

信用等级公告

联合[2016] 934 号

河南投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对河南投资集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

河南投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

河南投资集团有限公司拟公开发行的 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：

二零一六年七月二十二日

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>

河南投资集团有限公司

2016 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AAA

公司主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本次发行规模: 15 亿元

债券期限: 不超过 5 年

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2016 年 7 月 22 日

主要财务数据:

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	947.37	972.94	1,151.39	1,136.46
所有者权益 (亿元)	237.55	294.79	370.50	383.91
长期债务 (亿元)	208.88	263.52	306.41	335.72
全部债务 (亿元)	330.80	397.30	472.26	420.26
营业收入 (亿元)	223.41	241.83	252.42	58.23
净利润 (亿元)	20.99	31.47	36.58	6.41
EBITDA (亿元)	56.28	68.92	84.79	--
经营性净现金流 (亿元)	4.37	71.78	42.37	11.43
营业利润率 (%)	30.18	32.66	40.30	26.18
净资产收益率 (%)	9.31	11.82	11.00	1.70
资产负债率 (%)	74.93	69.70	67.82	66.22
全部债务资本化比率 (%)	58.20	57.41	56.04	52.26
流动比率 (倍)	0.73	1.10	1.18	1.30
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.17	0.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.39	6.10	6.96	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	3.75	4.59	5.65	--

注: 1、本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3、2016 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”) 对河南投资集团有限公司 (以下简称“公司”或“投资集团”) 的评级反映了其作为河南省省属大型国有综合性投资公司之一, 政府支持力度大, 多板块经营平抑了单一行业波动风险, 金融板块、电力板块盈利能力强, 具有很强的投资实力和市场影响力等优势。同时, 联合评级也关注到公司电力板块发电量下降, 水泥行业产能过剩挤压水泥板块利润空间, 造纸行业景气度下行导致造纸板块盈利能力不强, 以及未来资本性支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司投资的各业务板块成长性良好, 具备可持续发展能力。公司目前逐步由实业投资为主向产融结合转变, 有助于公司业务的协调发展, 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状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为河南省主要的综合性投资公司, 受政府支持力度大。

2. 随着电煤价格的持续下降, 公司电力板块盈利能力逐年增强。随着新建产能的投运, 电力板块收入规模有望继续增长。

3. 公司水泥板块与中联水泥、天瑞集团等大型水泥企业建立了竞合关系, 规模效益有望显现。

4. 受 2015 年金融市场行情较好影响, 公司证券、信托等金融板块收入大幅增长。

5. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本次债券的保障能力强。

关注

1. 受宏观经济下行影响，用电需求下降，以及省内装机容量增加、非统调机组发电量上升，2015 年公司电力板块收入下降。受上网电价下调影响，公司电力板块盈利能力或将受到影响。

2. 水泥行业产能过剩，公司水泥板块产销量及产品价格下降，利润空间受到挤压。

3. 造纸行业景气度下行，公司造纸板块处于亏损状态，2015 年亏损面有所扩大。

4. 公司未来规划加大电力、燃气、基础设施等产业投资力度，未来资本性支出规模较大。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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. unitedratings.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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

河南投资集团有限公司前身为成立于1991年的河南省建设投资总公司。原河南省建设投资总公司是河南省人民政府所属的国有独资投资公司，由河南省发展和改革委员会代管。2007年10月，根据河南省人民政府豫政文（2007）176号文件《河南省人民政府关于组建河南投资集团有限公司的批复》，以河南省建设投资总公司为基础，吸收合并河南省经济技术开发公司及河南省科技投资总公司组建河南投资集团有限公司。2007年10月，河南省建设投资总公司和河南省经济技术开发公司签订合并协议，成立河南投资集团有限公司，截至目前河南省科技投资总公司尚未被吸收合并。公司为国有独资公司，河南省发展和改革委员会受河南省人民政府委托，代河南省人民政府履行出资人职责。截至2015年底，公司注册资本人民币120亿元，隶属于河南省政府，由河南省发展和改革委员会代管，代省政府履行出资人职责。

公司经营范围：投资管理、建设项目的投资、建设项目所需工业生产资料和机械设备、投资项目分的产品原材料的销售（国家专项规定的除外）；房屋租赁。

截至2015年底，公司下属一级控股企业主要涉及电力、水泥、造纸、交通、金融等行业，合并范围内全资和控股子公司43家，其中河南豫能控股股份有限公司（以下简称“豫能控股”）、河南同力水泥股份有限公司（以下简称“同力水泥”）、河南安彩高科股份有限公司（以下简称“安彩高科”）和中原证券股份有限公司（以下简称“中原证券”）四家企业为上市公司。2015年下半年，公司对组织结构进行了调整，截至2015年底，公司下设总经理工作部、战略发展部、发展计划部、企业策划部、业务协同部、信息管理部、工程管理部、资本运营部、人力资源部、财务部、审计部、法律事业部、党群工作部、纪检监察部十四个综合部门，以及金融管理部、产业管理部、资产管理部、基金管理部等四个业务部门。截至2016年3月底，公司本部拥有在职员工125人。

截至2015年底，公司合并资产总额1,151.39亿元，负债合计780.89亿元，所有者权益为370.50亿元，其中归属母公司所有者权益233.13亿元；2015年，公司实现营业总收入252.42亿元，实现净利润36.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.30亿元；2015年公司经营活动现金流量净额42.37亿元，现金及现金等价物净增加额66.44亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额1,136.46亿元，负债合计752.55亿元，所有者权益为383.91亿元，其中归属母公司所有者权益243.60亿元；2016年1~3月，公司实现营业总收入58.23亿元，实现净利润6.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.61亿元；2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额11.43亿元，现金及现金等价物净增加额-25.68亿元。

公司注册地址：郑州市农业路东41号投资大厦。公司法定代表人：朱连昌。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“河南投资集团有限公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行总规模为人民币 15 亿元。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券期限不超过 5 年（含 5 年）。发行票面利率由发行人和主承销商通过发行时市场询价协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券发行方式为网下面向合格投资者公开发行。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务、调整债务结构，剩余部分用于补充流动资金。

三、行业分析

公司为河南省省属大型综合性投资公司，主营业务涉及金融、电力、水泥、造纸、交通、基础设施建设等多个板块，公司收入和利润主要来源于金融、电力和水泥板块，本报告将从金融、电力和水泥三个方面对公司所处行业进行分析。

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，也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，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

随着我国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征，电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换挡、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现有高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。根据中国电力企业联合会发布的数据，2015年，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0.5%，比上年回落3.3个百分点；全口径发电量56,045亿千瓦时，同比增长0.6%，比上年回落3.0个百分点。截至2015年底，全国发电装机容量15.08亿千瓦，比上年增长10.5%，较上年增长2.3个百分点。全年发电设备平均利用小时数为3,969小时，同比下降349小时，已连续3年下降；受电力消费增速放缓和水电发电量快速增长等因素影响，全年火电设备利用小时进一步降至4,000小时左右。总体而言，2015年全国电力运行情况比较平稳。

电力投资方面，2015年全国主要电力企业合计完成投资8,694亿元、同比增长11.4%。电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资4,603亿元、同比增长11.7%；完成电源投资4,091亿元、同比增长11.0%。

电网建设方面，截至2015年底，全国新增220千伏及以上变电设备容量为21,785万千伏安，较上年下降2.6%；全国新增220千伏及以上输电线路回路长度为33,152千米，同比下降7.8%。

电源建设方面，截至2015年底，全国发电新增设备容量12,974万千瓦，较上年增长24.2%；其中水电新增发电设备容量1,608万千瓦，同比下降26.2%；火电新增设备容量6,400万千瓦，同比增长33.6%。目前，全国全口径发电设备容量共计150,673万千瓦，较上年增长10.4%；水电31,937万

千瓦,较上年增长4.9%;火电99,021万千瓦,较上年增长7.8%;核电2,608万千瓦,较上年增长29.9%。

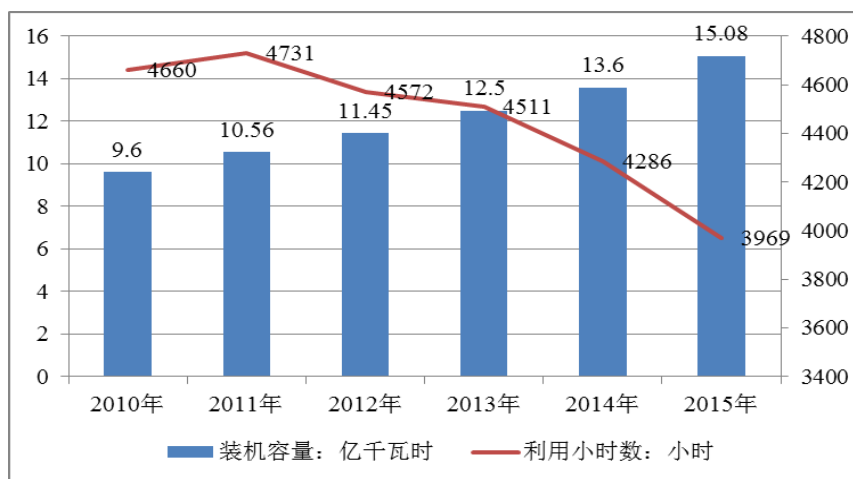
总体看,作为基础能源产业之一,近年来我国电力行业发展持续放缓,但基础设施建设投资有所增加,电力投资以国有资本为主,总体发展比较平稳。

(2) 行业供需

供应方面,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2015年底,全国发电装机容量15.08亿千瓦,同比增长10.5%。2015年全年新增发电装机容量创历史最高水平,年底发电装机达到15.1亿千瓦,供应能力充足,非化石能源发展迅速,年底非化石能源发电装机比重提高到35.0%;全国发电设备利用小时数3,969小时,同比降低349小时,已连续三年下降。火电发电量负增长、利用小时降至4,329小时。

需求方面,2015年,受宏观经济尤其是工业生产下行、产业结构调整、工业转型升级以及气温等因素影响,全社会用电量同比增长0.5%,增速同比回落3.3个百分点,第二产业用电量同比下降1.4%,40年来首次负增长。固定资产投资特别是房地产投资增速持续放缓,导致黑色金属冶炼和建材行业用电同比分别下降9.3%和6.7%,两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点,是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因;两行业带动全社会用电增速放缓的影响明显超过其对经济和工业增加值放缓产生的影响,这是全社会用电增速回落幅度大于经济和工业增加值增速回落幅度的主要原因。四大高耗能行业用电量比重同比降低1.2个百分点,第三产业和城乡居民生活用电比重同比分别提高0.8个和0.6个百分点、分别拉动全社会用电量增长0.9和0.6个百分点,反映出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产业向新兴产业、服务业和生活用电转换,电力消费结构在不断调整。总体看,全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。

图1 2010年以来全国电力装机与利用小时情况



资料来源:中国电力企业联合会

火电方面,2015年,火电装机大规模投产,发电量连续两年负增长,利用小时创新低。全年净增火电装机7,202万千瓦(其中煤电5,186万千瓦),为2009年以来年度投产最多的一年,年底全国全口径火电装机9.9亿千瓦(其中煤电8.8亿千瓦、占火电比重为89.3%),同比增长7.8%。全口径发电量同比下降2.3%,已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创1969年以来的年度最低值4,329小时,同比降低410小时。火电设备利用小时持续下降,主要是电力消费增速向下换挡、煤

电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

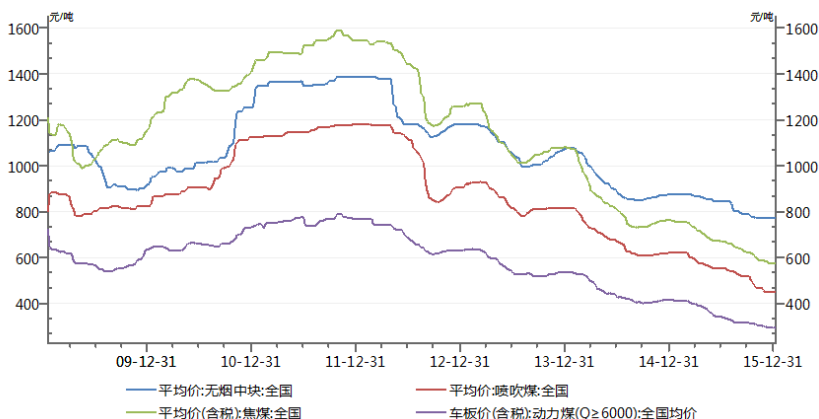
总体看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，火电发电量和利用小时数双双下降。

（3）电煤价格

目前，发电企业上网电价仍执行“一厂一价”，由国家发改委确定。中国自 2005 年起实施煤电联动政策，即如果半年内平均煤价与前一周期相比变化幅度达到或超过 5%，则电价应相应调整。

受煤炭供需格局持续恶化影响，煤炭价格持续下跌。截至 2015 年底，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（ $Q \geq 6000$ ）均价分别为 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别同比下跌 27.70%、25.10%、11.54%和 8.26%（如下图所示）。2011~2015 年中国多次启动煤电价格联动机制，以缓解电煤价格波动给发电企业带来的影响并疏导电价矛盾。2015 年 4 月国务院常务会议决定，在全国范围清理规范涉企收费、下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格、按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约 0.02 元。实行商业用电与工业用电同价，将全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 0.018 元。2015 年 12 月 30 日，《国家发改委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》明确，从 2016 年 1 月 1 日起，全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约 3 分钱，大工业用电价格不做调整，预计将为相关用电企业减负约 680 亿元，中小微企业受益尤其明显，但发电企业利润空间将受到较大影响。

图 2 各类煤炭平均价格走势



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，受煤价持续下跌影响，电力价格多次进行下调，有利于用电企业节约成本和电价矛盾的缓解，但受此影响发电企业利润空间将收窄。

（4）行业政策

近年来，为了解决我国电力行业发展过程中产生的电价矛盾，高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，政府出台了一系列关于节能减排及电力体制改革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
全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案	国家环保部、国家发改委和国家能源局	全国新建燃煤发电项目原则上要采用 60 万千瓦及以上超超临界机组，平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时(以下简称克/千瓦时)，到 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时。各地要加大执法监管力度，推动企业进行限期治理，一厂一策，逐一明确时间表和路线图，做到稳定达标，改造机组容量约 1.1 亿千瓦。	2015 年 12 月

资料来源：联合评级整理

总体看，电力行业政策集中在电力体制改革与电力环保方面，为我国电力行业健康发展、电价形成机制的理顺、环保电价矛盾的疏导等提供了有力的政策支持。

（5）行业关注

电力市场化改革进一步深化，电力行业竞争将日趋激烈

根据近日下发的《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，新电改的主要内容概括为“三方开、一独立、三加强”，即放开新增配售电市场、放开输配以外的经营性电价、放开公益性调节以外的输配电价，交易机构相对独立，强化政府监管、强化电力统筹规划、强化电力高效运行和可靠供应。新电改将构建新的市场体系，形成市场决定电价的机制，促进市场主体多元化，促进电力资源在更大范围内优化配置。随着电力改革的深入，电力行业竞争也将更激烈、更复杂。

宏观经济下行压力大，用电增长缓慢

目前，我国经济面临下行压力，经济增速放缓，全社会用电量增长缓慢，尤其实体经济不景气导致第二产业用电量出现负增长，电力企业发电量有所下降。宏观经济增速放缓与经济结构调整将对电力市场产生长期影响。

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。

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，我国电力行业体制改革将进一步深化，电力企业竞争将日趋激烈；宏观经济下行导致全国全社会用电量增长缓慢，且将对电力市场产生长期影响；上网电价下调对火力发电企业的利润空间产生影响；随着能源结构的转变，电力企业面临较大的节能减排压力。

（6）行业发展

从电力供需看，根据中国电力企业联合会预测，截至2020年全国全社会用电量为7.7万亿千瓦时，人均用电量5,570千瓦时，“十三五”期间用电量年均增长5.5%左右，电力消费弹性系数为0.76。从电力需求地区分布上看，东中西部发展受两个主要因素影响，一是发挥西部资源优势，耗能产业逐步向西部转移；二是随着城镇化深化发展，人口继续向东中部地区特别是大中城市集中。综合两方面因素，未来西部地区用电需求预计将保持较快增长，增速快于中东部地区；但中东部地区受人口增加、电气化水平提高等因素影响，用电量也将平稳增长，中东部地区作为我国人口中心、经济中心和用电负荷中心的地位将长期保持。对应于用电需求的增长，预计全国发电装机到2020年需要19.6亿千瓦左右，其中非化石能源发电所占比重将逐年上升，预计2020年发电装机比重达到39%，发电量比重将达到29%。我国电力结构将逐步实现从煤电为主向非化石能源为主的方向转换。

从电力发展布局看，电力行业发展将加快转变电力发展方式，着力推进电力结构优化和产业升级，坚持节约优先、优先开发水电、积极有序发展新能源发电、安全高效发展核电、优化发展煤电、高效发展天然气发电，在更大范围内推进电力资源优化配置，加快建设智能电网，构建安全、经济、绿色的电力工业体系。

从电力体制改革看，我国电力体制改革的总体目标为加快构建有效竞争的市场结构和市场体系，形成主要由市场决定能源价格的机制，转变政府对能源的监管方式，建立健全能源法制体系等。致力于通过改革建立健全电力行业“有法可依、政企分开、主体规范、交易公平、价格合理、监管有效”的市场体制，努力降低电力成本、理顺价格形成机制，逐步打破垄断、有序放开竞争性业务，实现供应多元化，调整产业结构，提升技术水平、控制能源消费总量，提高能源利用效率、提高安全可靠，促进公平竞争、促进节能环保。近期电力体制改革的重点任务为有序推进电价改革，理顺电价形成机制；推进电力交易体制改革，完善市场化交易机制；建立相对独立的电力交易机构，形成公平规范的市场交易平台等。

总体看，我国电力行业未来发展将逐步推进电力结构优化和产业升级，电力体制改革为电力行业近期发展的重要目标。

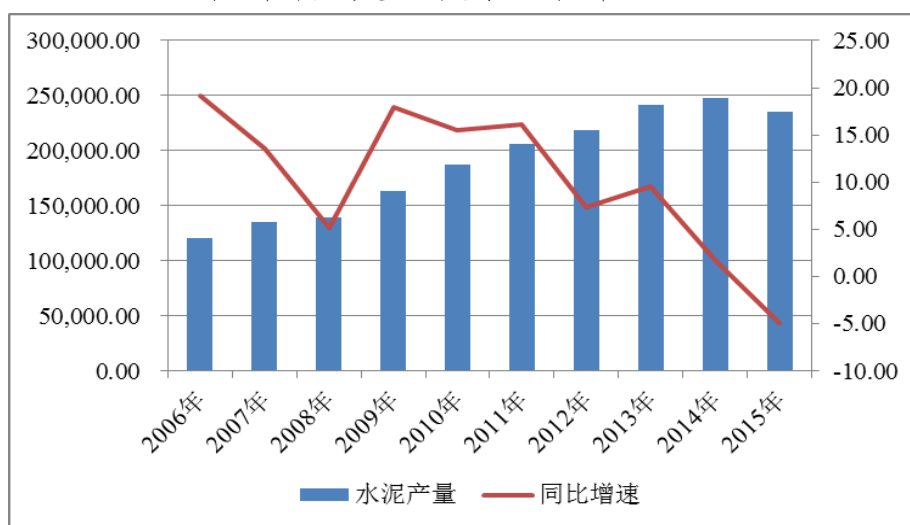
2. 水泥行业

(1) 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品。自 1985 年起，中国水泥产量已连续 30 年居世界第一位，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

