国民经济和社会发展统计公报》显示，中国煤炭消费总量出现本世纪的首次同比下降，2014年煤炭消费量比2013年下降2.9%。据此推算，2014年中国煤炭消费量约为35.10亿吨。《2015年国民经济和社会发展统计公报》显示，全年煤炭消费量占能源消费总量的64.0%，为27.52亿吨。

(3) 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%。2014 年，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 年至今，煤炭价格仍维持持续下滑趋势。

图 2 近年来中国煤炭价格指数变动情况



资料来源: wind 资讯

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。

行业政策

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。

2015年1月，国家发展改革委等10个部门以联合令的形式发布了《煤矸石综合利用管理办法》，我国禁止新建煤矿及选煤厂建设永久性煤矸石堆场。

2015年3月，国家能源局下发文件，要求做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作；国家发改委牵头召开专题会议，对涉及违法违规建设的产煤省份和煤矿进行约谈，提出了“四个严格”，即严格治理违法违规建设生产、严格治理超能力生产、严格治理不安全生产、严格治理劣质煤生产使用；2015年5月，国家能源局又连发《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》和《做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》两份文件，足以看出政府对严控煤炭产能的力度和决心。

2016年2月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，意见是煤炭本轮供给侧改革的中央政府统筹性文件，包含了产能关停、人员安置、债务处置三大目标，意见中，产能目标由7亿吨变为退出5亿吨+减量重组5亿吨，在债务处置方面意见与此前政策保持一致口径，且再次强调了支持发债降低资金成本、支持银行向金融资产管理公司打包转让不良资产、鼓励保险资金等长期资金参与兼并重组等方式。

总体看，近年来煤炭产能快速增长，随着国内经济增速放缓，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。

行业展望

（1）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5,000万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4,000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。

（2）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，既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。

（3）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。

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。

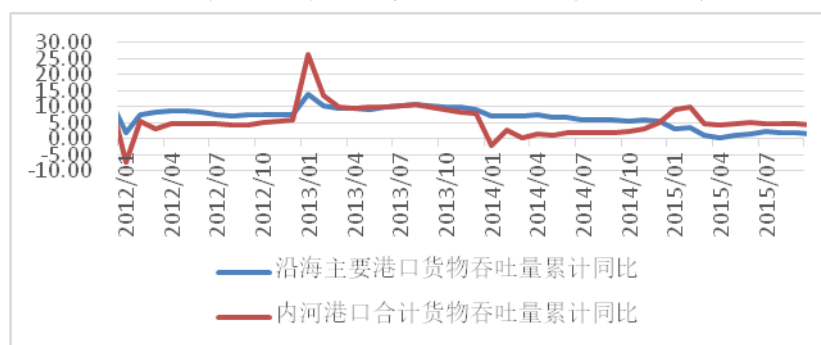
总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。

3. 港口行业

行业概况

港口作为国民经济和社会发展的基础设施，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%。2015年经济下行压力依然没有得到有效缓解，2015年1~9月，中国港口完成货物吞吐量85.99亿吨，同比增长3.42%，其中沿海港口完成59.28亿吨，同比增长4.80%；内河港口完成26.71亿吨，同比增长1.90%。

图3 2012~2015年沿海及内河港口货物吞吐量累计同比走势 单位：%



资料来源：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。

行业经营管理模式

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。

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

《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；集装箱高于散杂货的现状。

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）、瑞土地中海航运、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。

行业发展趋势

根据中港网发布数据显示，2015 年世界港口吞吐量排名前十位中，除第三名、第九名和第十名外，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 2014 年的 81.51%下降至 2015 年的 73.69%，反映出在中国在经济结构转型升级和去产能等供给侧改革等大背景下，中国港口货物吞吐量增长受到影响，出现相应结构性变化。中国是世界上拥有亿吨港口数量最多的国家。2015 年全国沿海规模以上港口完成货物吞吐量 78.4 亿吨，同比增长 1%，增幅比上年同期回落 4.6 个百分点，其中外贸完成 32.5 亿吨，同比增长 0.7%，增幅比上年同期回落 5.2 个百分点。

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、码头经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。

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。

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。

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。

总体看，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。

行业关注

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。

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

的天然气管、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。

总体看，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是由国家出资设立的中央直属企业，资产规模较大，承担一定的国有资产结构调整职能，政府对其支持力度较大，2013~2014年，公司分别收到国有资本经营预算资金19.44亿元和10亿元。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，也是公司长期稳定和长远发展的基础和重点。

电力方面，截至2016年3月底，公司火电控股装机容量为1,224.60万千瓦，水电装机容量为1,672.00万千瓦，风电装机容量为64.05万千瓦，光伏发电装机容量为10.80万千瓦。

煤炭方面，截至2016年3月底，公司已占有和控制的煤炭地质储量为12.31亿吨，可采储量为4.26亿吨，已建成煤炭矿井16对，核定生产能力3,693万吨/年，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2016年3月底，公司已经投运控股港口吞吐能力达20,254万吨，其中曹妃甸10,000万吨、京唐港4,400万吨、洋浦港760万吨、镇江港2,694万吨、孚宝洋浦码头2,400万吨。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；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。

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。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2015年底，公司累计退出项目1,205个，回收资金27.38亿元。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2016年3月底，公司直接及间接持有安信证券50.76%的股权，为其实际控制人。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建设1条3,200T/D新型干法熟料水泥生产线，可年产硅酸盐水泥熟料105万吨。

国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目，经营主体为中国成套设备进出口（集团）总公司（以下简称“中成集团”）和中国电子工程设计院（以下简称“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，2015年，中成集团新签合同额总计47.13亿元。

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。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员9人，包括董事长1人、总裁1人、副总裁5人、总会计师1人、纪检组组长1人。

公司董事长王会生先生，1956年出生。历任国家计委投资司处长，国家开发银行综合计划局副局长，国家开发投资公司综合计划部主任、总经理助理兼综合计划部主任、总工程师兼综合计划部主任，国家开发投资公司副总经理、党组成员，国家开发投资公司总裁、党组书记，国家开发投资公司董事长、党组书记。

公司总裁冯士栋先生，1956年出生。历任煤炭部办公厅秘书，中国统配煤矿总公司办公厅秘书，国家能源投资公司办公厅秘书，国能煤炭实业开发公司副总经理，国投煤炭公司副总经理、总经理，国家开发投资公司煤炭投资部总经理，国投电力公司总经理，国家开发投资公司副总裁、党组成员，国家开发投资公司董事、总裁、党组成员。

截至2014年底，公司合并口径从业人员99,091人，其中总部人员占比0.39%、电力板块人员占比10.95%、煤炭板块人员占比45.94%、交通板块人员占比6.51%、高科板块人员占比8.90%、金融板块人员占比5.91%，其他板块人员占比合计21.40%。截至2015年底，公司合并口径从业人员减少至89,222人。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，从业人员分布符合公司板块分布特点。

五、公司管理

1. 公司治理

公司是由国家出资设立的中央直属企业，国务院国资委代表国家履行出资人职责。国务院向公司派驻国有重点大型企业监事会，依法对公司的国有资产保值增值状况实施监督。

公司不设股东会，由国资委依据国家法律、法规的规定，代表国务院履行出资人职责。公司根据公司章程建立了规范的董事会。公司董事会目前由8名董事组成，其中外部董事5名，非外部董事3名（包括1名职工董事）。董事会是公司最高决策机构，董事长是公司法定代表人。董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会。经理层是公司执行机构，负责支持和执行董事会决策，负责公司日常经营管理活动。

公司设监事会，目前公司监事会由6名监事组成，包括1名监事会主席、3名专职监事、2名职工监事。监事会的主要职责是对公司资产运行的决策、执行行为及国有资产保值增值状况进行全过程监督；对财务报告是否真实反映公司财务状况进行监督等。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理及内控

对子公司管理方面，公司建立起以资本为纽带的母子公司管理体制，实行总部—子公司—投资企业三级管理。总部作为战略决策中心、投资决策中心、营运监管中心和信息共享服务中心，负责公司发展战略、经营目标、对外投资等重大事项的决策。监督子公司、投资企业经营管理，提供支持服务。公司投资企业全部建立了规范的法人治理结构。按照《公司法》的规定，公司对投资企业委派或任免董事、监事，按照财务年度和任期对经营管理层实施经济、社会和环境综合业绩考核和监督。

