

河南省建设投资总公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: AA
评级展望: 稳定

债项

06 豫投债
10 亿元人民币, 2006/1/19~2016/1/19, AAA

07 豫投债 1
5 亿元人民币, 2007/5/17~2022/5/17, AAA

07 豫投债 2
15 亿元人民币, 2007/5/17~2027/5/17, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 6 月 25 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

杨茗茗
010-85679696-8880
yangmingming@lianheratings.com.cn

朱海峰
010-85679696-8861
zhuhf@lianheratings.com.cn

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

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

一、公司基本情况

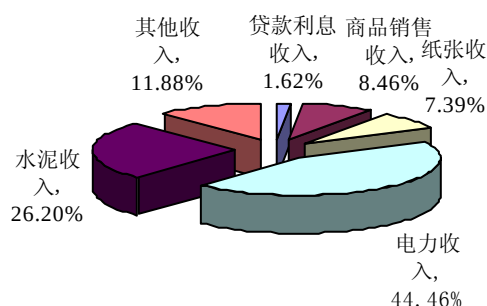
河南省建设投资总公司(以下简称“公司”)是根据河南省人民政府“豫政[1991]45 号”文《关于印发省体改委等部门〈河南省投资体制改革方案〉的通知》,于 1992 年 1 月成立的国有独资企业。公司隶属于河南省人民政府,由河南省发展和改革委员会代管。

公司主要依照国家产业政策和河南省发展规划,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。

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。

二、经营管理分析

图 1 公司 2006 年主营业务收入构成



2006 年公司实现主营业务收入 559737.46 万元,同比增长 95.89%。从主营业务收入构成

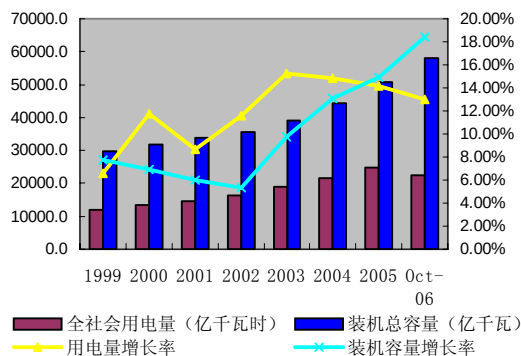
(图1)看,2006年公司电力收入占44.46%,水泥收入占26.20%,造纸收入占7.39%。公司以电力为主的多元化经营格局已经基本形成。

电力板块

(1) 行业概况

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(见图2)。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,同比增长15.1%;水电4167亿千瓦时,同比增长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2 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%,电力供需矛盾已有所缓解,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。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1。

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。

表1 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

2006年,公司电力板块实现销售收入248855.43万元,同比增长74.03%;主营业务利润率为8.18%,较2005年的5.49%增加较大,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将继续增大,其竞争力也将进一步增强,经营前景良好。

公路交通

(1) 行业概况

公路交通一直是国家优先鼓励发展和重点支持的行业,一直保持快速发展的态势。河南省地处中原,是我国的重要交通枢纽。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增长速度。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。河南省政府在“十一五”规划纲要中提出了“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”的发展规划，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

公司目前有“许平南”和“安阳—林州”两条高速公路（见表2），分别于2004年12月12日和2006年10月30日建成通车。

表2 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

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。由于该项目投资大、建设期较长，短期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性产业。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，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。

河南省是我国重要的水泥基地，省内水泥生产企业 260 家，平均企业规模 23.8 万吨，企业数量多，规模小。河南省政府计划淘汰全部机械立窑，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

公司现有控股水泥企业共 5 家，见表 3。公司所属水泥生产企业已全部实施新型干法生产工艺。

表 3 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

2006 年，公司水泥产量为 1005 万吨，同比增长 204.55%；实现销售收入 146625.29 万元，同比增长 280.55%。水泥板块已成为公司仅次于电力板块的重要收入来源。

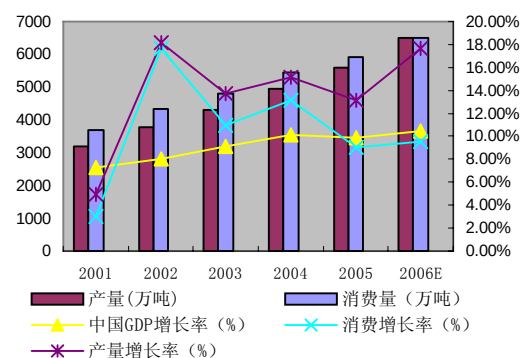
造纸板块

(1) 行业概况

随着社会文明建设的持续发展，纸品需求快速增长。

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。2006 年产量达到 6589 万吨，总消费量达到 6498 万吨。目前，我国是全球第二大纸品消费国，未来我国纸品需求仍具较大增长空间。

图3 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

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，行业集中度快速提升，竞争优势不断显现。

(2) 公司造纸板块经营状况

公司在造纸行业共有 3 个参控股项目，具体见表 4。

表 4 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 纸业公司	8.4	55	42012	2003 年

2006 年，公司造纸 10 万吨、纸浆 19 万吨。公司造纸板块实现销售收入 41367.04 万元，同比增长 40.36%。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 5。

表 5 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。

三、财务分析

截至 2006 年底，公司合并资产总额 2577632.36 万元，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%，公司的资产结构符合政府投资企业的特点。

截至 2006 年底，公司所有者权益 1204539.34 万元，以注册资本（49.81%）和资本公积（45.11%）为主，稳定性较好。

截至 2006 年底，公司负债总额 1141350.22 万元，比 2005 年增加了 35.70%。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。流动负债主要包括：短期借款（35.93%）、应付账款（27.28%）、其他应付款（19.36%）等。长期负债中，长期借款占 82.66%，应付债券占 14.78%。