受 2008 年全球金融危机影响，我国水泥产量增速 2008 年出现明显下滑，但由于固定资产投资的不断增加以及国民经济的持续稳定发展，我国水泥产量 20 多年来始终保持增长态势。近年来，受宏观经济低迷、固定资产投资增速下滑及水泥行业产能过剩的影响，水泥产量增速有所下滑。2014 年，水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.80%，水泥产量增速下滑 7.99 个百分点。2015 年，水泥行业产能过剩情况依然严重，全国水泥产量 23.48 亿吨，较上年减少 4.90%，水泥产量 24 年来首次出现负增长。

图3 中国水泥产量及增速情况统计（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

从盈利情况来看，2015 年全国水泥行业实现利润总额 329.7 亿元，同比下降 58%，利润不足 2014 年一半，且低于近七年的平均盈利水平。全国六大区域利润总额普遍出现大幅下降，其中，华北地区是唯一出现亏损的区域，2015 年亏损总额达 42 亿元，拉低了全行业的利润水平；华东和中南地区仍为对全国水泥利润贡献最大的两个区域，盈利水平高于其他地区。2015 年，水泥行业亏损面约为 35%，亏损面较上年提高了 10 个百分点，亏损企业亏损总额为 215.36 亿元，亏损额较上年增长一倍多。

从水泥行业投资情况来看，2010 年以来，在国家对新建产能的严控下，水泥投资增速持续大幅回落，2010~2015 年，全国水泥投资连续 5 年下降。

淘汰落后产能方面，近年来国家不断加强淘汰落后产能力度，截至 2015 年底，已超额完成“十二五”目标（3.7 亿吨）。鉴于目前我国水泥行业供需矛盾仍较突出，2016 年，水泥行业去产能将仍是主旋律，水泥行业的供给侧改革将主要体现在“停新增，去产能”。通过不断的淘汰落后生产设备，现阶段，我国新型干法熟料占熟料总产量的比重已经提升到 91%，全国 31 个省市中有 23 个省份这一比重超过 90%，中南、华北、华东、东北这四个地区平均比重超过 93%，表明大部分地区落后产能的淘汰将接近尾声，总体产能基本以优质产能为主。

总体看，2015 年我国水泥产量 24 年以来首次出现负增长；全行业盈利能力大幅下滑，水泥投资增速继续回落；行业去产能力度将进一步加强，随着供给侧改革的深入及行业整合的推进，

行业供需结构将获得改善，短期内仍将延续产能过剩的局面。

（2）行业上下游

行业供给

自 2009 年起国务院加大了对水泥行业落后产能的淘汰力度，水泥行业拟建和新开工产能持续走低，产能抑制政策效果明显。但在需求进一步下滑的背景下，供给端产能依旧在持续增长，2015 年水泥熟料运转率进一步下降至 67.8% 左右的历史低水平，产能过剩矛盾依旧突出。据中国水泥协会初步统计，2015 年全国新增投产水泥熟料生产线 31 条，新增熟料产能 4,712 万吨，较 2014 年下降 32%，我国新增熟料产能已连续三年呈递减走势。分区域看，新增产能主要集中在广东、贵州、广西，三省新增产能合计占全国新增产能比重超过 40%。分规模看，新增产能中，日产万吨线 2 条，日产 5,000 吨以上 22 条，日产 2,500 吨 7 条。分企业看，新增产能有 60% 隶属于我国前十大企业集团，其中位居前两位的企业分别是海螺水泥和红狮水泥，合计占当年新增产能的 36%。截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1,764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨；累计产能较上年增长 2%，水泥熟料实际年产能富余量超过 6 亿吨。

根据中国水泥协会对在建生产线的跟踪情况来看，预计 2016 年仍将会有 3,500 万吨左右产能释放，主要集中在中南和西南地区。同时，部分省份依旧存在新批和在拟建的产能项目，我国水泥行业供给侧改革的难度持续加大。

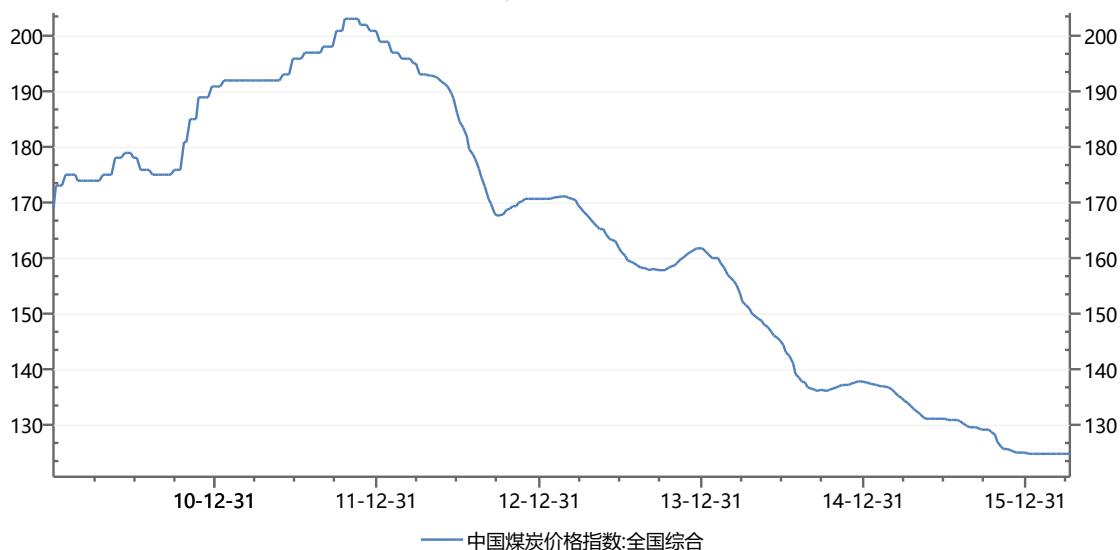
上游原材料

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的 35%，电费接近总成本的 1/3。

煤炭

煤炭的价格变动相对频繁，煤炭价格每上升 10%，可能带动水泥全部成本上涨 3% 左右。随着煤炭行业产能过剩，中国煤炭价格自 2012 年开始逐步下跌；进入 2014 年，煤炭市场化进程继续深入，煤炭价格持续下降，中国煤炭价格指数一路震荡下跌，以环渤海动力煤价格为例，其 2014 年 12 月 24 日价格报收 525 元/吨，较年初 610 元/吨下跌 85 元/吨；进入 2015 年后环渤海动力煤价格持续下降，于 2015 年 12 月 30 日降至最低点 372 元/吨，创历史新低。煤炭价格下跌促进水泥生产成本的降低，从而使得水泥价格也相应下降。2010 年以来中国煤炭价格指数如下图所示。

图4 中国煤炭价格指数



电力

由于煤电联动政策,煤价的波动有可能导致电价调整。国内水泥行业为了节约成本,目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目,余热发电可提供单位水泥生产约 50%的用电。因此,电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

下游需求

拉动水泥需求主要靠固定资产投资和房地产投资。

2015 年,中国固定资产投资增速放缓。全年全社会固定资产投资 551,590 亿元,较 2014 年名义增长 10%,增速下滑 5.3 个百分点。其中,基础设施投资(不含电力)101,271 亿元,同比增长 17.2%,增速下滑 4.3 个百分点,水利管理业投资增长 21%,增速回落 2.3 个百分点;公共设施管理业投资增长 20.2%,增速下降 0.3 个百分点;道路运输业投资增长 16.7%,增速回落 0.8 个百分点;铁路运输业投资增长 0.6%,增速回落 0.2 个百分点。从施工和新开工项目情况看,施工项目计划总投资 1,019,226 亿元,同比增长 4.3%;新开工项目计划总投资 408,084 亿元,增长 5.5%,增速提高 0.8 个百分点。

2015年,受宏观经济低迷影响,房地产投资增速下滑,全年房地产开发投资95,979亿元,比上年增长1.0%,增速下滑9.5个百分点。其中,住宅投资64,595亿元,同比增长0.4%,增速大幅下降8.8个百分点;办公楼投资6,209.74亿元,增长14.2%,增速下降7.1个百分点;商业营业用房投资14,674.49亿元,增长1.8%,增速下降18.3个百分点。房屋施工面积735,693万平方米,同比增长1.3%。按照行业普遍认定的1平方米消耗0.2吨水泥的测算标准,2015年中国房地产市场消费水泥达14.71亿吨,占水泥产量的62.67%,高于2014年的58.68%,水泥需求对房地产投资依赖性进一步提高。2015年,房地产行业不景气对水泥行业发展带来一定负面影响,但政府大力投资保障性住房和棚改房的建设在一定程度上产生了对水泥的新增需求。

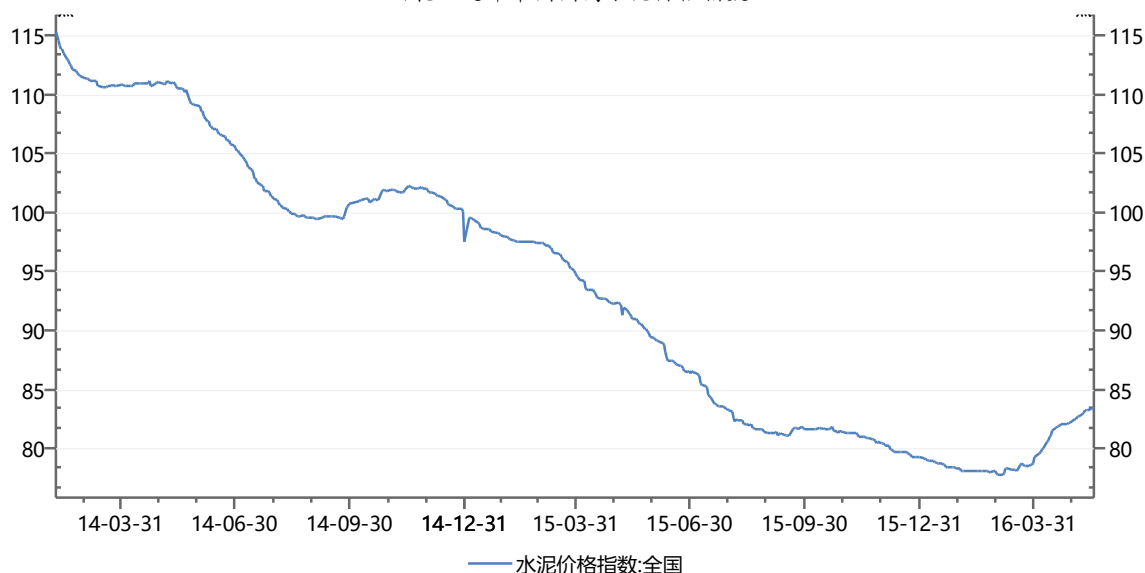
2015年,水泥市场需求持续低迷,固定资产投资和房地产投资双双回落,尤其房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓,投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。

总体看,中国固定资产投资、房地产投资增速放缓,下游需求疲软对水泥行业发展带来较大负面影响;但随着工业化、城镇化和基础设施建设进一步发展,水泥的需求总量仍将保持一定的增长。

（3）水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中所占比例下降到只有 3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。受原材料价格下降和产能充分释放影响，2014~2015 年水泥价格呈波动下降走势（见下图）。

图5 近年中国国内水泥价格指数



资料来源：中国水泥网

从 2015 年全年情况来看，受能源价格下降和产能充分释放影响，水泥价格继续下降，中国水泥价格指数（CEMPI）从年初的 99.61 点下跌到年末的 79.25 点，下跌幅度为 20.44%。分区域看，全年水泥价格下跌幅度最大的为华北地区，全年跌幅达到 22.88%，华东和中南地区次之，降幅分别为 22.58%和 19.66%，西南、东北地区跌幅分别为 14.50%和 15.28%，西北地区跌幅最小，为 12.46%。2016 年以来，在新一轮房地产热的带动下，水泥价格略有回升，但短期内价格上涨的走势难以持续。

总体看，近年来受原材料价格下降和产能充分释放影响，水泥价格呈波动下降走势；2015 年水泥价格继续下滑，部分地区价格降幅较大。

（4）行业关注

全行业产能过剩、产能利用率不高

2009 年~2013 年水泥产能集中释放，每年新增产能均超过 3.40 亿吨，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2014 年水泥产能利用率不足 70%，较 2013 年下降 3 个百分点；2015 年产能利用率继续下降至 67%。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。

行业集中度不高

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在 30%~40%，华东地区的水泥企业行业集中度最高，甚至占有整个东部的 70%。海螺、中建材两家龙头企业的行业集中度达到近 50%。在细分市场，仅海螺水泥或是中建材一家企业，在浙江省某地区的集中度就达到 50%。由于西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。虽然，中建材、海螺水泥和台泥正在西部地区进行并购整合，但过程将相当漫长。

水泥生产能耗高、污染严重

水泥生产过程对环境的污染较为突出，每年向大气排放的粉尘和烟尘量近 1,000 万吨，严重污染环境。新型干法水泥生产企业的环保设施比较完善管理比较到位，基本可以做到达标排放，但仍有部分落后生产工艺的水泥企业仍处于粗放型生产段，工人劳动环境恶劣，加上环保设施投入不足，难以做到达标排放。同时，部分新建成的新型干法水泥生产线企业管理不规范，为了节约成本，环保设备白天开、夜晚关，不能严格实行达标排放，部分地方存在环保监管不严的问题。

石灰石资源浪费

目前，水泥用石灰石仍多采用民采或外购方式，多数企业不重视矿山建设与开采，少数拥有矿山的企业，也缺少正规矿山设计与规范开采，缺乏对矿山的投入，开采技术落后，作业环境恶劣，生产效率低，劳动强度大，矿产资源得不到有效合理的利用，同时易造成资源浪费和环境破坏，并存在较大的安全隐患。

总体看，目前我国水泥行业面临产能严重过剩、行业集中度不高、能耗高、环境污染重、石灰石资源浪费等问题，制约了水泥行业的发展。

(5) 行业发展

我国水泥行业面临产能过剩和行业集中度低等问题，而我国宏观经济增长方式正从出口和投资驱动的高消耗增长模式向消费导向的节约型增长模式转变。因此，无论是作为固定资产投资的上下游基本原材料，还是水泥行业本身的高耗能、高污染性，都为其未来的发展带来必然的政策性障碍。提高行业内部生产集中度，促进行业规范化和规模化发展也合理地成为了国家宏观调控的目标，兼并与收购将成为未来行业内部整合的主线。传统立窑水泥生产线能耗高，污染重，目前，全国多地区相继也开展了关闭立窑生产线的行动。新型干法水泥由于其在生产过程重的低污染、低耗能以及较高的生产效率依然是我国水泥行业目前的投资重点。同时，水泥生产企业将逐步向规模化发展，并购行为增加。此外，“一带一路”政策有助于我国水泥企业向海外市场扩张。

总体看，随着国民经济增速常态化，以及国家政策对行业的控制，水泥行业仍将低速增长；随着落后产能的退出以及并购行为的增加，结构调整将进一步深化。

3. 造纸行业

(1) 行业概况

造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2015 年，全国纸浆进口量首次突破 1,900 万吨，达 1,984 万吨，同比增长 10.40%；进口金额为 127.55 亿美元，同比增长 5.70%。2015 年，全国废纸进口量为 2,928 万吨，同比增长 6.40%；进口金额达到 52.84 亿美元，同比下降 1.20%。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以针叶木化学浆为例，外商平均报价由 2014 年底的 707 美元/吨降至 2016 年 3 月初的 601 美元/吨，延续波动下降态势；国内纸浆价格与国际市场联动性强，同样呈现波动下降态势，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由 2014 年底的 5,028 元/吨降至 2016 年 3 月初的 4,514 元/吨。

2015 年全球经济复苏缓慢，我国经济增长也继续放缓，年度 GDP 增长 6.9%，增速创二十五年来新低。受经济低迷、市场需求不旺和产能过剩影响，2015 年造纸行业景气度依然不高。截至 2015 年底，中国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量累计为 11,774.1 万吨，同比增长 1.70%。从区域分布情况来看，截至 2015 年底，我国机制纸和纸板产量主要集中在广东、山东、浙江、江苏、河南等地区，产量分别占同期全国总产量的 17.65%、17.00%、14.77%、11.68%和 5.86%。其

中，广东机制纸及纸板产量为 2,078.29 万吨，占全国机制纸及纸板产量 17.65%，成为全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从行业产能和需求来看，2015 年我国新增产能扩张基本结束，2015 年随着大量新增产能进入市场，产能严重过剩，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升。全国纸及纸板生产量 10,710 万吨，较上年增长 2.29%，其中箱板纸生产量 2,245 万吨，同比增长 2.98%；瓦楞原纸生产量 2,225 万吨，同比增长 3.25%；新闻纸生产量 350.2 万吨，较上年减少 4.20%。2015 年我国造纸行业主营业务收入 8,002 亿元，同比增长 2.33%，增长速度较上年下降 1.67 个百分点，利润总额达 373.00 亿元，同比增长 2.90%。截至 2015 年底，纸品市场已基本饱和，受宏观消费的影响，近年来我国经济由高速增长进入了新常态，GDP 增速不断放缓，快速消费品以及高端消费品的增速也随之回落，行业下游需求不振导致增速下降。同时，受外部环境的影响，造纸行业的出口量增速近年来也在逐渐放缓，行业生存压力相对较大。

2015 年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升，从 2015 年的数据来看，产量及销量均有所下滑，产销率有所提高，库存增速较上年有所减缓。包装纸中的白卡纸出厂价由 2015 年初的 5,431 元/吨降至年底的 5,231 元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由 2015 年初的 5,275 元/吨降至年底的 4,904 元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由 2015 年初的 5,781 元/吨降至年底的 5,605 元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均不同程度下滑。

总体看，造纸行业受困于国内经济增长趋势放缓、产能过剩等因素，整体延续前期低迷态势，且竞争导致的产品价格大幅下调造成了中小造纸企业较大的利润下降甚至亏损，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

（2）行业发展

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩、竞争激烈和价格持续下行等不利因素，造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。此外，环保法修订案 2015 年正式实施，增加了企业各方面责任和处罚力度，使造纸等高能耗、高排放行业在这次环境保护法面前面临更大的考验。此外，目前尚未满足新环保要求的企业，尚需加大投入以满足相关规定，生产企业在废水治理方面的投入和运行成本将进一步增加。淘汰落后产能的力度将会继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。

总体看，基于经济、市场、产能和政策等因素，企业将面临优化产品结构和产品创新转型等挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