资金管理方面，公司实施资金集中管理，以资金计划管理为基础，借助银企直联网络技术和财务软件，以集团内部财务公司作为平台，对各单位资金进行统一归集、合理调度、专业运作和统筹管理，从而发挥集团资金规模优势。集团总部财务会计部为集团资金集中管理工作的归口管理部门，负责组织、协调、指导和监督集团整体的资金集中管理工作，制定集团资金集中管理的相关制度、实施集团企业银行账户管理工作，编制集团资金平衡计划、制定资金调度方案和融资方案、审核内部资金借贷行为，并指导、监督财务公司的业务运作。集团财务公司是集团资金集中管理的服务机构，致力于加强集团资金集中管理，提高集团资金的使用效率；为集团内部各单位提供存贷款、交易款项结算收付、票据承兑与贴现、担保等内部金融服务，并适时开展同业拆借、保险代理、发行债券、投资理财等外部金融业务。

融资管理方面，集团总部财务会计部依据汇总平衡的年度资金计划，研究并提交全年对外融资方案，报集团总部领导审批后，负责具体落实或督办。各成员单位有融资需求时，优先向集团申请借款。对于各成员单位的借款申请，由各成员单位逐级上报集团总部财务会计部，由集团总部财务会计部根据集团资金平衡计划与实际情况统筹安排，一般采用内部委托贷款、财务公司自营贷款、外部融资等方式。集团成员单位10亿元以上对外项目融资，由集团总部牵头进行银团招标融资。此外，公司还制定了《国家开发投资公司（集团）资金集中管理暂行办法》、《国投集团成员企业重大融资业务指导意见》等制度，进一步完善了公司在企业融资方面的运作。

投资管理方面，公司对集团内成员单位的对外投资决策进行总部统一管理，各成员单位有对外投资机会，编制投资方案上报集团总部。总部战略发展部、经营管理部、财务会计部和法律事务部从财务评价、风险分析、公司战略发展等方面提出独立意见，重大投资项目要通过投资决策

委员会审议后提交公司总裁办公会进行决策。

担保管理方面，公司制定了《国家开发投资公司担保业务管理办法》，一是规定担保对象仅限于公司股权投资企业，且经营正常，相关财务指标符合制度要求。公司严禁对无股权关系的集团外企业提供担保，对参股企业担保实施严格控制。二是担保审批从严控制、一事一议、专项审批。担保业务属于财务重要事项，审批决策权集中于总部。控股、参股企业对外提供担保，须由相关子公司履行总部决策审批流程，经批准后方可在董事会或股东会上发表决策意见。相关董事会或股东会决议应报总部财会部备案。三是担保方式原则上优先选用权利质押、资产抵押等担保方式，严格控制保证（信用）担保方式。四是规定提供担保的单位负责人为本单位担保管理第一责任人，有关担保业务出现损失的，应对责任人进行责任追究。

安全生产管理方面，公司确立了总部监督、协调和服务，子公司专业化管理，投资企业具体落实的统一领导、分级管理、逐级负责的安全生产管理模式，构建了与公司发展相适应、符合公司经营特点的集团化安全生产管理体系。公司总部、子公司及投资企业都成立了安全生产管理委员会，建立了安全生产管理机构。投资企业董事会把安全生产作为专项内容列入议事日程。公司制定了《安全生产管理规定》、《安全生产业绩考核办法》等制度，严格落实安全生产责任制，明确各级主要负责人为安全生产第一责任人，形成了总部、子公司及投资企业各负其责，一级对一级负责的安全生产责任体系。

总体看，公司根据其业务特点制定一系列管理制度，管理模式基本适应目前公司业务运营的需要。但近年来，公司经营规模扩张速度快，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

六、经营分析

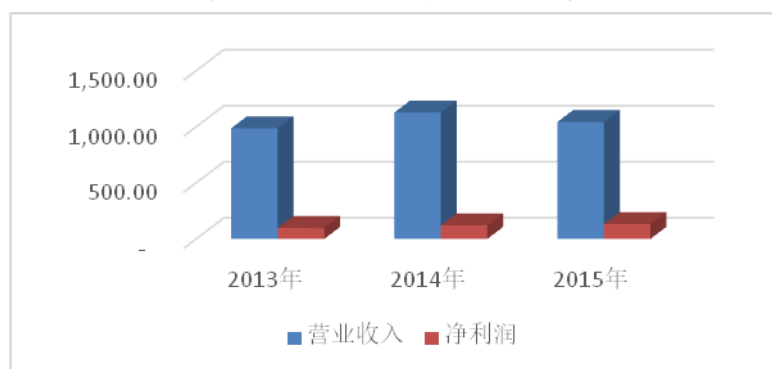
1. 经营概况

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。截至目前，公司经营仍以实业板块为主。

2013年12月，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57.25%的股权，成为安信证券的控股股东，因未完成控制权转移，当年未纳入公司合并范围。2014年4月，公司受让浙江金桥创业投资有限公司等3家公司持有的安信证券0.75%的股权，安信证券纳入公司合并范围，公司资产总额、收入规模均呈较大规模增长。2015年2月，上市公司中纺投资发展股份有限公司（以下简称“中纺投资”）发行股份购买安信证券100%股权，资产重组完成后，公司直接持有中纺投资46.13%的股权，对其形成控股，目前中纺投资已更名为“国投安信股份有限公司”。

公司整体经营规模较大，2013~2015年，公司实现营业总收入分别为986.44亿元、1,126.20亿元和1,042.40亿元，呈波动增长态势，年均复合增长2.80%；分别实现净利润96.64亿元、119.97亿元和131.31亿元，呈持续增长态势，年均复合增长16.56%，增速高于收入增速。

图4 近三年公司营业总收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

从公司营业总收入构成来看，公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入构成。2014年，因安信证券纳入公司合并范围影响，公司手续费及佣金收入由2013年的9.96亿元增长至53.65亿元，2015年，证券市场交投活跃，公司手续费及佣金收入大幅上升至120.11亿元。2015年，营业收入、利息收入和手续费及佣金收入占营业总收入的比例分别为83.69%、4.79%和11.52%。

表2 公司营业总收入构成情况表（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
营业总收入	986.44	1,126.20	1,042.40
其中：营业收入	974.19	1,050.00	872.37
利息收入	2.29	22.55	49.92
手续费及佣金收入	9.96	53.65	120.11

资料来源：公司提供

从营业收入结构来看，国内实业、国际业务是公司收入来源的主要部分。2015年，公司国内实业、国际业务和金融及服务业收入在营业收入中占比分别为65.10%、31.85%和8.31%。公司国内实业收入主要来源于电力和煤炭行业，2015年，售电量规模较上年大幅下降，公司电力板块实现收入较2014年有所下降；受煤炭行业市场需求不振、淘汰落后产能等因素影响，公司煤炭板块实现收入持续下降。2015年，公司国际业务收入规模较2014年大幅下降，但受公司营业收入大幅下降影响，公司国际业务在营业收入中占比由2014年的30.10%上升至31.85%。2015年，公司金融及服务业板块业务收入受市场利好影响，较2014年有所上升。

从毛利率情况来看，受近年煤炭价格持续下跌影响，一方面，公司电力板块成本持续走低，电力板块毛利率同比增长4.69个百分点至50.98%。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4.51个百分点至3.87%，处于较低水平。公司金融及服务业快速发展，2014年公司启动完成安信证券与中纺投资的重大资产重组，壮大公司资金实力，拓宽业务空间，2015年，公司金融与服务业实现毛利率28.42%，同比下降5.73个百分点，主要系电子院工程设计院受宏观经济形势影响毛利下降以及中纺投资毛利率下降所致。受上述板块毛利率波动影响，2015年公司整体毛利率小幅上涨至27.78%。

表3 2013~2015年公司主营业务收入、毛利及毛利率情况（单位：亿元、%）

行业		2013 年			2014 年			2015 年		
		收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
国内实业	电力	352.35	38.84	36.16	409.25	46.29	38.98	325.08	50.98	37.26
	煤炭	176.86	20.55	18.15	167.66	8.38	15.97	119.07	3.87	13.65
	交通	39.11	49.12	4.01	39.04	46.79	3.72	32.54	35.74	3.73
	物流	8.84	-4.86	0.91	5.81	-15.92	0.55	0.53	11.32	0.06
	高科	48.16	14.37	4.94	50.44	15.30	4.80	52.70	17.36	6.04
	化肥	42.77	60.74	4.39	42.24	60.32	4.02	37.99	60.59	4.35
	小计	668.09	33.66	68.57	714.43	35.56	68.04	567.91	37.71	65.10
金融及服务业		63.44	23.39	6.51	62.55	34.15	5.96	72.49	28.42	8.31
国际业务		277.15	5.92	28.44	316.04	4.78	30.10	277.82	5.62	31.85
板块间抵消		-34.49	--	-3.54	-43.01	--	-4.10	-45.85	17.47	-5.26
合计		974.19	26.00	100.00	1,050.00	27.07	100.00	872.37	27.78	100.00

