

信用评级报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

信用等级通知书

联合信评字[2007] 144 号

河南省建设投资总公司：

受贵公司委托，联合资信评估有限公司从基础素质、经营管理、财务状况等方面对贵公司拟发行的 2007 年 20 亿元公司债券进行了分析和评估，经本公司资信评估委员会审定，本期企业债券的信用等级为 AAA。

特此通告。

联合资信评估有限公司

资信评估委员会

信评委主任（签字）：

二零零七年四月六日

信用等级公告

联合[2007] 144 号

联合资信评估有限公司通过对河南省建设投资总公司 2007 年 20 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

河南省建设投资总公司
2007 年 20 亿元企业债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年四月六日



河南省建设投资总公司

2007年20亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA

本期企业债券信用等级: AAA

评级时间:

2007年4月6日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(亿元)	199.02	218.69	257.76
所有者权益(亿元)	112.19	113.94	120.45
主营业务收入(亿元)	19.39	28.57	55.97
利润总额(亿元)	0.73	1.59	4.21
资产负债比率(%)	35.45	38.46	44.28
全部债务资本化比率(%)	32.20	33.30	37.77
净资产收益率(%)	0.64	0.84	2.12
流动比率(%)	242.31	142.29	116.31
EBITDA 利息倍数(倍)	4.63	5.21	8.63
债务保护倍数(倍)	0.11	0.13	0.16

分析员

朱海峰 刘洪海 王山根 李红伟

电话

8610-85679696

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评估观点

河南省建设投资总公司(以下简称“公司”)是河南省省属国有独资综合性投资公司,在省内具有很强的投资实力和市场影响力。公司目前的管理模式运转顺畅,管理制度和管理体系符合公司经营特点,管理风险低。

公司现有业务主要涉及电力、交通、水泥、造纸等行业,主要业务领域经营规模较大,竞争优势明显。公司经营比较稳健,成长性良好,具有可持续发展的实力。

本期债券筹集的资金将用于电力和高速客运铁路专线项目投资,投资项目具有较好的市场前景,目前公司资产规模较大,资产结构符合投资企业的特征;负债水平较低,债务负担合理,有一定的融资空间;公司现金流量较大,现金流情况基本正常;煤电价格联动的实施,将减少煤炭价格上涨对公司电力板块盈利状况所带来的负面影响;随着在建项目的投产,预计公司盈利水平将有所提升。

本期债券由国家开发银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。国家开发银行很强的担保能力可进一步提升本期债券的信用水平。

综上所述,本期债券到期不能还本付息的风险很小。

优势

1、公司作为河南省最大的地方性投资企业,具有很强的政府背景,公司经营管理风险低。

2、公司在电力、水泥、造纸等行业已具备较大经营规模,市场竞争实力较强。

3、河南省煤炭资源比较丰富,交通条件便利,近年来地方经济的快速发展,为公司所从事的电力、水泥、高速公路等行业提供了良好

的发展机遇。

4、公司现有电力总装机容量、权益装机容量位居河南省第二，且公司的火电企业多属坑口电厂，煤炭供应有保证且运营成本较低，煤电联动政策也有利于电力企业保持一定的盈利水平。

5、近年来公司发展速度较快，目前整体财务状况良好，负债水平正常，盈利水平稳定提高，融资渠道畅通。

关注

1、电力、高速公路、水泥、造纸等行业的发展受政策面影响较大。

2、公司投资的基础设施项目具有投资长、见效慢的特点。

3、作为地方性投资企业，公司经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度较高。

4、随着公司多元化投资力度的加大，公司未来会面临资源整合、投资风险加大以及人才短缺等问题。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南省建设投资总公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河南省建设投资总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南省建设投资总公司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。
- 本信用评级报告引用的关于企业的相关资料主要由企业提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。
- 河南省建设投资总公司 2007 年 20 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

河南省建设投资总公司（以下简称“公司”）是根据河南省人民政府“豫政[1991]45 号”文《关于印发省体改委等部门〈河南省投资体制改革方案〉的通知》的精神，于 1992 年 1 月成立的政策性投资机构，原注册资金为人民币 2 亿元，2004 年 5 月公司注册资本变更为 60 亿元。公司为国有独资企业，隶属于河南省人民政府，由河南省发展和改革委员会代管。

公司主要依照国家产业政策和河南省发展规划、产业政策，对河南省计划内经营性基本建设项目进行贷款和投资。公司目前主要投资经营电力、交通、水泥、造纸等涉及全省经济和社会发展全局的大型基础设施项目，现拥有参股、控股企业或项目共 43 个，其中电力项目 15 个，高速公路项目 2 个，水泥项目 5 个，造纸项目 3 个，铁路客运专线项目 1 个，金融投资类项目 4 个，房地产项目 2 个，其他项目 11 个。公司设有总经理工作部、发展计划部、企业策划部、财务部、结算审计部、人力资源部、党群工作部、资产管理一部、资产管理二部、资产管理三部、资产管理四部、资产管理五部、资产管理六部等 13 个职能部门。公司本部现有人员 100 人。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 2577632.36 万元，所有者权益 1204539.34 万元。2006 年度公司完成主营业务收入 559737.46 万元，利润总额 42103.50 万元。

公司注册地址：河南省郑州市农业路东段 29 号海特大厦。法定代表人：胡智勇。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602 号”文批准，公司计划于 2007 年发行人民币债券 20 亿元。本期债券分为 15 年期和 20 年期两个品种，其中 5 亿元 15 年期票面年利率为 4.15%~4.55%，15 亿元 20 年期票面利

率为 4.25%~4.65%，在本期债券期限内固定不变。本期债券的最终票面利率以国家有关主管部门的批复为准。

本期债券由国家开发银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券所筹 20 亿元资金将全部用于“鸭河口电厂二期”、“鹤壁电厂三期”和“郑西高速客运铁路专线”等三个基础设施建设项目。上述项目新增装机容量 4×60 万千瓦、铁路里程 484.5 公里，涉及投资总额 511.96 亿元。本期债券筹资额占项目总投资的 3.91%。

表 1 募集资金投资项目表

项目名称	鸭河口电厂二期	鹤壁电厂三期	郑西高速客运铁路专线
建设规模	2×600MW	2×600MW	484.5KM
项目总投资	44 亿元	45.96 亿元	422 亿元
公司持股比例	70%	50%	8.9%
项目批文	发改能源[2006]58 号“	发改能源[2006]97 号	发改交运[2004]2359 号

(1) 鸭河口电厂二期

河南南阳鸭河口电厂位于河南省南阳市北 40 公里，原国家计委以计能源〔1993〕528 号文批准建设，一期工程 2×350MW 的燃煤机组于 1994 年 12 月开工，分别于 1998 年 5 月和 12 月投入运行。鸭河口电厂按规划容量 3100MW，即二、三期各按 2×600MW 机组进行了整体规划。

鸭河口电厂毗邻鸭河口水库，水源充足；焦枝铁路和即将开工建设的宁西铁路从南阳经过，具有建设大型路口电站的条件。鸭河口电厂二期工程的建设，能充分利用一期工程预留的扩建场地及已建成的铁路专用线、灰场等部分公用设施，具有较好的经济效益，对增强鄂豫两省间水火电交换能力，提高电网运行的安全稳定，促进河南省南部地区的经济发展具有非常积极的意义。

该项目于 2006 年获国家发改委“发改能源[2006]58 号”文件核准批复。项目工程动态总投资 44 亿元，安装两台 600MW 国产超临界燃煤

发电机组，由公司和南阳市永升投资有限公司合资建设，公司出资比例为 70%。该项目计划工期 26 个月，项目回收期 12.35 年，内部收益率 8.02%。项目建成投运后，预计年新增发电量 66 亿千瓦时，年均销售收入 15 亿元，可实现年利润 1 亿元。

该项目已于2006年3月26日开工，两台机组分别拟于2008年3月和5月建成发电。目前该项目进展顺利，截至2006年底累计完成投资13.56亿元。

(2) 鹤壁电厂三期

鹤壁煤炭资源丰富，是一个以煤炭工业为主的新兴工业城市。鹤壁市交通便利，京广铁路、107国道、京珠高速公路穿境而过。随着鹤壁境内的重点工程盘石头水库工程的建设，电源建设用水也有保证。鹤壁是河南电网目前的主要电源基地之一。

鹤壁电厂一期工程 2×200MW 机组分别于 1991 年 9 月 30 日和 1992 年 3 月 18 日投产发电；二期建设 2×300MW 机组分别于 2005 年 6 月和 2005 年 10 月投产发电。

鹤壁电厂三期工程建设 2×600MW 大容量的超临界机组。该项目于 2006 年获国家发改委“发改能源[2006]97 号”文件核准批复。项目总投资 45.96 亿元，由公司、鹤壁煤业(集团)和鹤壁市经济发展投资公司合资建设经营，公司出资比例为 50%。该项目计划工期 27 个月，项目回收期 12.71 年，内部收益率 7.85%。该项目建成投运后，预计年新增发电量 66 亿千瓦时，年均销售收入 15 亿元，可实现年利润 1 亿元。

该项目于2005年9月30日开工，两台机组分别拟于2007年9月和12月建成发电。目前项目进展顺利，截至2006年底累计完成投资20.56亿元。

(3) 郑西高速客运铁路专线

郑西铁路客运专线是规划“四纵四横”快速客运网徐州至兰州客运专线的中段，东起郑州站，向西经洛阳市、三门峡市、渭南市，经西

安北站，西止咸阳西站，正线长约484.5公里。该线与既有陇海线大致平行，目前陇海铁路运输能力已经饱和，制约了西部与东南、华东、华北等地区的客货交流。建设郑州至西安客运专线，是实现客货分线运输，扩大郑州至西安段铁路运输能力，提高服务质量的有效措施。项目建成后，可大大缩短西北、川渝地区与中南、华东、华北城市间的距离，彻底解决陇海线郑西段运输能力紧张的局面，并可为煤炭、石油等西部重点物资东运创造良好条件，对于促进中部崛起和西部大开发战略的实施具有重要意义。

2004年11月18日，国家发改委“发改交运[2004]2359号”文件正式通知铁道部郑西高速客运铁路专线项目获国务院审查批准。项目总投资422亿元，其中工程总投资342亿元，动车组总投资80亿元。铁道部、河南省、陕西省三方出资人于2005年12月10日组建了合资公司，注册成立了“郑西铁路客运专线有限责任公司”，合资章程规定最终注册资本金为郑西铁路客运专线项目批准概算总投资额的50%，公司代表河南省出资比例为8.9%。该项目投资回收期16.94年，内部收益率6.27%（税后）。