4. 金融行业

公司金融板块业务收入和利润主要来源于证券业务和信托业务。

（1）证券业分析

我国证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2015 年底，上交所和深交所上市的公司合计 2,827 家，股票市场总市值为 53.13 万亿元，较 2014 年底增加 42.61%，平均市盈率为 35.19 倍，较 2014 年底增加 40.65%；2015 年全部 A 股成交额为 253.30 万亿元，日均成交额为 1.04 万亿元，同比分别增加 243.36%和 244.76%。股票一级发行方面，2015 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.40 万亿元，同比增加 87.31%，共完成 IPO 为 224 家、增发 803 家、配股 5 家。融资融券方面，截至 2015 年底，市场融资融券余额为 1.17 万亿元，其中融资余额占比为 99.75%，融券余额占比为 0.25%。投资者方面，截至 2015 年底，共有客户 9,910.54 万个，较 2014 年底增加 232.83%，其中自然人 9,882.15 个，非自然人 28.38 万个，期末持仓投资者为 5,116.95 万个。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2015 年底，债券余额为 48.44 万亿元，较 2014 年底增加 34.53%。债券发行方面，2015 年，国内共发行各类债券 1.65 万只，发行额达 23.09 万亿元。2015 年，国内债券交易总金额为 715.94 万亿元，其中，现券交易成交金额为 85.61 万亿元，回购交易成交金额为 566.18 万亿元，同业拆借 64.15 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2015 年全国期货市场累计成交额为 554 万亿同比增长 89.81%；其中中国金融期货交易所的交易金额为 417.8 万亿元，占全国市场份额 75.38%，同比增长 154.71%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

股票市场方面，中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国，截至 2015 年底，挂牌企业数量达 5,129 家，较 2014 年底增加 226.27%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”、“支持战略性新兴产业发展”等要求。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

债券市场方面，我国已建立了交易所债券市场和银行间债券市场。证券公司柜台市场也于 2012 年底开展试点工作，截至 2014 年末，共有 42 家试点证券公司获得柜台市场试点资格，目前柜台市场以资产管理计划和衍生品交易为主。

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出，如中小企业私募债、中小企业可交换私募债、优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、股指期货、国债期货、场外金融衍生品、RQFII 等。

2004~2007 年，证券行业监管机构对行业进行了综合治理，有效化解了历史遗留问题，证券行业开始健康有序地发展。近年来，监管机构推动证券行业创新发展，证券公司家数、全行业营业收入、净利润、总资产、净资产和净资本保持增长趋势。2012~2014 年是证券公司的转型阶段，融资业务从无到有，证券公司营业收入和净利润加速增长，营业收入增速分别为 22.99%、63.45%，净利润增速分别为 33.68%、119.34%。2015 年是证券公司转型后业绩大爆发的一年，根据中国证券业协会的统计 2015 年全国 125 家证券公司实现营业收入 5,751.55 亿元，实现净利润 2,447.63 亿元，分别同比增加 120.97%和 153.50%（见下表）。

表 2 2012~2015 年证券行业概况

项 目	2012 年/2012 年末	2013 年/2013 年末	2014 年/2014 年末	2015 年/2015 年
证券公司家数(家)	114	115	120	125
盈利家数(家)	99	104	119	124
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17	99.20
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84	5,751.55
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54	2,447.63
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09	6.42
净资产(万亿元)	0.69	0.75	0.92	1.45
净资本(万亿元)	0.50	0.52	0.68	1.25

数据来源：中国证券业协会

2015 年，证券行业发展中的机遇和风险体现的更为充分，一方面在金融改革背景下行业享受多项政策放开的红利，并自下而上激活内生创新动力；并购重组审核放开、新三板做市商制度推出、收益凭证试点推广、一人一户限制打开等多项政策红利持续激发证券行业增长动力。同时，行业加速与互联网金融拥抱进程，低佣金开户令传统经纪业务竞争白热化，并促使各证券公司思考转型之路，从提供单纯通道向丰富交易品种、提高客户体验转变。另一方面，在行业飞速发展过程中，业务发展和创新速度与制度约束和风险把控出现不匹配现象。2015 年年中市场非理性下跌之后，监管层针对行业暗象将合规风险监管提升到重要位置，加大对证券行业违法违规行为的监督检查，并对行业中存在的违法违规乱象进行整顿和清理。同时，国家加大对金融反腐打击力度，证券行业下半年屡屡爆出被监管层立案调查以及高管落马的事件。最终使得证券行业从“创新年”进入“风控年”，但是对风险控制重视度的提升并不代表对创新业务的扼杀，只有规范证券行业秩序，清理潜在风险之后，证券行业才能获得长久、稳定的发展。

目前我国经济正处于转型过程中，经济增长从单纯依靠人口红利转向依靠劳动生产率的提高上。我国政府也正试图通过鼓励全民创业和国企改革等措施，提高社会技术水平和资产配置效率，以提升劳动生产率。资本市场作为连接实体经济投融资主体的纽带，在协助中国经济转型起到重要作用。同时，参与到经济转型相关政策的落实中，资本市场自身也得到更多关注，在市场参与者的共同努力下不断丰富和完善，市场的投融资功能也将得到进一步发展。证券公司作为资本市场的主要参与者，投行、资管、经纪、自营等各项业务能力也将得到充分发挥。

总体看，证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长，未来随着证券市场的持续完善，证券场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将得到进一步发挥。证券市场快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

(2) 信托业分析

2015 年，中国宏观经济运行总体平稳、稳中有进，GDP 实现了 6.9% 增长率。信托业在经受了 2015 年股市异常波动的考验，更加注重提高发展质量和效益；2015 年实现经营收入和利润大幅攀升，信托资产规模跨入“16 万亿元”大关，行业转型初露成效，业务结构日趋合理，资产主动管理能力明显提升，资金供给端与资产需求端匹配度不断提高，为 2016 年供给侧结构性改革条件下信托行业的新发展和深层次调整奠定了良好的基础。

信托资产规模保持增长态势，但增速明显回落

根据中国信托业协会数据，截至 2015 年底，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 16.30 万亿元，较 2014 年底 13.98 万亿元增长 16.60%，较 2014 年 28.14% 的增速下降 11.54 个百分点。信托资产增幅放缓有两方面原因，主要有两方面原因：一是宏观经济增速放缓和市场竞争加剧对信托业传统融资信托业务冲击效应的加大；二是类似“通道业务”等传统业务的萎缩速度与创新

型产品培育速度之间不匹配造成的“时间落差”。

信托业总体营业收入和利润总额增速回升，但经营指标在第三季度环比下降

得益于 2015 年上半年证券市场的良好表现，信托业业绩全年表现良好。中国信托业协会公布的数据显示，2015 年信托业实现营业收入 1,176.06 亿元，较 2014 年的 954.95 亿元同比增长 23.15%，相较 2014 年 14.70% 的同比增速上涨 8.45 个百分点。同期，信托业实现利润总额 750.59 亿元，较 2014 年的 642.30 亿元增长 16.86%。但由于信托公司传统业务模式继续遭受来自其他金融子行业的激烈竞争，新增业务规模增速的持续下降，再加上 6 月份之后开始的股市震荡，2015 年第三季度信托行业实现的经营收入和利润总额较第二季度环比分别下降 11.47% 和 29.52%。

信托业务主动管理能力持续提升，转型效应较为明显

2014 年以来，信托资金来源变动的态势呈现两大特点：一是单一资金信托占比持续下降，2013~2015 年单一资金信托占比分别为 69.62%、62.58%、57.36%；二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳步上升，2013~2015 年末集合资金信托占比分别为 24.90%、30.70%、32.78%，信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强，2015 年底的集合资金信托资产为 53,436.43 亿元，较 2014 年底增长 24.50%。从增幅来看，财产管理类信托增幅较大，2015 年底的财产管理类信托资金为 16,088.82 亿元，较 2014 年末增长 71.26%。

资金信托在主要领域的配置有所调整

中国信托业协会数据显示，2015 年 14.69 万亿元资金信托依然投向工商企业、证券市场、金融机构、基础产业和房地产业五大领域，但各领域占比发生变化。其中，受经济下行社会需求不足影响，2015 年末资金信托对基础产业、工商企业的投资规模分别为 2.63 万亿元和 3.31 万亿元，较 2014 年末分别下降 5.05% 和增长 5.75%，投资规模占比分别下降 3.35 和 1.52 个百分点；2015 年证券投资超越金融机构和基础产业成为资金信托的第二大配置领域，规模为 2.99 万亿元，较 2014 年底增长 61.62%，2015 年底规模占比为 20.35%，高于 2014 年底的 14.18%。

表 3 2014 年和 2015 年资金信托投向情况表（单位：%）

投向行业	2014 年	2015 年
基础产业	21.24	17.89
房地产	10.04	8.76
证券市场	14.18	20.35
金融机构	17.39	17.93
工商企业	24.03	22.51

数据来源：中国信托业协会

总体看，近年来信托行业从高速增长转向增幅放缓、结构调整的新阶段，传统优势正在减弱，未来同业竞争将会加剧；随着信托产品需求和发行的逐步上行，2016 年的信托业将迎来较大发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系根据河南省人民政府文件合并成立的省政府投融资主体，作为河南省政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位。

公司资产分布于河南省内各地，涉及电力、水泥、造纸、交通、金融等行业。截至 2016 年 3

月底，公司参控股电力企业 12 家，总装机容量 1,670.50 万千瓦，权益装机容量 763.45 万千瓦，位居河南电力市场第二位；控股水泥企业 4 家，熟料和水泥生产能力 1,225 万吨/年和 1,680 万吨/年，新型干法水泥总产能处于河南省内第三，占河南省新型干法水泥产能的 12%，同力水泥被列入国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合公布的 60 家国家重点扶持水泥企业名单；目前公司管理 5 个国有林场，实际控制面积达到 18.3 万亩；公司在浆纸行业共有 5 个控股企业，初步实现林、板、浆、纸一体化，目前成品纸年生产能力 55.00 万吨，杨木化机浆年生产能力 25.80 万吨；公司控股运营高速公路 3 条，通车里程 254.60 公里；同时控股和参股多家金融公司，控股的中原证券和中原信托经营规模不断扩大、投资方式多样化，2014 年作为第一大股东积极参与了中原银行组建。

总体看，公司作为河南省政府主要的综合投资主体，拥有较强竞争实力。

2. 人员素质

公司本部现有高级管理人员 11 名。

公司董事长、党委书记朱连昌先生，1954 年出生，河南大学政治经济学专业在职研究生；历任河南省计经委经济调节处副处长、河南省政府目标管理协调办办公室主任、河南省计经委经济调节处处长、中原信托有限公司副总经理、河南省发展计划委员会对外经济处副处长、固定资产投资处处长、河南省发展和改革委员会重大项目稽查处主任、助理巡视员、副主任、党组成员，现任公司董事长、党委书记。

公司党委副书记、总经理刘新勇先生，1963 年出生，中南财经大学在职博士研究生学历；历任河南省计经委投资处主任科员、河南省发展计划委员会市场流通处助理调研员、河南省机械设备成套局局长助理、河南省鹤壁市政府副秘书长、招商办主任、市长助理、市发改委主任、副市长、市委常委，现任公司党委副书记、总经理。

截至 2016 年 3 月底，公司本部在职员工 125 人，整体学历较高，119 人具有大学本科以上学历，其中硕士及以上 73 人，具有中级职称的 57 人，高级职称的 54 人。从年龄构成看，30 岁以下有 30 人，占员工总数的 24.00%；30~50 岁的有 70 人，占员工总数的 56.00%；50 岁以上的有 25 人，占员工总数的 20.00%。公司经营规模大、近年多元化业务发展迅速，对高级专业化人才的需求日益迫切。公司计划实施人才以集团内部培养和提拔为主，短板人才从外部引进的人才战略，来满足投资集团的人才需求。

总体看，公司现任高层管理人员大多在政府管理部门及能源、基础设施或相关专业领域从事管理工作多年，有较强的管理和决策能力，整体素质较高；公司整体业务发展迅速，对人才的需求较迫切。

3. 外部环境

近年来，河南省国民经济平稳快速发展。2015 年河南省全省生产总值 37,010.25 亿元，同比增长 8.3%。其中：第一产业增加值 4,209.56 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 18,189.36 亿元，同比增长 8.0%；第三产业增加值 14,611.33 亿元，同比增长 10.5%。三次产业结构为 11.4:49.1:39.5。

2015 年，河南全省全部工业增加值 16,100.92 亿元，同比增长 8.0%。规模以上工业增加值同比增长 8.6%，其中，轻工业同比增长 8.1%，重工业同比增长 8.9%，轻、重工业比例 35.3:64.7。产品销售率 98.3%。2015 年，河南省全社会固定资产投资 35,660.34 亿元，同比增长 15.8%。其中，

固定资产投资（不含农户）34,951.28 亿元，同比增长 16.5%。2015 年，河南省完成建筑业总产值 8,047.65 亿元，同比增长 1.7%，资质内建筑业企业房屋施工面积 53,132.5 万平方米，同比增长 8.8%。河南省经济保持着良好的增长势头，经济的快速发展，为公司提供了良好的外部环境。

2012 年 11 月，国务院批复《中原经济区规划》，2013 年 3 月批复《郑州航空港经济综合实验区发展规划（2013-2025 年）》，将带动中原经济区新型城镇化、工业化和农业现代化协调发展，随着基础设施和相关项目的大量开工，为河南省在水泥、建材、电力、金融等业务的未来快速发展提供了较好的政策导向。作为政府投资主体，公司在投资项目的选择、资金的筹措等方面能够得到政府及有关部门的大力支持。公司由河南省发改委代管，能及时准确地了解国家宏观经济政策、调整投资方向和投资领域。作为省属主要的投资主体，公司实力雄厚，在省内企业的兼并重组中也具有很强实力，帮助政府排忧解难，相应获得一定的政策优惠和资金支持。河南省内的原煤炭发展基金、电力建设基金等各项基本建设资金均交由原河南省建设投资总公司统一管理和支配使用，其中电力建设基金已逐年全部转为公司资本金，煤炭基金大部分也已转为公司资本金。2012 年 12 月郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管委会与公司签订了《郑州航空港经济综合实验区投资建设合作框架协议》，合作内容包括实验区基础设施建设、项目合作开发、融资支持等多个领域开展合作，包括但不限于市政工程、公用设施、保障房建设及物流园区开发运营等，首期以区内市政道路建设和园林绿化为主，投资总额约 165 亿元。

总体看，河南省经济快速发展，同时国务院《中原经济区规划》的提出，为河南省的基础设施建设、电力以及高速公路行业提供了良好的外部环境。作为河南省政府的投资主体，公司得到的政府支持力度较大。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程规定，公司不设股东会，由河南省发改委行使股东职责，公司设立董事会，监事会，并聘任管理层，监事会由河南省国有资产监督管理委员会代表河南省政府委派。公司董事会由 9 名成员组成，其中 8 名由省政府委派，1 名由职工民主选举产生，目前公司董事会实际由 6 名成员构成，尚有 3 名董事会成员空缺；董事会人数满足章程规定的“董事会会议应由三分之二以上董事出席方可举行”的要求，董事会成员缺位不会影响日常生产经营活动，但对公司重大事项的决策会有一定影响。河南省国资委代表省政府向公司派驻监事会，公司监事会现由 6 名成员构成。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，组织实施董事会决议，主持公司经营管理工作。

总体看，公司已初步建立了符合公司投资、经营模式的法人治理结构，董事会成员的缺位会对公司重大事项的决策有所影响。

2. 管理水平

作为投资控股型公司，对拟投资项目的投资决策和对所投资的项目公司的管理是公司管理工作的重点。面对投资项目多、投资业务多元化、涉及行业差异大的情况，公司根据目前产业投资范围设置了金融、产业、资产、基金等四个资产管理部门，由各资产管理部负责各自行业投资范围内所投资项目的日常管理和新项目的开发。

在投资管理上，为加强全面计划管理工作，规范投资行为，防范投资风险，保证投资运作的科学化、程序化，公司制定了投资决策、项目评审、投资计划等各项管理办法，严格项目投资审

批程序。在项目决策上，各控股企业将符合条件的项目投资计划先上报该企业所属资产管理部门，资产管理部门确定项目责任人进行调查后，经部门负责人和分管领导审查同意后交战略发展部评审，由战略发展部组织投资评审会研究，评审会通过提交公司党政联席会决策，并由董事会审议批准。如属重大项目，需呈报省发改委审批。如审批决策同意该投资项目，则由公司有关资产管理部门、计划部门、财务部门等有关部门办理合同、拨款手续。另外，作为政府投资主体，公司受省政府委托，代表政府从事一些重大项目投资和处置省内资产重组事宜，此类项目由省政府和发改委决策，指定公司执行。

在投资项目的日常管理上，公司通过向控股企业指派董事长、总经理和财务负责人的方式加强对控股企业的管理；并制定了控股企业董事长、总经理等工作规范，建立重大事项报告制度，逐步形成靠制度管理、靠机制约束的管理体制。公司审计部则统一安排控股企业年度财务审计、法人代表离任审计、竣工结算审计以及其他专项审计，强化审计监督。对参股公司，则主要通过委派董事、监事，表达公司意愿，维护公司权益。

在财务管理上，公司较早建立了资金结算管理中心，通过网银管理下属控股公司资金，对资金的调拨采取严格的审批制度（河南豫能控股股份有限公司等下属上市公司除外）。公司对控股企业资金的调控能力强。

在内部管理上，公司注重基础管理工作，制定了一套完整的管理制度，包括组织机构管理、行政管理、人力资源管理、计划管理、财务会计管理、党群事务管理、法律事务管理、信息安全管理、资产管理和参控股企业管理等，强化内部约束机制，使公司的业务运作和日常管理日益规范化、制度化。公司内部管理逐渐走向集约。

除公司高级管理人员由上级组织部门任命以外，公司通过公开招聘和竞争上岗，面向社会和控股企业招聘优秀人才。公司实行以岗位工资为主的薪酬制度，薪酬分配与岗位价值、工作绩效挂钩，收入靠贡献，岗位靠竞争，岗变薪变，形成了较有效的激励机制。

总体看，作为一家多元化投资企业，公司投资管理制度完善，各项内部管理均形成了制度化，执行较好。公司总体管理规范，管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为河南省省属大型国有综合性投资公司之一，公司形成电力、水泥、造纸、交通和金融等多元化经营格局。公司电力、水泥、造纸、交通等主营业务产生的收入计入营业收入，同时公司开展金融业务过程中产生收入计入利息收入、手续费和佣金收入。随着公司电力、造纸和交通等板块新建产能的逐步释放、对现代金融业投资力度加大以及对参、控股企业的持续整合，公司总营业收入呈持续增长态势，2013~2015年，公司分别实现总营业收入 223.41 亿元、241.83 亿元和 252.42 亿元，年均复合增长 6.29%，公司总营业收入构成和毛利率情况如下表所示。

表 4 公司 2013~2015 年总营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
传统优势产业	157.90	70.68	21.59	155.80	64.43	25.35	147.79	58.55	28.30
--电力行业	69.86	31.27	20.44	70.46	29.14	26.23	69.18	27.40	33.15
--造纸行业	37.88	16.95	13.61	34.88	14.42	15.40	34.39	13.63	12.22
--水泥行业	40.17	17.98	21.14	39.52	16.34	23.76	32.60	12.91	24.76
--交通行业	9.98	4.47	61.74	10.94	4.53	57.20	11.62	4.60	57.01

现代金融业	39.05	17.48	61.49	41.74	17.26	61.96	64.66	25.62	66.99
其他产业	26.46	11.84	21.66	44.28	18.31	28.61	39.97	15.83	26.54
合计	223.41	100.00	28.57	241.83	100.00	32.27	252.42	100.00	37.94