资料来源：公司提供

公司投资收益规模较大，对公司营业利润影响较大，2013~2015 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 31.16%、40.92%和 45.93%，占比较大。公司投资收益主要来自于权益法核算的长期股权投资收益、子公司金融资产投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益，2015 年，公司实现投资收益 67.16 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 6.36 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 4.18 亿元，其他主要系金融资产投资收益 56.62 亿元，金融资产投资收益占比较大。公司投资收益受宏观经环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。

表4 2015年公司投资收益组成情况（单位：亿元）

产生投资收益的来源	金额	占比
权益法核算的长期股权投资收益	6.36	9.47%
处置长期股权投资产生的投资收益	4.18	6.23%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	8.13	12.11%
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	12.30	18.32%
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0.08	0.13%
可供出售金融资产等取得的投资收益	16.38	24.39%
处置可供出售金融资产取得的投资收益	23.76	35.38%
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	0.27	0.40%
其他	-4.31	-6.42%
合计	67.16	100.00%

资料来源：公司审计报告

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 208.28 亿元，同比下降 18.58%；实现营业收入 182.51 亿元，较上年同期下降 19.27%，主要系电力及煤炭板块收入大幅下滑所致；实现净利润 32.19 亿元，较上年同期下降 25.35%。

总体看，公司营业收入规模较大，收入构成以电力、煤炭及国际业务为主，公司整体毛利率水平一般；公司投资收益对营业利润贡献较大，面临一定波动风险。

2. 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。

电力板块

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 2015 年底，公司持股 51.34%，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 5 公司主要电力经营指标（单位：万千瓦、亿千瓦时）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
装机容量	2,860.30	3,321.75	2,885.50	2,967.25
发电量	1,228.38	1,396.83	1,261.19	283.30
售电量	1,183.02	1,348.23	1,235.61	274.12

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，2013~2015 年，公司水电装机容量和发电量有所上升，火电发电量有所下降，公司电源结构逐步优化，截至 2015 年底，公司可控装机容量减少至 2,885.50 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”）失去控制权，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 1,598.00 万千瓦减少至 1,158.60 万千瓦。截至 2016 年 3 月底，因雅砻江桐子林电站最后一台机组 15 万千瓦和哈密风电淖毛湖一期 4.95 万千瓦投产，公司火电控股装机容量较年初有所增长，公司可控装机容量上升至 2,967.25 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。截至 2016 年 3 月底，公司火电控股装机容量为 1,224.60 万千瓦，水电装机容量为 1,672.00 万千瓦，风电装机容量为 64.05 万千瓦，光伏发电装机容量为 10.80 万千瓦，公司电力业务以水电和火电为主。

水电方面，公司在建和拟建项目主要以雅砻江流域整体开发为主。2013 年，公司锦屏一级、锦屏二级水电站已全面投产，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，公司清洁能源装机规模有望持续增长，公司电源结构将进一步得到优化。

火电方面，近年来公司火电项目建设顺利推进，2013 年公司投运的火电项目有伊犁热电、盘江电厂一期；随着 2014 年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。截至 2016 年 3 月底，公司火电在建项目主要有板集电厂、北疆二期、钦州二期、湄洲湾二期，在建水电项目主要有两河口、杨房沟、桐子林。

发售电量方面，受宏观经济下行影响，2015 年，公司发、售电量均较 2014 年有一定程度下降。2015 年公司发电量 1,261.19 亿千瓦时，同比下降 10.36%；同期公司售电量 1,235.61 亿千瓦时，同比下降 7.76%。2016 年 1~3 月，公司发电量 283.30 亿千瓦时，售电量 274.12 亿千瓦时。

表 6 公司控股电厂平均设备利用小时数 (单位: 小时)

类别	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
水电	5,074.96	4,335.64	4,599.74	1,035.03
火电	4,720.85	4,112.50	3,272.26	891.54
风电	1,826.05	1,802.94	1,360.22	380.17
光电	1,642.56	1,588.82	1,598.06	329.93

资料来源: 公司提供

2014 年, 水电、火电、光电和风电平均设备利用小时均有不同程度下降, 其中火电平均设备利用小时数为 4,112.50 小时, 同比下降 608.35 小时; 水电平均设备利用小时数为 4,335.64 小时, 同比下降 739.32 小时; 光电平均设备利用小时数为 1,588.82 小时, 同比下降 53.74 小时; 风电平均设备利用小时数为 1,802.94 小时, 同比下降 23.11 小时。2014 年, 随着国内发电装机容量快速增长, 而需求增长缓慢, 全年发电设备利用小时数同比有所减少, 受此大环境因素影响, 公司 2014 年各类型发电设备利用小时数均同比有所减少。2015 年, 公司光电和水电平均设备利用小时较上年度有一定程度提高, 受宏观经济下行、用户需求减弱影响, 公司风电和火电平均设备利用小时数较上年度大幅下降, 其中火电平均设备利用小时数为 3,272.26 小时, 同比下降 840.24 小时; 风电平均设备利用小时数为 1,360.22 小时, 同比下降 442.72 小时。

表 7 公司主要电力平均销售电价 (单位: 元/千瓦时)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
火电	0.4221	0.4155	0.2682	0.3096
水电	0.2791	0.2942	0.2903	0.3109
风电	0.5347	0.5548	0.5628	0.5740
光电	1.1162	1.1156	1.1127	1.1230

资料来源: 公司提供

从平均销售电价来看, 近年来, 公司火电平均销售电价呈持续下降趋势, 从 2013 年的 0.4221 元/千瓦时大幅下降至 2015 年的 0.2682 元/千瓦时, 特别是 2015 年受国家下调火电上网标杆电价影响, 公司火电平均销售电价由 2014 年的 0.4155 元/千瓦时大幅下跌至 0.2682 元/千瓦时; 水电平均销售电价波动增长, 从 2013 年的 0.2791 元/千瓦时增长至 2015 年的 0.2903 元/千瓦时; 风电平均销售电价由 2013 年的 0.5347 元/千瓦时持续上升至 2015 年的 0.5628 元/千瓦时, 光电平均销售电价由 2013 年的 1.1162 元/千瓦时持续下降至 1.1127 元/千瓦时, 风电和光电销售价格保持在较高水平。2016 年 1~3 月, 公司各类型平均销售电价均呈现不同程度上升态势。目前, 国内宏观经济下行, 预计火电、水电销售电价仍将维持低位。

表 8 截至 2016 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	1,470.00	四川、重庆、江苏	52.00	控股
	大朝山	135.00	云南	50.00	控股
	小三峡	67.00	甘肃	60.45	控股
	合计	1,672.00	-	-	-
火电	北疆	200.00	天津	64.00	控股
	靖远二电	132.00	甘肃	51.22	控股
	嵩屿	120.00	福建	56.00	控股
	福建太平洋	78.60		51.00	控股
	北海	64.00	广西	55.00	控股
	钦州	126.00		61.00	控股
	宣城	129.00	安徽	51.00	控股
	盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	伊犁	66.00	新疆	100.00	控股
	哈密发电	132.00	新疆、河南	100.00	控股
	昔阳安平	30.00	山西	51.00	控股
	国投大同	27.00		95.00	控股
	晋城热电	60.00		99.82	控股
	合计	1,224.60	-	-	-
风电	白银风电	9.45	甘肃	64.89	控股
	酒泉一风电	9.90		42.18	控股
	酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	青海风电	4.95		64.89	控股
	哈密风电	9.90	新疆	64.89	控股
	吐鲁番风电	4.95		64.89	控股
	东川风电	4.80	云南	64.89	控股
	合计	64.05	-	-	-
光电	敦煌	2.80	甘肃	64.89	控股
	格尔木	5.00	青海	64.89	控股
	石嘴山	3.00	宁夏	64.89	控股
	合计	10.80	-	-	-