该项目于2005年9月开工，预计2009年9月建成投运。截至2006年底，项目累计完成投资85亿元。

三、企业基础素质

1. 企业规模

公司是为顺应国家投资体制改革的要求，根据河南省人民政府“豫政（1991）45 号”文件，于 1992 年元月 8 日成立的政策性投资机构，是具有法人地位的授权经营管理省级经营性固定资产投资和政府投资主体。2005 年，河南省人民政府省长办公会议纪要规定，河南省发展和改革委员会是公司的出资人，依法履行出资人的职责。

公司主要依据河南省发展战略规划、产业

政策，投资经营河南省电力、交通、工业领域等涉及全省经济和社会发 展全局的大型基础设施项目。

公司资产分布于河南省各地，目前拥有参控股企业 43 家，其中控股项目 27 个（包括豫能控股和 S*ST 春都 2 家上市公司），参股项目 16 个。公司投资项目主要集中在电力、高速公路、水泥、造纸等行业，其中电力项目 15 个，高速公路项目 2 个，水泥项目 5 个，造纸项目 3 个，铁路客运专线项目 1 个，金融投资类项目 4 个，房地产项目 2 个，其他项目 11 个，公司主要生产能力情况见表 2。据公司统计，在全国 79 家省属国有投资公司中，公司总资产排名第 18 位，净资产排名第 8 位，利润总额排名第 15 位，净资产收益率排名第 19 位。作为河南省政府最大的综合性投资公司，公司拥有较强的综合实力，整体规模居国内同行业中上水平。

表 2 公司主要生产能力

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
装机容量（万 KW）	605	725	772.9
水泥（万吨）	200	800	1000
造纸（万吨）	10	10	10
纸浆（万吨）	0	10.8	25.8

公司确立了“干政府所想，保资产增值”的经营理念，近年来逐步加大股权投资比重，收缩调整债权投资，投资方式已由原来的债权为主转为债权和股权并重，股权投资由原来的参股为主转向控股为主，逐步把国有资产变成国有资本，形成资金的良性循环。

截至 2006 年底，公司本部长 期投资构成中，长期债权投资净额 48.70 亿元，占长期投资合计的 45.94%；长期股权投资 57.01 亿元，占长期投资合计的 53.78%；股权分置流通权 0.29 亿元，占长期投资合计的 0.27%。公司现有长期投资中，股权投资比重已超过债权投资比重。

公司目前涉及的主要行业基本是与国计民生息息相关的基础产业，行业稳定性较好。经过多年的发展，公司在所属的主要业务领域

内具有较强的规模优势。

2. 人员素质

截至 2006 年底，公司本部在职员工 100 人，其中博士 7 人，硕士 43 人，本科 47 人，专科 3 人，整体学历较高，公司拥有财务、法律、金融、企业管理、工程技术等多学科、多技术门类的专业性人才和复合型人才。公司本部员工的平均年龄 35 岁，年龄结构合理。公司成立以来，已投资建设了 30 多个省重点项目，管理几百个贷款项目，在这些项目的建设管理过程中，锻炼了一批项目建设、管理的人才队伍。总体看，公司本部人员年龄结构合理，整体素质较高。

公司现有高层管理人员 10 位，包括总经理 1 名，党委书记 1 名，副总经理 4 名，总经济师、总会计师、总工程师、纪委书记各 1 名。公司总经理胡智勇先生，50 岁，硕士，曾在河南省计委、计经委、发展改革委员会工作，2001 年 11 月任公司党委书记兼副总经理，2005 年 1 月起任公司总经理兼党委书记。公司现任高层领导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，整体素质高。

3. 政策支持

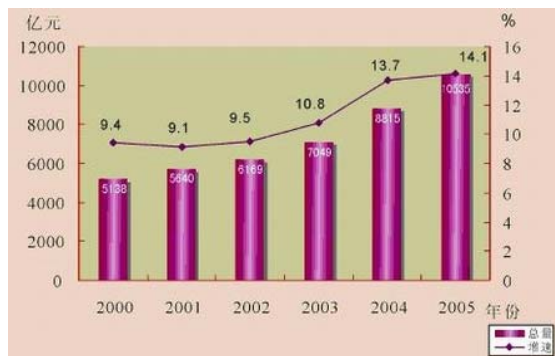
为使政府投资实行企业化经营，我国政策性投资公司被明确为代表国家或地方政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。政策性投资公司具有控股公司的职能，使国有资本保值增值是其经营目标，同时它又要承担国家政策性投资的职能，负责管理和经营中央或地方的基本建设基金。

公司是隶属于河南省人民政府，由河南省发改委代管，在河南省经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位。

近年来，河南省国民经济平稳快速发展（见图 1）。2005 年，全省生产总值 10587.42 亿元，成为全国第五个经济总量超万亿元的省份，居

中西部省份之首；比上年增长 14.2%，是 10 年来最高水平；全省人均生产总值达到 11346 元，比上年增长 13.8%；全省地方财政一般预算收入达到 537.7 亿元，按可比口径比上年增长 30.9%。据《2006 年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2006 年全省生产总值 12464.09 亿元，比上年增长 14.1%，继续保持良好的增长态势。

图 1 2000~2005 年河南省生产总值和增幅



数据来源：河南省统计局

总体看，河南省经济发展势头较好，各项经济总量指标均处于全国前列，财政收入状况处于良性状态，公司面临良好的外部环境。但另一方面，由于河南省人口众多，各项人均指标值还落后于全国平均水平，因此，河南省经济还有很大的发展空间，这也给予公司所从事的电力、公路、水泥、造纸等行业较大发展空间。

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；能够及时准确地了解国家宏观经济政策，准确把握河南省经济发展战略和产业政策，及时调整投资方向和投资领域，最大限度地支持河南省经济发展。公司为河南省的能源、交通、基础设施建设进行投融资，在促进河南省经济繁荣、保持社会稳定等方面发挥着一定的作用，因此，公司的经营和发展得到了河南省政府和国家有关部门的大力支持。公司的政府背景及其可获得的政策支持有利于公司可持续发展。

五、企业管理分析

1. 管理体制

公司是隶属于河南省人民政府，由河南省发改委代管的国有独资企业。河南省发改委依照《公司法》和《企业国有资产管理暂行条例》等法律法规，对公司国有资产进行监督管理。河南省政府作为全部国有资产的出资者以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。公司的干部管理由河南省国资委负责。

公司设有经理办公会议、党委会议和党政联席会议三个决策委员会，对公司重大经营事项进行决策。管理架构上，公司采用以扁平化管理原则为基础的直线职能管理组织。

按照现代企业制度要求，公司不断完善参控股企业法人治理结构。公司建立了资金管理中心，加强对控股企业资金的调控能力；统一安排控股企业年度财务审计、法人代表离任审计、竣工决算审计以及其他专项审计，强化审计监督；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、靠制度约束的有效机制。

整体看，公司初步建立了法人治理结构，直线职能加专业委员会的管理方式运转正常。

2. 管理水平

公司注重基础管理工作，规范内部管理。公司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，实现了事事有人管理、事事有章可循、事事有人负责、事事有人监督的有效机制。

近年来，公司改变用人制度，按照“逢进必考”、“逢岗必竞”原则，实行公开招聘和竞争上岗；改变劳动制度，按照平等自愿、双向选择、

协商一致原则，签订劳动合同；改变分配制度，按照薪绩挂钩、效率优先原则，实行岗变薪变。通过深化三项制度改革，公司形成了人员能进能出、职位能升能降、收入能高能低的良好机制。在用人管理上，公司已基本摆脱了原国有企业体制的约束。

作为投资控股型公司，公司在对下属参控股企业进行的管理时，面临着投资项目多、投资业务多元化、涉及行业差异大、管理难度大等问题。为此，公司注重培养和提高自身的行业选择和行业组合的战略管理能力、财务控制能力、财务风险防范能力、以财务表现为核心的资产管理能力、专业化管理能力、跨行业的内部统一管理能力和 6 大能力，以适应管理多元化企业的需要。公司建立了计划、内审、考核、自律四位一体的制衡机制，对参控股企业进行精细化管理：一是进行全面预算管理，公司建立的计划指标体系，不仅包括产量、利润指标，还包括消耗、安全、质量、工期、环保等各项指标，各企业经营目标明确；二是对控股企业的财务、管理进行内部审计；三是加大考核力度，除年度考核外，增加了中期考核，并将考核结果与奖罚、任免相挂钩，对考核中发现的问题进行了通报、查处；四是加强自律，公司强力推行阳光招标，不管是项目招标还是采购招标，都要在网上公布，接受各方面的监督。

总体看，作为一家多元化投资企业，公司重视企业内部管理。目前管理机制良好，内部管理水平较高，管理风险较低。

六、企业经营分析

1. 经营现状

作为省级国有投资公司，公司不同于行业性的投资集团，公司不直接从事实业经营，不直接参与生产经营管理活动，兼具政策性和经营性两种性质。

政策性方面，公司要自觉接受河南省宏观经济政策的指导和调控，贯彻省国民经济战略

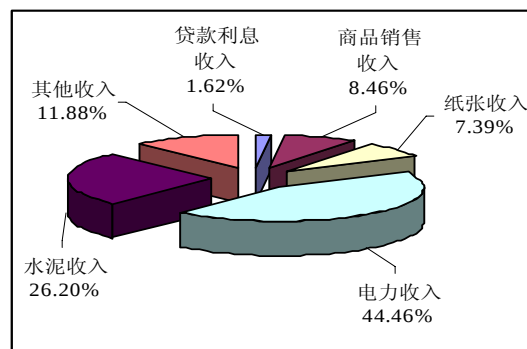
调整的意图，贯彻省政府及发展改革部门确定的投资方针和产业政策，在项目选择、资金运作等方面接受计划的管理和监督，将自身的发展自觉融入河南整体经济之中；按规定向河南省国有资产管理部门报告国有资产运营状况，接受国有资产管理部门的管理和监督。同时，公司积极取得政府支持，争取在税收和不良资产核销方面的支持，争取每年适度安排省级财政预算内资金用于增加公司的资本金，争取中央划转河南省的煤炭基金、其它建设基金及河南省财政承担的国债资金建设项目划交公司管理。

经营性方面，作为独立的企业法人，公司必须以经济效益为核心，在河南省政府和有关部门的指导下，以确保资产安全和追求利润最大化为原则，按照市场规律，独立经营，最大限度地使国有资本增值。

公司的经营性质决定了公司的经营现状。为了执行国家相关经济政策，同时适应市场竞争和发展的需要，经过几年的调整，公司目前已经形成了电力、高速公路、水泥、造纸等行业多元化的业务格局。

公司 2004 年~2006 年实现主营业务收入分别为 193867.50 万元、285739.66 万元和 559737.46 万元，年均增长 69.62%。从主营业务收入构成（图 2）看，2006 年公司电力收入占 44.46%，水泥收入占 26.20%，造纸收入占 7.39%。公司以电力为主的多元化经营格局已经基本形成。

