

信用等级公告

联合[2017]1242 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公开发行的 2017 年公司债券（第一期）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公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年八月四日

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>

国家开发投资公司面向合格投资者 公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 30.00 亿元

本期债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 8 月 4 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额(亿元)	4,615.56	4,955.30	4,671.16	4,798.30
所有者权益(亿元)	1,194.73	1,411.48	1,346.71	1,381.31
长期债务(亿元)	1,816.47	1,841.72	1,782.96	1,906.95
全部债务(亿元)	2,514.41	2,479.22	2,312.50	2,442.57
营业总收入(亿元)	1,126.20	1,042.40	870.45	198.59
净利润(亿元)	119.97	131.31	140.50	37.96
EBITDA(亿元)	364.66	360.86	355.00	--
经营性净现金流(亿元)	407.35	311.57	218.38	20.09
营业利润率(%)	28.46	32.17	33.82	32.18
净资产收益率(%)	10.91	10.08	10.19	2.78
资产负债率(%)	74.12	71.52	71.17	71.21
全部债务资本化比率(%)	67.79	63.72	63.20	63.88
流动比率(倍)	0.93	1.00	1.02	1.11
EBITDA 全部债务比(倍)	0.15	0.15	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.92	3.38	4.08	--
EBITDA/ 本期发债额度(倍)	12.16	12.03	11.83	--

注：1、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。2、2017 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

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“国投公司”）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，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块，基础产业板块规模优势明显，金融板块业务齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重、资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性对于公司经营带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建大型水电项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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，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. 公司基础产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，基础产业与金融服务业

相互支撑，业务协同效应逐步发挥，抵御风险的能力将得到提升。

4. 公司资产和权益规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

关注

1. 近年来，受经济周期和国内外经济环境的不利影响，公司基础产业和国际业务板块收入持续下滑，未来收入增长面临一定不确定性。

2. 公司债务规模较大，债务负担较重；且随着公司在建项目的推进，面临较大的资本支出压力。

3. 近年来，公司投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



联合信用评级有限公司

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，初始注册资本58.00亿元，国务院国资委为出资人。公司成立之初，业务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架构。自成立以来，公司注册资本共发生5次变动，截至2017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2017年3月底，公司本部下设办公厅（董事会办公室）、人力资源部、战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部等9个职能部门，拥有26家2级子公司。

截至2016年底，公司合并资产总额4,671.16亿元，负债合计3,324.45亿元，所有者权益合计1,346.71亿元，其中归属于母公司的所有者权益623.67亿元。2016年，公司实现营业总收入870.45亿元，净利润140.50亿元，其中归属于母公司所有者的净利润57.91亿元；经营活动产生的现金流量净额218.38亿元，现金及现金等价物净增加额-116.53亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额4,798.30亿元，负债合计3,416.98亿元，所有者权益合计1,381.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益649.12亿元。2017年1~3月，公司实现合并营业收入198.59亿元，净利润37.96亿元，其中归属于母公司所有者的净利润17.33亿元；经营活动产生的现金流量净额20.09亿元，现金及现金等价物净增加额37.62亿元。

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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国家开发投资公司面向合格投资者公开发行2017年公司债券（第一期）”，本期债券基础发行规模为10.00亿元，可超额配售规模不超过20.00亿元。本期债券期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率由公司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。本期债券采用公开发行的方式，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，本期债券不向公司股东优先配售。

2. 本期债券募集资金用途

本期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和港口行业整体运行情况、行业政策影响较大，本报告重点对电力行业和港口行业进行分析。

1. 电力行业

(1) 行业概况

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。世界电力工业经过一百余年的发展，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变化，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特征。依据动力不同，目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2016 年末，我国 1,000MW 超超临界机组达 97 台，五大电力公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2016 年全国电力工业统计快报数据》，2016 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,855 亿元，同比增长 3.3%；其中，电源工程建设完成投资 3,429 亿元，同比下降 12.9%；电网工程建设完成投资 5,426 亿元，同比增长 16.9%。受经济下行影响，工业用电需求规模下降，在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，水电 612 亿元、较上年下降 22.43%，火电 1,174 亿元、较上年下降 15.90%，核电 506 亿元、较上年下降 9.64%，风电 896 亿元、较上年增长 20.11%。水电投资随近几年大规模集中投产而下降，火电投资受国家对于煤电的宏观调控影响而下降；全国净增发电装机容量 1.02 亿千瓦，投产速度开始放缓，其中火电工程投产 91 个项目，装机容量 5,838 万千瓦，较上年下降 18.94%；风电工程投产 260 个项目，装机容量 1,971 万千瓦、较上年大幅下降 37.21%；核电投产 6 台机组，装机总容量为 624 万千瓦、较上年增长 1.96%，全年投产规模创年度新高；光伏发电工程投产 505 个项目，总容量 1,723 万千瓦、较上年大幅增长 24.86%¹。

总体看，我国电力投资以国有资本为主，受宏观经济影响，我国电力行业发展有所放缓，其中水电投资受近几年大规模集中投产影响而大幅下降，火电等传统发电模式的投资规模受国家调控限制而有所下降，火电机组向大型化、清洁化发展，核电等清洁能源发电模式的投资规模持续增长，我国电力行业总体呈平稳发展态势。

(2) 行业供需状况

2000 年以来，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，电力需求总量迅速上升，电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。

国内供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。2014~2016 年，全国发电装机容量分别为 13.8 亿千瓦、15.2 亿千瓦和 16.5 亿千瓦，年均复合增长 9.25%，截至 2016 年末，全国发电装机容量达到 16.5 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速略有下降；其中，水电 3.3 亿千瓦，占全部装

¹ 数据来源：中电联发布的《2016 年全国电力工业统计数据》

机容量的 20.2%；火电 10.5 亿千瓦，占全部装机容量的 64.0%；核电 0.34 亿千瓦；并网风电 1.5 亿千瓦；并网太阳能发电 0.77 亿千瓦²。大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，但全国范围内仍存在一定的区域性、季节性、时段性缺电。

电力生产方面，2014~2016 年，我国全口径发电量分别为 55,459 亿千瓦时、56,045 亿千瓦时和 59,897 亿千瓦时，年均复合增长 3.92%；2016 年，我国全国全口径发电量 59,897 亿千瓦时，同比增长 5.2%；全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,785 小时，同比降低 203 小时。风电 1,742 小时，同比增加 18 小时。分类型看，水电发电量 11,807 亿千瓦时，同比增长 6.2%，占全国发电量的 19.7%，比上年提高 0.2 个百分点；设备平均利用小时 3,621 小时，同比增加 31 小时。火电发电量 42,886 亿千瓦时，同比增长 2.4%，占全国发电量的 71.6%，比上年下降 1.9 个百分点；设备平均利用小时 4,165 小时，同比降低 199 小时。核电发电量为 2,132 亿千瓦时，同比增长 24.4%，占全国发电量的比重较上年提高 0.5 个百分点；设备平均利用小时 7,042 小时，同比降低 361 小时。并网风电发电量为 2,410 亿千瓦时，同比增长 30.1%，占全国发电量的比重较上年提高 0.4 个百分点。并网太阳能发电量为 662 亿千瓦时，同比增长 72.0%，占全国发电量的比重较上年提高 0.4 个百分点；设备平均利用小时 1,742 小时，同比增加 18 小时。我国电力供应方面，全国发电设备累计平均利用小时持续下降，但非化石能源发电量持续快速增长，发电生产结构持续优化。

电力消费方面，2016 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量 59,198 亿千瓦时，同比增长 5.0%，远高于 2015 年全社会用电量增幅（1.0%）；其中，第一产业用电量 1,075 亿千瓦时，同比增长 5.3%；第二产业 42,108 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第三产业 7,961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活 8,054 亿千瓦时，同比增长 10.8%；工业用电量 41,383 亿千瓦时，同比增长 2.9%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

2017 年 1~5 月，工业用电量冲高回落，但由于夏季提前到来，第三产业及居民用电量增速较高，用电量增速延续回暖态势，全社会用电量 2.43 万亿千瓦时，同比增长 6.4%，增速较上年同期上升 3.6 个百分点。同期，核电、风电等新能源机组大幅投产，全国 6,000 千瓦及以上电厂装机容量 16.2 亿千瓦，同比增长 7.3%。受此影响，发电利用小时数继续微降，电力供需持续宽松，部分地区供需矛盾突出。

在电力供需矛盾缓解的过程中，我国出现一定程度的电力行业投资过热的情况，为此，国家专门出台相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控，以保持电力行业的稳定、正常运行。

总体看，我国电力行业发展开始放缓，但电力供应持续优化，结构不断调整，总体发展较平稳。

（3）行业竞争

一般来讲，总装机容量与单机容量大的电力企业更具竞争优势。一方面，单机容量大有利于发挥规模优势，减少综合厂用电率，降低成本；另一方面，总装机规模大的电力企业在上网电量方面更具谈判优势、通过提高产能利用率降低平均成本。

² 数据来源：中电联发布的《2016-2017 年度全国电力供需形势分析预测报告》

规模方面，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团³+非国电系国有发电企业⁴+地方电力集团+民营及外资”的格局已相对稳定。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，其中三峡集团是装机容量最大的水电开发企业；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，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约：区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。此外，在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。同时，区域电力上网政策对辖区内电力企业的生产运营影响显著，如部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

整体看，总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，使得大型电力企业具有明显竞争优势；在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要手段。