资料来源：公司提供

从上表可以看出，公司可控装机容量以水电和火电为主，截至 2016 年 3 月底，公司水电和火电可控装机容量分别为 1,672.00 万千瓦和 1,224.60 万千瓦，水电主要分布在四川、重庆，火电主要分布在新疆、甘肃、福建、天津等地。

2013~2015 年，公司电力板块分别实现收入 352.35 亿元、409.25 亿元和 325.08 亿元，呈波动下降态势，但收入规模较大，2016 年 1~3 月，公司电力板块实现收入 71.19 亿元。

总体看，公司电力板块规模较大，未来随着公司在建、拟建项目的投产，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。但联合评级也关注到 2013 年以来火电、水电发电设备平均利用时间和火电平均售价的持续下滑等因素给公司电力板块带来的不利影响。

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及控股子公司国投新集能源股份有限公司（截至 2015 年底持股 35.21%，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 2016 年 3 月底，公司已控制的煤炭地质储量为 12.31 亿吨，可采储量为 4.26 亿吨，已建成煤炭矿井 16 对，核定生产能力 3,693 万吨。

表 9 近年来公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
原煤产量	3,327.39	3,176.19	2,764.35	617.52
商品煤销量	2,973.51	2,756.47	2,369.48	563.29
煤炭均价	407.46	347.57	269.09	268.98

资料来源：公司提供

注：此表数据中商品煤销量未剔除合并范围内销售部分

近年来，随着市场对煤炭的需求减弱，公司原煤产量和商品煤销售均呈持续下降态势，其中原煤产量由 2013 年的 3,327.39 万吨下降至 2015 年的 2,764.35 万吨，商品煤销量由 2013 年的 2,973.51 万吨下降至 2015 年的 2,369.48 万吨。2013~2015 年，公司煤炭均价呈持续下跌态势，三年分别为 407.46 元/吨、347.57 元/吨和 269.09 元/吨。2016 年 1~3 月，公司原煤产量 617.52 万吨，商品煤销量 563.29 万吨，煤炭均价 268.98 元/吨，煤炭销售均价呈持续下降态势。目前，国内宏观经济下行，市场需求低迷，预计煤炭销售均价仍将低位运行。

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。

2013~2015 年，公司煤炭业务板块分别实现业务收入 176.86 亿元、167.66 亿元和 119.07 亿元，呈持续下降态势。2016 年 1~3 月，公司煤炭业务板块实现业务收入 27.37 亿元，煤炭板块业务收入下滑明显。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，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，公司煤炭业务收入受市场环境有所影响有所下降，煤炭销售均价呈持续下降态势，目前煤炭市场需求不振，煤炭业务板块面临一定经营压力。

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”）主要从事港口和相关配套项目的开发、经营和管理。2015 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、孚宝洋浦港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。

公司港口业务主要以散货业务为主，集装箱业务吞吐量较小。2015 年交通公司全年完成货物吞吐量 1.63 亿吨，同比下降 20.70%，主要系宏观经济下行影响，公司各港口吞吐量均有所下降所致，其中曹妃甸港口散货吞吐量同比下降 35.67%至 4,913.18 万吨。镇江港港口散货吞吐量同比下降 17.59%至 5,575.30 万吨。2016 年 1~3 月，控股港口完成吞吐量 3,768.82 万吨。目前，国内宏观经济仍维持下行趋势，预计短期内公司各港口业务吞吐量将维持下降趋势。

表 10 公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
曹妃甸	6,928.00	7,637.29	4,913.18	1,118.68
京唐港	5,335.00	5,268.07	4,964.04	1,017.60
洋浦港	824.00	828.74	803.06	194.58
镇江港	7,100.00	6,765.00	5,575.30	1,371.10
吞吐量合计	20,187.00	20,499.10	16,255.59	3,768.82

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司交通业务板块分别实现业务收入 39.11 亿元、39.04 亿元和 32.54 亿元，占营业收入比重分别为 4.01%、3.72%和 3.73%，占比略有下降。2016 年 1~3 月，公司交通业务板块实现营业收入 5.35 亿元，占营业收入比重为 2.93%。

总体看，公司交通业务板块收入较为稳定，主要港口散货吞吐量呈增长态势，受宏观经济增速放缓影响，2015 年，公司主要港口散货吞吐量有所下降。

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。受物流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，公司转让了全部航运板块。

2013~2015 年，公司物流业务板块分别实现营业收入 8.84 亿元、5.81 亿元和 0.53 亿元，收入规模较小。

总体看，公司物流业务板块收入规模较小，对公司收入贡献度较低。

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”）和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 800 万只/年，是国内市场的领军企业，国内排名第一，在世界排名第三。2015 年，亚普公司生产油箱

688.33 万只，同比增长 7.66%；全年销售油箱 670.89 万只，同比下降 12.76%。

国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售，2015 年国投中鲁销量为 10.88 万吨，主要以苹果清汁、梨汁和地瓜汁为主。

2013~2015 年，公司高科板块实现营业收入 48.16 亿元、50.44 亿元和 52.70 亿元，呈微幅增长态势。

总体看，近年来，公司高科板块营业收入呈微幅增长态势，对营业收入的贡献度较低。

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”）是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。截至 2015 年底，公司硫酸钾生产能力合计 140 万吨/年。

表 11 公司主要化肥硫酸钾经营指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
产量（万吨）	147.06	143.29	157.12	59.30
销量（万吨）	160.33	143.21	147.14	31.52
均价（元/吨）	2,608.90	2,833.99	2,576.75	1,987.40

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司硫酸钾产量分别为 147.06 万吨、143.29 万吨和 157.12 万吨，呈波动增长态势；硫酸钾销量分别为 160.33 万吨、143.21 万吨和 147.14 万吨，呈波动下降态势。2013~2015 年，公司化肥销售均价分别为 2,608.90 元/吨、2,833.99 元/吨和 2,576.75 元/吨，波动幅度较大，主要系市场价格波动所致。产销率情况来看，公司 2013~2015 年公司产销率分别为 109.02%、99.94% 和 93.65%，呈持续下降趋势。

2013~2015 年，公司化肥业务板块实现营业收入 42.77 亿元、42.24 亿元和 37.99 亿元，呈持续下降态势，2016 年 1~3 月，公司化肥业务板块实现营业收入 6.67 亿元。

总体看，近年来，公司硫酸钾产量波动增长，销量波动下降，均价波动幅度较大。

3. 金融服务业板块

公司金融及服务业板块子公司主要有：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”）、中国投融资担保股份有限公司（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 2015 年底，国投信托管理规模达 1,206 亿元。截至 2015 年底，国投信托资产规模 61.75 亿元，所有者权益 55.71 亿元；2015 年，国投信托实现营业收入 14.49 亿元，净利润 12.96 亿元。2016 年 1~3 月，国投信托管理信托规模为 1,437 亿元。

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。2015 年，公司成员企业在国投财务公司开户 242 户，全年月均资金归集率为 88.60%；日均吸收存款余额 162.6 亿元；日均投放贷款规模为 126.1 亿元。截至 2015 年底，国投财务公司资产规模 228.33 亿元，所有者权益 30.66 亿元；2015 年，国投财务公司实现营业总收入 8.06 亿元，净利润 5.07 亿元。

国投瑞银基金管理有限公司是国投信托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 2015 年底，国投瑞银管理资产总规模 2,176 亿元，较上年增加 1,187 亿元，增长 120%，其中公募基金规模 960 亿元，较上年增加 494 亿元，增长 106%；专户子公司资管计划 1,009 亿元，较上年增加 619 亿元，增长 159%。截至 2015 年底，国投瑞银资产规模 11.23 亿元，所有者权益 7.85 亿元；2015 年，国投瑞银实现营业总收入 8.75 亿元，净利润 2.28 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。2015 年，中谷期货吸收合并安信期货，截至 2015 年底，中谷期货保证金规模达到 30 亿元。截至 2015 年底，中谷期货资产规模 74.83 亿元，所有者权益 10.06 亿元；2015 年，中谷期货实现营业总收入 7.96 亿元，净利润 1.24 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 年底，中投保担保余额达到 1,742 亿元。截至 2015 年底，中投保资产规模 104.06 亿元，所有者权益 63.86 亿元；2015 年，中投保实现营业收入 7.19 亿元，净利润 6.03 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。高新公司 2015 年完成投资项目 14 个，投资额 1.79 亿元，其中高新投资完成投资项目 3 个，投资额 1.49 亿元，回收资金 1.03 亿元；国投创新完成投资项目 2 个，投资额 0.23 亿元；海峡基金完成投资项目 9 个，投资额 0.06 亿元。截至 2015 年底，高新公司资产规模 71.36 亿元，所有者权益 62.40 亿元；2015 年，高新公司实现营业总收入 2.73 亿元，净利润 4.35 亿元。