图 2 公司 2006 年主营业务收入构成



电力板块

(1) 行业概况

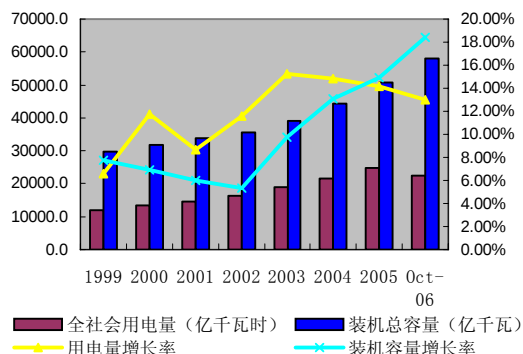
电力工业是关系国民经济全局的重要基础行业。电气化程度是衡量一个国家现代化水平的重要标志之一。改革开放以来,我国电力工业发展迅速,取得了巨大的成就,有力地支持了国民经济的快速发展,使长期困扰国民经济发展的严重缺电局面得到基本缓解。目前,我国电力行业的发电装机容量和发电量均居世界第二位,但人均用电水平仍较低,不及世界平均水平的一半,和发达国家相比差距更大。

伴随着我国重工业化进程的加快和消费结构升级的拉动,近年来国内电力行业快速发展。从图3看,1999年以来,我国全社会用电及装机总容量呈较快增长态势。从增长率来看,2000~2002年国内电力装机容量增长率连年下降,电力建设投资滞后,再加之煤炭运力不足、电网结构薄弱等因素影响,致使从2002年开始我国局部地区出现电力供需紧张,并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电,其中2005年1月份全国拉闸限电的省份达到26个,缺电达到最高峰。供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温,2003~2005年的三年间,全国发电装机容量从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2005年底的5.08亿千瓦,大规模发电项目的投产,有效缓解了电力供需矛盾,但同时也出现了电力行业投资过热的状况。为此,2004年12月国务院批转了国家发改委《关于坚决制止电站项目无序建设意见的紧急通知》,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,预计未来几年电力投资增幅将有所减缓。

需求方面,1999~2005年全社会用电量年平均增长率为13.8%。2005年全社会用电量24754亿千瓦时,比2004年增长13.89%。据《2006年国民经济和社会发展统计公报》,2006年全国发电量为28344亿千瓦时,同比增长13.4%,其中,火电23573亿千瓦时,增长15.1%;水电4167亿千瓦时,增长5.0%。2006年全社会

用电量达到28248亿千瓦时,同比增长14.0%,国家电力供需继续保持快速增长态势。

图3 近几年我国电力供求状况



资料来源:国电动力经济研究中心 联合资信整理

2006年,国内新增发电机组容量10117万千瓦,全国发电装机容量达到62200万千瓦,同比增长20.3%,电力供需形势已有所缓解,预计从2007年开始,全国电力供应不足的局面有望得到根本扭转,全国大部分地区可实现电力供需平衡。

考虑到电力作为国民经济的先行产业,行业具有超前发展的特点,因此,未来几年电力行业继续保持稳定增长的基础良好。此外,与发达国家相比,目前我国人均用电和电力消费占能源消费的比重还很低。随着我国经济的持续发展和人民生活结构的升级,电力需求仍有望保持较快速度的增长。另外,从2005年起我国部分省市已经开始实行煤电价格联动政策,在一定程度上保证了电力企业的盈利水平。因此,我们认为电力行业在未来一段时间内的行业风险仍较小。

(2) 公司电力板块经营状况

公司于1992年成立起就开始涉足电力行业,电力业务一直是公司龙头业务。经过十多年的发展,公司在电力行业的投资规模迅速扩大,现有参控股电力项目见表3。

截至2006年底,公司参控股电厂总装机容量772.9万千瓦(不含在建的240万千瓦),拥有权益装机容量291.59万千瓦(不含在建的144万千瓦),分别约占河南省总装机容量的

28%和 10%，仅次于大唐电力集团，位居省内第二。公司投资的火电企业大多属于坑口电厂，运营成本相对较低。公司下属电厂大多数是与大唐电力集团等电力企业共同投资的企业，公司通过资本合作与各投资方形成利益共享、风险共担的合作经营关系，因此，公司电力板块的整体经营风险较小。

表 3 公司参控股电力项目

序号	企业（项目）简称	装机容量 (万千瓦)	持股比例	权益装机容量 (万千瓦)
1	豫能控股股份	104	37.44%	39
2	鸭河口电厂	2×35	55%	38.5
3	鹤壁万和发电	2×22	40%	17.6
4	鹤壁同力发电	2×30	55%	33
5	华能沁北发电	2×60	35%	42
6	三门峡华阳发电	2×30	40%	24
7	许昌龙岗发电	2×35	30%	21
8	洛阳双源热电	2×14.2	35%	9.94
9	信阳华豫发电	2×30	10%	6
10	河南新中益电力	2×20	63%	25.2
11	开封新力发电	1×12.5	30%	3.75
12	首阳山电厂	2×22+2×30	40%	41.6
13	鸭河口电厂二期	2×60	70% (在建)	84
14	鹤壁电厂三期	2×60	50% (在建)	60
	总计	1012.9		435.59

公司参控股电厂全部是火电机组，由于历史原因，在已投入运营机组中，单机容量超过 60 万 KW 的较少，其竞争优势不明显。公司目前在建机组的单机容量都已达到 60 万 KW，这些新建机组投入运营后，公司在河南电力市场的竞争优势将有所提高。

前几年煤炭供应紧张及价格的大幅上涨给火力发电企业带来了较大的经营压力，但 2006 年以来国内电煤供应紧张状况有所缓解，煤炭价格保持基本稳定。另外，从 2005 年 5 月起，河南省已实行煤电价格联动政策，2006 年 7 月 1 日省发改委实施第二次煤电价格联动。实施煤电价格联动，弥补了因煤炭价格上涨给火电企业带来的不利影响，这有利于电力生产企业保持相对稳定的盈利水平。

2004 年~2006 年，公司电力板块实现销售收入分别为 120518.22 万元、142996.20 万元和 248855.43 万元，三年平均增长率为 43.70%。前 3 年电力板块主营业务利润率分别为 4.96%、

5.49%和 8.18%，电厂盈利水平有所提高，经营状况有所好转。

随着在建的鸭河口电厂二期和鹤壁电厂三期陆续建成发电，公司电力板块的经营规模增大，其竞争力将进一步增强，经营前景良好。

公路交通

(1) 行业概况

交通基础设施建设行业是国民经济的基础产业，公路交通一直是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

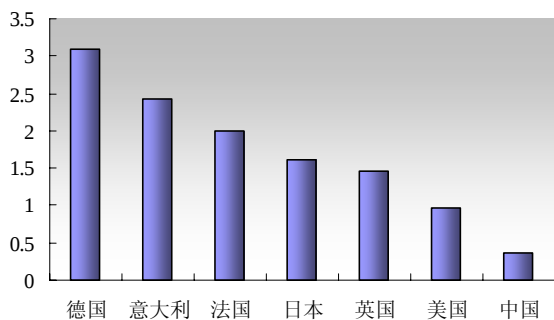
近 20 多年来，我国公路建设呈现出快速增长的态势，取得了举世瞩目的成就。据交通运输部统计，截至 2005 年底，我国公路总里程达到 193.05 万公里，比上年末增加 5.99 万公里，比“九五”期末增加 25.07 万公里；我国等级公路里程 159.18 万公里，占公路总里程的 82.5%，占比较上年末提高 1.4 个百分点，比“九五”期末提高 4.2 个百分点。

加快高速公路建设是经济社会发展的需要。目前，我国现有的高速公路仅能满足 30% 的需求，随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切，因此对高速公路的需求仍将持续扩大。在我国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，虽然前几年我国高速公路快速发展，但与发达国家相比较还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前我国高速公路密度远低于发达国家水平（见图 4）；从连通城市看，我国目前仅连通 50 万人以上的城镇，而美国、德国已连通国内所有 5 万人以上的城镇，日本已连通所有 10 万人以上的城镇；从便捷性和通畅性看，我国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，还没有真正形成长距离的干线运输通道，

更未形成网络，仍存在大量的“断头路”，尚不能形成公路运输的网络优势，直接影响了高速公路优势的发挥。此外，高速公路发展在各地区之间存在着较大差距，我国高速公路的网络化建设任务依然艰巨，行业前景良好。

图4 2005年主要国家高速公路密度比较
(单位:公里/百平方公里)



资料来源: 申银万国证券研究所

河南省地处中原，是我国重要的工农业生产基地之一，同时也是我国的重要交通枢纽，在国家经济布局中处于承东启西、连接南北的“结合部”地位。河南是典型的内陆省份，航空和陆路交通是发展经济的基本条件。高速公路等交通基础设施建设一直是全省各级政府高度重视的领域。

“十五”期间，河南省高速公路建设保持了较快的速度。2005年，高速公路建设投资超过280亿元，通车里程从2003年的全国第八位跃居第四位。截至2006年底，全省高速公路通车里程3439公里。目前全省18个省辖市已全部实现高速公路连接，形成不超过3小时的高速公路经济圈，初步建成了以郑州为中心，纵贯南北、连接东西、辐射八方的高速公路网络。但从河南省高速公路的现状看，距离“到2010年底河南省高速公路通车里程超过5000公里”、“建成区域内完善的高速公路网络和城际快速公路通道，形成中原城市群各城市间2小时通达圈”的计划还有较大差距，公路建设与经营企业面临较好的发展潜力。

(2) 公司高速公路板块经营状况

公司在高速公路上的投资在全省所占份额较小，目前有“许平南”和“安阳—林州”两条高

速公路，见表4。

表4 公司参控股交通企业

序号	项目	持股比例	线路总长(千米)
1	许平南高速公路	57%	163.75
2	安林高速公路	65%	51.99
3	郑西高速客运铁路专线 (在建)	8.9%	484.5

许平南高速公路是许昌至南阳区域内一条东北西南交通大动脉，虽然与国道311线以及省道103线基本平行，有部分车辆被分流，但该公路与区域内所有已建和在建的公路相交，它的建成使汽车从南阳到许昌的行驶时间缩短了近一半，其区位与路网优势较为明显。许平南高速路全长163.75公里，概算总投资38.78亿元，已于2004年12月12日建成通车。

安阳—林州高速公路全长51.99里，与京珠高速公路相交，跨越107国道、京广铁路及南水北调工程，西可以与省道301线连接，延伸可与山西省长治市相连，向东延伸可与山东高速公路相连，与106、107国道、京珠高速公路、阿荣旗—深圳高速公路(拟建)交叉，形成晋、冀、鲁、豫地区的高速公路网，是豫北公路网规划的重要组成部分。随着山西煤炭资源的调拨以及旅游业的开发，预计将给安林高速公路带来较好的车流量及收入。安林高速公路总投资15.4亿，已于2006年10月30日通车。