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从总营业收入构成来看，公司总营业收入由传统优势产业收入、现代金融业收入及其他产业收入构成，其中以电力、造纸、水泥和交通为主的传统优势产业占总营业收入的比重最大，为公司营业收入最重要来源，近三年传统优势产业收入占营业收入的比重均在 58%以上；公司金融板块收入主要为中原证券和中原信托等控股金融企业产生的收入，近三年收入规模随业务规模的扩大逐年增长，占总营业收入的比重分别为 17.48%、17.26%和 25.62%，受 2015 年金融市场行情较好影响，2015 年公司金融板块收入增幅较大；包括房地产开发企业、其他工业企业（安彩高科、拓洋实业）、农林企业、旅游企业等在内的其他产业收入波动较大，近三年其他产业收入占公司营业收入的比重分别为 11.84%、18.31%和 15.83%，主要系房地产板块结转项目规模存在波动所致。从收入变化的情况来看，传统优势产业中，电力板块收入规模最大，近三年收入呈波动态势，主要系 2015 年社会用电需求下降导致收入略有下降所致；造纸和水泥板块受行业产能过剩、产品价格下跌影响，近三年收入均呈逐年减少态势；随着许平南高速通行车流量的增多，公司交通板块营业收入呈逐年稳步增长态势。其他产业收入波动较大，主要系受到房地产板块收入波动影响。

从毛利率情况来看，近三年，在实业板块和金融板块毛利率波动的共同影响下，公司综合毛利率呈逐年上升态势，分别为 28.57%、32.27%和 37.94%。近三年公司实业板块毛利率分别为 21.59%、25.35%和 28.30%，在传统优势产业毛利率逐年上升和其他产业毛利率大幅波动的共同影响下，公司综合毛利率存在一定波动。得益于电力板块毛利率水平的持续上升，2013~2015 年，公司传统优势产业毛利率水平呈逐年上升态势；随着煤炭价格的下跌，公司电力板块毛利率水平逐年上升；公司造纸行业毛利率波动较大，2015 年受宏观经济低迷、行业产能过剩、产品价格下跌等影响，毛利率水平较 2014 年有所下降；水泥板块毛利率水平呈逐年稳步提升态势，2014 年公司腾跃同力水泥厂生产经营恢复正常，且近两年来煤炭价格持续走低，有助于水泥板块毛利水平的提升；公司交通板块主要为高速公路通行费收入，毛利率相对稳定且处于较高水平。公司金融板块毛利率处于较高水平且呈逐年上升趋势，2015 年受金融市场行情影响，上升幅度较大。其他产业毛利率水平波动幅度较大，主要系房地产板块毛利率波动影响。

2016 年一季度，公司实现总营业收入 58.23 亿元，综合毛利率为 29.03%，延续近年来的上升趋势。其中，传统优势产业实现收入 36.95 亿元，仍主要以电力板块和造纸板块收入为主；传统优势产业毛利率为 17.80%，较 2015 年下降 10.50 个百分点，主要系上网电价下调、电力板块毛利率下降及造纸板块毛利率持续下滑所致。现代金融业实现收入 6.85 亿元，毛利率为 98.20%。其他产业实现收入 14.43 亿元，毛利率为 24.98%。

总体看，公司已形成电力、水泥、造纸、交通和金融等多元化经营格局，电力、造纸、水泥等传统产业为公司营业收入的主要来源，现代金融业和其他产业对公司营业收入形成了有效补充；受不同行业景气度波动影响，公司综合毛利率存在波动，但仍处于较高水平。公司实行多元化经营策略有利于平抑单一产业带来的风险。

2. 业务运营

(1) 电力板块

2013~2015 年，公司电力板块实现收入分别为 69.86 亿元、70.46 亿元和 69.18 亿元，受发电量、上网电量下降及上网电价调整的双重影响，电力板块收入呈波动增长趋势。近三年电力板块

盈利能力逐年增强，毛利率分别为 20.44%、26.23%和 33.15%，2013 年以来，受益于原煤价格下降以及公司“压小上大”降低了运营的边际成本，板块盈利能力持续提升。2016 年一季度，电力板块实现收入 21.24 亿元，受上网电价下调影响，毛利率降低至 18.02%。

生产运营

经过多年的发展，公司在电力行业的投资规模不断扩大，2015 年公司电力板块实现收入 69.18 亿元，毛利率为 33.15%。截至 2015 年底，公司参控股电力企业 12 家，总装机容量 1,670.50 万千瓦，权益容量 763.45 万千瓦，位居河南电力市场第二位，其中，控股电力企业 6 家，可控装机容量 768.50 万千瓦，权益容量 482.29 万千瓦；参股电力企业 6 家，装机容量 902.00 万千瓦，权益容量 281.16 万千瓦。从火电机组构成看，公司控股企业目前管理的机组中，60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运行的有 8 台，总容量 480 万千瓦，占可控容量的 63.45%，电力行业资产整体质量处于河南省中等偏上水平。截至 2015 年底，公司参控股电力企业基本情况如下表所示。

表5 截至2015年底公司下属电力企业基本情况

项目名称	装机容量(wm)	持股(%)	权益容量(wm)
河南豫能控股股份有限公司	4,420.00	60.52	2,674.98
其中：南阳鸭河口发电有限责任公司	700.00	55.00	385.00
南阳天益发电有限责任公司	1,200.00	100.00	1,200.00
新乡中益发电有限公司	1,320.00	100.00	1320.00
鹤壁鹤淇发电有限公司	1,200.00	97.15	1,165.80
鹤壁万和发电有限责任公司	440.00	60.00	264.00
鹤壁同力发电有限责任公司	600.00	97.15	582.90
鹤壁丰鹤发电有限责任公司	1,200.00	50.00	600.00
濮阳龙丰热电有限责任公司	25.00	100.00	25.00
郑州新力电力有限公司	1,000.00	50.00	500.00
华能沁北发电有限公司	4,400.00	35.00	1,540.00
三门峡华阳发电有限公司	600.00	40.00	240.00
许昌龙岗发电有限责任公司	700.00	30.00	210.00
大唐信阳发电有限责任公司	960.00	1.00	9.60
大唐洛阳首阳山发电有限责任公司	1,040.00	40.00	416.00
许昌禹龙发电有限责任公司	1,320.00	30.00	396.00
合计	16,705.00	--	7,634.48

资料来源：公司提供

注：1、豫能控股四家子公司的持股比例、权益装机容量均为豫能控股对其的持股比例及权益装机容量。2、2015 年8月21日，公司与力权集团有限公司签订了《股权收购协议》，收购其所持有的郑州新力电力有限公司50%的股权。《股权收购协议》约定自签署之日起郑州新力电力有限公司的收益与损失由公司承担，公司自2015年7月1日起对郑州新力电力有限公司具有100%实质性控制权。3、截至2015年底，鹤壁万和发电有限责任公司发电机组已关闭，并成立清算组。目前清算工作正在进行中。

公司参控股电厂全部是火电机组，由于建设较早原因，在早期投入运营机组中，单机容量不大，近年公司不断加大功率机组投资，关停容量以“压小上大”转移至新电力项目。2014年以来，新乡中益2*600MW项目及鹤壁鹤淇2*600MW项目已经建成投运，濮阳龙丰2*600MW项目、郑州西区2*600MW项目已取得河南省发改委核准，目前正处于建设期。截至2016年3月底，公司60万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运8台，总容量达480万千瓦，占可控容量的63.45%。整体看，公司电力资产整体质量处于河南省中等偏上水平，小机组所占比重不高，未来进一步“压小上大”对板块收入影响不大。

公司下属的电力企业将发电量销售给河南省电力公司从而实现对全省的供应，河南省电力公

司每月向公司支付两次电费。2013~2015年，公司控股电力企业发电量分别为223.75亿千瓦时、221.09亿千瓦时和219.63亿千瓦时，公司发电量出现下滑，主要是宏观经济增长放缓，社会用电量需求下降，同时省内装机容量增加、非统调机组发电量上升，导致下属控股电力企业发电量的下降。2013~2015年，公司控股电力企业实际上网电量分别为208.47亿千瓦时、204.93亿千瓦时和201.06亿千瓦时，随发电量的下滑而呈下滑趋势。2013~2015年，公司实际结算电价亦呈逐年下降趋势，2015年实际结算含税电价平均为411.28元/千千瓦时¹。2013~2015年，由于煤炭成本较前期大幅下滑，单位燃煤成本持续缩减，2015年控股电力企业单位燃料成本由上年的216.69元/千千瓦时下降至136.47元/千千瓦时。2013~2015年，公司电力板块发电设备平均利用小时数呈逐年下降趋势，其中2015年平均利用小时数为3,748.00小时，较上年大幅下降19.90%，主要系社会用电需求下滑及小火电厂关停补偿电量减少、利用小时数减少所致。2013~2015年，公司电力板块供电平均煤耗分别为322.56克/千瓦时、325.10克/千瓦时和313.64克/千瓦时，供电平均煤耗相对稳定。2013~2015年，随着公司电力板块新建项目的运营，环保工作逐年加强，脱硫率呈逐年提高态势。

2016年一季度，公司完成发电量58.00亿千瓦时，为2015年全年水平的26.41%，同比上升10.50%；单位燃料成本平均为142.15元/千千瓦时，较2015年下降19.71%；实际上网电量为53.46亿千瓦时，实际结算含税电价平均为359.67元/千千瓦时，较2015年略有下降，受上网电价下调影响，单位售电毛利略有降低；发电设备平均利用小时数803小时；供电平均煤耗315.54克/千瓦时，较2015年相差不大；脱硫率为95.50%。公司电力板块近三年一期的运营情况如下表所示。

表6 公司电力板块近三年及一期运营情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
装机容量（万千瓦）	1,762.00	1,658.50	1,670.50	1,670.50
权益装机容量（万千瓦）	930.51	718.32	763.45	763.45
发电量（万千瓦时）	2,237,466.00	2,210,919.00	2,196,299.15	580,017.57
上网电量（万千瓦时）	2,084,714.00	2,049,339.00	2,010,554.60	534,552.08
电价（含税）（元/千千瓦时）	447.14	439.83	411.28	359.67
平均利用小时数（小时）	4,735.00	4,679.00	3,748.00	803.00
供电平均煤耗（克/千瓦时）	322.56	325.10	313.64	315.54
脱硫率（%）	91.92	92.24	95.73	95.50

资料来源:公司提供

电煤采购

公司电力生产所需的燃煤主要由郑煤集团、平煤集团以及河南能化等省内外煤炭企业进行供应，采购的燃煤品种主要涉及贫瘦煤和长焰煤，2013~2015年，公司电力板块煤炭采购量分别为1,143万吨、1,056万吨和1,011万吨，受煤炭价格持续下跌影响，公司电煤采购含税均价呈逐年下降趋势，2015年为479.23元/吨，较2014年大幅下降28.12%。2016年一季度，公司采购电煤251万吨，采购含税均价为450.50元/吨，采购均价较2015年继续下降。近年来，公司燃煤采购情况如下表所示。

表7 2013~2016年3月公司电力板块燃煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
采购量	1,143	1,056	1,011	251
采购均价	746.00	666.69	479.23	450.50

资料来源:公司提供

¹ 公司电力板块企业均由豫能控股管控，公司提供的近三年发电量数据为全部下属电力企业合并口径数据，而公司于近三年是逐步将部分电力企业纳入合并报表范围的，导致电力板块收入呈波动趋势。

2015年，公司电力板块前5大供应商分别为郑煤集团、河南能化、平煤集团、山西运销长治和山西成功，公司向5大供应商的采购金额合计18.29亿元，前5大供应商集中度为50.50%，集中度较高。

表8 公司下属电力企业2015年燃煤采购前5大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购品种	采购总金额	供应商集中度	资金结算方式
郑煤集团	贫瘦煤	6.77	13.90	现金+承兑
河南能化	贫瘦煤+长焰煤	5.67	18.20	现金+承兑
平煤集团	长焰煤	2.60	7.40	现金+承兑
山西运销长治	贫瘦煤+长焰煤	1.89	6.90	现金+承兑
山西成功	贫瘦煤	1.36	4.10	现金+承兑
合计	--	18.29	50.50	--

资料来源：公司提供

总体看，公司电力板块装机容量规模较大，近年通过“压小上大”提升了公司电力资产质量；受煤炭价格持续下降的影响，单位燃煤成本下降，盈利能力逐年增强。同时，社会用电需求量下降和省内发电机组结构调整导致公司发电量下降，未来随着大机组逐步投产，电力资产质量将进一步提升。随着河南省燃煤发电企业上网电价的下调，公司未来短期内的电力收入上升空间不大。

（2）造纸行业

2013~2015年，公司造纸板块分别实现收入37.88亿元、34.88亿元和34.39亿元，呈逐年下降趋势，主要系受造纸行业产能过剩、下游需求低迷、产品价格下降等所致；造纸板块毛利率分别为13.61%、15.40%和12.22%，毛利率呈波动下降趋势。近年来，公司下属企业持续获得税收返还、贷款贴息、所得税减免等资金支持，2013~2015年分别为2,934万元、2,221万元及1,620万元，但难以扭转造纸板块持续亏损的状态，2015年亏损面扩大至约3亿元。2016年一季度，公司造纸板块实现收入6.85亿元，毛利率大幅下降至6.26%。

产品生产

为推动河南省造纸工业林纸一体化发展，调整原料结构，促进产业升级，提高国际竞争力，使纸业发展与农业、林业的发展有机结合起来，实现经济效益、社会效益、生态效益的统一，自2003年起，公司开始介入造纸项目，现拥有3个控股子公司，并管理5个国有林场，面积达到18.30万亩，初步实现林、板、浆、纸一体化。截至2016年3月底，公司控股的造纸企业包括大河纸业有限公司（以下简称“大河纸业”）、驻马店市白云纸业有限公司（以下简称“白云纸业”）和商丘兆丰纸业有限公司（以下简称“兆丰纸业”）。其中，大河纸业为管理型企业，不参与具体生产，其控股浆纸生产企业濮阳龙丰纸业有限公司（以下简称“龙丰纸业”）、焦作瑞丰纸业有限公司（以下简称“瑞丰纸业”）和中高密度板生产企业周口大河林业有限公司。截至2016年3月底，公司造纸板块企业基本情况如下表所示。

表9 截至2016年3月底公司造纸板块企业基本情况（单位：%、万吨）

公司名称	控股比例	经营品种	现有产能	主要生产线及技术工艺
白云纸业	55.00	浆	10.00	一期拥有 2640mm 纸机 5 台，年文化纸生产能力 10.80 万吨；二期引进德国福伊特纸机与复卷机设备，备浆流送系统由安德里兹公司提供，纸机宽幅 5280mm，设计车速 1400.00 米/分。
		成品纸	30.00	
龙丰纸业	76.28	化机浆	10.80	年产 10.80 万吨杨木化机浆生产线一台，引进奥地利安德里兹 P-RC-APMP 制浆生产工艺及设备；年产 30.00 万吨高档全木浆未涂布及涂布印刷纸 7220mm 纸机一台，设计车速 1800.00 米/分，设备与技术为国际一流的芬兰美卓公司。
		成品纸	25.00	

公司名称	控股比例	经营品种	现有产能	主要生产线及技术工艺
瑞丰纸业	45.00	化机浆	15.00	年产 15.00 万吨化机浆生产线一条，引进安德里兹 P-RC-APMP 制浆生产工艺及设备。
兆丰纸业	100.00	成品纸	已停产	已停产
大河纸业	100.00	--	--	管理公司

资料来源：公司提供

注：濮阳龙丰纸业有限公司和焦作瑞丰纸业有限公司为公司子公司大河纸业有限公司的控股企业

公司造纸板块生产产品主要包括成品纸和化机浆，截至2016年3月底，公司成品纸生产能力已达到55.00万吨，杨木化机浆（是化学机械浆的一种，即碱性过氧化物机械浆）的生产能力已达到25.80万吨。公司采取以销定产的经营模式进行纸品生产，近年来，公司成品纸和化机浆的产能变化不大。受行业产能过剩影响，2013~2015年，公司成品纸呈产量和产销率呈波动下降趋势，化机浆的产量和产销率均逐年下降趋势。近三年一期，公司造纸板块生产运营情况如下表所示。

表10 2013~2016年3月公司造纸板块生产运营情况（单位：万吨、%）

年度	成品纸			化机浆		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2013 年	55.00	60.95	110.82	25.80	26.70	103.49
2014 年	55.00	61.00	110.91	25.80	25.69	99.57
2015 年	55.00	59.74	108.62	25.80	22.04	85.43
2016 年 1~3 月	55.00	13.12	23.85	25.80	4.89	18.95

资料来源：公司提供

原料采购

公司造纸板块成本主要由原材料、化学品和动能耗构成（合计占比约90%），其他成本包括折旧和人工成本等。公司生产所需原材料主要为浆板、木片、枝桠材和麦草等，所需能源主要为电力和煤炭。木片、枝桠材、麦草等基本通过本地就近采购，近年来整体采购价格稳中有升，通常采用现款现货的结算模式；浆板采购中，进口浆约占80%，国内浆约占20%，进口浆主要包括针叶浆、阔叶浆和化机浆，进口浆通产与客户签订长期协议，采购价格为市场化定价，通常使用国际信用证进行结算。

杨木化机浆的主要原材料为杨木木片，生产企业龙丰纸业和瑞丰纸业当地供应充足。成品纸的主要原材料为浆，白云纸业所需的麦草浆由公司生产，当地用于生产麦草浆的麦草资源丰富，所需的杨木化机浆主要为国内供应，所需针叶浆、阔叶浆等主要从国外进口。龙丰纸业所需的杨木化机浆全部为自供，针叶浆、阔叶浆等主要从国外进口。截至2015年底，公司造纸板块向前五大原材料供应商采购金额合计9.18亿元，占原材料采购总额的27.44%，采购集中度一般。2015年，公司造纸板块原材料前五大供应商情况如下表所示。

表11 造纸板块2015年原材料供应商前五位结构表（单位：万元、%）

序号	单位名称	原材料品种	金额	比例
1	DAHE PAPER (HONG KONG) CO.LIMITED	浆板	50,396.12	15.06
2	亚太森博（山东）浆纸有限公司	浆板	24,470.90	7.31
3	国网河南遂平县供电公司	电力	13,046.99	3.90
4	山东福洋生物科技有限公司	玉米淀粉	2,121.59	0.63
5	岳阳县中新材料有限公司	浆板	1,775.31	0.53
合计		--	91,810.91	27.44

资料来源：公司提供

产品销售

公司成品纸采用集团统一销售的模式，其中分销占比约80%，直销占比约20%；化机浆则由子公司自行进行销售。受造纸行业总量和结构性产能过剩影响，近年来，公司逐步对成品纸客户结构进行调整，销售网络逐步拓展至二三线城市，并加大小客户的开发力度；化机浆的销售客户相对稳定，主要为国内造纸企业。龙丰纸业生产的杨木化机浆主要自用，瑞丰纸业生产的杨木化机浆主要销售给本地及临近省份造纸企业，销售半径较广。成品纸客户分布较为广，大部分销往国内，少部分出口中东、东南亚等地区的40多个国家。受造纸行业需求不振的影响，主要以银行承兑汇票方式结算，通常采取预收部分货款，剩余部分下游客户收到货物后付款。