（4）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情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《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
《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	中共中央、国务院联合下发	落实可再生能源发电保障性收购制度，解决新能源和可再生能源发电无歧视、无障碍上网问题，新增用电需求优先满足清洁能源消纳，接受外输电中清洁能源的比例逐步提高。	2015 年 3 月
《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	国家发改委 国家能源局	强调清洁能源在技术条件框架内的全额上网、优先上网等一系列要求，重点明确了水力发电在清洁能源中的地位和参与方式，使水电的上网得到有效保证。	2015 年 3 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	自当年 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
《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	国家发改委	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并建立相应的价格调整机制。	2015 年 5 月
《关于有序放开用电计划的实施意见》	国家发改委、 国家能源局	通过优先购电制度和优先发电制度保留一部分的发电计划，释放出来的发电计划则通过直接交易、电力市场等方式逐步交予市场配置，以此保证电力供需平衡、保障社会秩序，并促进节能减排。	2015 年 11 月
《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》	国家发改委	将燃煤火电上网单位电价和一般工商业销售单位电价向下调整约 3 分钱，并将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时 1.9 分钱。	2015 年 12 月
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	提出未来将大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016 年 7 月

³ 五大发电集团指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司（“国电集团”）、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”）。

⁴ 非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等。

《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	计划到 2020 年，我国能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内；非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58% 以下；单位国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时 310 克标准煤以下。我国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局。	2017 年 1 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75% 以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	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，同时将国家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。	2017 年 6 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点；同时，我国政府通过电价调整以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

(5) 行业关注

宏观经济下行引起发电电力需求侧疲软

电力生产行业具有相当强的周期性。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。

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。目前我国全口径装机容量中近七成为火力发电，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。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

2013~2015 年期间，我国政府为降低用电企业的用电成本，连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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显著好转。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，煤炭价格震荡下跌，进一步缓解了电力行业的成本压力。2016 年煤炭价格回升，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

总体看，目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定影响，上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业盈利能力影响较大。

（6）未来发展

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，电力行业由早先“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“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”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，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

2. 港口行业

（1）行业概况

港口作为国民经济和社会发展的重要基础设施，其发展与国民经济发展水平密切相关。近年来，随着我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。但 2012 年我国对外贸易增速放缓，外贸进出口总值 38,667.6 亿美元，增速同比下滑 16.3 个百分点。受国内经济增速放缓及外贸形势恶化的影响，2012 年我国港口完成货物吞吐量为 107.76 亿吨，同比增长 7.3%，增速同比减少 5.1 个百分点，明显低于 2009~2012 年 11.8% 的平均增速。2013 年，全国港口完成货物吞吐量 117.67 亿吨，比上年增长 9.2%，增速比上年有所回升。2014 年，全国港口完成货物吞吐量 112 亿吨，比上年增长 4.8%，增幅比上年同期回落 4.1 个百分点。2015 年，全国港口完成货物吞吐量 127.50 亿吨，同比增长 2.4%，增幅比上年同期回落 2.4 个百分点。2016 年，全国主要港口完成货物吞吐量 118.3 亿吨，同比增长 3.2%。

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总体有所回落。

（2）港口分布及竞争状况

根据原交通部和国家发改委编制并于 2006 年 9 月经国务院审议通过《全国沿海港口布局规划》（以下简称《港口规划》）相关内容，沿海港口建设与发展进入快速格局化发展的新阶段，并逐渐确定了中国沿海将形成环渤海、长三角、东南沿海、珠三角、西南沿海等 5 个集合规模化、集约化、现代化的港口群，强化群体内综合性、大型港口的主体作用，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等 8 个运输系统的布局。目前在全国沿海初步形成的五大区域港口群中，最主要的三大港口群分别是以上海港为中心，宁波港、连云港、南通港、张家港为辅助性港口的长江三角洲港口群；以大连港、天津港、青岛港为中心港口，营口港、秦皇岛港、烟台港为辅助性港口的环渤海港口群；以香港、广州港、深圳港为中心的珠江三角洲港

口群。

目前中国港口行业竞争较为激烈，并表现出明显的区域性特点，具体体现在：一方面腹地重叠的区域内港口竞争激烈；另一方面同一港区内各经营主体竞争激烈。

表2 《全国沿海港口布局规划》中的重点港口

港口群	腹地辐射范围及区域内重点港口
环渤海区域	天津沿海 以天津北方国际航运中心和秦皇岛港为主，包括唐山、黄骅等港口组成；主要服务于京津、华北及其西向延伸地区
	辽宁沿海 以大连东北亚国际航运中心和营口港为主，包括丹东、锦州等港口组成；主要服务于东北三省和内蒙古东部地区
	山东沿海 布局青岛、烟台、日照港为主及威海等港口组成；主要服务于山东半岛及其西向延伸的部分地区
长江三角洲	依托上海国际航运中心，以上海、宁波、连云港港为主，服务于长江三角洲以及长江沿线地区的经济社会发展
珠江三角洲	以香港、广州、深圳、珠海、汕头港为主，服务于华南、西南部地区，加强广东省和内陆地区与港澳地区的交流
西南沿海地区	以湛江、防城、海口港为主，服务于西部地区开发，为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障
东南沿海地区	以厦门、福州港为主，服务于福建省和江西等内陆省份部分地区经济社会发展和对台“三通”的需要

资料来源：依据《全国沿海港口布局规划》整理

随着世界经济及国际贸易的逐步增长，全球港口行业，特别是集装箱业务获得了持续发展。2009年，在国际金融危机的冲击下，前五大集装箱港口吞吐量普遍大幅下滑，大多数港口较2008年集装箱吞吐量下降了三、四百万标箱。近年来，受中国经济放缓、欧洲和新兴市场需求萎缩等因素的影响，全球集装箱吞吐量增速降低。2015~2016年，全球十大集装箱港口排名基本维持稳定，全球主要港口2015年和2016年集装箱吞吐量排名如下：

表3 2015~2016年全球十大港口集装箱吞吐量排名

港口名称	2015年排名	2016年排名
上海港	1	1
新加坡港	2	2
深圳港	3	3
宁波-舟山港	4	4
香港港	5	5
釜山港	6	6
广州港	8	7
青岛港	7	8
迪拜港	9	9
天津港	10	10

资料来源：中国航运数据库

整体上看，港口行业目前竞争较为激烈，全球集装箱吞吐量增速降低，港口集中度基本稳定。

（3）行业政策

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

根据《交通运输“十二五”发展规划》，沿海港口方面，要继续有序推进主要货类运输系统码头建设，加强航道、防波堤、公共锚地等港口公共基础设施建设，优化沿海港口结构与布局，促进港口结构调整，着力拓展港口功能，提升港口的保障能力和服务水平。规划的具体目标是形

成布局合理、保障有力、服务高效、安全环保、管理先进的现代化港口体系，沿海港口深水泊位达到 2,214 个，能力适应度（港口通过能力/实际完成吞吐量）达到 1.1。

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

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

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

2014 年 12 月，交通运输部与国家发展改革委发布《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》，规定包含放开港口劳务性和船舶供应服务收费标准、规范劳务性收费计费方式、简化港口收费项目、加强港口收费行为监管和完善港口收费规则，进一步完善了港口收费政策和对竞争性服务收费标准实行市场调节。交通运输部同时印发《关于明确港口收费有关问题的通知》，此两部通知中的规定进一步完善了港口收费政策，并对竞争性服务收费标准实行市场调节，此两部通知中的规定于 2015 年 1 月 1 日起执行。2015 年 1 月 5 日，交通运输部发布了《关于加快现代航运服务业发展的意见》，提出到 2020 年基本形成功能完备、服务优质、高效便捷、竞争有序的现代航运服务业体系。2015 年 7 月 23 日，交通运输部与国家发改委联合印发《关于调整港口船舶使费和港口设施保安费有关问题的通知》，完善港口船舶使费收费政策，降低港口设施保安费收费标准。

2015 年 12 月，交通运输部和国家发改委印发了关于《港口收费计费办法》的通知，确定港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费，其中实行政府定价的港口收费包括货物港务费、港口设施保安费、国内客运和旅游船舶港口作业费；实行政府指导价的港口收费包括引航（移泊）费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费和围油栏使用费；实行市场调节价的港口收费包括港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费，以及提供船舶服务的供水（物料）服务费、供油（气）服务费、供电服务费、垃圾接收处理服务费、污油水接收处理服务费。

2016 年 1 月，国务院颁布了《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》

（国发[2015]72号）（以下简称“意见”），“意见”中指出重点开发开放试验区、沿边国家级口岸、边境城市、边境经济合作区和跨境经济合作区等沿边重点地区是我国深化与周边国家和地区合作的重要平台，是沿边地区经济社会发展的重要支撑，是确保边境和国土安全的重要屏障，正在成为实施“一带一路”战略的先手棋和排头兵，在全国改革发展大局中具有十分重要的地位。

“意见”中还指出将提升上述地区公共服务水平、加强公共设施建设、加强口岸基础设施建设、引导支持贸易服务业发展。

2016年6月，交通运输部、国家发改委联合公布了“第一批多式联运示范工程项目名单”，宁波港、唐山港、青岛港、大连港等在内的多个港口牵头项目被列入。同期，国务院《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》、国家发改委《中欧班列建设发展规划（2016—2020年）》发布，对“十三五”期间多式联运的发展提出多项具体目标。《关于促进多式联运发展的若干意见》已经审议并原则通过，标志着多式联运发展上升为国家战略。