2004年和2005年公司车辆通行费收入分别为9936.18万元和14035.90万元。随着安林高速公路的通车，预计未来几年公司车辆通行费年收入将超过5亿元。

此外，公司目前还参股投资郑西高速客运铁路专线，该项目概况见本报告“本期债券及债券筹资项目概况”部分。由于该项目投资大、建设期较长，在未来若干年内投资效益不会很大。

水泥板块

(1) 行业概况

水泥作为国民经济发展的基础工业原料，目前已成为重要的基础产业。2005年我国水泥产量10.64亿吨，占全球总产量的65%，已连

续 20 年产销量世界第一。建筑业、房地产行业作为水泥的下游产业，是推动水泥行业快速发展的主要因素。

水泥行业属建材行业，与宏观经济整体发展具有较高的关联度。受国家宏观调控政策等因素影响，2005 年全行业利润较 2004 年出现大幅度下降。进入 2006 年以来，随着中部崛起战略的实施，交通、水利等基础设施的建设，城镇化和建设社会主义新农村的需求带动，水泥行业呈现量增价升的态势：2006 年前 10 个月产量较去年同期增长 20.2%，完成 9.87 亿吨；水泥价格也表现出稳中趋升态势，主要品种水泥价格较年内的涨幅在 4~5% 左右。在量增价升的主导下，水泥行业的盈利情况明显改善，行业的利润总额同比增长 126.5%。

我国水泥工业技术水平特点表现为：产品结构中属于落后工艺的立窑水泥产量仍占较大比例，在能耗等方面与世界先进水平还存在一定差距，但新型干法生产技术发展迅速，2005 年以来我国大、中型水泥项目中新型干法生产线已开始占主导地位，新型干法水泥产量约占全国水泥总产量的 44.53%。

根据国家发改委公布的数据显示，进入 2006 年，水泥行业生产增速减缓，投资规模得到有效控制，供给过剩的压力大幅减轻。此外，随着今后几年落后水泥生产线的淘汰速度的进一步加快，也将对未来水泥市场产生积极的影响。

2005 年，我国人均水泥累积消费量为 9.3 吨。根据发达国家（地区）的发展经验，绝大多数国家的水泥消费都有一个持续高速发展的时期，当人均消费水泥累积达到 20 吨时，将进入稳定消费时期，因此我们认为我国水泥市场还没有达到饱和，水泥消费增长仍存在较大空间。此外，在新增产能减速的同时，预计未来两年水泥企业结构将进一步得到优化，行业集中度的大幅提高，区域水泥价格制定机制将更加健康，水泥行业的竞争格局将发生变化，长期而言将有助于推动行业内部良性竞争体系的

形成及盈利水平的提升。

水泥行业是一个资源密集和高耗能行业，资源优势在市场竞争中的作用相当重要。河南省拥有丰富的水泥原材料资源，其中石灰石资源现已探明储量 34.7 亿吨，远景储量在 300~400 亿吨，居全国第 6 名，主要分布在豫北、豫中和豫南三个地区。此外，河南是全国第二大产煤省，良好的资源优势，为区内发展水泥工业提供了良好的条件。

河南省是我国重要的水泥基地，2005 年水泥产量、销售收入在全国均排名第六，利润总额位居第四位。省内水泥生产企业 260 家，平均企业规模 23.8 万吨。总体看，河南省生产企业数量多，但规模小。河南省政府计划在 2007 年以前淘汰全部机械立窑，并重点支持日产 4000 吨及以上新型干法熟料项目。此项政策的实施将大力推动新型干法的推广，区内优势企业将面临良好的发展机遇。

（2）公司水泥板块经营状况

公司现有参控股水泥企业共 5 家，见表 5。公司所属水泥生产企业已全部实施新型干法生产工艺。

表 5 公司参控股水泥企业

名称	规模 (吨/日)	持股比例 (%)	总投资 (万元)	投产时间
新乡平原水泥有限公司	5000	60	46814	2005 年 4 月
驻马店市豫龙水泥有限公司	5000	60	62877	2006 年 4 月
鹤壁同力水泥有限公司	5000	60	39620	2005 年 11 月
河南省同力水泥有限公司	4500	60.95		2006 年 4 月
洛阳黄河同力水泥	5000	70	54953	2005 年 8 月

公司所属水泥企业已于 2005 年、2006 年相继建成投产，现有水泥年生产能力 1000 万吨，占河南省同行业产能的 16%，占全省新型干法水泥产能的 33%，具有较强的竞争力。

2005 年公司水泥产量仅 330 万吨，2006 年达到 1005 万吨。2004~2006 年，公司水泥实

现销售收入分别为 20627.00 万元、38529.44 万元和 146625.29 万元，年平均增长 166.62%。水泥板块已成为公司仅次于电力板块的重要收入来源。

造纸板块

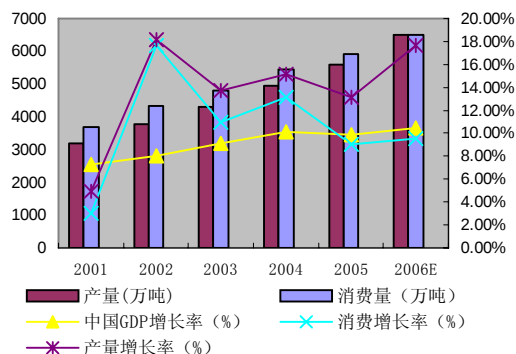
(1) 行业概况

随着社会文明的持续发展，纸品需求快速增长，2005 年我国纸及纸板消费量达 5930 万吨，自 1999 年已连续 6 年稳居全球第二位。

前几年国内纸及纸板消费有较大的供应缺口，政府通过对造纸行业的反倾销保护措施，使国内造纸行业发展迅速，纸及纸板产量迅速上升，五年复合增长率超过 15%，大大高于国民经济的增长速度（见图 5）。2005 年，我国纸及纸板总产量为 5600 万吨，较 2004 年的 4951 万吨有近 650 万吨的增产。

2006 年，造纸行业继续保持良好的发展态势，产量高速增长，规模以上企业经济效益继续提高，预计 2006 年全年纸及纸板将扩产 980 万吨，国内产量将突破 6500 万吨大关。

图 5 近几年我国纸及纸板供求状况



资料来源:中国造纸信息 联合资信整理

我国是全球第二大纸品消费国，同时也是近年来增长最快的国家。我国纸及板纸消费量由 2000 年的 3050 万吨增加到 2005 年的 5600 万吨，总增幅高达 83.61%，年复合增长率为 13.49%。但人均消费量仍处于低位，2005 年人均消费纸品 45 公斤，与全球平均 57 公斤的消费量有较大的差距，与发达国家人均 300 公斤左右的消费相比差距巨大。未来我国纸品需求仍具

较大增长空间。

为了提升产品档次、减少污染，近年来国内企业不断加大木浆和废纸浆的使用量。由于我国林木资源匮乏，国内木浆、废纸浆供应不足，严重依赖进口。2005 年国内纸浆进口量 2112 万吨，对进口纸浆依存度高达 40.62%。随着国内造纸景气度的提升，产品结构进一步优化，预计未来纸浆进口量将继续加大。

由于美元相对世界主要币种贬值，国际能源价格持续走高，受成本及天气等因素影响，国际部分浆厂陆续停工，从而加剧了全球木浆市场的供需矛盾。欧洲市场针叶浆持续上扬，由 2004 年的 550 美元/吨，上涨至 2006 年 6 月底的 640 美元/吨，涨幅 16.36%。另一方面，人民币升值一定程度上降低了木浆、废纸浆进口价格上涨给国内纸业公司所带来的负面影响。

为了减轻对国外纸浆的依存，提升国内造纸企业的竞争实力，《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出“调整造纸工业原料结构，降低水资源消耗和污染物排放，淘汰落后草浆生产线，有条件的地区实施林纸一体化工程”的要求。可以预见，未来随着林纸一体化政策的实施，纸浆供应矛盾将得以缓和。另外，随着政府在环保方面力度的加大，未能达标的中小造纸企业将加速淡出市场，大型造纸企业将因此受益。

总的看来，国家产业政策的大力扶持，市场需求的不断增加，造纸行业将继续保持快速增长势头。

作为人口第一大省，河南具有良好的消费基础以及广阔的市场空间，人均每增加 1 公斤纸品的消费量，就有 10 万吨的新增市场需求。基于产业结构调整 and 环境保护的需要，2001 年至今，河南省政府先后关闭了 1050 家小型造纸企业，大力扶持区内优势造纸企业，产品结构不断优化，行业集中度快速提升，竞争优势不断显现，河南省正由造纸大省向造纸强省转变。

(2) 公司造纸板块经营状况

公司在造纸行业共有 3 个控股项目，具体

见表 6。

表 6 公司参控股造纸企业

名称	规模(万吨/年)	持股比例(%)	总投资(万元)	投产时间
濮阳龙丰纸业 有限公司	10.8	43.08	34100	2006 年 11 月
焦作瑞丰纸业 有限公司	15	45	38793	2006 年 4 月
驻马店市白云 纸业有限公司	8.4	55	42012	2003 年

濮阳龙丰纸业有限责任公司一期 10.8 万吨/年杨木化机浆工程项目已于 2006 年 11 月投产；焦作瑞丰纸业有限责任公司 15 万吨/年杨木化机浆项目于 2003 年底开工，2006 年 4 月正式进入生产期；驻马店市白云纸业有限公司自 2003 年正式投产以来，生产经营情况稳定，已连续四年实现盈利。2006 年，公司造纸 10 万吨、纸浆 19 万吨，而 2005 年造纸、纸浆产量分别只有 7.4 万吨和 1 万吨。

2004~2006 年，公司造纸板块实现销售收入分别为 20143.70 万元、29471.32 万元和 41367.04 万元，年平均增长 43.30%。2006 年，濮阳龙丰纸业和焦作瑞丰纸业已经投产，公司造纸板块趋于稳定经营，预计未来几年将为公司提供更大的利润贡献。

其他业务

公司投资了 3 家金融机构，分别为郑州市商业银行，持股 6.05%；中原信托投资有限公司，持股 59.89%；中原证券股份有限公司，持股 9.67%。公司金融行业投资余额 5.75 亿元，见表 7。

表 7 公司参股金融项目

序号	项目名称	持股比例(%)	公司投资额(亿元)
1	郑州市商业银行	6.05	1.20
2	中原信托投资有限公司	59.89	3.55
3	中原证券股份有限公司	9.67	1.00
	合计		5.75