从销售数据来看，2013~2015年，公司成品纸销量存在波动，2014年成品纸销量下滑，导致产销率亦出现较大幅度下降，公司成品纸产销率整体处于较高水平。2013~2015年，公司化机浆销量和产销率均呈逐年下降趋势。2016年一季度，公司成品纸销量为12.18万吨，产销率92.84%，较2015年下降8.13个百分点；公司化机浆销量3.23万吨，产销率进一步下降至66.05%。近三年一期公司造纸板块销售情况如下表所示。

表12 2013~2016年3月公司造纸板块销售情况（单位：万吨、%）

年度	成品纸			化机浆		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
2013年	60.95	63.52	104.22	26.70	22.01	82.43
2014年	61.00	59.14	96.95	25.69	19.77	76.96
2015年	59.74	60.32	100.97	22.04	16.39	74.36
2016年1~3月	13.12	12.18	92.84	4.89	3.23	66.05

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司造纸板块向前五大客户销售金额为4.53亿元，占总销售额的12.36%，客户集中度不高。2015年，公司造纸板块前五大客户情况如下表所示。

表13 浆纸板块2015年前五大客户情况（单位：万元、%）

序号	单位名称	产品品种	金额	比例
1	新乡市汇鑫纸业有限责任公司	销售纸张	11,299.33	3.08
2	安徽时代物资股份有限公司	销售纸张	8,960.01	2.44
3	温州市鸿德纸业有限公司	销售纸张	8,846.92	2.41
4	广州市诚昌纸业有限公司	销售纸张	8,295.37	2.26
5	理光感热技术（无锡）有限公司	销售纸张	7,922.98	2.16
合计		--	45,324.62	12.36

资料来源：公司提供

总体看，公司造纸板块已形成规模化生产，近年来在造纸行业景气度持续低迷的影响下，公司造纸板块产销量整体呈下降趋势，造纸板块效益持续呈亏损状态。

（3）水泥板块

2013~2015年，公司水泥板块实现收入分别为40.17亿元、39.52亿元和32.60亿元，受宏观经济下行、固定资产投资增速放缓、水泥下游需求减少的影响，水泥板块收入呈逐年下降趋势，2015年下降幅度较大；毛利率分别为21.14%、23.76%和24.76%。2016年一季度，水泥板块实现收入6.24亿元，毛利率降低至14.00%。

公司按照河南省委、省政府部署，为推进河南省新型工业化进程，集中资金对水泥行业进行

整合，2009年公司下属水泥企业通过定向增发的方式将新乡平原水泥有限责任公司等4家控股水泥企业的资产和业务注入同力水泥（股票代码：000885，简称“同力水泥”），完成水泥资产的整体上市，整合了集团控股水泥企业。2014年6月，同力水泥向特定对象中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）发行的4,800万股A股股票在深交所上市，募集资金总额为30,240万元用于偿还银行贷款和补充流动资金。本次定增完成后，同力水泥的控股股东和实际控制人未发生变动，中联水泥成为同力水泥第二大股东。2014年12月至2015年1月期间，天瑞集团股份有限公司通过集中交易及大宗交易增持同力水泥股份，超过中联水泥成为同力水泥的第二大股东。天瑞水泥、中联水泥和同力水泥的熟料产能合计占全省产能的比例约为52%，通过合作可以将三者的竞争关系逐步转变为竞合关系，并通过市场联动、差异化产品定位、降低市场损耗等途径覆盖之前未能有效覆盖的豫西、甚至豫北地区的水泥熟料市场，提升规模化效益。

产品生产

目前，公司水泥生产全部采用国际领先的新型干法生产技术和转窑生产工艺，年熟料生产能力1,225.00万吨、年水泥生产能力1,680.00万吨，新型干法水泥总产能处于河南省内第三，占河南省新型干法水泥产能的12%，同力水泥被列入国家发展和改革委员会、国土资源部和中国人民银行联合公布的60家国家重点扶持水泥企业名单。根据数字水泥网统计，2016年同力水泥的水泥熟料产能位列全国第16位，市场占有率较高。

截至2016年3月底，水泥行业拥有熟料生产线9条、水泥生产线20条（全部为新型干法水泥工艺、分布在河南省内），其中5条熟料生产线为5,000t/d，2条为4,500t/d，1条2,500t/d，1条2,000t/d。各水泥企业采用闭环式的管理模式，单线生产能力较高。水泥粉磨采用辊压机联合粉磨生产技术，装备先进，实现了从矿石开采到产品出厂的全自动控制，在省内乃至国内属于领先水平，具有一定的技术优势，煤粉制备主要采用先进的立式辊磨技术，粉磨电耗低，产品质量满足生产需要。采用煤粉专用防静电袋式收尘器，粉尘排放浓度低于国家标准要求。针对煤粉易燃易爆的特点，设置有自动监测、报警、消防灭火系统，系统安全可靠。

公司水泥板块主要生产“同力牌”系列水泥，具有强度高、富裕标号大、碱含量低等特点，主要用于公路、铁路、隧道、大型桥梁和高层建筑的建设。根据市场不同，公司主导产品分为普通42.5硅酸盐水泥（代号PO42.5）、普通52.5硅酸盐水泥（PO52.5）、普通42.5早强硅酸盐水泥（PO42.5R）和复合32.5硅酸盐水泥（PC32.5）等7个品种。其中，PO42.5水泥主要面对城市建设、重点工程，其它特种水泥如低碱水泥用于高速铁路的建设。

公司水泥板块实行以销定产的生产模式，从生产数据来看，近三年，公司熟料产能未发生变化，水泥产能略有扩大。2013~2015年，公司熟料产量和产能利用率均存在波动；受行业产能过剩影响，水泥产量和产销率均呈逐年下降趋势。2016年1~3月，公司熟料产量198.00万吨，水泥产量256万吨。近三年一期公司水泥板块生产运营情况如下表所示。

表14 2013~2016年3月公司水泥板块生产运营情况（单位：万吨、%）

年度	熟料			水泥		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2013 年	1,225.00	1,293.00	105.55	1,680.00	1,353.00	80.54
2014 年	1,225.00	1,377.00	112.41	1,680.00	1,314.00	78.21
2015 年	1,225.00	1,288.00	104.49	1,820.00	1,268.00	69.67
2016 年 1~3 月	1,225.00	198.00	16.16	1,820.00	256.00	14.07

资料来源：公司提供

原料采购

公司下属水泥企业原材料主要为石灰石、电、煤，其中煤电成本约占70%，石灰石成本约占15%，人工成本占比较低。石灰石主要来源于自有矿山开采；水泥企业均配套有余热发电，可用于企业生产，电力不足部分由当地电业局补足；煤主要来源于当地煤炭生产企业和当地的煤炭供应商，煤炭采购结算方式主要为货到付款。2015年，石灰石采购价格略有下降，电力价格变化不大，煤炭价格持续下跌，导致各原材料采购额占比发生变化，石灰石采购额占比下降1.60个百分点至9.45%，电力采购额占比上升8.29个百分点至44.92%，煤采购额占比下降6.69个百分点至45.63%。2014年和2015年公司水泥板块原材料采购情况如下表所示。

表15 2014~2015年水泥板块生产原材料采购情况（单位：万元、元/吨、元/度、%）

原材料	2014 年			2015 年		
	采购额	价格	占比	采购额	价格	占比
石灰石	18,471.54	9.84	11.05	11,916.60	9.55	9.45
电	61,210.51	0.56	36.63	56,663.69	0.57	44.92
煤	87,434.78	458.33	52.32	57,552.37	339.56	45.63
合计	167,116.83	--	100.00	126,132.66	--	100.00

资料来源:公司提供

公司水泥板块石灰石主要来自于自有矿山，截至2016年3月底，公司自有矿山共有5座，石灰石储量约为2.20亿吨，储量较为充足，能够满足公司中短期生产需要。

表16 公司自有矿山情况（单位：万吨、年）

矿山名称	石灰石储量	剩余服务年限
豫龙独山矿区	8,800.00	18.00
义马水泥矿山	3,400.00	17.00
豫鹤矿山	880.00	4.00
黄河矿山	7,800.00	26.00
省同力矿山	1,106.00	6.00
合计	21,986.00	--

资料来源：公司提供

因水泥生产所需石灰石为自有矿山供应，公司上游供应商主要为电力和煤炭供应商。2015年，公司前五大供应商集中度为18.56%，集中度一般。截至2015年底，公司水泥板块上游前五大供应商情况如下表所示。

表17 公司水泥板块2015年前五大供应商情况（单位：万元、%）

序号	单位名称	金额	比例
1	国网河南确山县供电公司	16,312.18	5.65
2	洛阳龙羽宜电有限公司	13,666.38	4.73
3	沁阳市景泰煤炭经销有限公司	6,749.50	2.34
4	国网河南省电力公司鹤壁供电公司	9,095.09	3.15
5	国网河南省电力公司濮阳供电公司	7,780.02	2.69
合计		53,603.17	18.56

资料来源：公司提供

产品销售

公司水泥销售区域为厂区周边200公里以内，销售模式以直销为主，各销售业务员分区域开展销售工作，终端用户以商品混凝土搅拌站（约占50%），农村市场（约占30%）和公路、铁路和市政道路等重点工程（约占20%）为主。公司生产的熟料以内部使用为主（约占70%），对外销售为辅（约占30%）。销售结算主要通过现汇方式结算，结算方式为预收一定比例货款，剩余部分货到付款。

从销售数据来看，2013~2015年，公司熟料销量相对稳定，因公司生产熟料以自用为主，故产销率均处于较低水平。2013~2015年，受宏观经济下行、固定资产投资增速放缓、水泥下游需求减少的影响，公司水泥销量呈逐年减少趋势，且销售价格持续下跌。

表18 2013~2016年3月公司水泥板块销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

年度	熟料				水泥			
	产量	销量	产销率	平均售价	产量	销量	产销率	平均售价
2013年	1,293.00	420.00	32.48	192.65	1,353.00	1,410.00	104.21	257.00
2014年	1,377.00	457.00	33.19	178.03	1,314.00	1,406.00	107.00	208.00
2015年	1,288.00	418.00	32.45	141.10	1,268.00	1,327.00	104.65	191.41
2016年1~3月	198.00	77.00	38.89	134.31	256.00	287.00	112.11	178.17

资料来源：公司提供

注：公司下属水泥企业生产的熟料主要用于自身水泥生产，故熟料销量低于产量。由于存货及外购水泥的原因，导致水泥产销率大于100%。

公司下属水泥企业下游客户较多，销售集中度较低，销售区域为厂区周边200公里以内。2015年，公司前五大客户集中度为6.58%，集中度较低。截至2015年底，公司下游前五大客户情况如下表所示。

表19 水泥板块2015年前五大客户情况（单位：万元、%）

序号	单位名称	产品性质	金额	比例
1	确山县鑫源水泥粉磨有限公司	熟料	5,400.84	1.67
2	确山县盘龙建材有限公司	熟料	4,673.69	1.45
3	确山县冠龙建材有限公司	熟料	4,153.23	1.29
4	新乡王氏集团有限公司	熟料	3,820.89	1.18
5	洛阳标达商贸有限公司	熟料	3,231.49	1.00
	合计	熟料	21,280.14	6.58

资料来源：公司提供

总体看，公司水泥业务板块实力较强，在工艺技术、生产规模方面具有优势，是公司第三大主营业务收入来源。近年来，受行业产能过剩及下游需求下降影响，水泥板块收入有所减少。未来，随着公司与天瑞水泥、中联水泥竞合关系的发展，公司水泥板块仍具有良好发展空间。

（4）交通板块

2013~2015年，公司交通板块收入分别为9.98亿元、10.94亿元和11.62亿元，保持持续增长的态势；毛利率分别为61.65%、57.20%和57.01%，呈逐年下降趋势，但仍处于较高水平，盈利能力较强。2016年一季度，公司交通板块实现收入2.62亿元，毛利率下降至55.11%。

公司交通板块为许平南高速、安林高速和林长高速公路的运营，运营主体为河南省许平南高速公路有限责任公司。公司运营高速公路总里程为255公里，公司所辖路产总长度不到河南省高速公路通车里程的4.42%，在河南省高速公路中所占份额较小。许平南高速公路是国家重点公路日照至南阳高速公路中的一段，起点直接与京珠国道干线相接，是中原地区通往大西南的一条重要通

道。许平南高速公路全长163.75公里，总投资38.78亿元，于2014年12月建成通车。安林高速公路是豫北公路网规划的重要组成部分，为晋、冀、鲁、豫四省物资交流的重要通道，全长51.99公里，总投资15.40亿元，于2006年10月建成通车。林长高速公路原为河南林州至山西长治段，全长39.47公里，总投资27.16亿元，于2012年建成通车，2013年林长高速公路山西段开通，明显带动了通行费的快速上升。

2009年，公司整合交通资源，河南省许平南高速公路有限公司吸收合并河南鼎祥高速公路有限公司。2009年6月，公司出资设立河南林长高速公路有限责任公司，新建林州至长治公路39.47公里，该项目于2009年11月19日取得河南省发改委的批复（豫发改设计〔2009〕1905号），项目总投资预计27.15亿元，林长高速于2012年11月通车，现已完成竣工决算。为提高集团高速公路板块专业化管理水平，降低运营成本，经省发改委（豫发改签〔2013〕94号）、国资委（豫国资产权〔2013〕46号）批准，公司将所持河南林长高速公路有限责任公司100%股权协议转让给全资子公司河南省许平南高速公路有限责任公司。林长高速于2013年10月完成股权转让的工商变更登记手续，由公司的二级子企业变为三级子企业。2014年4月24日，林长高速完成工商注销登记，原有业务纳入河南省许平南高速公路有限责任公司。

从公司高速公路板块运营数据来看，许平南高速因其良好的区位优势，车流量规模较大且呈持续增长态势，2013~2015年，许平南高速车流量年均复合增长12.78%，通行费年均复合增长6.38%，许平南高速公路通行费为公司交通板块收入的主要来源。安林高速和林长高速的营运里程较短，车流量规模及通行费规模较小。

表20 2013~2016年3月公司高速公路运营情况（单位：万次、万元）

项目	许平南高速		安林高速		林长高速	
	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费
2013年	15,229.00	88,956.00	5,532.00	6,520.00	2,600.00	2,522.00
2014年	17,009.00	96,023.00	7,419.00	8,146.00	2,043.00	2,550.00
2015年	19,370.00	100,668.98	7,529.00	7,967.06	2,419.00	4,317.22
2016年1~3月	4,419.30	22,900.43	1,690.98	1,784.07	264.16	471.45

资料来源：公司提供

注：实际车流量为断面流量

总体看，公司交通板块运营良好，随着车流量的增加以及板块整体效益的凸显，未来该板块将为公司带来稳定的收入和现金流。

（5）金融板块

近年来，公司加大金融行业的投资力度，投资了中原证券股份有限公司（下称“中原证券”）、中原信托有限公司（下称“中原信托”），收购北京新安财富创业投资有限责任公司，并于2011年先后投资成立河南创业投资股份有限公司和河南投资集团担保有限公司，于2014年2月底发起设立了河南中原海云股权投资基金管理有限公司，公司为以上企业的控股股东；同时公司参股中原银行、郑州市商业银行等。目前，公司已经形成了证券、信托、银行等多种形式的金融投资方向，在经营形式上将实业经营与金融业经营相结合，两个平台互相补充、协调发展。截至2016年3月底，公司控股金融企业情况如下表所示。

表21 截至2016年3月底公司控股金融企业情况（单位：%、万元）

公司名称	持股比例	注册资本
中原证券股份有限公司	27.02	322,373.47

中原信托有限公司	48.42	250,000.00
河南创业投资股份有限公司	68.26	10,500.00
北京新安财富创业投资有限责任公司	98.00	20,000.00
河南投资集团担保有限公司	100.00	100,000.00
中富支付服务有限公司	100.00	20,000.00
河南中原海运股权投资基金管理有限公司	49.90	4,000.00

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司金融板块分别实现收入39.05亿元、41.74亿元和64.66亿元，其中利息收入、手续费及佣金收入分别为34.63亿元、37.54亿元和61.39亿元，呈逐年上升趋势，受2015年金融市场行情较好影响，收入增幅较大。近年来，公司金融板块规模不断扩大，收入逐年增长。2015年，受益于股票市场向好，公司证券经纪业务收入大幅增长，占比高达42.48%。证券经纪业务收入受股票市场影响较大，预计公司未来金融板块收入将存在一定波动。

表22 2013~2015年公司利息收入、手续费及佣金收入构成（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度
利息收入	16.63	13.66	15.57
非证券金融企业手续费及佣金收入	8.49	11.56	14.00
证券公司手续费及佣金收入	9.51	12.32	31.82
—证券承销业务	1.32	0.50	1.57
—证券经纪业务	7.12	9.87	26.08
—受托客户资产管理业务	0.10	0.11	0.57
—其他	0.96	1.85	3.60
合计	34.63	37.54	61.39

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司金融业务收入和利润主要来源于中原证券的佣金收入和中原信托的信托业务。中原证券为H股上市公司，2015年全年实现营业收入53.65亿元，业务涵盖投行业务IPO、再融资、并购重组、借壳上市和三板业务等各个领域。截至2015年底，拥有75家营业部和11家分公司，分布在河南省内和上海、北京、深圳、青岛、武汉、长沙等地，证券经纪业务客户总数161.57万户。中原信托为中国银行业监督管理委员会核准的主业信托金融机构，2015年全年实现营业收入18.06亿元，净利润7.71亿元；截至2015年底，中原信托累计管理信托财产4,128.00亿元，按时足额交付到期信托财产2,876.00亿元，累计向客户分配信托收益403.00亿元，自主开发类产品信托本金、收益兑付率100.00%。

其他金融业务方面，2011年公司新设河南投资集团担保有限公司（以下简称“担保公司”），2015年，实现主营业务收入292.00万元，净利润-5,705.00万元。截至2015年底，担保公司总资产10.30亿元，所有者权益9.84亿元，在保责任余额2.27亿元，代偿率为24.50%²，无预计负债。2014年2月28日，公司发起成立河南中原海云股权投资基金管理有限公司（以下简称“海云基金”）。截至2015年末，海云基金总资产41,06.67万元，负债61.90万元，所有者权益4,044.76万元，2015年该公司营业总收入412.88万元，净利润36.78万元。

此外，公司金融板块收入中包括集团本部利息收入，2013~2015年，公司本部利息分别为3.76亿元、3.82亿元和3.09亿元。2009年9月公司受河南省人民政府委托，根据河南省人民政府2009年6

² 公司从2014年开始进行业务重建后，对风险项目总额进行了锁定，对民营企业业务不再进行担保，导致一些化解手段比如借新还旧、展期等，公司并没有进行采用，而是果断的进行了代偿，马上进行了诉讼，开展了追偿工作，导致了公司代偿率的偏高。

月30日豫政文〔2009〕113号文《关于河南铁路投资有限责任公司组建方案的批复》，出资组建河南铁路投资有限责任公司，公司股权占比为100%，首次计划到位注册资本金100.00亿元。2012年，根据省政府有关文件要求，公司出资款从股权投资转化为债权投资，转入其他应收款科目进行核算。股权变更后，公司将收到河南铁路投资有限责任公司支付的资本金利息款，并计入集团本部利息。截至2015年底，公司已累计收到利息11.17亿元（2012~2015年合计）。