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。2015 年，电子院设计咨询业务收入 10.36 亿元，同比增长 4.74%，工程承包业务受到国内整体投资放缓的影响，业务量出现下滑，实现收入 17.60 亿元，同比下降 11.55%。

截至 2015 年底，安信证券在北京、上海、广州、佛山、汕头等地设有 36 家分公司，在全国范围内拥有 178 家证券营业部。截至 2015 年底，安信证券资产总额 1,363.07 亿元；2015 年实现营业收入 132.41 亿元，净利润 46.01 亿元。

2013~2015 年，公司金融及服务板块分别实现收入 63.44 亿元、62.55 亿元和 72.49 亿元，分别占营业收入的 6.51%、5.95%和 8.31%，占比波动上升；2016 年 1~3 月，公司金融及服务板块实现营业收入 15.35 亿元，在营业收入中占比 8.41%。

总体看，公司金融及服务板块业务较为齐全，近年来收入规模较为稳定。

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。目前亚普汽车行业排名中国第一、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 2×3,200T/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 105 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，2015 年进出口额 14.25 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。

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”）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，2015 年，中成集团新签合同额总计 47.13 亿元，同比下降 42.3%。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 1,500 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。2015 年，中成集团在建援外项目分布在孟加拉、埃塞俄比亚等非洲国家，所有境外项目都与所在国家建立了良好的国际关系。

总体看，公司国际业务规模较大，国际业务的良好发展有利于公司成为“国际一流投资控股公司”的战略目标持续推进。

5. 经营效率

2013~2015 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 19.29%和 18.50%，均呈增长

态势：营业总收入和净利润复合增长率分别为 2.80%和 16.56%，受投资收益等大幅增长影响，净利润增速高于营业总收入增速。

2013~2015 年，公司应收账款年均复合下降 11.77%，公司应收账款周转率呈持续下降态势，分别为 10.86 次、10.78 次和 10.43 次；公司存货呈波动下降态势，年均复合下降 10.19%，致使存货周转率呈波动下降趋势，分别为 5.95 次、6.12 次和 5.69 次；总资产周转率持续下降，分别为 0.30 次、0.28 次和 0.22 次。

总体来看，公司整体经营效率较好。

6. 在建工程

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，公司将装机容量将进一步增加，公司发电能力将进一步增强，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 2016 年 3 月，公司在建项目计划总投资合计 1,558.53 亿元，已投资 502.77 亿元，尚需投资 1,055.76 亿元。

表 12 截至 2016 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资		截至 16 年 3 月底已投资	投资计划		
	自有资金	外部融资		2016 年	2017 年	2018 年
桐子林水电站	12.51	50.06	51.57	3.54	0	0
两河口水电站	132.91	531.66	170.9	49.26	55.78	63.22
杨房沟水电站	40.01	160.02	19.74	12.17	10.38	13.22
北疆电厂二期	23.82	95.28	32.16	31.4	29.1	18.3
钦州电厂二期	13.89	55.55	37.65	16.69	7.3	1.5
湄洲湾电厂二期	22.33	45.34	33.38	29.42	3.4	0.9
板集电厂	13.27	53.09	7.61	37.53	0	0
小计	258.74	991.00	353.01	180.01	105.96	97.14
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	2.07	6.00	--	--
钦州港国投煤炭码头工程	4.46	10.4	11.40	2.80	--	--
海南省洋浦港油品码头及配套储运设施工程	10.69	19.86	29.42	0.20	--	--
小计	17.03	34.64	42.89	9.00	--	--
板集煤矿及选煤厂	24.95	40.51	45.13	2.65	2.78	3.15
杨村煤矿及选煤厂	23.07	42.05	21.55	3.68	4.51	3.45
罗钾 120 万吨钾肥扩能	8.86	20.68	18.33	3.41	2.28	1.32
哈密一矿	17.06	39.81	18.36	5.21	6.24	7.5
晋城里必煤矿	12.04	28.09	3.50	3.70	3.82	5.82
小计	85.98	171.14	106.87	18.65	19.63	21.24
合计	361.75	1,196.78	502.77	207.66	125.59	118.38

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模较大，存在一定筹资需求。

7. 经营关注

公司在建项目规模较大，存在一定资金压力

公司目前电力板块、煤炭板块在建项目规模较大，截至 2016 年 3 月，公司在建项目计划总投资合计 1,558.53 亿元，已投资 502.77 亿元，尚需投资 1,055.76 亿元，公司存在一定的筹资需求。

煤炭价格、火电平均销售电价的持续下降给公司经营带来了一定影响

2013~2015 年，公司火电上网电价分别为 0.4221 元/千瓦时、0.4155 元/千瓦时和 0.2682 元/千瓦时，呈持续下降态势；2013~2015 年，受市场需求不振等因素影响，公司煤炭销售均价分别为 407.46 元/吨、347.57 元/吨和 269.09 元/吨，下降较为迅速。公司电力板块和煤炭板块占营业收入比重较大，其销售均价下降对公司营业收入的实现有较大影响。

国际业务存在一定政治和汇兑风险

公司国际业务收入规模较大，主要从事直接投资、国际贸易、国际合作业务，直接投资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；国际贸易主要从事大宗商品国际贸易业务；国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目。国际业务受对方国家政治环境、国家政策及经济形势影响较大，存在一定不确定性，公司国际业务存在一定政治风险。

8. 未来发展

公司的发展目标是到 2016 年资产总额达到 5,000 亿元，实现净利润超过 150 亿元，成为拥有一流的投资企业、一流的管理团队和一流的管理手段，努力迈向国际一流的投资控股公司，同时，稳固在中央企业第一方阵的地位，主要业务板块的规模、实力跃上一个新台阶，并在各自行业中占据重要地位。

根据公司 2014~2016 年中期发展规划，到 2016 年公司电力板块可控装机容量将突破 4,200 万千瓦，电力资产规模达到 2,200 亿元以上；煤炭板块的煤炭年生产能力将接近 6,400 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产业格局；交通板块吞吐能力将达到 2.8 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 160 万吨，塑料燃油箱年生产能力 900 万只，果蔬汁年加工能力 12 万吨；以金融为代表的服务板块资产占比明显提高，资产规模达到公司总资产的 20%以上，管理资产规模 6,665 亿元，通过核心能力的优化整合，为公司带来更大价值。同时，为实现公司提出的成为国际一流投资控股公司的战略目标，在 2014~2016 年间公司将加大“走出去”的工作力度，力争有所突破。

总体看来，公司未来规划密切结合公司实际，有利于公司巩固电力板块、煤炭板块规模优势，同时积极推动各板块并行发展，增强公司综合实力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司提供的 2016 年一季度财务报告未经审计。公司依照《企业会计准则》等相关法规的规定，发布并正式施行《国家开发投资公司会计核算手册》。从合并报表范围变化情况看，2015 年公司不再纳入合并范围子公司 15 家，新纳入合并范围的主体 20 家。2014 年，公司将安信证券纳入合并范围，对公司财务报表影响大，财务报表整体可比性一般。公

司 2014 年和 2015 年财务报表可比性尚可。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 4,955.30 亿元，负债合计 3,543.82 亿元，所有者权益合计 1,411.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 709.87 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 1,042.40 亿元，净利润 131.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 41.43 亿元。经营活动产生的现金流量净额 311.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 252.07 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4,887.41 亿元，负债合计 3,441.74 亿元，所有者权益合计 1,445.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 729.00 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 208.28 亿元，净利润 32.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.26 亿元。经营活动产生的现金流量净额 25.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-117.04 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，随着公司业务发展，经营规模不断扩大，公司资产规模逐年增长，三年复合增长 19.29%。截至 2015 年底，公司资产总额为 4,955.30 亿元，较年初增长 7.36%；其中，流动资产占 33.33%，非流动资产占 66.67%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈增长态势，三年复合增长 69.71%。截至 2015 年底，公司流动资产余额为 1,651.68 亿元，较年初增长 12.80%；流动资产以货币资金（占比为 43.90%）、结算备付金（占比为 8.81%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比为 10.28%）、存货（占比为 6.08%）和其他流动资产（占比 17.59%）为主。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司货币资金增长较快，三年复合增长 103.70%。截至 2015 年底，公司货币资金余额为 725.01 亿元，较年初增长 35.34%，主要系 2015 年证券市场交易量增加带动银行存款大幅增加所致；货币资金以银行存款（占比 96.44%）和其他货币资金（占比 3.52%）为主，公司货币资金中受限资金余额为 20.77 亿元，占比 2.86%。