此外，公司还在房地产、石油、化工、食品、汽车领域，以及信息技术、生物制药、新

材料等高新技术领域的高新技术企业、技术创新企业进行股权和债权投资，但这些行业的投资额在公司总体规模中所占份额较小，对公司整体经营状况影响不大。

2. 未来发展

按照公司“十一五”发展改革指导思想，公司将进一步“强化一个理念，当好两个平台，实现三个转变”。强化一个理念是指进一步强化“干政府所想，保资产增值”的理念；当好两个平台是指当好河南省融资的平台和对外开放的平台；实现三个转变是指实现从资产管理向资本经营转变，实现从单纯依靠自身实力向主要依靠政府政策、资源、信用和适度负债转变，实现融资方式从单一型向多样型转变。

在未来发展中，公司将坚持“投资领域多元化、筹资和投资渠道专业化”的经营模式，立足河南省，服务河南省。公司将按照“巩固支柱产业，相关有限多元发展”的产业发展方针，以基础性、资源性、垄断性行业发展为重点，有计划有步骤地发展与主业相关的有限多元行业，有条件地发展高新技术产业和房地产业，有意识地创建初创、成长和成熟等不同阶段的企业发育链的健康组合，提高控股公司经营的专业化水平。我们认为，公司未来发展目标符合河南省经济发展总体规划及公司实际情况。

公司“十一五”总体目标是：到 2010 年，努力把公司构建成为具有较大影响力的政府投融资平台，进一步放大资本控制能力，成为实力雄厚、资产优良、管理规范、效益良好、和谐发展、在全国有一定影响力的战略控股型投资公司。具体目标是：2010 年底，公司本部总资产达到 165 亿元，净资产达到 140 亿元，净资产年均增长 5% 左右，净资产收益率达到 1.6%。

在“十一五”期间，公司将新增装机容量 360 万千瓦，新增权益容量 186 万千瓦，建成鸭河口、鹤壁、沁北三个大型火电基地，参股电力项目逐步退出；组建大型水泥集团，以国家实施“上大压小、淘汰落后”的水泥工业产业政策

为契机，适时在郑州开工建设两条日产 5000 吨熟料水泥生产线，在驻马店、洛阳分别再上一条日产 5000 吨熟料水泥生产线，力争“十一五”末形成年产 2000 万吨以上水泥生产能力，占河南省水泥市场份额 40%以上；打造大型造纸集团，继续整合全省造纸行业，完成濮阳龙丰 25 万吨纸机项目，“十一五”末形成年产 50 万吨造纸生产能力；交通方面，有选择地收购在建和运营项目，围绕构建以郑州为中心连接周边省会城市三小时经济圈的战略部署，参与建设郑西、石武铁路客运专线。此外，公司将重组盘活不良资产，构建河南省不良资产处置平台；整合金融资产，构建融资平台，强化金融资本与实业资本的融合，适时组建财务公司和保险公司，择机整合省地方商业银行，为公司业务发展提供有力支撑。

从公司前几年的发展状况判断，我们认为，公司实现上述目标是可行的。未来若干年内，我国经济将继续保持良好的增长态势，与国民经济息息相关的基础行业也将继续保持较快的发展势头。按照公司目前的行业地位，在政府的支持下，公司未来业务可以持续稳定发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的近 3 年（2004 年~2006 年）财务报表已经中勤万信会计师事务所有限公司审计，审计结论为无保留意见。2005 年公司合并报表范围增加了洛阳黄河同力水泥有限公司、鹤壁丰鹤发电有限公司、洛阳春都食品股份有限公司、郑州宝蓝包装材料有限公司；2006 年公司合并报表范围增加了南阳天益发电有限公司、河南新中益电力有限公司和信阳五云茶叶（集团）有限公司，洛阳福塞特汽车股份有限公司由于托管未纳入合并范围。但总体看，公司近 3 年财务数据具有一定的可比性。本报告以公司合并会计报表进行分析。

截至 2006 年底，公司合并资产总额

2577632.36 万元，所有者权益 1204539.34 万元。2006 年度公司完成主营业务收入 559737.46 万元，利润总额 42103.50 万元。

截至 2006 年底，公司本部资产总额 1385317.38 万元，所有者权益 1212311.08 万元。2006 年度公司本部实现收益 15490.75 万元，利润总额 39960.66 万元。

以下财务分析以 2004 年~2006 年经审计的公司合并财务报表为主。

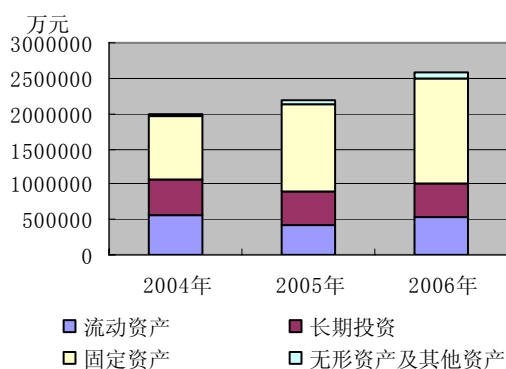
2. 资产质量

公司近 3 年资产构成情况见图 6。

公司近 3 年资产总额平均增长 14.47%，主要来自固定资产的增长。截至 2006 年底，流动资产、长期投资、固定资产、无形资产和其他资产所占比例分别为 20.96%、17.99%、57.72%、1.56%，其构成正常。

截至 2006 年底，公司流动资产 540373.86 万元，其中货币资金占 29.54%，短期投资占 6.97%，应收款项占 14.25%，其他应收款占 12.87%，预付帐款占 24.15%、存货占 10.15%。

图 6 近 3 年资产构成情况



截至 2006 年底，公司短期投资 37667.51 万元，包括短期委托贷款净额 37661.51 万元，其他短期投资 6.00 万元。在短期委托贷款中，逾期的占 39.26%，公司已计提风险准备金 217.34 万元。短期委托贷款前五名单位金额合计 20900 万元，占全部账面余额的比例为 54.78%。公司目前逾期贷款（包括以下的长期

委托贷款)所占比重较大,委托贷款的集中度较高,其中一些投资与地方政府有关。托贷款业务是公司在历史经营过程中形成的,随着公司经营战略的调整,公司委托贷款总量已有所下降,从2005年的268621.95万元(包括长、短期委托贷款)下降到2006年的200825.06万元。

2006年底,公司应收账款余额为80288.50万元,坏账准备3264.24万元。从账龄看,1年以内的占87.88%,1~2年的占3.09%,2~3年的占1.91%,3年以上的占7.12%。1年内应收帐款占比上升较快,1年以上应收帐款占比均有下降。

2006年底公司其他应收款余额为73129.74万元,较2005年底减少30.03%。从账龄看,1年以内的占37.40%,1~2年的占22.90%,2~3年的占23.35%,3年以上的占16.35%,账龄在1年以上的居多,公司根据可能损失程度计提坏账准备余额3562.54万元,2006年底其他应收款账面价值69567.20万元。

近3年公司存货有所增加,主要是2005年下属水泥厂、电厂投入生产运行,增加了原材料及库存商品,2005年底存货账面价值为53394.42万元,其构成正常。2006年底存货的账面价值为54856.43万元,其构成主要以原材料和库存商品为主。

公司近3年长期投资合计略有下降。公司长期投资包括长期股权投资和长期债权投资,截至2006年底分别276018.08万元和183717.00万元。长期股权投资为对下属子公司的投资,其中包括中原信托投资有限公司等公司持股比例超过50%、但公司对其不具有实际控制权的子公司。长期债权投资包括贷款、长期委托贷款和其他长期债权投资,主要是长期委托贷款。2006年底,贷款余额1092.24万元,为《贷款通则》施行前公司直接对外贷款形成的逾期未收回款项;长期委托贷款余额164638.42万元,其中逾期的占44.52%,年末风险准备金余额1963.66万元,长期委托贷款的情况与短期委托

贷款基本一致;其他长期债权投资19950万元,为委托中原信托投资有限公司管理的资产。

近3年公司固定资产大幅增长,这主要与合并报表范围扩大有关。固定资产原值主要是房屋建筑物和专用设备,2006年底固定资产原值1612095.50万元,累计折旧1157592.38万元,固定资产减值准备10112.70万元;在建工程主要包括建筑安装工程投资、设备投资和待摊投资等,其中建筑安装工程投资和设备投资分别为154892.95万元和106329.92万元,分别占45.54%和31.27%。

公司的无形资产主要是土地使用权,2006年底为35839.25万元。

总体看,公司的资产结构符合投资企业的特征,经过近几年经营策略的调整及不良资产的核销,公司整体资产质量有所改善。

3. 负债和权益结构

截至2006年底,公司所有者权益1204539.34万元,近3年增幅不大;少数股东权益231742.80万元,近3年平均增长19.28%。所有者权益构成中,注册资本60亿元人民币,占49.81%,资本公积占45.11%,盈余公积占0.78%,未分配利润占4.30%。公司所有者权益以注册资本和资本公积为主,主要由公司历年代管的电力基金构成。整体看,公司所有者权益的稳定性较好。

近3年,公司负债总额大幅增长,年平均增长27.20%。截至2006年底,公司负债总额1141350.22万元,其中流动负债占40.70%,长期负债占59.30%,其构成符合公司资产结构的特点。流动负债中,主要包括短期借款(占35.93%)、应付账款(占27.28%)、其他应付款(占19.36%)等。长期负债中,长期借款占82.66%,应付债券占14.78%。

从表8可以看出,公司近三年负债水平呈上升趋势,2006年底资产负债率为44.28%,比上年有所提高,但整体负债水平较低。受投资活动增加的影响,近两年公司债务负担增加,2006

年底，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为31.46%和37.77%，债务结构合理。

表8 财务构成

项目(亿元)	2004年	2005年	2006年	变动率(%)
股东权益	112.19	113.94	120.45	3.62
少数股东权益	16.29	20.64	23.17	19.28
短期债务	15.33	15.00	21.24	17.69
长期债务	45.69	52.18	65.94	20.14
负债总额	70.54	84.11	114.14	27.20
资产总额	199.02	218.69	257.76	13.80
指标(%)	2004年	2005年	2006年	加权平均值
长期债务资本化比率	26.23	27.94	31.46	29.36
全部债务资本化比率	32.20	33.30	37.77	35.31
资产负债比率	35.45	38.46	44.28	40.77

公司于2006年1月发行了10亿元10年期企业债券，本期计划发行企业债券20亿元，如不考虑其他因素，以2006年底的财务数据为基准，预计公司资产负债比率和全部债务资本化比率将分别升至48.29%和42.73%，与2006年底的指标相比上升幅度较大。考虑到公司资产的盈利能力，公司目前的负债水平不算太低。

从公司本部看，截至2006年底，本部资产总额1385317.38万元，所有者权益1212311.08万元，债务总额113323.99万元（包括10亿元企业债券），资产负债比率和全部债务资本化比率分别为12.49%和8.55%。公司本部负债水平低，债务负担轻。如考虑本期20亿元企业债券，公司全部债务资本化率仅为20.54%，仍有较大的融资空间。