总体看，公司金融板块多样化的投资方式有效平抑了其受国内及国际金融环境波动变化影响的程度。近年金融板块业务发展较好，营业收入快速增长。

（6）其他产业

公司其他产业收入主要来源于河南安彩高科股份有限公司（以下简称“安彩高科”）和河南颐城控股有限公司（以下简称“颐城控股”）等下属子公司，经营业务涉及玻璃、房地产、燃气、旅游和农林等行业。2013~2015年，公司其他板块分别实现收入26.46亿元、44.28亿元和39.97亿元，公司其他业务对公司收入形成了有效的补充。

公司房地产板块主要运营主体为颐城控股，颐城控股注册资本人民币9.00亿元，公司持股比例100%，具有住房和城乡建设部颁发的二级资质，主要业务为房地产开发经营和酒店管理。2013~2015年，颐城控股分别实现营业收入0.86亿元、17.31亿元和15.38亿元，随着在建项目的完工和收入的结转，营业收入规模逐年扩大。2016年1~3月，颐城控股实现收入9.31亿元，截至2016年3月底，公司房地产企业目前尚无待开发土地。

公司玻璃板块运营主体为安彩高科，A股上市公司，主要产销太阳能光伏超白压延玻璃、优质浮法玻璃、TCO玻璃、节能玻璃、液化天然气、压缩天然气等产品。截至2015年底，安彩高科总资产23.56亿元，总负债14.81元，所有者权益8.75亿元；2015年，安彩高科实现营业收入17.68亿元，净利润0.22亿元。受到美国及欧盟先后对中国光伏企业展开反倾销调查及行业整体产能过剩、竞争激烈影响，安彩高科产品价格处于低位，盈利能力较差。

郑州拓洋实业有限公司（以下简称“拓洋实业”）为世界知名的食品添加剂和医药中间体专业生产企业、中国出口原料药150强企业、国家高技术产业化示范工程企业、河南省首发上市后备企业、河南省50家高成长型企业、河南省高新技术企业。拓洋实业的主要产品有D-异抗坏血酸钠（简称异VC钠）、D-异抗坏血酸（简称异VC）、维生素C（简称VC）、d-核糖、结晶果糖、核黄素（简称VB2）。截至2015年底，拓洋实业资产总额3.35亿元，负债总额2.03亿元，所有者权益1.32亿元；2015年，拓洋实业实现营业收入2.82亿元，净利润-0.89亿元。

燃气、旅游、农林等其他各板块经营规模较小，对公司整体效益影响不大。

总体看，公司其他产业主要包括房地产开发、玻璃生产等，对公司营业收入形成有效补充，其中，房地产开发板块收入随结转项目规模变化而波动，玻璃板块盈利能力有待提升。

3. 经营效率

从经营效率指标看，2013~2015年，公司应收账款周转次数分别为13.38次、12.70次和11.74次，呈逐年下降趋势，主要系公司营业收入虽呈上升趋势但增幅不大，而电力板块及安彩高科等子公司应收账款有所增加所致；2013~2015年，公司存货周转次数分别为2.89次、2.87次和2.98次，近三年变化不大；2013~2015年，公司总资产周转次数分别为0.25次、0.25次和0.24次呈上升态势，近三年公司总资产周转次数也比较稳定。

总体看，公司销售和回款情况良好，存货变现能力较强；资产经营管理能力较强，利用效率较高。公司整体经营效率较高且较为稳定。

4. 经营关注

(1) 宏观经济波动和行业周期性风险

公司的主要业务领域如电力、造纸、水泥、金融等受经济周期和宏观经济环境波动影响较大。2015年以来美国经济复苏低于预期，新兴市场国家风险凸显，国内经济增速下降。从我国整体经济形势来看，在“稳中求进”的宏观经济政策基本思路指引下，通过调控房地产市场及化解投融资平台风险，国内经济下行压力较大，增速跌至十年来最低值。未来一段时间内国际及我国宏观经济的发展仍面临较大的不确定性，从而对公司的整体盈利能力产生负面影响，如果公司不能适应宏观经济形势的变化以及政策导向的变化，则公司的经营管理和未来发展将可能受到不利影响。

(2) 电力行业经营风险

受国内产业政策调整、国际宏观经济形势及自然环境的影响，全社会用电量增速较慢，未来可能会出现局部地区电力过剩状况。同时，火电企业的生产成本主要取决于煤炭价格，虽然2013年以来煤炭价格持续下探，但不排除未来价格上扬从而对公司盈利能力产生不利影响的可能。此外，河南省燃煤发电企业标杆上网电价下调，将对公司电力板块收入产生一定影响。

(3) 与金融行业相关的经营风险

公司涉及的金融行业尤其是证券、期货行业竞争激烈且受宏观经济环境以及市场行情影响较大，面临较大的经营风险。由于证券市场的波动，营业收入具有较强不确定性；随着中国金融从分业经营走向混业经营的方向转变，信托业务的竞争将更加激烈，公司下属的中原信托有限公司面临一定的竞争风险；中原证券的下属子公司中原期货有限公司主要依靠代理客户进行期货交易并收取手续费盈利，盈利模式较为单一，业务收入受期货市场行情影响较大。

5. 在建及拟建项目

截至2016年3月底，公司主要在建工程8个，包括濮阳豫能2*660MW项目、中薛线输气管道项目（黄河南岸）、鹤淇灰渣资源综合利用项目、驻马店豫龙同力水泥有限公司年产200万吨废石综合利用项目、金牛山矿区破碎及输送项目、会展路二期项目、梅河治理项目、港区二水厂项目，计划总投资完成投资95.90亿元，已完成投资29.31亿元，尚需投资66.60亿元，随着公司在建工程的推进，公司仍存在较大的融资需求。截至2016年3月底，公司主要在建工程项目情况明细如下。

表23 截至2016年3月底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

序号	涉及控股子公司	项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源	
						自筹	银行借款
1	河南豫能控股股份有限公司	濮阳豫能2*660MW项目	532,130	136,231	2015.10-2017.10	106,426	425,704
2	河南省发展燃气有限公司	中薛线输气管道项目（黄河南岸）	165,163	64,556	2014.03-2016.09	23,000	21,000（另有专项债15,000）
3	鹤壁同力建材有限公司	鹤淇灰渣资源综合利用项目	11,979	2,502	2015.09-2016.12	5,479	6,500
4	驻马店市同力骨料有限公司	驻马店豫龙同力水泥有限公司年产200万吨废石综合利用项目	15,215	8,201	2015.07-2016.07	4,364	10,232
5	驻马店市豫龙同力水泥有限公司	金牛山矿区破碎及输送项目	7,716	2,239	2015.07-2016.07	7,364	--
6	河南投资集团控股有限公司	会展路二期项目	83,600	11,365	2015.10-2017.10	20,900	62,700
7	河南投资集团控股	梅河治理项目	71,000	58,700	2014.12-	14,200	56,800

序号	涉及控股子公司	项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源	
						自筹	银行借款
	发展有限公司				2016.12		
8	郑州航空港水务发展有限公司	港区二水厂项目	72,244	9,300	2015.06-2016.12	21,673	50,571
合计			959,047	293,094	-	203,406	648,507

资料来源：公司提供

注：资金来源中资金总额与计划投资总额存在差异，主要系薛线项目预计总投资额为全线投资额，资金来源中为实际开工的黄河南段部分资金数据所致。

从目前公司投资规划看，公司将加大电力、基础设施、水泥等传统优势产业投资力度，未来投资将集中在濮阳豫能2*60万千瓦燃煤供热机组、郑州西区电力项目、中原油田-开封-薛店输气管道项目、唐河-平顶山-伊川输气管道项目、平原同力灰渣资源综合利用项目等工程上。公司拟建项目2016~2018年预计投资总额约200亿元。拟建项目中，除濮阳豫能2*60万千瓦机组项目、郑州西区电力项目、鹤壁煤炭物流园项目、中原油田-开封-薛店输气管道项目、平原同力灰渣资源综合利用项目正在实施外，其余项目均未正式动工，主要投资为前期工作投入和设备订购预付款。

表24 公司未来三年主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资(2016年3月底)	未来投资计划			资金来源	
			2016年	2017年	2018年	自有资金	银行贷款
濮阳2*60万千瓦燃煤热电机组	532,130	136,231	222,400	306,800	--	106,426	425,704
郑州西区电力项目	620,000	54,911	100,000	250,000	270,000	124,000	496,000
鹤壁煤炭物流园项目	152,612	9,016	145,925	--	--	30,523	122,089
中原油田-开封-薛店输气管道项目	165,163	64,556.1	2,300	--	--	53,802	111,361
唐河-平顶山-伊川输气管道项目	156,972	1,573	26,099.5	50,000	20,000	47,100	109,872
平原同力灰渣资源综合利用项目	33,620	--	13,012.17	--	--	11,767	21,853
阿里云中部创业创新基地一期项目	249,349	414	13,500	30,000	30,000	74,849	174,500
安彩能源股份有限公司豫北支线与中石化榆济线对接项目	29,370	--	--	29,370	--	11,522.16	17,283.24
合计	1,939,216	266,701	523,237	666,170	320,000	459,989	1,478,662

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目主要集中在电力、水泥等传统产业，且未来将逐步加大对基础设施建设的投资力度。公司未来投资规模大，资金来源以银行贷款为主，存在较大的融资需求。

6. 未来发展

公司未来将突出主业，集聚资金，拓展融资空间，支持省重点项目建设。加快发展金融、物流等现代服务业，主动融入以郑州航空港经济综合实验区为战略突破口的中原经济区建设，投资关系全省经济发展的重大基础设施，增强对河南经济发展的基础支撑能力。积极运作各类基金，参与省战略性新兴产业投资。

具体来看，公司未来发展集中在以下几个领域：

(1) 加快金融产业发展。支持中原证券加快A股上市和增发, 增强综合实力, 逐步取得全牌照业务资格, 提高行业地位, 争取五年内综合实力跻身行业前30名。积极推进中原信托增资扩股, 提升资本实力, 加强业务创新, 严控风险。积极支持中原银行增资扩股, 壮大规模, 提高行业竞争力。加快组建财务公司, 发展完善基金、担保、保险、金融租赁、资产管理、第三方支付等金融业务, 延伸金融产业链条, 增强合力。

(2) 调整优化能源产业结构。按照“控制总量、优化资源布局”的原则, 根据国家上大压小、淘汰落后产能的要求, 在限期内逐步关停20万千瓦以下的纯凝气火电机组, 退出一批非优势的参股项目, 集中资金和优质资源投向60~100万千瓦的大容量、高参数、低消耗、低排放的火电机组, 适时发展新能源。

(3) 增强水泥市场掌控能力。以上市公司为依托, 按照“树立品牌、输出管理、扩大规模、集约发展”的原则, 进一步扩大水泥市场占有率, 以同力股份为平台, 并购符合国家产业政策的新型干法水泥生产线; 延伸水泥下游产业链, 增强市场占有率; 积极开展国际合作, 研究探索在境外资源丰富和需求旺盛的地方建设水泥项目。

(4) 加快推进林浆板纸一体化。不断调整优化纸产品结构和原料结构, 努力增强原料自给能力和产品多样性, 提升技术水平, 打造绿色生态产业。统一造纸企业品牌, 加大市场开拓力度, 增加林地资源和林木储备, 努力扩大造纸行业适用林木蓄积量, 真正实现林浆纸一体化。

(5) 发展天然气管网项目。参与“气化河南”战略中的分布式能源、枢纽站、调峰站、新增省级骨干管网等重大项目投资建设。

(6) 加大重大基础设施项目投资力度。采用多种筹资模式, 拓宽融资渠道, 吸引社会资金, 投资参与郑州航空港经济综合实验区、产业集聚区、商务中心区、特色商业区、中心城市组团等城市基础设施建设。积极与国内外现代化物流企业开展合作, 借鉴管理经验、利用客户资源, 加快建设高端物流园区, 参与航空港经济综合实验区规划建设的重大交通物流配套设施投资。

(7) 积极参与战略性新兴产业投资。积极运作各类基金参与投资先导、节能环保等战略性新兴产业, 促进河南省产业结构调整。加快上市公司培育, 提高资产证券化水平, 实现资源、资产、资本、资金的良性循环。

总体看, 公司未来发展战略贴合河南省总体经济建设发展规划, 发展思路清晰, 发展计划可行性较高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年财务报表经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留的审计意见, 公司2016年一季度财务数据未经审计。公司财务报表根据2014年财政部修订和颁布的会计准则编制, 并对2013年财务数据进行了追溯调整。合并范围方面, 2014年新增2家(郑州热电厂、河南中原海云股权投资基金管理有限公司), 减少2家(商丘兆丰纸业有限公司、开封市商业银行股份有限公司), 截至2014年底, 公司纳入合并报表范围的子公司共40家; 2015年新增4家(郑州新力电力有限公司、濮阳豫能发电有限责任公司、河南投资集团汇融基金管理有限公司和河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金(有限合伙)), 减少1家(南阳信泰科技有限公司), 截至2015年底, 公司纳入合并报表范围的子公司共43家。合并范围的变化对公司财务数据的连续性和可比性有一定影响, 整体财务的可比性尚可。

截至2015年底, 公司合并资产总额1,151.39亿元, 负债合计780.89亿元, 所有者权益为370.50

亿元，其中归属母公司所有者权益233.13亿元；2015年，公司实现营业总收入252.42亿元，实现净利润36.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.30亿元；2015年公司经营活动现金流量净额42.37亿元，现金及现金等价物净增加额66.44亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额1,136.46亿元，负债合计752.55亿元，所有者权益为383.91亿元，其中归属母公司所有者权益243.60亿元；2016年1~3月，公司实现营业总收入58.23亿元，实现净利润6.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.61亿元；2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额11.43亿元，现金及现金等价物净增加额-25.68亿元。

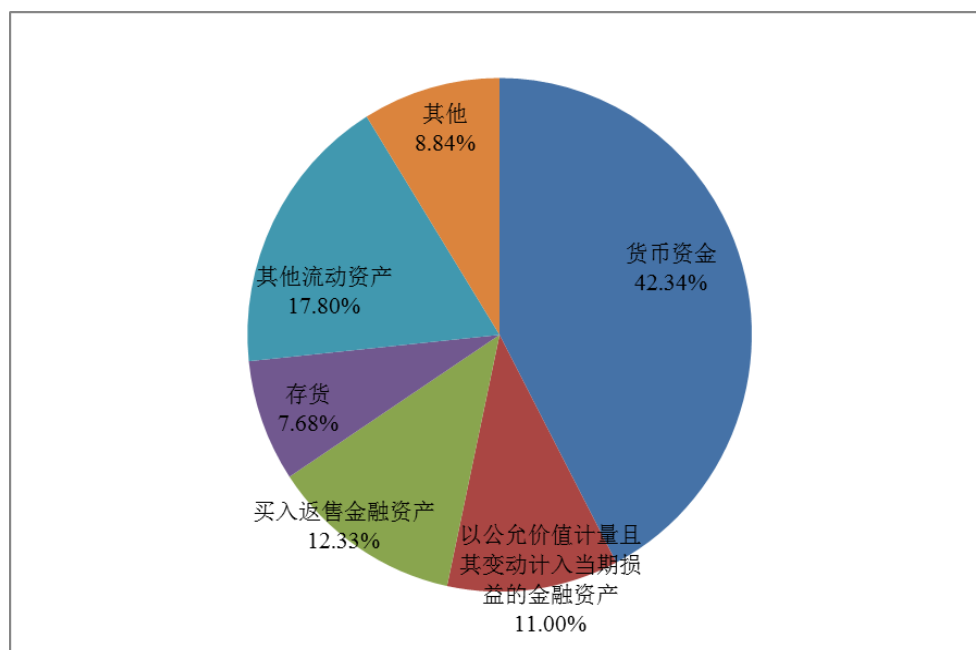
2. 资产质量

2013~2015年底，随着经营规模的扩大，公司资产总额呈逐年增长趋势，年均复合增长10.24%。截至2015年底，公司资产总额1,151.39亿元，较年初增长18.34%，主要系流动资产增长所致，公司资产中流动资产占48.07%，非流动资产占51.93%，公司资产以非流动资产为主。

(1) 流动资产

2013~2015年底，公司流动资产规模快速扩大，年均复合增长23.80%。截至2015年底，公司流动资产553.48亿元，较年初增长22.59%，主要系货币资金和买入返售的金融资产增加所致。公司流动资产以货币资金（占比42.34%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比11.00%）、买入返售金融资产（占比12.33%）、存货（占比7.68%）和其他流动资产（占比17.80%）构成。

图6 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年底，公司的货币资金逐年增长，年均复合增长33.85%。截至2015年底，公司货币资金为234.35亿元，较年初增长41.42%，主要系豫能控股增发及中原证券在香港联交所IPO募集资金增加所致。公司货币资金以银行存款为主（占比96.03%），其中包含中原证券持有的结算备付金大幅增长所致，其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金9.29亿元，受限比例3.96%，受限资金占比较小。

2013~2015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逐年稳步增长，年

均复合增长 19.87%。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 60.90 亿元，较年初增长 32.85%，主要系中原证券结构化主体（资产管理计划）合并范围变动增加所致。其中交易性债券投资 38.39 亿元，占比 63.03%；交易性权益工具投资 7.21 亿元，占比 11.84%；基金等理财产品等其他类资产 15.31 亿元，占比 25.14%。

2013~2015 年底，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 12.40%。截至 2015 年底，公司应收账款 21.45 亿元，较年初增长 13.50%，主要系新力电力应收账款新增 2.56 亿元、豫能控股增加 1.64 亿元共同影响所致。其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 22.40 亿元（1 年期占比 31.11%，3 年以上的占比 52.31%），已计提坏账准备 0.95 亿元。期末单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款 0.28 亿元，主要系子公司或者关联方交易，已全部计提坏账准备。截至 2015 年底，公司应收账款前五名合计 2.27 亿元，占比 10.58%，集中度较小。

2013~2015 年底，公司买入返售金融资产呈逐年快速增长态势，年均复合增长 51.29%。截至 2015 年底，公司买入返售金融资产 68.27 亿元，较年初增长 120.96%，全部由中原证券持有的证券构成。

2013~2015 年底，公司存货规模逐年下降，年均复合下降 12.84%。截至 2015 年底，公司存货账面价值 42.52 亿元，较年初下降 15.83%，主要系库存产成品减少所致。截至 2015 年底，公司存货主要由原材料（占比 25.75%）、自制半成品及在产品（占比 54.72%）和库存商品（占比 17.10%）构成。截至 2015 年底，公司存货计提跌价准备 1.51 亿元，计提比例为 3.42%，存货跌价准备计提比例偏低，公司存货存在一定减值风险。