2013~2015 年，公司结算备付金大幅增长。截至 2015 年底，公司结算备付金为 145.52 亿元，较年初增长 35.74%，主要系信用交易业务规模扩大带动信用备付金大幅增长所致；结算备付金以客户备付金（占比 49.07%）和信用备付金（占比 41.30%）为主。

2013~2015 年，受交易性债务工具投资规模大幅增加的影响，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增长较快，三年复合增长 339.35%。截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 169.76 亿元，较年初增长 36.29%，主要系交易性债务工具投资、交易性权益工具投资和其他类投资规模增加所致，以公允价值计量且其变动计入当期损益

的金融资产以债务工具为主，占比 62.53%。

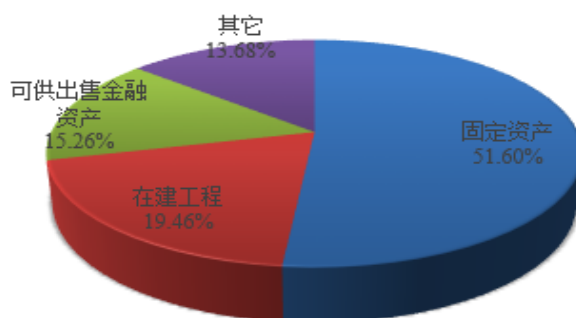
2013~2015 年，公司存货规模波动减少，三年复合减少 10.19%；截至 2015 年底，公司存货账面价值为 100.38 亿元，较年初下降 20.08%，主要系库存商品减少所致；存货以原材料（占比 18.39%）、库存商品（占比 47.33%）和其他（占比 23.19%，主要是子公司国投物流投资有限公司湄洲湾产业园海域开发成本）为主；截至 2015 年底，公司累计计提跌价准备 7.72 亿元，计提较为充分。

受公司合并安信证券带动融出资金规模增长的影响，2013~2015 年，公司其他流动资产大幅增长，三年复合增长 273.41%；截至 2015 年底，公司其他流动资产规模为 290.60 亿元，较年初变化不大；其他流动资产以融出资金为主，占比 96.06%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模逐年增加，三年复合增长 6.57%。截至 2015 年底，非流动资产合计 3,303.62 亿元，与年初相比变化不大；从资产结构看，公司非流动资产以固定资产（占比 51.60%）、在建工程（占比 19.46%）和可供出售金融资产（占比 15.26%）为主。

图 6 截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2013~2015 年，受公司投资规模增大的影响，可供出售金融资产快速增长，三年复合增长 47.86%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 504.13 亿元，较年初增长 47.20%，主要系公司购买的理财产品大幅增加所致，可供出售金融资产以理财产品（占比 31.22%）和可供出售权益工具（占比 49.92%）为主。

2013~2015 年，公司固定资产波动下降，三年复合下降 1.20%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 1,704.75 亿元，较年初下降 8.95%；从构成来看，固定资产以房屋及建筑物（占比 71.25%）和机器设备（占比 27.99%）为主，固定资产成新率为 72.30%，成新率一般。

2013~2015 年，公司在建工程波动增加，三年复合增长 15.13%；截至 2015 年底，公司在建工程为 642.76 亿元，较年初增长 35.07%，主要系在建工程项目投入增加所致，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 2016 年 3 月底，公司资产总额 4,887.41 亿元，较年初略有下降；公司资产结构较年初同样变动不大，资产构成仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模较大，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产以货币资金和融出资金占比较大，流动性较好；非流动资产中固定资产占比较大，且成新率较好，公司整体资产质量较好。

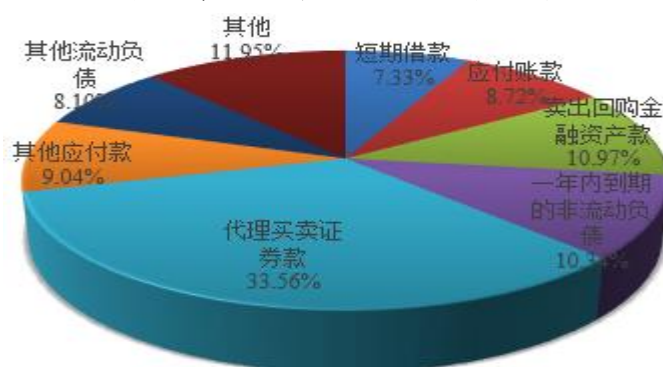
3. 负债和所有者权益

负债

2013~2015 年，随着业务的开展，公司负债规模逐年增加，三年复合增长 19.61%。截至 2015 年底，公司负债总额为 3,543.82 亿元，较年初变化不大；其中，流动负债占比 46.74%，非流动负债占比 53.26%，公司负债结构中非流动负债占比略高。

2013~2015 年，公司流动负债规模增长较快，三年复合增长 36.36%。截至 2015 年底，公司流动负债规模为 1,656.35 亿元，较年初增长 5.59%，主要系代理买卖证券款增加所致；公司流动负债主要由代理买卖证券款（占比 33.56%）、卖出回购金融资产款（占比 10.97%）、一年内到期的非流动负债（占比 10.34%）、其他应付款（占比 9.04%）、应付账款（占比 8.72%）、其他流动负债（占比 8.10%）和短期借款（占比 7.33%）为主。

图 7 截至 2015 年底公司流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司短期借款持续减少，三年复合下降 28.10%。截至 2015 年底，公司短期借款规模为 121.41 亿元，较年初下降 30.48%，主要系信用借款下降所致；短期借款主要以信用借款（占比 89.36%）和质押借款（占比 10.14%）为主。

截至 2015 年底，公司代理买卖证券款为 555.81 亿元，较年初增长 41.82%，主要系 2015 年证券市场整体成交量增加所致。受公司合并安信证券的影响，截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款为 181.71 亿元，较年初变化不大；卖出回购金融资产款以证券（占比 39.78%）和债券收益权（占比 60.22%）为主。

2013~2015 年，公司应付账款逐年增长，三年复合增长 2.81%。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 144.36 亿元，与年初相比变化不大；从构成来看，公司应付账款主要为未结算的工程款和保证金；从账龄来看，应付账款以 1 年以内（含 1 年）的为主，占比 76.17%，短期内存在一定的还款压力。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，三年复合增长 22.10%。截至 2015 年底，公司其他应付款规模为 149.81 亿元，较年初变化不大；从构成来看，其他应付款以工程及保证金款、应付合并结构化主体的其他投资人权益、往来款和保证金及押金为主；从账龄来看，其他应付款以 1 年以内（含 1 年）的为主，占比 87.00%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动增加，三年复合增长 0.12%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 171.21 亿元，较年初减少 14.06%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；一年内到期的非流动负债以一年内到期的长期借款（占比 91.68%）和一年内到期的长期应付款（占比 5.34%）为主。

2013~2015 年，公司其他流动负债逐年增长，三年复合增长 24.33%。截至 2015 年底，公司其他流动负债规模为 134.17 亿元，较年初增长 41.93%，主要系短期应付债券规模增加所致；从构成来看，其他流动负债以短期应付债券（占比 86.45%）和应付收益凭证（占比 6.96%）为主。

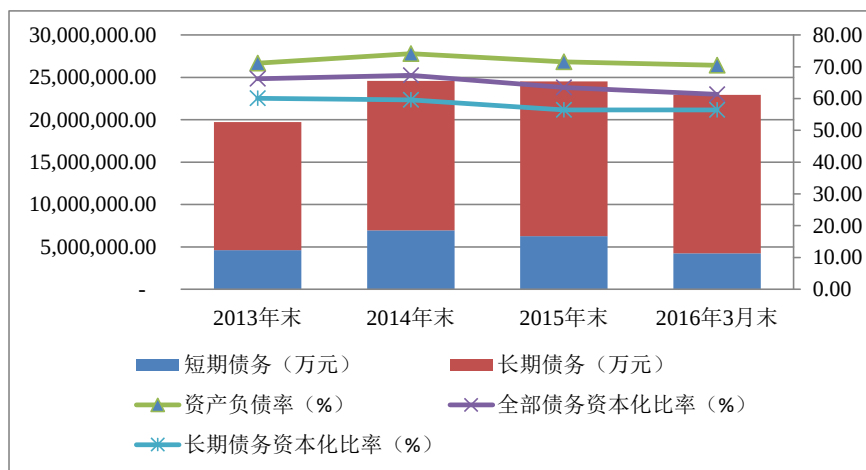
2013~2015 年，公司非流动负债逐年增长，三年复合增长 9.08%。截至 2015 年底，公司非流动负债余额为 1,887.47 亿元，较年初变化不大；非流动负债以长期借款（占比 63.81%）和应付债券（占 32.91%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款规模逐年下降，三年复合减少 5.03%。截至 2015 年底，公司长期借款规模为 1,204.48 亿元，较年初下降 9.00%，主要系质押借款规模减少所致；从构成来看，公司长期借款以信用借款（占比 84.07%）和保证借款（占比 6.13%）为主。