4. 盈利能力分析

从图2看，公司主营业务收入大部分来自电力收入，近3年各板块收入构成及增长情况见表9。从主要营业务的收入增长情况看，公司电力收入稳定增长，纸张收入、水泥收入和车辆收入大幅增长，这几大业务将成为公司未来稳定的利润来源。

表9 主营业务收入增长情况

项目(万元)	2004年	2005年	2006年	变动率(%)
贷款利息收入	15352.39	15198.86	9048.19	-23.23
商品销售收入	4605.61	29876.32	47363.63	220.69
纸张收入	20143.70	29471.32	41367.04	43.30
电力收入	120518.22	142996.20	248855.43	43.70
水泥收入	20627.00	38529.44	146625.29	166.62
车辆收入	9936.18	14035.90	--	--
其他收入	2684.39	15631.63	66477.87	397.64
合计	193867.50	285739.66	559737.46	69.92

从表10看，各板块的主营业务利润率差异较大，电力业务受燃煤价格波动的影响，其盈利能力相对较低，2006年比2005年有较大提高，但仍只有5.46%。其他业务的盈利能力也有所波动。

表10 各板块主营业务利润率(单位：%)

项目	2004年	2005年	2006年	加权平均值
贷款	98.45	96.53	97.21	97.25
商品销售	9.59	4.35	4.21	5.33
纸张	4.65	10.58	13.59	10.90
电力	4.96	5.49	8.18	6.73
水泥	26.22	17.55	22.49	21.75
车辆	-1.57	-6.06	--	-3.82
其他	91.97	35.51	30.34	44.22

从表11看，2004~2006年，公司主营业务收入年平均增长率为69.92%，主营业务利润有所波动，近3年主营业务利润率在波动中有所提高，2006年为16.07%，目前主营业务的盈利水平有所增强。

表11 盈利能力

项目(万元)	2004年	2005年	2006年	变动率(%)
主营业务收入	193868	285740	559737	69.92
主营业务利润	27562	34569	82718	73.24
利润总额	7262	15920	42104	140.79
净利润	7147	9522	25549	89.07
利息支出	14346	16266	16267	6.48
股东权益	1121922	1139380	1204539	3.62
总债务	610200	671793	871787	19.53
指标(%)	2004年	2005年	2006年	加权平均值
主营业务利润率	14.22	12.10	14.78	13.86
总资本收益率	1.24	1.42	2.01	1.68
净资产收益率	0.64	0.84	2.12	1.44

公司近3年总资本收益率和净资产收益率有所提高，2006年公司总资本收益率、净资产收益率分别为2.01%和2.12%，仍处于较低水平，目前公司整体盈利能力较弱。

2006年，公司完成主营业务收入559737.46万元，较2005年增长95.89%。主要由于公司电力收入和水泥收入分别较2006年增加105859.23万元和10809095.85万元。2006年公司贷款利息收入有所下降。2006年公司实现利润总额42103.51万元，较2005年增长164.47%。

未来几年，预计河南省的经济发展仍将保持良好的态势，公司在电力、水泥和造纸等行业将保持较强的竞争力。随着煤电价格联动的实施，公司电力业务将改变煤炭价格上涨所带来的负面影响，其盈利能力有望得到改善和进一步提升，再考虑到水泥、造纸业务的生产能力的扩大，可以预计，公司未来几年盈利能力将会提高。

5、现金流量分析

2004~2006年，公司经营活动产生的现金流入量增长速度高于主营业务收入增长速度。公司2004年、2006年经营活动的获现能力正常，2005年，由于经营活动现金流出量较大，导致经营活动产生的现金流量净额为负值。从收入实现质量看，近3年现金收入比率在波动中有所提高，2006年为113.84%，公司收入实现质量提高。

投资活动方面，近3年公司投资活动的现金流入量（主要包括收回投资所收到的现金和取得投资收益所收到的现金）增幅较大，但由于投资支出较大，投资活动产生的现金流量净额均为负值，并且经营活动产生的现金流量额不能满足投资支出，因此筹资活动产生的现金净流入支持着公司现金流的正常运转。

从筹资活动看，2006年公司加大对外融资力度，筹资活动产生的现金流入量较2005年增长90.51%，筹资活动主要以银行借款和发行企业债券为主，筹资活动现金流量净额为

150124.48万元。

表 12 现金流量

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
销售商品、提供劳务收到的现金	184314	269030	637180	85.93
经营活动现金流入	200300	281775	688029	85.34
经营活动现金流出	165592	295919	555702	83.19
经营活动产生的现金流量净额	34709	-14143	132327	95.26
投资活动现金流入	128771	201214	181990	18.88
投资活动现金流出	528678	377471	410856	-11.84
投资活动产生的现金流量净额	-399906	-176257	-228867	-24.35
筹资活动现金流入	521506	262048	499220	-2.16
筹资活动现金流出	209286	168119	349096	29.15
筹资活动产生的现金流量净额	312219	93928	150124	-30.66
现金及现金等价物净增加额	-52978	-96472	53585	--
现金收入比率 (%)	95.07	94.15	113.84	104.18

总体看，2006年公司现金流状况有所改善，但公司经营活动产生的现金流量仍不能满足投资支出需求。

根据公司经营现状与未来项目投资计划，我们预计未来几年中，公司经营活动的获现能力将有所提高，但投资活动产生的现金流仍以净流出为主，经营活动产生的现金流量净额覆盖投资活动现金流量净额的可能性小，公司对外部融资的需求程度依然较大。

6. 偿债能力分析

由表 13 看，近3年公司流动比率和速动比率下降较快，三年平均值分别为149.31%和136.04%，2006年分别为116.31%和104.51%，目前流动比率和速动比率基本处于正常水平，公司短期支付压力不大。

近3年，公司实现的EBITDA有所波动，2006年公司实现利润总额大幅增长，EBITDA为140407.68万元。2006年，公司EBITDA利息倍数为8.63倍，比2004年有较大提高，利息支付能力有所增强；债务保护倍数三年的平均值为0.14倍，2006年为0.16倍，公司的长期债务偿还能力有所增强，但筹资活动前现金流量净额为负值。总体看，公司目前对全部债

务的偿还能力有所增强。

表13 偿债能力

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产	562298	429765	540374	-1.97
流动负债	232057	302033	464585	41.49
折旧	42506	50959	79610	36.85
摊销	2247	1588	2427	3.92
利息支出	14346	16266	16267	6.48
利润总额	7262	15920	42104	140.79
净利润	7147	9522	25549	89.07
EBITDA	66361	84733	140408	45.46
总债务	610200	671793	871787	19.53
筹资活动前现金流量净额	-365198	-190400	-96539	26.06
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
流动比率 (%)	242.31	142.29	116.31	149.31
速动比率 (%)	232.02	124.61	104.51	136.04
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力 (倍)	-25.46	-11.71	-5.93	-11.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.63	5.21	8.63	6.80
债务保护倍数 (倍)	0.11	0.13	0.16	0.14
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.60	-0.28	-0.11	-0.26

我们预计未来几年公司整体盈利水平将会有所提升，这样可以使公司债务整体偿还能力恢复到一个正常的水平。

本期债券额度占公司2006年底总债务的22.94%，对公司债务有较大影响。2006年，公司实现EBITDA为140407.68万元，为本期债券的0.70倍。

截至 2006 年底，公司对外提供担保的项目共有 9 家（不含对控股企业的担保），担保本金余额总计人民币 192357.93 万元，担保本金余额中逾期 40568.60 万元，其中最大的一笔是神马尼龙 66 盐项目 36162.08 万元。担保比率为 13.43%，有较大的或有负债风险。此外，截止 2006 年底，公司依法起诉欠款企业 53 家，诉讼标的 41522.17 万元。目前，公司正在对已胜诉的项目采取各种措施争取尽快按法院判决执行，但由于债务人经营情况、财务情况的原因，部分项目虽已胜诉，仍然存在损失的可能。

公司已与多家商业银行建立有稳固的合作关系，截至2006年底，公司控股企业获银行授

信255.42亿元，未使用额度189.19亿元；公司本部共获得商业银行授信总额66.23亿元，未使用额度65.8亿元；2007年2月新增授信额度20亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，由于公司的特殊地位，公司在融资方面能够得到国家有关部门和河南省政府的大力支持。总体看，公司的综合融资能力很强，能够有效降低债务偿还风险。

综合上述分析判断，公司对本期债券的偿还能力较强，本期债券不能按期还本付息的风险较小。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由国家开发银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2、 担保人概况

国家开发银行（以下简称“国开行”）成立于1994年3月，实收资本500亿元人民币，由财政部全额拨付；国开行是中国三家政策性银行中最大的一家，也是除中国人民银行外唯一的正部级银行，直属国务院领导。

国开行的主要业务包括信贷业务、资金筹集、资金交易和投资银行业务等。国开行还是国内目前唯一一家既可承销企业债券，又可承销企业短期融资券的银行类金融机构。

国开行目前在全国共设有32家分行和4家代表处。截止2006年底，国开行资产总额23142亿元，贷款余额20226亿元，负债总额21561亿元，发行债券余额19040亿元，所有者权益1582亿元，2006年实现净利润276.5亿元。

3、 担保人行业分析

银行业在我国金融业中处于主体地位。2006年底，银行业金融机构境内本外币资产总额达到43.95万亿元，约占全部金融资产的73.25%。截至2007年3月底，我国共有各类银行业金融机构3万多家。

在全部银行业金融机构资产中，国有商业银行资产总额占比为51.3%，呈逐步下降趋势，但仍处于行业领导地位，对银行业的发展和稳定起着举足轻重的作用。股份制商业银行持续快速发展，资产总额占比达到16.2%，已成为银行业中一支不可忽视的重要力量；城市商业银行作为区域性的银行业金融机构，竞争力受到地域限制，但增长速度较快，已经成为银行业中一个生力军。随着市场主体的增多，银行业竞争也越来越激烈。

从2003年开始，我国经济增长一直在10%左右平台上运行，2006年GDP总量20.94万亿元，增长率为10.7%。这个时期，信贷增速过快是金融运行的一个突出特点。政府适时出台了一系列宏观调控政策措施，有效地避免了经济运行由偏快转向过热，以保持经济平稳增长。2007年有利于我国经济发展的积极因素仍将占主导地位，预计国民经济仍将保持平稳发展。