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

总体来看，中国政府的相应政策支持有助于促进中国港口行业优化产业结构、扩展产业规模，为中国港口行业未来发展提供了良好的政策环境保证。

（4）行业关注

全球经济复苏放缓拖累外贸集装箱吞吐量增长

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

经济增速放缓影响大宗散货吞吐量

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

港口产能扩张过快、产能过剩风险较大

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，中国港口供需结构将进一步失衡，港口企业竞争更加激烈。

（5）未来发展

投资主体呈现多元化

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

表 4 目前已在中国沿海港口投资的主要航运公司和码头运营商

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

资料来源：根据公开资料整理

港口资源整合趋势加快

2006 年由国务院审议通过的《全国沿海港口布局规划》对中国港口资源进行了一次合理规划，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级。近年来，随着市场化改革不断深入和港口的快速发展，港口之间的竞争也日趋激烈，港口资源整合趋势加快。目前，中国沿海的各大港口已经完成，或在进行或在酝酿资产整合，另外部分沿海和内河港口也互相寻求合作共谋发展。相邻或相近的港口实现一体化运营，沿海和内河港口之间的联姻，同一港区不同经营主体相互合作都将成为未来中国港口行业资源整合的主要趋势。港口资源整合有利于港口行业避免资源浪费和同质化竞争；有助于实现集约化发展，提升中国港口在世界上的地位和影响。

腹地延伸——“无水港”建设

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

港口物流——保税港区和临港工业园快速发展

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

总体看，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。

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，资产和权益规模大（截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 4,798.30 亿元，所有者权益为 1,381.31 亿元），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。2016 年公司对业务板块进行了重新划分，由原“国内实业、金融及服务业、国际业务”板块划分为“基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融及服务业和国际业务”板块。

基础产业

公司基础产业主要包括电力、矿业和交通物流等业务，是公司的经营重点以及主要收入来源，也是公司长期稳定和长远发展的基础。

电力方面，公司装机容量较大，电力装机分布于全国 15 个省（市、自治区），截至 2016 年底，公司水电装机容量为 1,672.00 万千瓦，火电控股装机容量为 1,175.60 万千瓦，风电装机容量为 68.05 万千瓦，光伏发电装机容量为 12.80 万千瓦，装机规模位居全国第八位。

矿业方面，公司目前主要从事化肥业务，公司下属的国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）拥有年产 140 万吨硫酸钾生产装置和年产 10 万吨硫酸镁生产装置，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。

交通物流方面，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 年底，公司港口吞吐能力达 2.03 亿吨。

前瞻性战略性新兴产业

公司前瞻性战略性新兴产业主要由中国国投高新产业投资公司（以下简称“高新公司”）负责，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。2016 年，高新公司及其下属公司完成投资项目超过 100 个，投资金额超过 150 亿元。

金融及服务业

公司金融及服务业务板块主要包括金融业务、资产管理业务和工程服务业务等，金融业务以国投安信股份有限公司（以下简称“国投安信”）作为金融控股平台，涉及信托、证券、基金、银行、财务公司、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域，多元化程度较高，盈利能力较强，风险相对可控，可为公司整体发展提供一定支撑。

国际业务

公司国际业务重点开展境外直接投资、国际贸易、国际工程承包等业务，并形成了较大的规模。在境外直接投资方面，公司与安徽海螺水泥股份有限公司在印尼巴布亚省马诺夸里县合作建设 1 条 3,200t/d 新型干法熟料水泥生产线，可实现年产硅酸盐水泥熟料 105 万吨；国际贸易方面，公司 2016 年实现进出口贸易额超过 10 亿美元；国际工程承包方面，公司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，具备一定的行业竞争力。

总体看，公司目前形成了基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业和国际业务相互支撑、协同发展的多元化业务格局，业务范围广泛，业务规模较大，具备很强的规模优势和综合竞争力。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员8人，包括党组书记1人、总裁1人、副总裁4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，现任国家开发投资公司董事长、党组书记。

公司总经理余剑锋先生，1965年出生；历任中国原子能科学研究院副所长，江苏核电有限公司副处长、处长、副总工程师、总经理助理，中国核工业集团公司核电部副主任、主任，中国核工业集团公司总经理助理，党组成员、副总经理，中国电力投资集团公司党组成员、副总经理，国家电力投资集团公司党组成员、副总经理，国家电力投资集团公司副总经理、党组副书记。现任国家开发投资公司董事、总裁、党组副书记。

截至2016年底，公司合并口径从业人员34,516人，其中具有研究生及以上学历的人数3,442人，占比9.97%；具有本科学历的人数13,261人，占比38.42%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，从业人员整体素质与公司业务结构较匹配，能够满足公司发展需要。

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7名董事组成，其中外部董事4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。

公司设监事会，目前监事会由7名监事组成，包括1名监事会主席、4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。

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。

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、社会和环境的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（证券板块资金不予归集）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部，由集团总部财务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。但多元化的经营格局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

公司整体经营规模较大，2016年公司对业务板块进行了重新划分，由原“国内实业、金融及服务业、国际业务”板块划分为“基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融及服务业和国际业务”板块。2016年，公司按照国资委部署无偿划出所属国投新集能源股份有限公司（以下简称“国投新集”）和国投煤炭有限公司（以下简称“国投煤炭”）股权，公司煤炭资产完成划转，公司基础产业中的矿业板块收入有所下降，但毛利率水平有所提高，对公司整体经营情况影响不大。截至目前，公司经营仍以基础产业板块为主。2014~2016年，公司实现营业总收入分别为1,126.20亿元、1,042.40亿元和870.45亿元，呈逐年减少态势，年均复合减少12.08%；分别实现净利润119.97亿元、131.31亿元和140.50亿元，呈持续增长态势，年均复合增长8.22%，2015年和2016年较2014年营业总收入下降，但净利润增加的原因系财务费用减少以及投资收益增加所致。

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。其中，营业收入是公司营业总收入的主要来源，2014~2016年，公司营业收入分别为1,050.00亿元、872.37亿元和764.88亿元，呈逐年减少态势，三年复合减少14.65%，主要系基础产业板块和国际业务板块收入减少所致；在营业总收入中的占比分别为93.23%、83.69%和87.87%，呈波动减少态势。公司利息收入在营业总收入中的占比较低，近三年分别为2.00%、4.79%和4.00%。公司手续费及佣金收入主要来自安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”），2014~2016年，受证券市场波动的影响，公司手续费及佣金收入分别为53.65亿元、120.11亿元和70.73亿元，呈波动增加态势，三年复合增长14.82%；在营业总收入中的占比分别为4.76%、11.52%和8.13%，呈波动增加态势。

表5 公司营业总收入构成情况表（单位：亿元，%）

项目	2014年	占比	2015年	占比	2016年	占比
营业收入	1,050.00	93.23	872.37	83.69	764.88	87.87
利息收入	22.55	2.00	49.92	4.79	34.84	4.00
手续费及佣金收入	53.65	4.76	120.11	11.52	70.73	8.13
营业总收入	1,126.20	100.00	1,042.40	100.00	870.45	100.00

资料来源：公司提供

从营业收入结构看，基础产业、前瞻性战略性新兴产业和国际业务是公司营业收入的主要构成部分。2014~2016年，公司基础产业板块实现收入分别为663.73亿元、522.67亿元和430.13亿元，呈逐年减少态势，三年复合减少19.50%；其中，2015年较2014年下降的原因系售电量下降以及煤炭行业景气度下降导致电力板块和矿业板块收入下降所致，2016年较2015年下降的原因系售电量下降以及划拨煤炭板块导致电力板块和矿业板块收入下降所致；在营业收入中的占比分别为63.21%、59.91%和56.23%，呈逐年下降态势。2014~2016年，公司前瞻性战略性新兴产业发展较好，实现收入分别为69.64亿元、75.33亿元和76.53亿元，呈逐年增长态势，三年复合增长4.83%；在营业收入中的占比分别为6.63%、8.63%和10.01%。2014~2016年，公司金融及服务业实现收入分别为45.10亿元、65.74亿元和60.27亿元，呈波动增长态势，三年复合增长15.69%；在营业收入中的占比分别为4.30%、7.54%和7.88%，占比一般。受国际经济和贸易环境景气度下行影响，2014~2016年，公司

国际业务实现收入分别为309.25亿元、260.73亿元和211.70亿元，三年复合减少17.26%；在营业收入中的占比分别为29.45%、29.89%和27.68%，呈波动减少态势，是公司营业收入的重要组成部分。

从毛利率情况来看，2014~2016年，公司基础产业板块毛利率水平分别为37.07%、39.75%和42.42%，呈逐年上升态势；其中2015年较2014年上升的原因系煤炭价格下跌导致电力板块成本下降，电力板块毛利率升高，2016年较2015年上升的原因系矿业板块由于煤炭资产的划拨，整体毛利率水平提升所致。2014~2016年，公司前瞻性战略性产业毛利率水平分别为38.66%、42.19%和17.26%，呈波动下降态势。受金融市场整体向好影响，2014~2016年，公司金融及服务业毛利率水平分别为19.51%、21.07%和26.58%，呈逐年增加态势。2014~2016年，公司国际业务毛利率水平分别为2.69%、-0.57%和6.37%，呈波动上升态势，但仍处于较低水平。受上述板块毛利率水平波动影响，2014~2016年，公司整体毛利率水平分别为27.07%、27.78%和28.69%，呈小幅升高态势，但整体毛利率水平一般。