2013~2015 年，公司应付债券规模逐年增长，三年复合增长 88.09%。截至 2015 年底，公司应付债券规模为 621.08 亿元，较年初增长 41.34%，主要系公司新增国投集团 2015 年第一期中期票据 25 亿元和安信证券次级债三期共 160 亿元所致。

2013~2015 年，公司全部债务规模波动增加，三年复合增长 11.54%。截至 2015 年底，公司全部债务为 2,453.71 亿元，较年初变化不大；全部债务中短期债务余额为 628.16 亿元，占全部债务比重为 25.60%，长期债务余额为 1,825.55 亿元，占全部债务比重为 74.40%。近三年，公司资产负债率波动上升，分别为 71.14%、74.12%和 71.52%，2015 年，剔除代理买卖证券款影响后，公司资产负债率为 67.92%，公司负债水平较高；公司全部债务资本化比率波动减少，分别为 66.24%、67.29%和 63.48%；长期债务资本化比率分别为 60.05%、59.61%和 56.40%。从负债指标看，公司偿债压力有所下降，但总体债务压力较重。

图 8 近三年一期公司债务情况



资料来源：审计报告，联合评级整理。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 3,441.74 亿元，较年初变化不大；负债结构上非流动负债占比略高，负债结构较年初变动不大；资产负债率为 70.42%，较年初小幅下降。全部债务 2,294.58 亿元，较年初相比变化不大，其中短期债务 424.44 亿元、长期债务 1,870.14 亿元，长期债务占比比较高。

总体看，公司负债规模逐年增加，负债结构以非流动负债为主；流动负债以代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款、其他流动负债和短期借款为主；非流动负债以长期借款和应付债券为主；近年来，公司债务规模波动增加，整体债务压力较重。

所有者权益

2013~2015 年，受未分配利润和盈余公积增加影响，公司所有者权益复合增长 18.50%，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 1,411.48 亿元，所有者权益中归属于母公司所有者权益为 709.87 亿元，占比 50.29%，少数股东权益占比为 49.71%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 31.58%，资本公积占 16.32%，盈余公积占比 13.69%，未分配利润占 23.95%，其他项目占比较小，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益总额 1,445.67 亿元，所有者权益中归属于母公司所有者权益为 729.00 亿元，所有者权益总额较年初变化不大，所有者权益结构较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益逐年增加，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，受公司经营规模扩大的影响，公司营业收入波动增长，2013~2015 年公司分别实现营业收入 986.44 亿元、1,126.20 亿元和 1,042.40 亿元，三年复合增长 2.80%；2015 年公司实现营业收入 146.23 亿元、净利润 131.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 41.43 亿元，公司营业利润和净利润分别同比上升 11.21%和 9.45%。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用总额波动增加，三年复合增长 16.46%，主要来自销售费用和财务费用的增加，期间费用中销售费用和财务费用占比较高；2015 年，公司管理费用为 50.72 亿元，同比减少 17.93%，占期间费用比重为 22.48%；财务费用为 93.95 亿元，同比减少 16.39%，主要系利息支出减少所致，财务费用占期间费用比重为 41.64%；销售费用为 80.94 亿元，同比增长 54.73%，主要系职工薪酬大幅增长所致，占期间费用比重为 35.87%。

2013~2015 年，公司投资收益逐年增长，三年复合增长 41.57%；2015 年公司取得投资收益 67.16 亿元，同比增加 24.83%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益和处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。2015 年，公司取得长期股权投资收益 6.36 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 4.18 亿元、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益 8.13 亿元、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 12.30 亿元、持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 16.38 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 23.76 亿元，分别占公司投资收益的 9.47%、6.23%、12.11%、18.32%、24.39%和 35.38%；2015 年，公司投资收益总额占营业利润比重为 45.93%，投资收益对公司营业利润贡献度较高。

表 13 近三年一期公司盈利情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度
营业利润（亿元）	107.54	131.49	146.23	36.06
利润总额（亿元）	115.83	145.38	165.13	40.01
净利润（亿元）	96.64	119.97	131.31	32.19
营业利润率（%）	25.55	28.46	32.17	33.09
总资产报酬率（%）	6.16	6.33	5.40	0.81
净资产收益率（%）	10.15	10.91	10.08	2.25

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

注：2016 年一季度相关指标未年化。

从盈利能力指标看，2013~2015 年，公司净资产收益率波动下降，分别为 10.15%、10.91%和

10.08%，指标处于较好水平；近三年公司总资产报酬率分别为 6.16%、6.33%和 5.40%，呈波动下降态势。2015 年，剔除客户资金存款、客户备付金影响，公司总资产报酬率为 6.00%，指标水平良好。受益于营业收入的快速增加和公司加强成本控制使营业成本增速低于营业收入，近三年公司营业利润率为 25.55%、28.46%和 32.17%，公司盈利能力较强。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 208.28 亿元，较上年同期下降 18.58%，主要系电力及煤炭板块收入下滑所致；实现净利润 32.19 亿元，较上年同期下降 25.35%，主要系公司营业收入下降以及下属金融板块企业投资收益减少所致。

总体看，公司各类业务开展良好，整体盈利能力较强；未来在电力、贸易和金融板块的带动下，公司的盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年公司经营活动产生现金净流量呈净流入态势且规模波动增加，分别为 212.65 亿元、407.35 亿元和 311.57 亿元。近三年，公司经营活动现金流入量波动增加，主要系公司于 2014 年合并安信证券，且 2015 年证券市场成交量大幅增加的影响，公司收取利息、手续费及佣金收到的现金以及卖出回购业务融入的资金增长所致。2015 年，公司经营活动现金流入较 2014 年有所下降，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司经营活动现金流出量波动增加，一方面系公司支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费增加，另一方面受公司合并安信证券的影响，支付利息、手续费及佣金的现金也大幅增长。2015 年，公司经营活动现金流出较 2014 年有所下降，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金减少以及支付其他与经营活动有关的现金减少所致，公司支付的其他与经营活动有关的现金主要系客户交易结算资金。近三年，公司现金收入比呈逐年下降态势，分别为 109.62%、101.47%和 90.26%，现金收入实现质量处于较高水平。

从投资活动来看，2013~2015 年公司投资活动现金均呈现净流出态势且流出额波动减少，净流出规模分别为 351.19 亿元、68.73 亿元和 220.78 亿元。近三年，公司投资活动现金流入变化不大，2015 年公司投资活动现金流入主要系收回投资收到的现金，公司收回投资收到的现金主要系中投保、财务公司、信托等金融类企业金融投资活动回收的资金。从投资活动现金流出来看，随着公司在建项目的持续投入建设，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，2013~2015 年分别为 257.45 亿元、243.79 亿元和 256.53 亿元；公司投资支付的现金主要系中投保、国投信托等金融企业短期投资活动支付的现金，总部短期理财投资活动支付的资金以及总部、高新等企业对外股权投资支付的资金，2015 年，公司投资活动现金流出较 2014 年有所增加，主要系中投保、财务公司、信托等金融类企业金融投资活动投资支付的现金增加所致。2015 年，公司投资支付的现金达 574.57 亿元。

从筹资活动来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金均呈净流入态势且波动增加，分别为 124.53 亿元、109.60 亿元和 160.41 亿元。近三年，公司筹资活动现金流入量波动增加，主要系吸收投资收到的现金和发行债券收到的现金增加所致，公司筹资活动现金流出量波动减少，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