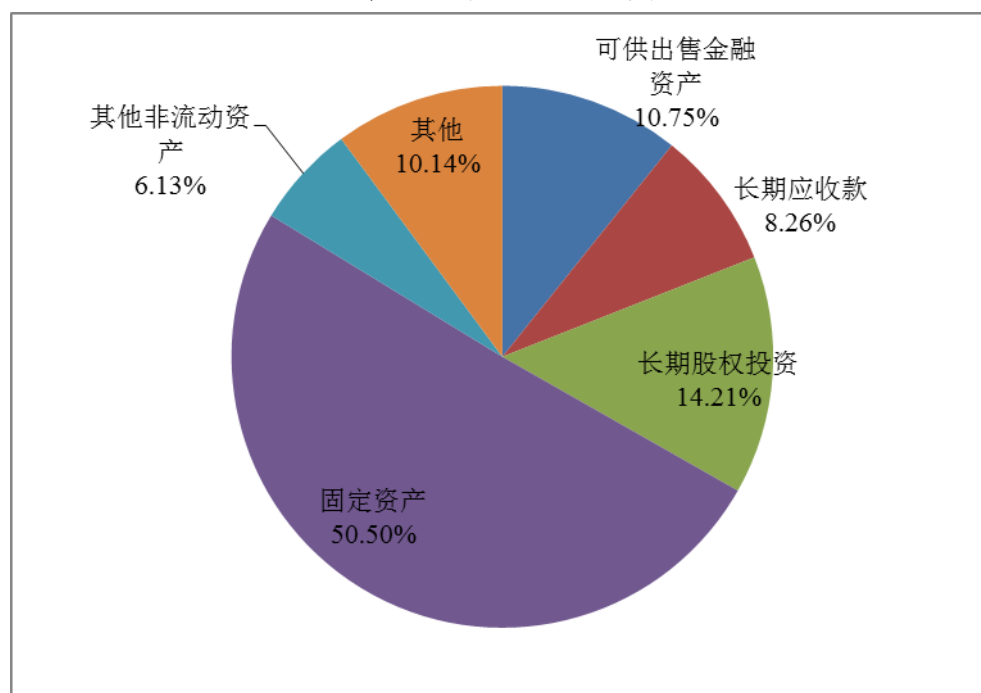
2013~2015 年底，公司一年内到期的非流动资产规模波动下降，年均复合下降 66.05%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动资产 1.74 亿元，较年初下降 94.33%，主要系公司一年内到期的长期委托贷款到期所致。

公司其他流动资产主要指融资融券业务融出资金、预缴及待抵扣税费、应收担保代偿款以及存出保证金等。2013~2015 年底，公司其他流动资产逐年逐年增长，年均复合增长 61.08%。截至 2015 年底，公司其他流动资产 98.50 亿元，较年初增长 12.18%，主要系中原证券融资融券业务融出资金增加所致。公司其他流动资产主要由存出保证金（占比 4.55%）、融资融券业务融出资金（占比 83.03%）和预缴及待抵扣税费（占比 7.29%）构成。

（2）非流动资产

2013~2015 年底，公司非流动资产规模呈波动微涨，年均复合增长 0.99%。截至 2015 年底，公司非流动资产 597.91 亿元，较年初增长 14.66%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和固定资产增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 10.75%）、长期股权投资（占比 14.21%）、固定资产（占比 50.50%）、长期应付款（占比 8.26%）和其他非流动资产（占比 6.13%）构成。

图 7 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 51.74%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 64.30 亿元，较年初增长 84.67%，主要系中原信托持有的信托项目投资和中原证券持有的资产管理计划投资增加所致。截至 2015 年底，公司可供出售的金融资产账面余额 76.47 亿元，减值准备 12.17 亿元，账面价值 64.30 亿元，其中可供出售权益工具占比 23.75%，按成本计量占比 22.92%，其他类可供出售金融资产主要系中原信托持有的信托项目投资和中原证券持有的资产管理计划投资占比 76.19%。

2013~2015 年底，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 11.43%。截至 2015 年底，公司长期应收款 49.41 亿元，较年初增长 59.46%，主要系贷款及长期委托贷款增加所致。截至 2015 年底，公司长期委托贷款账面余额 45.79 亿元，正常类占比 98.13%，损失类占比 1.87%；公司长期应收款中 BT 项目账面余额 5.15 亿元，未计提坏账准备。

2013~2015 年底，公司的长期股权投资逐年增长，年均复合增长 42.03%。截至 2015 年底，公司长期股权投资 84.96 亿元，较年初增长 5.63%，主要系对中原银行以及郑州银行等联营企业投资增加所致。其中，对合营企业投资 2.20 亿元（占比 2.59%），对联营企业投资 82.77 亿元（占比 97.41%）。

2013~2015 年底，公司的固定资产账面价值波动增长，年均复合增长 9.57%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 301.96 亿元，较年初增长 27.58%，主要系在建工程转固所致，其中 2015 年公司将郑新电力纳入合并报表范围而将南阳信泰调出合并范围。截至 2015 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 26.27%）和机器设备（占比 54.65%）构成。公司固定资产成新率 59.90%，成新率一般。

2013~2015 年底，公司在建工程波动下降，年均复合下降 9.17%。截至 2015 年底，公司在建工程 13.57 亿元，较年初下降 71.63%，主要系豫能控股的新乡中益 2*600MW 机组工程已完工项目转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司在建工程计提减值准备 0.09 亿元。

2013~2015 年底，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 36.99%。截至 2015 年底，公

司其他非流动资产 36.65 亿元，较年初下降 10.03%，主要系融资融券业务融出资金增加所致。公司其他流动资产主要由预付新乡安玻化工有限公司资产购买款（占比 4.95%）、预付工程项目款项（占比 16.36%）、股权分置流通权（占比 4.51%）和待处置资产包（占比 65.97%）构成，其中待处置资产包为公司购买的河南省部分城商行不良资产包。

表 25 截至 2015 年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	28,000.82	投标及履约保证
应收票据	8,979.11	质押
存货	3,053.54	质押
固定资产	251,967.06	抵押
无形资产	7,339.57	质押
合计	299,340.10	——

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1.136.46 亿元，较年初下降 1.30%，主要系流动资产减少所致。公司流动资产 535.93 亿元，较年初下降 3.17%，主要系货币资金及买入返售金融资产减少所致；公司非流动资产 600.52 亿元，较年增长 0.44%，主要系固定资产减少所致。截至 2015 年底，公司资产中非流动资产占比 52.84%，较年初增加 0.91 个百分点，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模大，非流动资产占比略高于流动资产，资产构成以非流动资产为主。公司非流动资产中固定资产和长期股权投资占比较大，流动资产以货币资金和其他流动资产为主，公司整体资产质量较好。

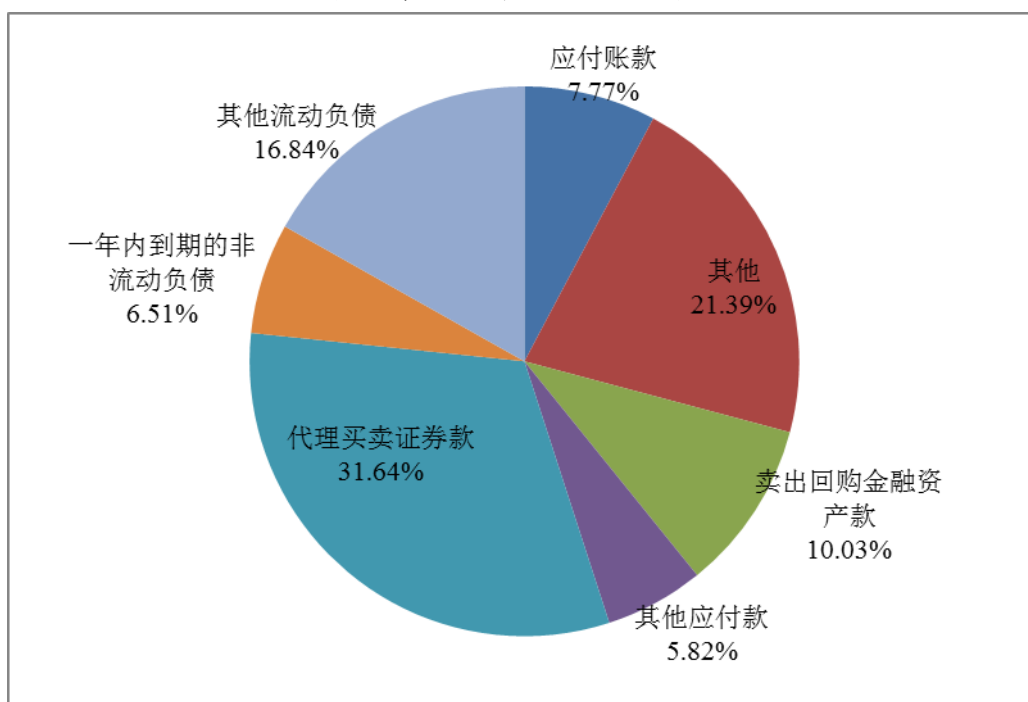
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2013~2015 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 4.89%，负债增速低于资产增速。截至 2015 年底，公司负债合计 780.89 亿元，较年初增长 15.15%，主要系流动负债增加所致。公司负债中流动负债占比 60.17%，非流动负债占比 39.83%，负债构成以流动负债为主。

2013~2015 年底，公司流动负债波动下降，年均复合下降 2.84%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 469.86 亿元，较年初增长 14.54%，主要系代理买卖证券款、一年内到期的非流动负责以及应付票据增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债主要由应付账款（占比 7.77%）、卖出回购金融资产款（占比 10.03%）、其他应付款（占比 5.82%）、代理买卖证券款（占比 31.64%）、一年内到期的非流动负债（占比 6.51%）及其他流动负债（占比 16.84%）为主。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 29.91%。截至 2015 年底，公司短期借款为 22.38 亿元，较年初下降 33.32%，主要系信用借款减少所致；短期借款中信用借款占比 49.62%，抵押借款占比 10.55%，保证借款占比 37.36%，质押借款占比 2.48%。

2013~2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债逐年增长，年均复合增长 27.17%。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负债 11.44 亿元。

2013~2015 年底，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 45.48%。截至 2015 年底，公司应付票据 23.35 亿元，较年初增长 74.11%，主要系银行承兑汇票增长所致。公司应付票据中银行承兑汇票占比 79.02%，商业承兑汇票占比 20.98%。

2012~2014 年底，公司应付账款波动上升，年均复合增长 8.03%。截至 2015 年底，公司应付账款 36.50 亿元，较年初下降 1.62%，主要系偿还部分工程款所致。其中公司应付账款中一年期以内的占比 80.64%。

2013~2015 年底，公司预收款项逐年下降，年均下降 31.95%。截至 2015 年底，公司预收款项 16.49 亿元，较年初下降 37.89%，主要系预收房款下降所致。公司预收款项中 1 年以内（含 1 年）占比 40.24%，1 年以上的占比 59.76%。

2013~2015 年底，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 42.98%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 27.34%，较年初增长 75.00%，主要系押金及保证金和信托保障基金借款增加所致。

2013~2015 年底，公司卖出回购金融资产款波动增长，年均复合增长 6.15%。截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款 47.13 亿元，较年初下降 15.65%，均为中原证券所有，包括证券 42.13 亿元和融出资金债权收益权 5.00 亿元。

2013~2015 年底，公司代理买卖证券款逐年增长，年均复合增长 72.54%。截至 2015 年底，公司代理买卖证券款 148.67 亿元，均为中原证券持有，较年初增长 53.91%，主要系 2015 年证券市场行情较好，买卖证券的个人客户大幅增长所致，2015 年代理买卖证券款主要为代理个人客户

买卖证券款项（占比 96.41%）。

2013~2015 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 4.06%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 30.61 亿元，较年初增长 36.17%，主要系应付债券“06 豫投债”和长期应付款到期转至一年内到期的非流动负债的所致。

2013~2015 年底，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 73.53%。截至 2015 年底，公司其他流动负债 79.13 亿元，较年初增长 33.95%，主要系短期/超短期融资券增长所致，其中短期/超短期融资券占比 98.66%。

2013~2015 年底，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 21.09%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 311.03 亿元，较年初增长 16.09%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 56.37%）和应付债券（占比 36.67%）构成。

2013~2015 年底，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 7.69%。截至 2015 年底，公司长期借款为 175.33 亿元，较年初增长 6.76%，主要系质押借款增加所致。截至 2015 年底，公司主要长期借款情况如下表所示，其中 2029 年到期借款规模较大，存在一定集中偿付压力。

表 26 公司主要长期借款期限结构（单位：亿元）

序号	借款单位	借款余额	期限
1	河南省许平南高速公路有限责任公司	17.84	2010.9-2035.9
2	河南省许平南高速公路有限责任公司	6.60	2014.7-2019.7
3	鹤壁鹤淇发电有限责任公司	34.00	2014.9-2029.9
4	新乡中益发电有限公司	1.37	2014.5-2029.5
5	新乡中益发电有限公司	2.55	2014.5-2031.5
6	新乡中益发电有限公司	9.43	2014.5-2034.5
7	新乡中益发电有限公司	0.95	2014.5-2029.5
8	新乡中益发电有限公司	5.50	2014.5-2034.5
合计		78.23	--

资料来源：公司提供

2012~2015 年底，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 48.23%。截至 2015 年底，公司应付债券 114.04 亿元，较年初增长 32.79%，主要系公司新发行“15 中原 01”和“15 中原 02”公司债所致。截至 2015 年底，公司应付债券情况如下表所示。公司于 2019 年需集中偿付债券共计 33.97 亿元，存在一定集中偿付压力。

表 27 截至 2015 年底公司主要应付债券情况表（单位：亿元）

债券简称	发行金额	发行日期	期限
07 豫投债 1	5.00	2007/5/17	15 年
07 豫投债 2	15.00	2007/5/17	20 年
09 豫投债	15.00	2009/4/15	5 年
12 豫投资 MTN1	15.00	2012/4/17	5 年
13 豫投资 MTN001	7.00	2013/7/16	5 年
14 豫投资 MTN001	7.00	2014/8/25	5 年
13 中原债	15.00	2014/4/23	5 年
15 中原 01	14.00	2015/1/12	2 年
15 中原 02	20.00	2015/5/21	3 年
中原证券融易 11 号	4.00	2015/5/21	720 天
合计	117.00	--	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年底，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 40.93%。截至 2015 年底，公司长期应付款 12.71 亿元，较年初下降 8.47%，主要系应付售后回租融资款有所下降所致。截至 2015 年底，公司长期应付款主要由应付售后回租融资款（占比 96.34%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 752.55 亿元，较年初下降 3.63%，主要系流动负债减少所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债 411.41 亿元，较年初下降 12.44%，主要系应付账款下降所致；公司非流动负债 341.14 亿元，较年初增长 9.68%，主要系应付债券增长所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债占负债总额的 54.67%，较年初小幅下降 5.50 个百分点，负债构成仍以流动负债为主。

2013~2015 年底，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 19.48%。截至 2015 年底，公司全部债务 472.26 亿元，较年初增长 18.87%，主要系公司发行债券以及借款增加所致。公司全部债务中短期债务 165.85 亿元（占比 35.12%），长期债务 306.41 亿元（占 64.88%），公司债务以长期债务为主。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 67.82%、56.04%和 45.27%，公司债务负担尚可，且以长期债务为主。

公司永续债是税后计息，将其调整至长期债务后公司债务负担有所增加，截至 2015 年底，公司全部债务 482.19 亿元，较年初增长 21.37%，主要系公司发行债券以及借款增加所致。公司全部债务中短期债务 165.85 亿元（占比 34.40%），长期债务 316.34 亿元（占 65.60%），公司债务以长期债务为主。将永续债调整至长期债务后，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 68.68%、57.22%和 46.73%，公司债务负担尚可，且以长期债务为主。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务（未调整永续债）规模 420.26 亿元，较年初下降 11.01%，其中短期债务 84.54 亿元，占比 20.12%；长期债务 335.72 亿元，占比 79.88%。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 66.62%、52.26%和 46.65%，公司债务负担较年初有所下降，短期债务大幅下降，长短期债务占比变化较大。

总体看，近年来公司负债总额波动增长，增速低于资产总额增速，有息债务逐年增长，公司债务负担较重，且存在一定的集中偿付压力。

（2）所有者权益

2013~2015 年底，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 24.89%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 370.50 亿元（含少数股东权益 137.37 亿元，占比 37.08%），较年初增长 25.68%，主要系未分配利润和资本公积增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 233.13 亿元，其中实收资本、资本公积、其他权益工具（永续债）和未分配利润占比分别为 51.47%、24.26%、4.26%和 16.61%，较年初有一定变化。所有者权益稳定性一般。

2013~2015 年底，公司资本公积逐年增长，年均复合增长 27.08%。截至 2015 年底，公司资本公积为 56.57 亿元，较年初增长 27.04%，主要系其他资本公积（资本溢价、财政注资、不良资产核销后收到本金等）大幅增长所致，其中 2015 年新增河南省财政厅拨付调结构方式专项资金 7.2 亿元，PPP 省预算内基建资金 1.8 亿元，省财政拨付 2014 年河南省股权投资引导基金扶持计划资金 1 亿元，省财政拨付省级国有资本经营预算资金 0.5 亿元。

2013~2015 年底，公司其他权益工具分别为 0 元、0 元和 9.93 亿元，其中 2015 年新增的其他权益工具主要系发行永续债 9.93 亿元所致。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 383.91 亿元，较年初增长 3.62%，主要系其他权益工具增长所致。归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润等较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益增长较快，少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 6.29%，营业总收入分别为 223.41 亿元、241.83 亿元和 252.42 亿元，2015 年较上年增长 4.38%，主要系手续费及佣金收入大幅增长所致；近三年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 0.59%，分别为 188.78 亿元、204.29 亿元和 191.03 亿元，2015 年较上年下降 6.49%，主要系受水泥行业环境影响，公司水泥板块收入下降所致；同期，公司利息收入波动下降，分别为 16.63 亿元、13.66 亿元和 15.57 亿元，2015 年较上年增长 13.99%，主要系中原证券、中原信托、开封商行等公司债券投资和存放同业取得的利息收入增长所致；同期，公司取得的手续费和佣金收入逐年增加，分别为 18.00 亿元、23.88 亿元和 45.82 亿元，2015 年较上年增长 91.85%，主要系中原证券的证券经纪业务取得的手续费和佣金收入大幅增长所致。2013~2015 年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 3.08%，分别为 151.66 亿元、156.20 亿元和 142.47 亿元，2015 年较上年下降 8.79%，主要系水泥板块营业成本下降所致。2013~2015 年，公司实现利润总额逐年增长，年均复合增长 35.81%，分别为 27.51 亿元、39.16 亿元和 50.74 亿元，主要系金融行情较好，营业收入大幅增长所致；受此影响，公司近三年分别实现净利润逐年增长，年均复合增长 31.99%，分别为 20.99 亿元、31.47 亿元和 36.58 亿元。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司的费用总额逐年增长，年均复合增长 10.57%。2015 年，公司期间费用总额为 49.92 亿元，较上年增长 17.75%，主要系销售费用增长所致。从费用构成来看，销售费用占比较高为 49.57%、管理费用占比 30.73%，财务费用占比 19.70%。2015 年，销售费用为 24.75 亿元，较上年增长 33.87%，主要系证券行情较好进而中原证券的销售费用新增 7.6 亿元所致；管理费用为 15.34 亿元，较上年增长 7.37%，主要系员工薪资费用增加；财务费用为 9.83 亿元，较上年增长 2.19%，主要系公司借款增加利息支出增加所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 18.28%、17.53%和 19.78%，波动增长，费用对公司的利润有一定的侵蚀作用。

2013~2015 年，公司资产减值损失逐年增长，年均复合增长 34.38%，近三年公司资产减值损失分别为 7.88 亿元、13.49 亿元和 14.22 亿元，2014 年较上年增长 71.28%，主要系可供出售金融资产和固定资产减值损失大幅增长所致，2015 年较上年增长 5.42%，主要系可供出售金融资产跌价增加所致。