表6 2014~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

类别		2014 年			2015 年			2016 年		
		收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
基础产业	电力	410.50	46.46	39.10	332.64	50.66	38.13	292.71	48.41	38.27
	矿业	208.98	18.48	19.90	156.96	17.54	17.99	95.60	35.74	12.50
	交通物流	44.25	37.83	4.21	33.07	35.35	3.79	41.83	15.71	5.47
	小计	663.73	37.07	63.21	522.67	39.75	59.91	430.13	42.42	56.23
前瞻性战略性产业		69.64	38.66	6.63	75.33	42.19	8.63	76.53	17.26	10.01
金融及服务业		45.10	19.51	4.30	65.74	21.07	7.54	60.27	26.58	7.88
国际业务		309.25	2.69	29.45	260.73	-0.57	29.89	211.70	6.37	27.68
板块间抵消		-43.71	--	-4.16	-57.70	--	-6.61	-17.79	--	-2.33
合计		1,050.00	27.07	100.00	872.37	27.78	100.00	764.88	28.69	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，2014~2016 年，公司投资收益分别为 53.80 亿元、67.16 亿元和 86.80 亿元，三年复合增长 27.02%，主要系金融产品投资收益和处置部分股权投资收益增长所致；占营业利润的比重分别为 40.92%、45.93%和 50.85%，对营业利润的贡献度较高。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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 198.59 亿元，同比下降 4.65%；实现营业收入 178.19 亿元，同比下降 2.37%；实现净利润 37.96 亿元，同比增加 17.94%，主要系权益法核算的投资收益增加所致。

总体看，公司营业总收入规模较大，收入构成以基础产业、前瞻性战略性产业和国际业务为主，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. 基础产业板块

基础产业板块是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产主要构成和利润的重要来源。2016 年，公司完成了对煤炭资产的划拨。截至目前，公司基础产业板块主要包括电力板块、矿业板块和交通物流板块。

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（以下简称“国投电力”，截至 2016 年底，公司持股 49.18%）。国投电力是上交所上市公司（股票代码：600886.SH），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。

发售电量方面，受宏观经济下行以及公司划转部分热电公司的影响，公司发、售电量均呈持续减少态势。2014~2016 年，公司发电量分别为 1,396.83 亿千瓦时、1,261.19 亿千瓦时和 1,204.36 亿千瓦时，三年复合减少 7.14%；公司售电量分别为 1,348.23 亿千瓦时、1,235.61 亿千瓦时和 1,173.02 亿千瓦时，三年复合减少 6.72%。

表 7 公司电力板块主要经营指标（单位：万千瓦，亿千瓦时）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
装机容量	3,321.75	2,885.50	2,928.45
发电量	1,396.83	1,261.19	1,204.36
售电量	1,348.23	1,235.61	1,173.02

资料来源：公司提供

从装机容量上看，2014~2016 年，公司装机容量分别为 3,321.75 万千瓦、2,885.50 万千瓦和 2,928.45 万千瓦，呈波动减少态势，三年复合减少 6.11%；其中，2015 年较 2014 年减少的原因系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下降所致，2016 年较 2015 年增加的原因系雅砻江桐子林电站和钦州二期火电项目新增投产所致。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，并以水电和火电为主，其中水电主要分布在四川、重庆，火电主要分布在新疆、甘肃、福建、广西等地。截至 2016 年底，公司水电装机容量为 1,672.00 万千瓦，火电控股装机容量为 1,175.60 万千瓦，风电装机容量为 68.05 万千瓦，光伏发电装机容量为 12.80 万千瓦。截至 2017 年 3 月底，公司装机容量为 2,929.85 万千瓦。水电开发方面，公司在建和拟建项目主要以雅砻江流域整体开发为主，截至 2017 年 3 月底，公司在建或拟建的项目包括两河口和杨房沟项目。火电开发方面，公司火电项目建设顺利推进，截至 2017 年 3 月底，公司在建或拟建的项目主要由北疆二期和涓洲湾二期项目。公司水电项目建设规模较大，未来清洁能源装机规模有望持续增长，电源结构将进一步得到优化。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司主要电力项目分布情况（万千瓦，%）

类别	项目名称	可控装机容量	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	326.00		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	60.00	新疆	100.00	控股
	合计	1,175.60	--	--	--
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	5.40	云南	64.89	控股
	武定风电	4.80	云南	58.40	控股
	合计	69.45	--	--	--
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
	宾川	2.00	云南	64.89	控股
	合计	12.80	--	--	--

资料来源：公司提供

从电厂平均设备利用小时数来看，近年来受国家倡导清洁能源等政策带动下游产业需求增长影响，2014~2016 年，公司水电平均设备利用小时分别为 4,335.64 小时、4,599.74 小时和 4,822.39 小时，呈逐年增长态势，三年复合增长 5.46%。2014~2016 年，公司火电平均设备利用小时分别为 4,112.50 小时、3,272.26 小时和 3,700.58 小时，呈波动减少态势，三年复合减少 5.14%；其中，2015 年较 2014 年下降主要系宏观经济下行、用户需求减弱等因素所致，2016 年较 2015 年增加的原因主要系火电装机容量下降而需求降幅相对较小所致。2014~2016 年，受宏观经济下行和用户需求波动的影响，公司风电、光电平均设备利用小时均呈波动下降态势；其中，风电平均设备利用小时分别为 1,802.94 小时、1,360.22 小时和 1,380.52 小时，三年复合减少 12.50%，光电平均设备利用小时分别为 1,588.82 小时、1,598.06 小时和 1,520.85 小时，三年复合减少 2.16%。

表 9 公司控股电厂平均设备利用小时数（单位：小时）

类别	2014 年	2015 年	2016 年
水电	4,335.64	4,599.74	4,822.39
火电	4,112.50	3,272.26	3,700.58
风电	1,802.94	1,360.22	1,380.52
光电	1,588.82	1,598.06	1,520.85

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，受整体宏观经济下行以及政府价格调控影响，2014~2016 年，公司火电、水电、风电和光电平均销售价格均有一定程度下降，其中，火电销售价格从 2014 年的 0.4155 元/千瓦时下降至 2016 年的 0.3383 元/千瓦时，2016 年较 2015 年价格回升的原因系 2016 年煤炭价格整体上升所致；水电销售价格从 2014 年的 0.2942 元/千瓦时下降至 2016 年的 0.2624 元/千瓦时，风电销售价格从 2014 年的 0.5548 元/千瓦时下降至 2016 年的 0.4873 元/千瓦时，光电销售价格从 2014 年的 1.1156 元/千瓦时下降至 2016 年的 1.0474 元/千瓦时。目前宏观经济仍处于转型调整期间，电力销售价格大幅上升的可能性不大。

表 10 公司主要电力平均销售电价（单位：元/千瓦时）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
火电	0.4155	0.2682	0.3383
水电	0.2942	0.2903	0.2624
风电	0.5548	0.5628	0.4873
光电	1.1156	1.1127	1.0474

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司电力板块分别实现收入410.50亿元、332.64亿元和292.71亿元，呈逐年下降态势，但仍保持了较大的收入规模。

总体看，公司电力板块业务规模较大，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。但联合评级同时也关注到电力平均售价的下滑等因素给公司电力板块带来的不利影响。

矿业板块

2016年，公司对煤炭资产进行了划拨。目前，国投矿业投资有限公司是公司旗下专业从事矿产资源及其相关产业投资的全资子公司。2016年剥离煤炭板块后，公司矿业板块主要为化肥业务。目前管理投资企业包括：国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）、国投重庆页岩气开发利用有限公司、厦门京闽能源实业有限公司、安徽省徽商汽车资源循环利用有限公司等企业。其中，国投罗钾拥有钾肥资源 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。

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 140 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。

表 11 公司主要化肥硫酸钾经营指标（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产量	143.29	156.98	160.60
销量	143.21	147.14	155.40
均价	2,833.99	2,505.91	1,942.85

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司硫酸钾产销量均呈小幅增长态势，产量分别为 143.29 万吨、156.98 万吨和 160.60 万吨，三年复合增长 5.87%；销量分别为 143.21 万吨、147.14 万吨和 155.40 万吨，三年复合增长 4.17%。2014~2016年，公司产销率分别为 99.94%、93.73%和 96.76%，呈波动减少态势，但仍处于较高水平。2014~2016年，公司硫酸钾销售均价分别为 2,833.99 元/吨、2,505.91 元/吨和 1,942.85 元/吨，三年复合下降 17.20%，主要系产能过剩以及市场竞争加剧等因素导致。2017 年 1~3 月，公司硫酸钾产量为 56.79 万吨，销量为 66.62 万吨，销售均价为 2,051.83 元/吨，价格略有提升。

2014~2016年，受硫酸钾销售均价下降的影响，公司钾肥业务实现收入分别为 40.59 亿元、36.87 亿元和 30.19 亿元，三年复合减少 13.76%；公司矿业板块收入分别为 208.98 亿元、165.13 亿元和 95.60 亿元，三年复合减少 32.36%。

总体看，近年来，公司钾肥产销量均呈增加态势，但受价格下降的影响，收入逐年下降。且受剥离煤炭板块的影响，公司矿业板块的收入也将有所下降。

交通物流板块

公司交通物流板块主要由全资子公司国投交通控股有限公司（以下简称“交通公司”）从事港口和相关配套项目的开发、经营和管理，以及全资子公司国投物流投资有限公司（以下简称“国投物流”）从事物流领域项目投资与经营管理。