2006年底公司资产负债率为44.28%，比上年有所提高。受投资活动增加的影响，近两年公司债务负担不断增加，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%，债务负担正常。

公司于2007年5月发行了20亿元企业债券。如不考虑其他因素，以2006年底的财务数据为基准，公司资产负债比率和全部债务资本化比率分别升至48.29%和42.73%，债务负担加重。

盈利能力分析

2006年，公司完成主营业务收入559737.46 万元，较2005年增长95.89%，主要来源于电力收入和水泥收入的大幅增加。2006年完成利润总额42104万元，同比增长164.47%。

2006年公司主营业务利润率为14.78%，较2005年有所增强。

2006年公司总资本收益率、净资产收益率分别为2.01%和2.12%，较2005年明显上升，但公司整体盈利能力仍然弱。

现金流量分析

随着公司经营规模的扩大,经营活动现金流入量有大幅增加,2006年度为分别达到688029.25万元,经营现金流量净额为132327.02万元,比上年增加146470.47万元。从收入实现质量上看,2006年公司现金收入比率为113.84%,公司收入实现质量提高。

投资活动方面,公司投资活动的现金流入量较大,但由于投资支出也较大,2006年为410856.05万元,所以投资活动产生的现金流量净额均为负值,且经营活动产生的现金流量不能满足投资支出,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。

偿债能力分析

从短期偿债指标看,2006年底公司流动比率和速动比率分别为116.31%和104.51%,基本处于正常水平,公司短期支付压力不大。从长期偿债能力指标看,2006年来公司EBITDA利息倍数为8.63倍,EBITDA对利息支付的保障能力较强;2006年来公司债务保护倍数为0.16倍,债务保护能力有所增强。总体看,公司偿债能力正常。

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13.39%,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。总体看,公司的融资能力较强。

四、债券及担保情况

06豫投债于2006年1月19日发行,采用固定利率形式,票面利率4.30%,期限为10年,每年付息一次,第一年度利息已经支付完毕。

06豫投债所筹10亿元资金全部用于“河南鹤壁电厂二期”和“安阳至林州高速公路”两个项目。上述项目新增装机/供热容量2×30万千瓦、公路路线51.989公里,涉及投资总额38.21亿元,本期债券筹资额占项目总投资的26.17%。债券募集资金项目投向与公司发债申请时的投向一致。

06豫投债由中国农业银行(以下简称“农行”)河南省分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。中国农业银行实行一级法人体制,本期债券的实际担保人为中国农业银行。经联合资信评估有限公司对农行的公开评级,农行主体长期信用等级为AAA pi。

公司于2007年5月发行了20亿元企业债券,包括15年期债券5亿元(07豫投债1)和20年期债券15亿元(07豫投债2)。该债券采取固定利率,15年期债券票面年利率为4.50%,20年期债券票面年利率为4.62%。

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。经联合资信评估有限公司对国家开发银行的公开评级,国家开发银行主体长期信用等级为AAA pi。

积极因素

- 1、公司作为河南省最大的地方性投资企业,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前期投入较大、投资回收期长的特点。

3、作为地方性政府投资企业，公司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。

附件 1 主要财务数据

项 目 (万 元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	209859.90	115275.65	159631.11	-12.78
应收款项净额	81689.11	58030.49	77024.26	-2.90
存货净额	23886.39	53394.42	54856.43	51.54
流动资产合计	562297.95	429765.33	540373.86	-1.97
资产总计	1990232.82	2186896.16	2577632.36	13.80
短期借款	81014.82	89092.82	166943.34	43.55
应付票据	25403.32	21323.1	16487.6	-19.44
应付帐款	50908.25	84115.44	126720.93	57.77
预收帐款	3390.39	9190.96	13111.38	96.65
其他应付款	17112.19	41912.44	89951.5	129.27
一年内到期的长期负债	46929.56	39620.9	28959.55	-21.45
流动负债合计	232056.9	302033.43	464584.91	41.49
长期借款	456852.56	521756.49	559396.07	10.66
应付债券			100000.00	
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
所有者权益合计	1121922.34	1139380.49	1204539.34	3.62
主营业务收入	193867.5	285739.66	559737.46	69.92
主营业务利润	27562.11	34569.25	82718.14	73.24
利润总额	7261.71	15920.22	42103.51	140.79
净利润	7146.89	9522.27	25549.47	89.07
销售商品、提供劳务收到的现金	184314.48	269030.21	637179.93	85.93
经营活动产生的现金流量净额	34708.7	-14143.45	132327.02	95.26
投资活动产生的现金流量净额	-399906.39	-176256.58	-228866.5	-24.35
筹资活动前现金流量净额	-365197.69	-190400.03	-96539.48	-48.59
筹资活动产生的现金流量净额	312219.31	93928.19	150124.48	-30.66
现金及现金等价物净增加额	-52978.38	-96471.84	53585	
EBITDA	66361.29	84733.40	140407.68	45.46
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数(次)	2.33	4.22	6.56	5.01
存货周转次数 (次)	6.85	4.63	8.56	7.04
总资产周转次数 (次)	0.10	0.13	0.22	0.17
主营业务利润率 (%)	14.22	12.10	14.78	13.86
现金收入比 (%)	95.07	94.15	113.84	104.18
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
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
资产负债率 (%)	35.45	38.46	44.28	40.77
流动比率 (%)	242.31	142.29	116.31	149.31
速动比率 (%)	232.02	124.61	104.51	136.04
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利息偿还能力(倍)	-25.46	-11.71	-5.93	-11.57
筹资活动前现金流量净额债务偿还能力(倍)	-25.46	-11.71	-5.93	-11.57

附件 2 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= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×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	
总资产收益率	(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 3 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。