国民经济持续快速发展，消费需求的逐步增长，企业效益的明显改善，城乡居民收入的不断提高等，均为银行业的持续良性发展提供了坚实的基础。

新的《企业所得税法》实施后，对提升银行的盈利能力、改善银行业绩有着积极的作用。

在此背景下，再加上国家对银行业的大力支持，监管力度的加大、监管水平的提高，以及银行业自身的努力，我国银行业资产质量持续提升，资本充足率不断提高。截至2006年底，主要商业银行（指4家国有商业银行和12家股份制商业银行）按贷款五级分类的不良贷款余额为11701.8亿元，比年初减少494.6亿元；不良贷款率为7.51%，比年初下降1.38个百分点。商业银行不良贷款不仅总体上保持余额和比例“双下降”的趋势，而且实现了各类商业银行不良贷款的全面“双降”。资本充足率达标银行达到100家，比2006年增加47家，达标率为66.7%，资本充足率达标银行资产占商业银行总资产的77.4%，比2005年末提高2.3个百分点。

总体看，目前我国经济运行良好，银行业

稳定发展，国家对银行业给予了大力支持，商业银行的整体行业经营风险较低。

在对中国银行业积极评价的同时，我们也看到存在的一些问题。如部分商业银行和信用社依然处于改制阶段，不可预期因素依然很多。通过政府注资获得盈利能力的银行如何把这种能力内生，股份制银行如何克服发展中的瓶颈，使自身的发展具有可持续性，是这些银行需要继续面对的挑战。一些银行的改制初始于本轮经济周期上升阶段，还没有接受一个完整经济周期的考验。银行业的创新方兴未艾，未来的几年对银行的发展至关重要。

国开行作为我国最大的政策性银行，拥有国家主权级信用等级，并依靠其国家信用发行种类债券筹集信贷资金。但根据国务院的相关安排，国开行即将进行商业化改革，改制后国开行的偿债能力是否受到影响，还有待观察。

4、 担保人长期信用分析

联合资信评估有限公司对国开行进行了公开评级，确定其主体长期信用等级为AAA_{pi}，主要是基于以下几个方面：

（1）治理与发展战略分析

国开行为政策性银行，实行行长负责制，行长由国务院任命，同时，国务院还向国开行派驻监事会，对国开行的财务状况和经营管理情况实施监督。

作为政策性银行及政府的开发性金融机构，国开行在中国的经济发展中扮演着重要的角色。成立十余年来，国开行贯彻国家宏观经济政策，致力于以融资推动市场建设和规划先行，把融资优势与政府的组织优势相结合，筹集和引导社会资金，缓解经济社会发展的瓶颈制约，支持国家基础设施、基础产业、支柱产业和高新技术等领域的发展和国家重点项目建设；并向城镇化、中小企业、“三农”、教育、医疗卫生和环境保护等社会发展瓶颈领域提供资金支持，促进科学发展和和谐社会的建设；

同时，配合国家“走出去”战略，积极拓展国际合作业务。

（2）业务发展

信贷业务是国开行资金运用的重中之重。在信贷业务中，国开行遵循全力支持中国政府的基础设施建设以及构建和谐社会的目标、充当中国现代金融市场发展的催化剂、不断增强国开行的市场生存能力，提高融资能力，促进长期稳定发展的原则，在 2006 年，继续加大对国家和地方重点项目的支持，确保资金链不断，同时积极调整其经营战略和方向，面向国家最亟需发展的领域开展工作，加大对县域经济及新农村建设、国际合作、产业整合与技术创新等领域的投入；同时通过银团贷款、间接银团贷款、联合贷款及信托等方式，引导社会资金投向，确保了国家重大项目与社会发展瓶颈领域的用款需求。

国开行发放的贷款一般具有长期、大额、集中的特点。近年来，国开行的放贷规模和贷款余额均呈稳步增长态势，2006 年，国开行共发放贷款 5760 亿元人民币，贷款余额 20144 亿元，较上年同期增长 18.2%；其中农林水利、公共基础设施、电力、公路、铁路、石油石化煤炭等行业的贷款占其贷款总额的 80%以上。2005 年底，国开行约 57%的贷款期限在五年以上，约 31%的贷款期限在十年以上。为促进地区平衡发展，国开行每年将约一半的贷款投向中西部地区，2006 年底，东部、中部和西部地区的贷款余额占比分别为 53%、22%、22%。

与商业银行不同，国开行的信贷资金主要依靠发行本外币债券来筹集。在人民币债券发行业务方面，国开行多年来在中国债券市场一直保持第三大发行体的地位，目前其债券存量占银行间债券市场债券存量的 20%。2006 年，国开行根据市场状况和资金需求，全年共计发行人民币金融债券 6,300 亿元，是上年的 1.73 倍；为使其负债与资产结构更好地匹配，国开行债券的期限覆盖从 3 个月到 30 年期不等。国

开行还通过发行外币债券和其他金融创新产品来筹集信贷资金。

表 14 信贷规模与债券发行情况表（单位：10 亿元）

	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
发放贷款总额	576	547	440	380
当年债券发行额	630	365	360	420
贷款余额	2018	1732	1410	1140
发行债券余额	1904	1541	1275	1064

（3）风险控制

在风险管理方面，国开行实行以信用建设为中心、全面覆盖资产负债各项业务、内部管理和外部监督相结合的风险管理机制。通过搭建全面风险管理体系、梳理业务流程、创新和改进管理工具和方法等措施，进一步加强了对信用风险、市场风险、操作风险的管理，以满足各项业务需要。

信用风险是银行经营面临的最主要风险。国开行的信用风险管理内容主要包括：二元评审体系、贷款评级技术与方法、信用风险限额管理、资产组合管理、早期预警系统、贷款回收管理等等。

国开行自 2000 年开始构建自己的内部信用评级体系，经过多年的修正和完善，目前已逐步建立起了一套具有自身特色的信用评级体系，其内部评级体系处于国内领先水平，并得到多家国际评级机构的认可。

贷款质量分类管理是银行信贷管理的重要组成部分，贷款质量的高低在某种意义上标志着信贷管理水平的优劣。国开行是国内最早实行资产质量分类管理的银行之一，他们借鉴美国的资产分类管理理念，于 2001 年开始采用五类 12 级资产质量分类管理体系，2003 年又开始采用五类 14 级资产质量分类管理体系。

目前，国开行的不良贷款率不到 1%，优良贷款比例占到 99%以上，如果只用正常类和关注类这两类对优良贷款分类，同类资产之间的差别较大，难以实行准确的差异化管理政策。因此，国开行将正常资产分为 6 级，将关注资产分为 4 级，通过资产质量细分，国开行的信贷风险控制能力逐步增强，不良贷款率呈逐年

下降趋势，不良贷款额和不良贷款率远远低于国内其他银行。2006 年，国开行的主要经营业务指标达到同业领先水平的同时，不良贷款比率仍保持国内同行业的最低水平，表内不良贷款率连续 18 个季度保持在 2% 以内，其中连续 7 个季度保持在 1% 以内，2006 年底，不良贷款额降至 144.3 亿元人民币，占贷款总额的 0.72%，同比下降了 0.15 个百分点。

表 15 国开行主要风险管理指标（单位：10 亿元）

	2006	2005	2004	2003
贷款余额	2018	1732	1410	1140
不良贷款余额	14.4	14.6	16.6	15.2
不良贷款比率	0.72%	0.87%	1.21%	1.34%

在贷款回收方面，国开行较商业银行具有一定的优势。作为政策性金融机构，许多地方政府都与国开行签订了金融合作协议，协助国开行回收贷款本息，构建信用结构。国开行在贷款企业出现本息偿还困难时，先是发挥其与各级政府及主管部门的合作协调机制，在融资方案、公司治理、理顺上下级关系等方面查找症结，从根本上帮助企业摆脱困境，大大降低了贷款违约的可能性，并提高了贷款回收率。

（4）财务状况与偿债能力

近年来，国开行的资产规模持续快速增长，资产质量稳步、盈利能力不断提高。

表 16 近年各项财务指标比较（单位：10 亿元）

	2006	2005	2004	2003
资产总额	2314	1899	1575	1279
负债总额	2156	1768	1468	1190
贷款余额	2018	1732	1410	1140
发行债券余额	1904	1541	1275	1064
所有者权益	158	131	107	89
贷款减值准备比率	1.36%	1.41%	1.68%	1.87%
贷款减值准备/不良贷款比率	190.6%	177.1%	142.2%	140.3%
资本充足率	8.05%	9.15%	10.50%	10.26%
净利息收入	53	40	31	24
净利润	28	23	17	13
平均资产收益率	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
平均净资产收益率	19.2%	19.2%	17.7%	16.0%

截止 2006 年底，国开行资产总额 23142 亿元、贷款余额 20226 亿元、所有者权益 1582 亿元，分别较上年增长 21.85%、16.51%、21.23%；2006 年实现利息收入 1161 亿元，净利润 276 亿元，同比增长 25.11% 和 21.38%。

2006 年，国开行的主要资产是贷款余额、投资证券和信达债券，其中贷款余额 20226 亿元，比上年增长 16.5%；投资证券 1454 亿元，也比上年有较大幅度增长；国开行的贷款资产质量较好，不良率较低，准备金覆盖率很高，投资证券的流动性较高，其整体资产质量较好。

2006 年，国开行实现税前利润 402 亿元，较上年增加 173 亿元，增长 22.3%，这一方面得益于贷款规模增加、贷款资产质量较好，净利息收入大幅增加，同时，国开行的管理资产业务带来的手续费及佣金收入，以及衍生产品交易带来的交易收入也大幅增长。从上表看出，近年来，国开行的平均资产收益率和平均净资产收益率保持平衡增长趋势，2006 年平均净资产收益率达 19.2%，表明国开行具有很强的盈利能力。

国开行主要通过向国内和海外市场发行债券的方式筹集资金，以向其他机构借款作为补充。截止 2006 年底，国开行的债券余额为 19040 亿元（含次级债券 403 亿元），同比增长 23.5%，与贷款规模的增长相当；国开行在充分考虑贷款的期限结构的前提来确定债券发行的期限构成，确保了资产的流动性。流动性比例 2006 年，国开行的资本充足率为 8.05%，较 2005 年（9.15%）有较大幅度下降，且已达监管下限，国开行已在未来业务发展规划中考虑到资本需求问题。

（5）综合评价

国开行作为国内最大的政策性银行，拥有强大的政府背景与独特的金融地位，其经营能力较强，信贷风险控制机制科学，风险控制水平较高，资产质量较好，盈利能力较强，具有极强的债券偿付能力。根据国务院的相关安排，国开行即将进行商业化改革，改制后国开行的偿债能力是否受到影响，还有待观察。

5、本期债券的担保能力分析

本期债券发行额占国开行 2006 年底所有

者权益的 1.27%、贷款余额的 0.10%，占国开行 2006 年净利息收入的 3.77%、净利润的 7.14%。因此，我们认为国开行对本期债券具有很强的担保实力。

九、综合评价

河南省建设投资总公司是河南省省属国有独资综合性投资公司，在省内具有很强的投资实力和市场影响力。公司目前的管理模式运转顺畅，现有的管理制度和管理体系符合公司经营特点，管理风险小。