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。截至 2016 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。2014~2016 年，受宏观经济下行影响，公司主要港口（曹妃甸、京唐港、洋浦港和镇江港）散货吞吐量分别为 20,499.10 万吨、16,255.59 万吨和 14,321.92 万吨，呈逐年减少态势，三年复合减少 16.41%。2017 年 1~3 月，公司主要港口散货吞吐量约为 3,964 万吨。目前，国内宏观经济仍维持下行趋势，预计短期内公司港口业务吞吐量总体仍将维持下降趋势。

表 12 公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

名称	2014 年	2015 年	2016 年
曹妃甸	7,637.29	4,913.18	3,841.18
京唐港	5,268.07	4,964.04	3,816.18
洋浦港	828.74	803.06	772.40
镇江港	6,765.00	5,575.30	5,891.79
合计	20,499.10	16,255.59	14,321.92

资料来源：公司提供

国投物流是负责物流领域投资与管理的专业性公司，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。2016 年，国投物流实现营业收入 20.48 亿元，实现净利润 1.87 亿元。

公司交通物流板块在公司营业收入中的占比较低，2014~2016 年，公司交通物流板块实现收入分别为 44.25 亿元、33.07 亿元和 41.83 亿元，呈波动减少态势，2016 年较 2015 年增长的原因主要系国投物流下属湄洲湾产业园公司工程结算确认收入增加所致。

总体看，近年来，受宏观经济下行影响，公司交通物流板块收入呈波动减少态势，在营业收入中的占比较低。

3. 前瞻性战略性板块

2016 年，公司重新规划前瞻性战略性板块，重点业务主要分布在先进制造业、大健康、城市环保、大数据和互联网+、检验检测等产业；大力发展股权投资基金，积极推动基金投资与股权投资融合联动。公司前瞻性战略性产业板块主要由高新公司负责，核心控股子公司包括国投创业投资管理有限公司（以下简称“国投创业”）、国投创新投资管理有限公司（以下简称“国投创新”）、国投创益产业基金管理有限公司（以下简称“国投创益”）、国投创合（北京）基金管理有限公司（以下简称“国投创合”）、海峡汇富基金管理公司（以下简称“海峡基金”）、亚普汽车部件股份有限公司（以下简称“亚普汽车”）等。此外，国投中鲁果汁股份有限公司（以下简称“国投中鲁”）定位于高端农业产业领域。

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。高新公司本部 2016 年完成

投资项目 61 个，投资额 85.70 亿元；国投创新完成投资项目 23 个，投资额 65.50 亿元；国投创业完成投资项目 7 个，投资额 6.20 亿元；国投创益完成投资项目 18 个，投资额 6.10 亿元；国投创合完成投资项目 7 个，投资额 1.60 亿元；海峡基金完成投资项目 1 个，投资额 0.90 亿元。亚普汽车主要从事汽车塑料油箱的生产和销售，生产能力为 1,360 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。2016 年，亚普汽车生产油箱 902 万只，同比增长 8.52%；全年销售油箱 896 万只，同比增长 10.43%。截至 2016 年底，高新公司资产规模 61.70 亿元，所有者权益 54.38 亿元；2016 年，高新公司实现营业总收入 0.64 亿元，净利润 3.01 亿元。国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售，2016 年国投中鲁销量为 12.84 万吨，主要以苹果清汁、梨汁和地瓜汁为主，实现营业收入 9.64 亿元，实现净利润 0.09 亿元。

2014~2016 年，公司前瞻性战略性板块分别实现收入 69.64 亿元、75.33 亿元和 76.53 亿元，呈逐年增长态势，三年复合增长 4.83%，在营业收入中的占比也逐年提高。

总体看，公司于 2016 年重新规划前瞻性战略性板块并积极拓展相关业务，近年来，公司前瞻性战略性板块收入逐年增长，在营业收入中的占比也有所提升。

4. 金融及服务板块

公司金融及服务板块子公司主要有：国投泰康信托有限公司（原“国投信托投资有限公司”，以下简称“国投信托”）、国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）、国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）、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”）、中国电子工程设计院（以下简称“电子院”）及安信证券。

国投信托是国投资本的控股企业，近年来，国投信托在传统银信业务受限的情况下，通过加强与银行、券商的沟通合作，快速复制银证信合作模式；审慎开展房地产信托业务，并与社保基金战略合作投资于保障房建设；成立了首只能源矿产类信托产品，发行了首只黄金挂钩型信托产品，设立了首只财产信托型艺术品基金。截至 2016 年底，国投信托管理资产规模 2,712.48 亿元，较年初大幅增长 124.92%。截至 2016 年底，国投信托资产规模 72.22 亿元，所有者权益 58.12 亿元；2016 年，国投信托实现营业收入 18.34 亿元，同比下降 25.89%；净利润 8.51 亿元，同比下降 34.34%。

国投财务公司是公司及下属投资企业（国投公司本部持股 35.60%，集团内一致行动人持股合计 100%）成立的一家金融企业，为集团成员企业提供共享金融平台。截至 2016 年末，成员企业在国投财务公司开户 272 家，2016 年新增户数 39 家。2016 年，国投财务公司全年月均资金归集率为 61.66%；日均吸收存款余额 160.48 亿元；日均投放贷款规模为 225.52 亿元。截至 2016 年底，国投财务公司资产规模 248.11 亿元，所有者权益 65.30 亿元；2016 年，国投财务公司实现营业总收入 6.82 亿元，净利润 3.19 亿元。

国投瑞银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 2016 年底，国投瑞银管理资产总规模 2,144.31 亿元，较上年减少 31.94 亿元，其中公募基金规模 934.55 亿元，较上年减少 41.11 亿元。截至 2016 年底，国投瑞银资产总额 13.30 亿元，所有者权益 9.15 亿元；2016 年，国投瑞银实现营业总收入 8.68 亿元，净利润 2.56 亿元。

2016 年，国投安信期货通过做大做强机构客户、开发专业投资者客户，优化了公司的客户结构，保持并提高市场占有率。截至 2016 年底，国投安信期货保证金规模达到 112.12 亿元。截至

2016 年底，国投安信期货资产总额 132.00 亿元，所有者权益 15.95 亿元；2016 年，国投安信期货实现营业总收入 8.82 亿元，净利润 0.93 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，目前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。截至 2016 年底，中投保担保余额 1,891.25 亿元。截至 2016 年底，中投保资产规模 130.47 亿元，所有者权益 66.64 亿元；2016 年，中投保实现营业收入 7.13 亿元，净利润 5.99 亿元。

电子院定位为公司科技创新的平台，承担了多项科研课题，在海水淡化、云计算、新能源和节能环保方面均取得了显著成果。2016 年，我国平板显示行业、半导体业、数据中心行业、水处理行业规模持续扩大，电子院同类业务规模也出现大幅上升，但受到国内整体宏观经济形势的影响，设计咨询业务收入 9.03 亿元，同比下降 12.84%。

安信证券作为公司下属的全国综合性大型券商，具备较强的综合实力。截至 2016 年底，安信证券在北京、上海、广州、佛山、汕头等地设有 43 家分公司（其中 2 家筹建中），在全国范围内拥有 291 家证券营业部（其中 40 家筹建中），全资拥有国投安信期货、安信国际金融控股有限公司、安信乾宏投资有限公司，参股安信基金管理有限责任公司等企业，多项业务排名进入全国前列，行业地位不断提升。截至 2016 年底，安信证券资产总额 1,225.88 亿元，所有者权益 215.81 亿元；受 2016 年证券市场行情较为低迷影响，安信证券 2016 年实现营业收入 76.74 亿元，同比下降 42.04%，净利润 25.52 亿元，同比下降 44.53%。2016 年，安信证券净资本排名行业第 22 位，资本实力较强。

2014~2016 年，受金融市场波动的影响，公司金融及服务业板块实现收入⁵分别为 45.10 亿元、65.74 亿元和 60.27 亿元，呈波动增长态势，三年复合增长 15.60%，但在营业收入中的占比一般。

总体看，公司金融及服务业板块业务较为齐全，收入规模有所增长，但在营业收入中的占比一般。

5. 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，公司主要是由融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）负责，是公司重点打造的海外投融资平台和公司“走出去”战略的重要运营载体。融实国际紧密对接国际资本，筹建国际并购股权投资基金，针对全球投资机会及企业的并购重组，关注前瞻性、战略性新兴产业，寻找符合国家“一带一路”战略的资源开发机会。融实国际通过成立的印尼水泥项目公司，与安徽海螺水泥股份有限公司在印尼巴布亚省马诺夸里县合作建设 1 条 3,200t/d 新型干法熟料水泥生产线，配套建设矿山、码头、燃煤电站及相关生产生活辅助设施，年产硅酸盐水泥 150 万吨。项目已由国家发展改革委核准，并获得印尼当地政府颁发的建设许可证。2015 年 4 月，项目主体工程开工，2016 年 8 月，项目正式点火投产。2017 年 1~5 月，印尼水泥项目公司生产熟料 27.21 万吨，水泥 6.64 万吨，发电量 3,991 万度，实现销售收入 1.14 亿元。

国际贸易方面，该业务主要从事大宗商品国际贸易业务。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，2016 年进出口额 10.23 亿美元，同比下降 28.21%。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

⁵ 不包括金融板块的手续费及佣金收入。

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，2016年，中成集团新签合同额总计72.85亿元，同比增加54.58%。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。2016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。

2014~2016年，公司国际业务板块实现收入分别为309.25亿元、260.73亿元和211.70亿元，呈逐年减少态势，三年复合减少17.26%，主要系国际经济、贸易环境景气度下行所致；国际业务板块收入在营业收入中的占比由2014年的29.45%降至2016年的27.68%，仍是公司营业收入的重要组成部分。