表 14 近三年一期公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度
经营性现金流量净额	212.65	407.35	311.57	25.62
投资性现金流量净额	-351.19	-68.73	-220.78	-85.00
筹资性现金流量净额	124.53	109.60	160.41	-57.95
现金及现金等价物净增加额	-14.62	448.59	252.07	-117.04
年末现金及现金等价物余额	147.13	595.72	847.79	730.75

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 25.62 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-85.00 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-57.95 亿元。

总体来看，公司经营性现金流表现较好，投资活动呈净流出状态。随着公司投资活动的持续投入建设，公司存在一定外部融资需求。

6. 偿债能力

从偿债能力来看，2013~2015 年公司流动比率分别为 0.64 倍、0.93 倍和 1.00 倍，速动比率分别为 0.50 倍、0.85 倍和 0.94 倍，现金短期债务比分别为 0.47 倍、0.98 倍和 1.46 倍，指标数值均逐年增加。2015 年，剔除客户资金存款、客户备付金和代理买卖证券款影响，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 0.99 倍、0.90 倍和 0.56 倍。考虑到公司流动资产中货币资金较为充足，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司利润总额的增长，公司 EBITDA 指标波动增长，近三年分别为 293.63 亿元、364.66 亿元和 360.86 亿元；2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.58 倍、2.92 倍、3.38 倍，EBITDA 对利息的保障程度高；EBITDA 全部债务比分别为 0.15 倍、0.15 倍和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；2013~2015 年，经营现金债务保护倍数分别为 0.11 倍、0.17 倍和 0.13 倍，经营活动产生的现金流量对全部债务的保障能力较好。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为人民币 7,803.91 亿元，已使用的授信额度为人民币 2,848.66 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 30 亿元，其中对大唐集团担保 25 亿元，总体来看，公司担保涉及的或有负债风险较低。

截至 2016 年 3 月底，公司共有未决诉讼 21 起，涉及金额约 13.01 亿元，公司有一定的或有负债风险。

根据公司提供的查询日期为 2016 年 3 月 18 日的中国人民银行企业信用报告显示，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司流动资产中货币资金较为充足，短期偿债能力，长期偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月底，公司债务总额为 2,294.58 亿元，本次拟发行债券规模为 100.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小，对公司负债水平影响一般。

以 2016 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 100 亿元，本次债券发行后，在其它

因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 57.68%、62.35%和 71.01%，债务负担有所加重。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 360.86 亿元，为本次债券发行额度（100 亿元）的 3.61 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2015 年经营活动产生的现金流入为 1,318.36 亿元，为本次公司债券发行额度（100 亿元）的 13.18 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖好；现金类资产 915.86 亿元，为本次债券发行额度（100 亿元）的 9.16 倍。2015 年，剔除客户资金存款、客户备付金后的现金类资产为 350.86 亿元，为本次债券发行额度（100 亿元）的 3.51 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为大型中央企业，营收规模较大，盈利能力较强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

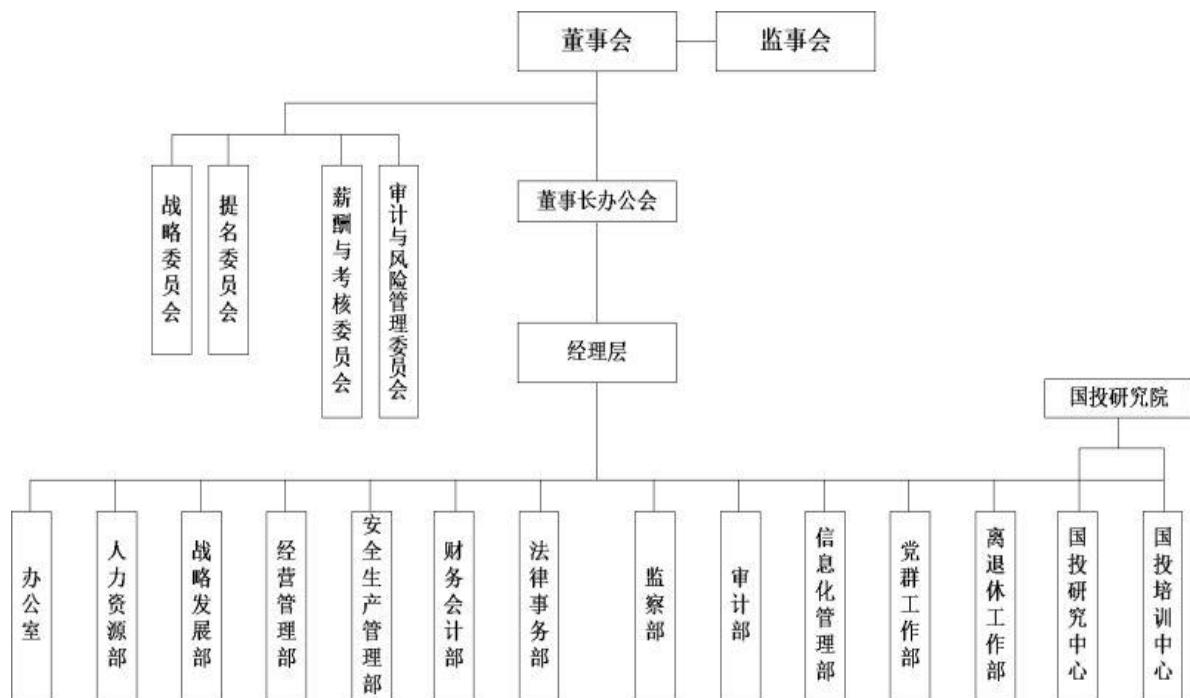
九、综合评价

公司作为大型中央企业中投资控股公司之一，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面，承担一定的国有资产结构调整职能，国家对其支持力度较大。公司电力、煤炭、化肥、港口等实业板块规模优势明显，金融板块业务齐全，公司资产规模较大，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到近年来公司债务规模迅速上升、资本支出压力大等因素对其经营及偿债能力带来的不利影响。

近年来，公司电力装机规模快速增长，电源结构进一步优化。未来，随着公司在建及拟建大型水电、火电项目的建设完成，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，未来公司煤炭产能、产量将继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 国家开发投资公司组织结构图



附件 2 国家开发投资公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	3,482.18	4,615.56	4,955.30	4,887.41
所有者权益（亿元）	1,005.09	1,194.73	1,411.48	1,445.67
短期债务（亿元）	461.13	695.19	628.16	424.44
长期债务（亿元）	1,510.96	1,763.03	1,825.55	1,870.14
全部债务（亿元）	1,972.08	2,458.22	2,453.71	2,294.58
营业总收入（亿元）	986.44	1,126.20	1,042.40	208.28
净利润（亿元）	96.64	119.97	131.31	32.19
EBITDA（亿元）	293.63	364.66	360.86	--
经营性净现金流（亿元）	212.65	407.35	311.57	25.62
应收账款周转次数（次）	10.86	10.78	10.43	2.33
存货周转次数（次）	5.95	6.12	5.69	1.32
总资产周转次数（次）	0.30	0.28	0.22	0.04
现金收入比率（%）	109.62	101.47	90.26	92.26
总资产收益率（%）	6.50	6.97	5.98	0.85
总资产报酬率（%）	6.16	6.33	5.40	0.81
净资产收益率（%）	10.15	10.91	10.08	2.25
营业利润率（%）	25.55	28.46	32.17	33.09
费用收入比（%）	16.86	20.11	21.64	22.34
资产负债率（%）	71.14	74.12	71.52	70.42
全部债务资本化比率（%）	66.24	67.29	63.48	61.35
长期债务资本化比率（%）	60.05	59.61	56.40	56.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.58	2.92	3.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.15	0.15	--
流动比率（倍）	0.64	0.93	1.00	1.01
速动比率（倍）	0.50	0.85	0.94	0.94
现金短期债务比（倍）	0.47	0.98	1.46	1.99
经营现金流动负债比率（%）	23.87	25.97	18.81	1.71
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.94	3.65	3.61	--

注：1、2016 年 1~3 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

2、2015 年剔除客户存款、客户备付金和代理买卖证券款后的资产负债率、流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比率和总资产报酬率分别为 67.92%、0.99 倍、0.90 倍、0.56 倍、28.31%和 6.00%。

3、本报告中拆入资金、卖出回购金融资产以及应付短期融资款科目纳入短期债务计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国家开发投资公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年国家开发投资公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

国家开发投资公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家开发投资公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国家开发投资公司的相关状况，如发现国家开发投资公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国家开发投资公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至国家开发投资公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国家开发投资公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年五月十七日