非经常性损益方面，公司为投资控股型企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益。2013~2015 年，公司公允价值波动较大，分别为-0.39 亿元、1.12 亿元和 0.56 亿元，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动所致。2013~2015 年，公司取得的投资收益逐年增长，年均复合增长 51.99%，近三年公司投资收益分别为 10.11 亿元、17.62 亿元和 23.35 亿元，2015 年较上年增长 32.57%，主要系按权益法核算的长期股权投资收益和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增长共同影响所致。近三年，公司取得的投资收益规模较大，分别为当年实现的营业利润总额的 49.50%、51.43%和 49.34%，公司营业利润对投资收益的依赖性较大。

公司营业外收入主要有非流动资产处置利得、政府补助和债务重组利得等，2013~2015 年，公司营业外收入逐年下降，年均复合下降 28.44%；近三年，公司营业外收入分别为 9.58 亿元、5.24 亿元和 4.90 亿元，2015 年较上年下降 6.42%，主要系政府补助有所减少所致。近三年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为 34.81%、13.38%和 9.66%，对公司利润总额贡献逐年下降，但仍处于较高水平。

从各项盈利指标来看，由于公司经营良好，2013~2015 年，公司营业利润率逐年增长，分别为 30.18%、32.66%和 40.30%，2015 年较上年增加 7.65 个百分点，主要系营业收入增加而营业成

本下降所致。2013~2015 年，公司总资本收益率波动增长，分别为 5.52%、6.60%和 6.16%，2015 年较上年有所下降主要系公司所有者权益和全部债务大幅增加所致；同期总资产报酬率逐年增长，分别为 4.18%、5.13%和 5.79%，2015 年较上年有所增加，主要系利润总额大幅增长所致；净资产收益率波动增长，分别为 9.31%、11.82%和 11.00%，2015 年较上年有所下降，主要系所有者权益增加所致。

2016 年 1~3 月公司实现营业收入 58.23 亿元，占 2015 年全年的 23.07%；实现净利润 6.41 亿元，占 2015 年全年净利润的 17.54%。

总体看，受金融环境比较景气的影响，近年公司营业收入逐年增加，尤其是佣金手续费等增幅明显；公司净利润对投资收益依赖性较大；公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 2.74%。近三年，公司经营活动现金流入分别为 309.84 亿元、372.28 亿元和 293.09 亿元，2015 年较上年下降 21.27%，主要系水泥等行业不景气，以及电价下调，公司销售收入大幅下降所致。2013~2015 年，公司经营活动现金流出逐年下降，年均复合下降 9.40%；近三年，公司经营活动现金流出分别为 305.47 亿元、300.50 亿元和 250.71 亿元，2015 年较上年下降 16.57%，主要系中原证券、中原信托等子公司的经营现金流变化所致。2013~2015 年，公司经营活动净现金流呈波动增长，分别为 4.37 亿元、71.78 亿元和 42.37 亿元。从现金收入质量看，2013~2015 年，公司现金收入比波动下降，分别为 111.24%、133.07%和 90.98%，2015 年较上年减少 42.10 个百分点，主要系受水泥等行业不景气当年销售下降及房地产板块预收减少所致，公司现金收入质量尚可。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.42 亿元；近三年，公司投资活动现金流入分别为 90.46 亿元、259.45 亿元和 126.85 亿元，2015 年较上年下降 51.11%，主要系中原证券等金融板块收回投资收到的现金下降所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 26.67%，近三年，公司投资活动现金流出分别为 110.76 亿元、341.46 亿元和 177.73 亿元，2015 年较上年下降 47.95%，主要系投资活动现金流出减少所致。2013~2015 年，公司投资活动现金均呈净流出状态，净流出金额呈波动增长趋势，分别为 20.31 亿元、82.01 亿元和 50.88 亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 63.25%。近三年，公司筹资活动活动现金流入分别为 135.72 亿元、294.30 亿元和 361.70 亿元，2015 年较上年增长 22.90%，主要系发行“15 中原 01”和“15 中原 02”公司债所致。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 47.41%。近三年，公司筹资活动现金流出分别为 132.11 亿元、215.56 亿元和 287.09 亿元，2015 年较上年增长 33.19%，主要系偿还债务所致。2013~2015 年，公司筹资活动现金净现金流呈波动增长，分别为 3.61 亿元、78.75 亿元和 74.61 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生现金流入 141.72 亿元，经营活动现金流量净流入 11.43 亿元，现金收入比为 226.31%，较 2015 年大幅增长，主要系 2016 年一季度收回应收款项及房地产板块预收款项较多所致；公司投资活动现金流量净额-2.82 亿元；公司筹资活动现金流量净流出 34.29 亿元；现金及现金等价物净增加额-25.68 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，公司现金流持续保持净流入状态，现金收入质量尚可；公司对外投资规模较大，未来拟建项目较多，存在一定外部融资需求；公司筹资主要依靠银行借款及发行债券，整体筹资规模持续增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看, 2013~2015 年底, 公司流动比率逐年增长, 分别为 0.73 倍、1.10 倍和 1.18 倍, 2015 年底较年初有所增加, 主要系公司货币资金增加使得流动资产增长所致; 速动比率逐年增长, 分别为 0.61 倍、0.98 倍和 1.09 倍, 2015 年底较年初有所增加, 主要系公司货币资金增加, 同时存货减少, 公司速动资产增长所致。公司近三年经营现金流动负债比波动增长, 分别为 0.88%、17.50%和 9.02%, 2015 年较上年有所下降主要系经营活动现金流量净额大幅下降所致。2013~2015 年, 公司现金短期债务比逐年增加, 分别为 1.51 倍、1.62 倍和 1.82 倍, 2015 年较上年增长, 主要系货币资金大幅增长所致。整体看, 公司经营活动现金流入及现金类资产规模较大, 对公司流动负债覆盖程度较高, 公司短期偿债指标表现较好, 短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看, 2013~2015 年底, 公司资产负债率逐年下降, 分别为 74.93%、69.70%和 67.82%, 2015 年底较年初有所下降主要系货币资金和买入返售的金融资产大幅增长所致; 同期公司的全部债务资本化比率逐年下降, 分别为 58.20%、57.41%和 56.04%, 2015 年底较年初有所下降, 主要系资本公积增加, 所有者权益增长所致; 长期债务资本化率波动下降, 分别为 46.79%、47.20%和 45.27%, 2015 年底较年初下降主要系所有者权益增长所致。2013~2015 年底, 公司分别实现 EBITDA 逐年增长, 分别为 56.28 亿元、68.92 亿元和 84.79 亿元, 2015 年底较年初增长 23.03%, 主要系利润总额增长所致。2015 年, 公司的 EBITDA 主要由利润总额 (占 59.84%)、计入财务费用的利息支出 (占 12.63%) 和折旧 (占 24.66%) 构成。2015 年, 公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 6.96 倍和 0.18 倍, 公司 EBITDA 对利息和全部债务覆盖程度均较好。公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底, 公司累计担保余额 56.01 亿元, 占所有者权益合计数的比重为 14.59%, 公司担保比率较低。

截至 2016 年 3 月末, 公司受限资产融资总额为 121.52 亿元, 其中抵押贷款和质押贷款融资 101.52 亿元、发行债券 20.00 亿元, 受限资产占公司当期所有者权益的 31.65%, 公司受限资产比例较高。

截至 2016 年 3 月底, 公司涉及诉讼案件 9 宗, 均为公司依法起诉的欠款企业, 诉讼标的合计 26,330.85 万元, 已全部判决公司胜诉。

截至 2016 年 3 月末, 公司获得的主要贷款银行的授信额度总计为 783.51 亿元, 已使用授信 247.55 亿元, 尚未使用授信额度总计为 535.96 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(G1041010500017410Y), 截至 2016 年 6 月 13 日, 公司 (集团本部) 无不良信贷信息, 过往债务履约情况良好。

总体看, 公司作为河南省重要的省属大型国有综合性投资公司, 政府支持力度大, 总资产规模大, 金融、电力等板块盈利能力强, 公司经营活动现金流入和现金类资产对债务保障程度较高, 公司整体偿债能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至 2016 年 3 月底, 公司全部债务为 420.26 亿元, 本次拟发行公司债额度为 15.00 亿元, 相对于公司全部债务规模而言, 总发债额度一般。

以 2016 年 3 月底财务数据为基础, 本次债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 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 47.74%、53.13%和 66.66%，分别较发行前增加 1.09 个百分点、0.87 个百分点和 0.44 个百分点，公司的负债水平、债务负担有一定增加，但仍处于可控水平。考虑本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还公司债务、调整债务结构，本次债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2015 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 5.65 倍、19.54 倍和 2.82 倍。总体看，EBITDA、经营现金流入量和经营活动现金净流量均对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司业务规模、政策支持等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

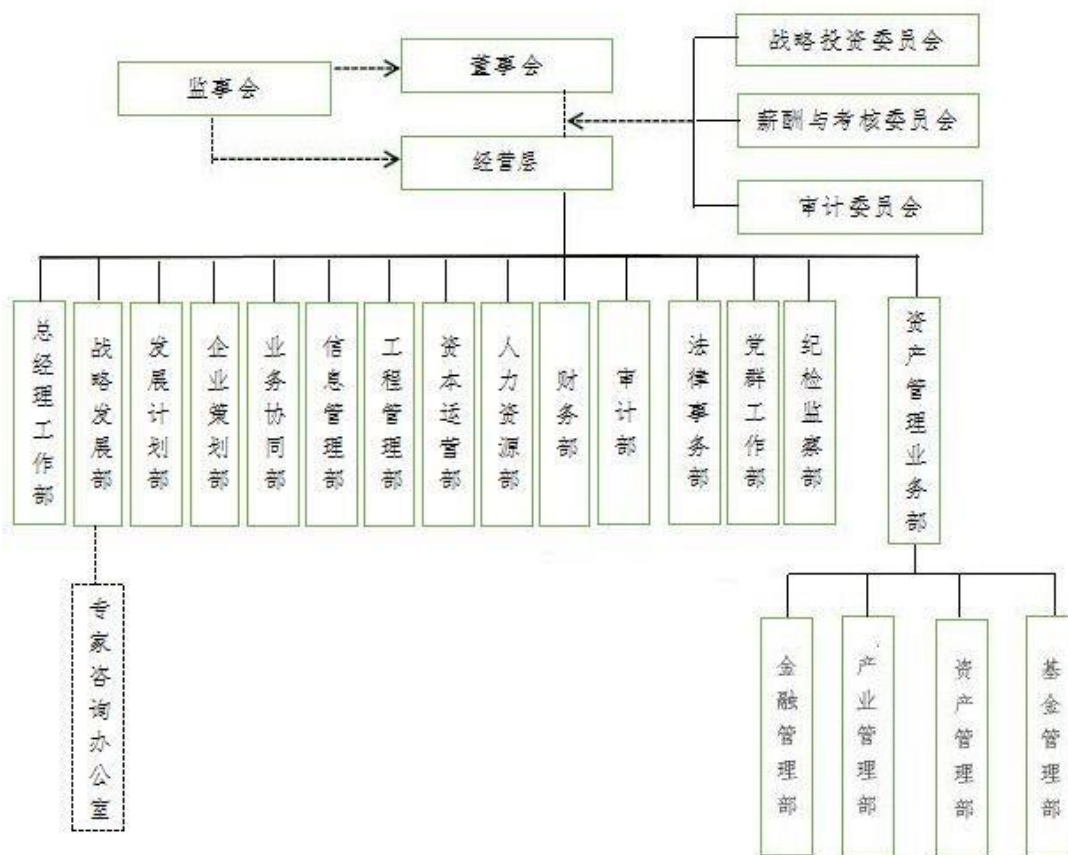
九、综合评价

公司作为河南省省属大型国有综合性投资公司之一，政府支持力度大，多板块经营平抑了单一行业波动风险，金融板块、电力板块盈利能力强，具有很强的投资实力和市场影响力。同时，联合评级也关注到公司电力板块发电量下降，水泥行业产能过剩导致的价格下滑挤压水泥板块利润空间，造纸行业下行导致造纸板块盈利能力不强，以及未来资本性支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司投资的各业务板块成长性良好，具备可持续发展能力。公司目前逐步由实业投资为主向产融结合转变，有助于公司业务的协调发展，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状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 河南投资集团有限公司组织结构图



附件 2 截至 2015 年底河南投资集团有限公司 纳入合并范围内子公司情况

企业名称	注册地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
河南省许平南高速公路有限责任公司	郑州市	组织实施高速公路的开发、经营	135,717.53	100.00
鹤壁同力发电有限责任公司	鹤壁市	电力生产、节能项目开发	105,768.00	97.15
鹤壁丰鹤发电有限责任公司	鹤壁市	发电项目工程的建设、经营等	76,000.00	50.00
河南豫能控股股份有限公司	郑州市	投资管理以电力生产为主的能源项目	85,527.60	60.52
鹤壁万和发电有限责任公司	鹤壁市	电力生产经营、电力项目开发等	19,537.58	100.00
濮阳龙丰热电有限公司	濮阳市	供电、供热等	6,050.00	100.00
河南投资集团燃料有限责任公司	郑州市	技术、咨询服务、机械电子设备、采制化设备的销售	5,000.00	100.00
郑州热电厂	郑州市	批发、零售：粉煤灰及制品等；电机变压器修理；	3,144.00	100.00
驻马店市白云纸业有限公司	驻马店市	纸品、纸浆生产销售及进出口	12,000.00	55.00
大河纸业集团有限公司	郑州市	纸品、纸浆、中高密度板的销售	54,882.70	100.00
中原信托有限公司	郑州市	信托业务	250,000.00	48.42
中原证券股份有限公司	郑州市	证券经纪；证券投资咨询；证券承销与保荐；证券自营等	322,373.47	27.017
河南创业投资股份有限公司	郑州市	投资；投资咨询，中介服务。	10,500.00	68.26
北京新安财富创业投资有限责任公司	北京市	创业投资业务；创业投资咨询业务等	20,000.00	98.00
河南投资集团担保有限公司	郑州市	担保业务	100,000.00	100.00
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	郑州市	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务。	4,000.00	49.00
河南同力水泥股份有限公司	郑州市	水泥熟料、水泥及制品的销售	47,479.93	58.83
河南省豫南水泥有限公司	驻马店市	水泥生产销售	25,643.08	60.15
河南颐城控股有限公司	郑州市	房地产开发经营	90,000.00	100.00
河南投资集团天地酒店管理有限公司	郑州市	酒店管理	2,000.00	100.00
郑州拓洋实业有限公司	郑州市	食品添加剂、维生素 C 的生产	3,750.00	60.00
河南安彩高科股份有限公司	安阳市	光伏玻璃的生产和销售、天然气输送管网建设的管理	69,000.00	59.11
河南省立安实业有限责任公司	郑州市	普通机械、电器设备、建筑材料等的销售	2,110.00	100.00
河南省科技投资总公司	郑州市	科技、实业投资，投资咨询	5,400.00	100.00
河南省林业厅物资站	郑州市	林木测评及信息咨询；活立木中介服务；林权证托管；林木托管	125.00	100.00
河南新能硅业科技有限责任公司	三门峡市	涂料用产品研发、销售	6,000.00	100.00
河南投资集团电子科技有限公司	郑州市	机电设备进出口及租赁、厂房的投资建设及租赁	5,000.00	100.00
林州市太行大峡谷旅游开发有限公司	林州市	旅游景点开发、管理	5,116.71	100.00
国有扶沟林场	周口市	森林培育与经营	16.29	100.00
河南省国有西华林场	西华县	林木种苗生产供应	48.54	100.00
河南省国有固始林场	固始县	林木种苗生产供应	148.25	100.00
河南内黄林场	安阳市	林木种苗生产供应	2,746.56	100.00
濮阳市农工商总公司	安阳市	粮食、蔬菜、瓜果、林木的种植与销售	1,316.00	100.00
河南投资集团资产管理有限公司	郑州市	委托资产管理、土地收购、土地资产管理与处置	1,316.00	100.00
河南绿原林产品有限公司	郑州市	农林产品种植、批发、零售；房地产租赁经营	1,001.00	100.00
中富支付服务有限公司	郑州市	非金融机构支付服务；有关后勤服务。	20,000.00	100.00
河南省发展燃气有限公司	郑州市	天然气的投资建设管理；城市燃气投资建设。	23,000.00	100.00
河南投资集团丹阳岛开发有限公司	南阳市	房地产开发；企业形象策划；会议会展服务。	2,000.00	100.00

企业名称	注册地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
濮阳豫能发电有限责任公司	濮阳市	承担 2*600MW 级发电机组项目建设	49,050.00	100.00
河南安彩太阳能玻璃有限责任公司	安阳市	太阳能玻璃、节能玻璃的研发、制造与销售，太阳能光伏产品的研发、生产和销售	24,000.00	100.00
河南投资集团汇融基金管理有限公司	郑州市	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务	20,000.00	50.00
河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）	郑州市	从事非证券类股权投资活动及相关咨询服务	20,000.00	99.95
郑州新力电力有限公司	郑州市	电力、热力及相关产品的生产与销售	73,379.00	100.00

附件 3 河南投资集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	947.37	972.94	1,151.39	1,136.46
所有者权益（亿元）	237.55	294.79	370.50	383.91
短期债务（亿元）	121.92	133.78	165.85	84.54
长期债务（亿元）	208.88	263.52	306.41	335.72
全部债务（亿元）	330.80	397.30	472.26	420.26
营业收入（亿元）	223.41	241.83	252.42	58.23
净利润（亿元）	20.99	31.47	36.58	6.41
EBITDA（亿元）	56.28	68.92	84.79	--
经营性净现金流（亿元）	4.37	71.78	42.37	11.43
应收账款周转次数（次）	13.38	12.70	11.74	2.88
存货周转次数（次）	2.89	2.87	2.98	1.02
总资产周转次数（次）	0.25	0.25	0.24	0.05
现金收入比率（%）	111.24	133.07	90.98	226.31
总资本收益率（%）	5.52	6.60	6.16	0.78
总资产报酬率（%）	4.18	5.13	5.79	0.80
净资产收益率（%）	9.31	11.82	11.00	1.70
营业利润率（%）	30.18	32.66	40.30	26.18
费用收入比（%）	18.28	17.53	19.78	17.04
资产负债率（%）	74.93	69.70	67.82	66.22
全部债务资本化比率（%）	58.20	57.41	56.04	52.26
长期债务资本化比率（%）	46.79	47.20	45.27	46.65
EBITDA 利息倍数（倍）	5.39	6.10	6.96	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.17	0.18	--
流动比率（倍）	0.73	1.10	1.18	1.30
速动比率（倍）	0.61	0.98	1.09	1.21
现金短期债务比（倍）	1.51	1.62	1.82	3.95
经营现金流动负债比率（%）	0.88	17.50	9.02	2.78
EBITDA/本次发债额度（倍）	3.75	4.59	5.65	--

注：2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 4 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 5 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 河南投资集团有限公司 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，在每年河南投资集团有限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。

河南投资集团有限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。河南投资集团有限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河南投资集团有限公司的相关状况，如发现河南投资集团有限公司或本次（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债券的信用等级。

如河南投资集团有限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，直至河南投资集团有限公司提供相关资料。

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河南投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年七月二十二日