总体看，公司国际业务的收入规模较大，是公司营业收入的重要组成部分。同时联合评级关注到，公司国际业务板块受国际经济环境影响较大，未来增长仍存在一定不确定性。

6. 经营效率

2014~2016年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为0.60%和6.17%，均呈增长态势；营业总收入复合减少12.08%，净利润复合增长8.22%，受财务费用减少以及投资收益增长等因素影响，净利润保持持续增长。

2014~2016年，公司应收账款周转率呈持续下降态势，分别为10.78次、10.43次和10.04次；公司存货周转率呈波动上升趋势，分别为6.12次、5.69次和6.15次；总资产周转率持续下降，分别为0.28次、0.22次和0.18次。

总体看，公司整体经营效率较好。

7. 在建工程

公司在建及拟建投资计划主要方向为电力、港口项目等。其中，电力板块包括桐子林、两河口等水电项目，随着电力项目建成投产，公司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。截至2017年3月底，公司在建项目计划总投资合计1,194.25亿元，已投资478.01亿元，尚需投资716.24亿元。

表13 截至2017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17年 3月底已 投资	投资计划		
	自有资金	外部融资		2017年4 月~12月	2018年	2019年
桐子林水电站	12.51	50.06	54.03	2.60	0.00	0.00
两河口水电站	132.91	531.66	215.05	38.57	50.00	50.00
杨房沟水电站	40.01	160.02	32.93	15.48	12.00	12.00
北疆电厂二期	23.82	95.28	58.30	5.73	5.00	5.00
湄洲湾电厂二期	22.33	45.34	57.45	1.60	0.00	0.00
电力板块小计	231.58	882.36	417.76	63.98	67.00	67.00
国投湄洲湾煤炭码头装船泊位及二期一阶段工程	1.88	4.38	5.54	0.72	0.00	0.00
钦州港国投煤炭码头工程	4.46	10.40	12.77	2.09	0.00	0.00

果园港项目	12.02	17.63	18.29	5.57	5.79	0.00
港口板块小计	18.36	32.41	36.60	8.38	5.79	0.00
罗钾 120 万吨钾肥扩能	8.86	20.68	23.65	1.14	0.00	0.00
矿业板块小计	8.86	20.68	23.65	1.14	0.00	0.00
合计	258.80	935.45	478.01	73.50	72.79	67.00

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模较大，存在较大的筹资需求和资本支出压力。

8. 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、港口板块在建项目规模较大，截至 2017 年 3 月末，公司在建项目计划总投资合计 1,194.25 亿元，已投资 478.01 亿元，尚需投资 716.24 亿元，公司存在一定的筹资需求。

平均销售电价的持续下降给公司经营带来了一定影响

2014~2016 年，公司火电、水电、风电和光电平均销售价格均有一定程度下降，且目前宏观经济仍处于转型调整期间，电力销售价格大幅上升的可能性不大。公司电力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。

金融业务存在一定市场风险

公司金融及服务板块涉及证券、信托、期货、基金等多项业务，整体受金融市场环境影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。

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。

9. 未来发展

公司主要业务未来的发展重点是：到 2017 年，公司电力板块可控装机容量 3,858 万千瓦，在建 1,361 万千瓦，创新发展模式，突出效益；矿业板块要通过国企重组整合和市场开发，抓住镍等有色金属行业周期处于底部的投资窗口期，积极寻找相关企业整合重组机会，促进公司资源类企业转型发展，为公司培育新的利润增长点；交通板块形成港口吞吐能力超过 2.8 亿吨/年，加快推进交通公司改制工作，解决权属、资产剥离问题；化肥板块中钾肥生产能力将达到 170 万吨，塑料燃油箱年生产能力 950 万只；重点推进可持续发展的、有刚性需求的、可再生的、有发展空间的、符合节能环保的新能源、养老产业、先进制造业等产业作为公司前瞻性战略性新兴产业发展的重点；以金融为代表的服务板块资产占比明显提高，金融板块管理资产规模 10,377 亿元，按照市场化基金运作方向，巩固和拓展基金业务类型，形成包括 PE/VC、专项基金、区域基金、并购基金、定增基金、夹层基金、母基金、政府引导基金及资管基金等全方位的业务格局，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，围绕国际产能合作和中国装备“走出去”进行布局。

总体看，公司战略规划较为清晰，在执行良好的条件下，有利于公司进一步增强综合竞争实力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 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 2017 年一季度财务报告未经审计。近年来，公司合并范围有一定变化，但总体规模一般，公司财务数据可比性尚可。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 4,671.16 亿元，负债合计 3,324.45 亿元，所有者权益合计 1,346.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 623.67 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 870.45 亿元，净利润 140.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 57.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 218.38 亿元，现金及现金等价物净增加额-116.53 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 4,798.30 亿元，负债合计 3,416.98 亿元，所有者权益合计 1,381.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 649.12 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 198.59 亿元，净利润 37.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 37.62 亿元。

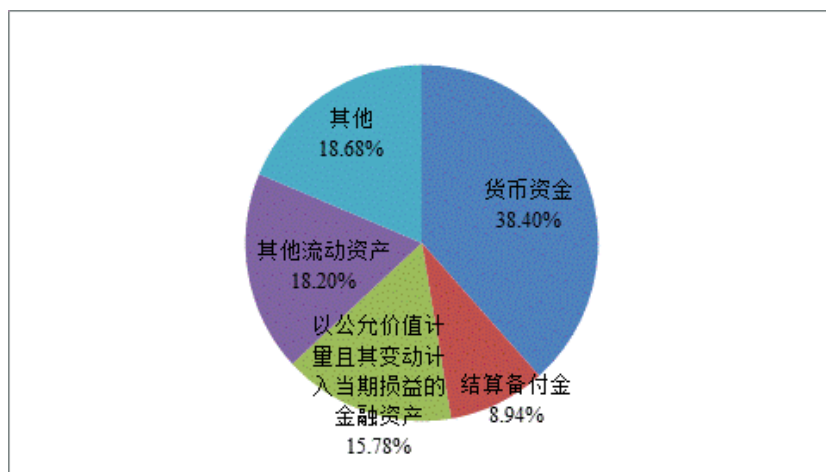
2. 资产质量

2014~2016 年，随着公司业务发展和板块调整，公司资产规模波动增长，三年复合增长 0.60%。截至 2016 年底，公司资产总额为 4,671.16 亿元，较年初减少 5.73%；其中，流动资产占 33.03%，非流动资产占 66.97%，公司资产结构较年初变化很小，以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产呈波动增长态势，三年复合增长 2.64%。截至 2016 年底，公司流动资产余额为 1,542.65 亿元，较年初减少 6.60%；流动资产以货币资金（占比为 38.40%）、结算备付金（占比为 8.94%）、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 15.78%）和其他流动资产（占比 18.20%）为主。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，三年复合增长 5.16%。截至 2016 年底，公司货币资金余额为 592.39 亿元，较年初减少 18.29%，主要系 2016 年证券市场行情整体较为低迷导致安信证券客户资金存款减少所致。公司货币资金以银行存款为主，其中，安信证券客户存款为 334.80

亿元，占比 56.52%；公司自有货币资金（257.59 亿元）中，受限资金占比 8.13%，占比一般。

2014~2016 年，公司结算备付金波动增长，三年复合增长 13.44%。截至 2016 年底，公司结算备付金为 137.95 亿元，较年初减少 5.20%，主要系信用备付金减少所致。公司结算备付金以客户备付金（占比 71.29%）、自有备付金（占比 17.02%）和信用备付金（占比 11.68%）为主。

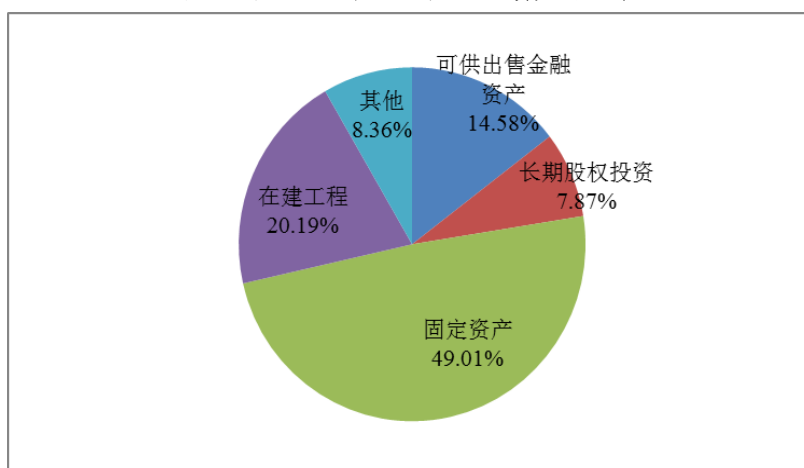
2014~2016 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增长较快，三年复合增长 39.79%。截至 2016 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 243.38 亿元，较年初增长 43.37%，主要系公司金融板块债务工具投资增长所致。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以债务工具为主，占比 60.33%。

2014~2016 年，公司其他流动资产小幅波动，三年复合减少 1.33%；截至 2016 年底，公司其他流动资产为 280.73 亿元，较年初变化不大；其他流动资产主要由安信证券融出资金构成，占比为 83.48%，期限以 1~3 个月为主，占比 55.16%。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模小幅波动，三年复合减少 0.36%。截至 2016 年底，公司非流动资产余额为 3,128.51 亿元，较年初减少 5.30%；非流动资产以可供出售金融资产（占比 14.58%）、长期股权投资（占比 7.87%）、固定资产（占比 49.01%）和在建工程（占比 20.19%）为主。