公司现有投资业务主要涉及电力、高速公路等基础产业，行业稳定性好。在所投资的水泥、造纸等领域，公司大都具有较强的规模优势。公司经营比较稳健，成长性良好，具有可持续发展的实力。

目前公司资产规模较大，资产结构符合投资企业的特征；负债水平较低，债务负担合理，有一定的融资空间；公司现金流量较大，现金流情况基本正常；煤电价格联动的实施，将减少煤炭价格上涨对公司电力板块盈利状况所带来的负面影响；随着在建项目的投产，预计公司盈利水平将有所提升。

本期债券由国家开发银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。国家开发银行很强的担保能力可进一步提升本期债券的信用水平。

综上所述，本期债券到期不能还本付息的风险很小。

附表 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	209859.90	115275.65	159631.11	-12.78
短期投资	35818.37	49016.32	37667.51	2.55
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额	35818.37	49016.32	37667.51	2.55
应收票据	1449.99	9607.73	8294.43	139.17
应收股利	9507.64	2334.75	614.09	-74.59
应收利息	38.06	91.64	21.21	-25.35
其他应收款	97329.61	100259.67	69567.20	-15.46
应收账款	81689.11	58030.49	77024.26	-2.90
减：坏账准备				
应收账款净额	81689.11	58030.49	77024.26	-2.90
预付账款	101296.69	39897.08	130517.50	13.51
应收补贴款				
存货	23886.39	53394.42	54856.43	51.54
减：存货跌价准备				
存货净额	23886.39	53394.42	54856.43	51.54
待摊费用	598.27	1089.57	1412.89	53.68
待处理流动资产净损失	823.92	768.01	767.23	-3.50
一年内到期的长期债权投资				
流动资产合计	562297.95	429765.33	540373.86	-1.97
长期投资				
长期股权投资	252321.43	239620.11	276018.08	4.59
长期债权投资	240198.87	225080.45	183717.00	-12.54
股权分置流通权			2944.00	
合并价差	177.06	788.51	924.21	128.47
长期投资合计	492697.36	465489.07	463603.29	-3.00
减：长期投资减值准备				
长期投资净额	492697.36	465489.07	463603.29	-3.00
固定资产				
固定资产原值	578855.87	971577.30	1612095.50	66.88
减：累计折旧	223524.93	287168.63	454503.12	42.60
固定资产净值	355330.94	684408.67	1157592.38	80.49
固定资产净值减值准备		10112.70	10112.70	
固定资产净额	355330.94	674295.97	1147479.68	79.70
工程物资	39882.75	26773.38	316.83	-91.09
在建工程	508646.65	547030.91	340078.88	-18.23
固定资产清理			-3.33	
待处理固定资产净损失			-4.51	
固定资产合计	903860.34	1248100.26	1487867.55	28.30
无形资产及其他资产				
无形资产	21328.09	35471.97	40164.46	37.23
开办费				
长期待摊费用	10049.08	7834.74	5202.11	-28.05
其他长期资产		234.79	40421.09	
无形资产及其他资产合计	31377.17	43541.50	85787.66	65.35
递延税款				
递延税款借项				
资产总计	1990232.82	2186896.16	2577632.36	13.80

附表 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及股东权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	81014.82	89092.82	166943.34	43.55
应付票据	25403.32	21323.10	16487.60	-19.44
应付账款	50908.25	84115.44	126720.93	57.77
预收账款	3390.39	9190.96	13111.38	96.65
代销商品款				
应付工资	76.41	1567.81	2177.33	433.81
应付福利费	340.54	1009.19	1309.99	96.13
应付股利	2.74	173.19	-128.18	--
应交税金	5110.19	10448.59	13955.52	65.25
其他应交款	121.97	182.51	235.23	38.87
其他应付款	17112.19	41912.44	89951.50	129.27
预提费用	1646.52	2396.48	3860.72	53.13
一年内到期的长期负债	46929.56	39620.90	28959.55	-21.45
预计负债	0.00	1000.00	1000.00	
流动负债合计	232056.90	302033.43	464584.91	41.49
长期负债				
长期借款	456852.56	521756.49	559396.07	10.66
应付债券			100000.00	
长期应付款		759.07	759.07	
专项应付款	56.42	56.09	136.47	55.53
住房周转金				
代管基金				
其他长期负债	16473.70	16473.70	16473.70	0.00
长期负债合计	473382.68	539045.35	676765.31	19.57
递延税款				
递延税款贷项				
负债合计	705439.58	841078.78	1141350.22	27.20
少数股东权益	162870.90	206436.89	231742.80	19.28
股东权益				
股本	600000.00	600000.00	600000.00	0.00
资本公积	496833.92	503718.58	543327.97	4.57
盈余公积	3829.72	6354.43	9430.20	56.92
其中：公益金	1276.57	2029.57		-100.00
未分配利润	21258.70	29307.48	51781.17	56.07
外币报表折算差额				
股东权益合计	1121922.34	1139380.49	1204539.34	3.62
负债及股东权益合计	1990232.82	2186896.16	2577632.36	13.80

附表 2 合并利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	193867.50	285739.66	559737.46	69.92
减：折扣与折让				
主营业务收入净额	193867.50	285739.66	559737.46	69.92
减：主营业务成本	163675.22	247339.09	469815.58	69.42
主营业务税金及附加	2630.17	3831.32	7203.74	65.50
二、主营业务利润	27562.11	34569.25	82718.14	73.24
加：其他业务利润	239.44	102.54	1148.09	118.97
减：存货跌价损失				
营业费用	2988.86	6199.37	14694.37	121.73
管理费用	9814.02	17806.97	22721.71	52.16
财务费用	12444.03	12025.05	14767.33	8.94
三、营业利润	2554.64	-1359.60	31682.82	252.17
加：投资收益	4587.82	17557.79	7060.21	24.05
补贴收入	60.55	818.33	3723.68	684.20
营业外收入	375.47	131.20	642.04	30.77
其他			7.05	#DIV/0!
减：营业外支出	316.77	1227.50	1012.29	78.76
四、利润总额	7261.71	15920.22	42103.51	140.79
减：所得税	7059.53	13943.38	11776.35	29.16
减：少数股东损益	-6944.71	-7545.43	4777.69	--
加：未确认的投资损失	0.00			
五、净利润	7146.89	9522.27	25549.47	89.07
加：年初未分配利润	15304.22	21258.70	29307.48	38.38
其他转入数		1051.22		
减：合资企业提取奖福基金				
六、可供分配的利润	22451.11	31832.19	54856.95	56.31
减：提取法定盈余公积	794.94	1683.14	3075.78	96.70
提取法定公益金	397.47	841.57		-100.00
七、可供股东分配的利润	21258.70	29307.48	51781.17	56.07
减：应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	21258.70	29307.48	51781.17	56.07

附表 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	184314.48	269030.21	637179.93	85.93
收到的税费返还	4523.68	4835.62	7330.69	27.30
收到的其他与经营活动有关的现金	11462.22	7909.30	43518.63	94.85
现金流入小计	200300.38	281775.13	688029.25	85.34
购买商品、接受劳务支付的现金	120398.85	222695.88	422518.81	87.33
支付给职工以及为职工支付的现金	6438.73	8552.28	15927.41	57.28
实际支付的各项税费	27430.45	29053.56	67091.58	56.39
支付的其他与经营活动有关的现金	11323.65	35616.86	50164.42	110.48
现金流出小计	165591.68	295918.58	555702.23	83.19
经营活动产生的现金流量净额	34708.70	-14143.45	132327.02	95.26
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	102091.94	73329.66	116628.17	6.88
取得投资收益所收到的现金	24353.28	80254.10	11693.34	-30.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	5.60	254.37	174.75	458.62
收到的其他与投资活动有关的现金	2320.63	47376.11	53493.28	380.12
现金流入小计	128771.45	201214.24	181989.54	18.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	404133.36	255320.25	211654.97	-27.63
投资所支付的现金	93417.82	81458.80	100235.72	3.58
债权性投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金	31126.66	40691.77	98965.36	78.31
现金流出小计	528677.84	377470.82	410856.05	-11.84
投资活动产生的现金流量净额	-399906.39	-176256.58	-228866.50	-24.35
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	72603.57	27883.20	-21635.79	
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	448373.26	233386.80	414853.65	-3.81
收到的其他与筹资活动有关的现金	528.85	777.60	106002.40	1315.77
现金流入小计	521505.68	262047.60	499220.25	-2.16
偿还债务所支付的现金	196328.10	134930.26	308389.08	25.33
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润所支付的现金	11964.06	27963.86	10759.75	-5.17
偿付利息所支付的现金				
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	994.21	5225.29	29946.95	448.83
现金流出小计	209286.37	168119.41	349095.77	29.15
筹资活动产生的现金流量净额	312219.31	93928.19	150124.48	-30.66
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-52978.38	-96471.84	53585.00	--

附表 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务		0.73	24533.70	
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
其他		13213.73	48077.50	
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	7146.90	9522.27	25549.47	89.07
加: 少数股东损益	-6968.89	-7526.51	4678.71	--
计提的资产减值准备	139.06	3961.28	-2323.71	--
计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	42505.77	50958.84	79609.52	36.85
无形资产摊销	1382.87	880.70	1095.17	-11.01
长期待摊费用摊销	864.49	707.21	1332.05	24.13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	96.39	-3.90	245.27	59.52
待摊费用减少(减:增加)	-268.68	166.95	247.67	--
预提费用增加(减:减少)	1351.45	335.37	940.10	-16.60
固定资产报废损失	0.00	75.32	-0.98	
财务费用	14319.70	14783.17	7598.14	-27.16
投资损失(减:收益)	-5162.77	-7634.47	1928.10	--
递延税款贷项(减:借项)			13.78	
存货的减少(减:增加)	-5559.61	-24164.56	-2165.82	-37.58
经营性应收项目的减少(减:增加)	-14856.84	-39393.91	17794.11	--
经营性应付项目的增加(减:减少)	18204.52	-7897.68	24245.06	15.40
其他	-18485.67	-8913.54	-28459.62	24.08
经营活动产生的现金流量净额	34708.69	-14143.46	132327.02	95.26
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	209859.90	115275.65	159631.11	-12.78
减: 货币资金的期初余额	262433.28	211647.49	109246.12	-35.48
现金等价物的期末余额	100.00		3281.00	472.80
减: 现金等价物的期初余额	505.00	100.00	81.00	-59.95
现金及现金等价物净增加额	-52978.38	-96471.84	53585.00	--

附表 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 5 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成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。

企业主体长期信用等级的定义同长期债。

关于河南省建设投资总公司 2007 年 20 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年河南省建设投资总公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

河南省建设投资总公司应按联合资信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。河南省建设投资总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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注河南省建设投资总公司的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现河南省建设投资总公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如河南省建设投资总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至河南省建设投资总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送河南省建设投资总公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零七年四月六日