图 2 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产波动增长，三年复合增长 15.39%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 456.00 亿元，较年初减少 9.55%，主要系可供出售债务工具减少所致；可供出售金融资产主要由可供出售权益工具（占比 54.72%）和其他（占比 30.89%）为主，其他主要系理财产品等。

2014~2016 年，公司长期股权投资逐年增长，三年复合增长 27.22%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 246.09 亿元，较年初增长 52.84%，主要系联营企业投资规模增加所致。公司长期股权投资以联营企业投资（占比 83.50%）和合营企业投资（占比 15.58%）为主。

2014~2016 年，公司固定资产逐年下降，三年复合下降 9.51%。截至 2016 年底，公司固定资产净额为 1,533.16 亿元，较年初减少 10.07%，主要系公司划拨煤炭资产导致机器设备、房屋及建筑物减少所致；从构成来看，固定资产以房屋及建筑物（占比 71.68%）和机器设备（占比 27.71%）为主，固定资产成新率为 70.77%，成新率一般。

2014~2016 年，公司在建工程波动增加，三年复合增长 15.22%；截至 2016 年底，公司在建工程为 631.71 亿元，较年初变化不大；公司在建工程以水电站和港口等工程为主。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 4,798.30 亿元，较年初略有增加；公司资产结构较年初变动不大，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，且成新率一般，公司整体资产质量一般。

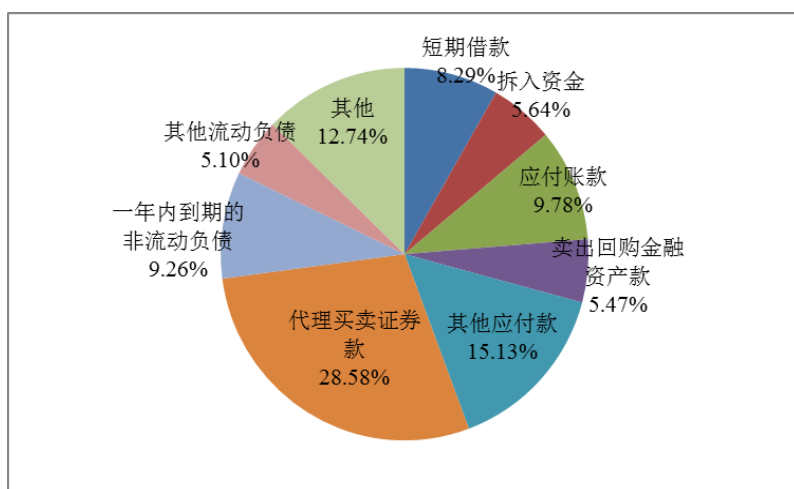
3. 负债和所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模小幅波动，三年复合减少 1.42%。截至 2016 年底，公司负债总额为 3,324.45 亿元，较年初减少 6.19%；其中，流动负债占比 45.30%，非流动负债占比 54.70%，负债构成以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债规模小幅波动，三年复合减少 2.02%。截至 2016 年底，公司流动负债为 1,506.06 亿元，较年初减少 9.07%，主要系代理买卖证券款减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 8.29%）、拆入资金（占比 5.64%）、应付账款（占比 9.78%）、卖出回购金融资产款（占比 5.47%）、其他应付款（占比 15.13%）、代理买卖证券款（占比 28.58%）、一年内到期的非流动负债（占比 9.26%）和其他流动负债（占比 5.10%）构成。

图 3 截至 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司短期借款波动减少，三年复合下降 15.47%。截至 2016 年底，公司短期借款为 124.79 亿元，较年初变化不大；短期借款主要由信用借款构成，占比 90.96%。

2014~2016 年，公司拆入资金波动增长，三年复合增长 43.93%。截至 2016 年底，公司拆入资金为 85.00 亿元，较年初增长 553.85%，主要系公司增加了非银金融机构的资金拆入（安信证券的转融通业务）所致；拆入资金主要来源于境内其他金融机构拆入，占比为 70.59%。

2014~2016 年，公司应付账款小幅增长，三年复合增长 1.40%。截至 2016 年底，公司应付账款为 147.32 亿元，较年初变化不大；从构成来看，公司应付账款主要系未结算的工程款和保证金；从账龄来看，应付账款以 1 年以内的为主，占比 87.89%。

2014~2016 年，公司卖出回购金融资产款逐年减少，三年复合减少 33.31%。截至 2016 年底，公司卖出回购金融资产款为 82.41 亿元，较年初减少 54.64%，主要系公司减少了卖出回购债券的规模和债权收益权规模所致；公司卖出回购金融资产款以债权收益权为主，占比为 67.82%。

2014~2016 年，公司其他应付款波动增长，三年复合增长 20.59%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 227.87 亿元，较年初增加 52.10%，主要系应付合并结构化主体的其他投资人权益增加所致；从构成来看，公司其他应付款以应付合并结构化主体的其他投资人权益（占比 46.28%）和工程及保证金款（占比 25.12%）为主。

2014~2016 年，公司代理买卖证券款波动增长，三年复合增长 4.80%。截至 2016 年底，公司代理买卖证券款为 430.46 亿元，较年初减少 22.55%，主要系 2016 年证券市场整体较为低迷所致；公司代理买卖证券款以个人客户为主，占比 75.97%。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债逐年减少，三年复合减少 16.34%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 139.46 亿元，较年初减少 18.55%，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为主，占比 67.30%。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动减少，三年复合减少 9.84%。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 76.85 亿元，较年初减少 42.72%，主要系短期应付债券减少所致；其他流动负债构成以短期应付债券为主，占比为 84.58%。

2014~2016 年，公司非流动负债小幅波动，三年复合减少 0.92%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 1,818.39 亿元，较年初变化不大；非流动负债主要由长期借款（占比 61.26%）和应付债券（占比 35.92%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款规模逐年下降，三年复合减少 8.26%。截至 2016 年底，公司长期借款为 1,113.88 亿元，较年初减少 7.52%；公司长期借款主要由信用借款（占比 80.82%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券规模逐年增长，三年复合增长 21.92%。截至 2016 年底，公司应付债券为 653.13 亿元，较年初增加 5.16%，主要系公司及下属公司新增发行公司债和中期票据所致。

2014~2016 年，公司全部债务规模逐年减少，三年复合减少 4.10%。截至 2016 年底，公司全部债务为 2,312.50 亿元，较年初减少 6.72%；其中，短期债务占比 22.90%，长期债务占比 77.10%，债务结构以长期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率为 71.17%，较年初变化很小；剔除代理买卖证券款后，公司资产负债率为 68.24%，较年初小幅提升 0.32 个百分点，公司负债水平仍较高。2014~2016 年底，公司全部债务资本化比率分别为 67.79%、63.72%和 63.20%，长期债务资本化比率分别为 60.32%、56.61%和 56.97%，公司偿债压力有所下降，但总体债务负担仍较重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 3,416.98 亿元，较年初变化不大；负债结构仍以非流动负债为主，较年初变动不大；资产负债率为 71.21%，较年初小幅上升；剔除代理买卖证券款后，资产负债率为 68.28%，较年初变化很小。

总体看，公司负债规模有所下降，负债结构以非流动负债为主；近年来，公司债务规模逐年减少，但整体债务压力仍较重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益规模波动增长，三年复合增长 6.17%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 1,346.71 亿元，较年初减少 4.59%，主要系公司划拨煤炭资产导致资本公积减少所致；其中，归属于母公司的所有者权益占比 46.31%，少数股东权益占比 53.69%（主要系合并范围内非全资子公司较多所致）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 35.94%，盈余公

积占比 15.29%，未分配利润占比 34.07%。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 1,381.31 亿元，较年初变化不大；少数股东权益占比仍较高，所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益规模很大，近年来有所增长，所有者权益结构整体稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受公司基础产业板块和国际业务板块收入下降影响，公司营业总收入分别为 1,126.20 亿元、1,042.40 亿元和 870.45 亿元，呈逐年下降态势，三年复合减少 12.08%。2014~2016 年，公司分别实现净利润 119.97 亿元、131.31 亿元和 140.50 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 8.22%，2015 年和 2016 年较 2014 年营业总收入下降，但净利润增加的原因系财务费用减少以及投资收益增加所致。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用总额逐年减少，三年复合减少 9.65%，2016 年，公司费用总额为 184.89 亿元，同比减少 18.05%，主要系销售费用和财务费用减少所致。2016 年，公司销售费用为 60.71 亿元，同比减少 24.99%，主要系职工薪酬减少所致；公司管理费用为 45.33 亿元，同比减少 10.63%；公司财务费用为 78.85 亿元，同比减少 16.08%，主要系利息支出减少所致。

2014~2016 年，公司资产减值损失波动减少，三年复合减少 55.06%。2016 年，公司资产减值损失为 3.94 亿元，同比减少 88.02%，主要系公司资产划拨导致固定资产、在建工程计提的减值损失减少所致。

2014~2016 年，公司投资收益逐年增长，三年复合增长 27.02%。2016 年，公司实现投资收益 86.80 亿元，同比增加 29.25%，主要系公司处置部分股权投资带动投资收益增加所致；公司投资收益主要来自股权处置产生的投资收益以及旗下金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益。2016 年，公司投资收益占营业利润的比重为 50.85%，较 2015 年提升 4.92 个百分点，对营业利润的贡献较高。

表 14 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
营业利润	131.49	146.23	170.70	46.61
利润总额	145.38	165.13	180.23	48.32
净利润	119.97	131.31	140.50	37.96
营业利润率	28.46	32.17	33.82	32.18
总资产报酬率	6.33	5.40	5.38	1.02
净资产收益率	10.91	10.08	10.19	2.78

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理。

注：2017 年一季度相关指标未年化

从盈利能力指标看，2014~2016 年，公司净资产收益率波动下降，分别为 10.91%、10.08%和 10.19%，指标处于较好水平；公司总资产报酬率分别为 6.33%、5.40%和 5.38%，呈波动下降态势；公司营业利润率为 28.46%、32.17%和 33.82%，公司盈利能力较强。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 198.59 亿元，同比下降 4.65%，主要系煤炭板块划拨所致；实现净利润 37.96 亿元，同比增加 17.94%，主要系公司权益法核算的投资收益增加所致。

总体看，近年来，公司保持了较好的盈利能力；但投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入呈逐年减少态势，三年复合减少 17.56%。2016 年，公司经营活动现金流入为 1,095.81 亿元，较 2015 年减少 16.88%，主要系基础产业板块和国际业务板块收入下降导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出呈波动减少态势，其中，2015 年较 2014 年下降较大的原因系公司营业成本的下降导致购买商品、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；2016 年经营活动现金流出较 2015 年变化不大。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 407.35 亿元、311.57 亿元和 218.38 亿元，呈逐年减少态势，三年复合减少 26.78%；公司现金收入比分别为 101.47%、90.26% 和 91.96%，现金收入质量尚可。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入呈逐年减少态势，三年复合减少 10.57%。2016 年，公司投资活动现金流入为 593.47 亿元，较 2015 年减少 5.47%，主要系公司下属金融类企业收回投资收到的现金减少所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出逐年增加，三年复合增长 8.27%。2016 年，公司投资活动现金流出为 954.22 亿元，较 2015 年增长 12.44%，主要系公司下属金融类企业投资活动支付的现金、公司对外股权投资支付的现金增加所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额分别为-68.73 亿元、-220.78 亿元和-356.94 亿元，净流出规模逐年增加。

从筹资活动看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入呈逐年减少态势，三年复合减少 7.23%。2016 年，公司筹资活动现金流入为 808.06 亿元，较 2015 年减少 8.65%，主要系吸收投资和发行债券收到的现金减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出呈波动减少态势，三年复合减少 2.52%。2016 年，公司筹资活动现金流出为 787.97 亿元，较 2015 年增加 8.81%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 109.60 亿元、160.41 亿元和 20.09 亿元，呈波动减少态势，三年复合减少 57.19%。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
经营性现金流量净额	407.35	311.57	218.38	20.09
投资性现金流量净额	-68.73	-220.78	-356.94	-48.38
筹资性现金流量净额	109.60	160.41	20.09	65.95
现金及现金等价物净增加额	448.59	252.07	-116.53	37.62
年末现金及现金等价物余额	595.72	847.79	731.26	768.89

资料来源：公司审计报告及一季报，联合评级整理。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 20.09 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-48.38 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 65.95 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流保持较大规模的净流入态势，投资活动净流出规模持续增加。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

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 0.93 倍、1.00 倍和 1.02 倍，呈小幅升高态势；速动比率分别为 0.85 倍、0.94 倍和 0.98 倍，呈小幅升高态势；现金短期债务比

别为 0.98 倍、1.44 倍和 1.61 倍，也呈逐年升高态势。此外，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，2014~2016 年，公司 EBITDA 规模呈小幅减少态势。2016 年，公司 EBITDA 为 355.00 亿元，同比略有下降，主要由利润总额构成，占比 50.77%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.92 倍、3.38 倍和 4.08 倍，EBITDA 对利息的保障倍数较高；公司 EBITDA 全部债务比均为 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，资产、收入规模很大，政府支持力度很强，公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为人民币 7,042.82 亿元，已使用的授信额度为人民币 2,413.55 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年底，公司对外担保余额 60.93 亿元，其中对大唐集团担保 25 亿元，国投煤炭有限公司 15 亿元。截至本报告出具日，公司对外担保情况无重大变化。总体看，公司担保涉及的或有负债风险较低。

截至 2016 年底，公司有多起未决诉讼（含起诉与应诉），涉及金额约 23.50 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 2017 年 5 月 31 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，公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，政策资金支持力度很大，长短期偿债能力较好，整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额为 2,442.57 亿元，若本期发行债券规模为 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度不大，对公司负债水平影响一般。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，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 58.37%、64.16%和 71.39%，债务负担略有加重。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 底的相关财务数据为基础，若本期发行债券规模为 30.00 亿元，公司 2016 年 EBITDA 为 355.00 亿元，为本期债券发行额度的 11.83 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2016 年经营活动产生的现金净流量为 218.38 亿元，为本期债券发行额度的 7.28 倍，公司经营活动现金流净额对本期债券覆盖程度高；所有者权益 1,346.71 亿元，为本期债券发行额度的 44.89 倍，所有者权益对本期债券的覆盖程度很高。

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，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等

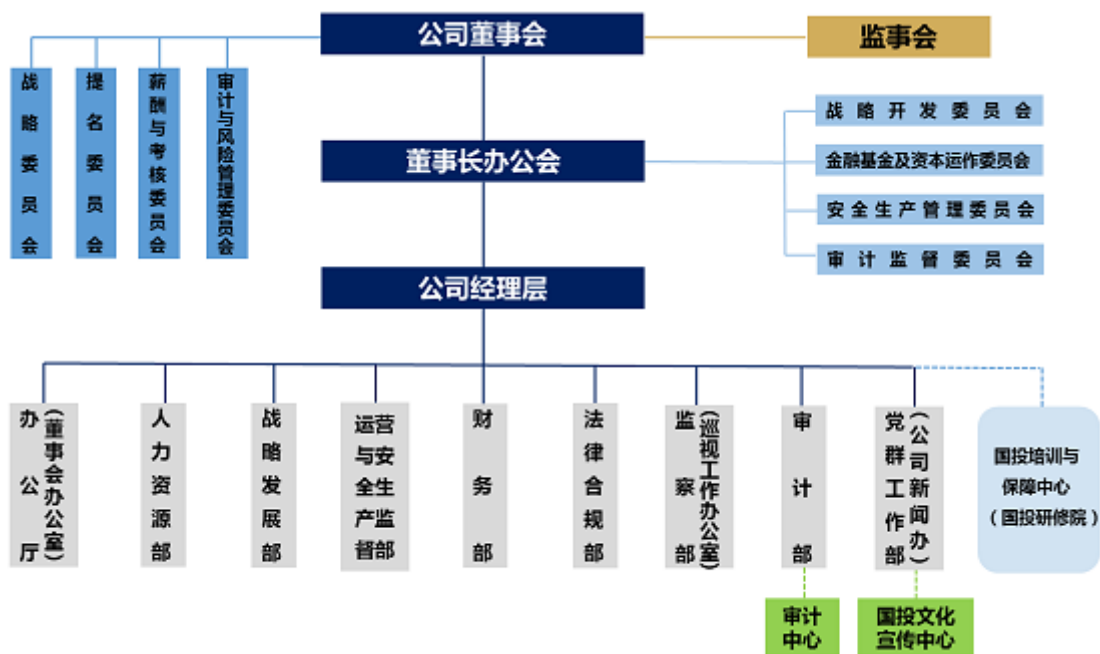
方面，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性产业、金融服务业以及国际业务等多个板块，基础产业板块规模优势明显，金融板块业务齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重、资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性对于公司经营带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建大型水电项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	4,615.56	4,955.30	4,671.16	4,798.30
所有者权益（亿元）	1,194.73	1,411.48	1,346.71	1,381.31
短期债务（亿元）	697.94	637.50	529.54	535.61
长期债务（亿元）	1,816.47	1,841.72	1,782.96	1,906.95
全部债务（亿元）	2,514.41	2,479.22	2,312.50	2,442.57
营业总收入（亿元）	1,126.20	1,042.40	870.45	198.59
净利润（亿元）	119.97	131.31	140.50	37.96
EBITDA（亿元）	364.66	360.86	355.00	--
经营性净现金流（亿元）	407.35	311.57	218.38	20.09
应收账款周转次数（次）	10.78	10.43	10.04	--
存货周转次数（次）	6.12	5.69	6.15	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.22	0.18	0.04
现金收入比率（%）	101.47	90.26	91.96	101.51
总资本收益率（%）	6.91	5.92	5.81	1.01
总资产报酬率（%）	6.33	5.40	5.38	1.02
净资产收益率（%）	10.91	10.08	10.19	2.78
营业利润率（%）	28.46	32.17	33.82	32.18
费用收入比（%）	20.11	21.64	21.24	20.54
资产负债率（%）	74.12	71.52	71.17	71.21
全部债务资本化比率（%）	67.79	63.72	63.20	63.88
长期债务资本化比率（%）	60.32	56.61	56.97	57.99
流动比率（倍）	0.93	1.00	1.02	1.11
速动比率（倍）	0.85	0.94	0.98	1.06
现金短期债务比（倍）	0.98	1.44	1.61	--
经营现金流动负债比率（%）	25.97	18.81	14.50	1.36
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	3.38	4.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.15	0.15	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	12.16	12.03	11.83	--

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 国家开发投资公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）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报公告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，可公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。

