

信用等级公告

联合[2018] 617 号

联合资信评估有限公司通过对河南投资集团有限公司及其拟发行的 2018 年度第三期中期票据的信用状况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

河南投资集团有限公司

2018 年度第三期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年四月十三日

评级业务专用章

101030046109

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国大保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

河南投资集团有限公司

2018年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 15 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还超短期融资券、银行借款和补充流动资金

评级时间: 2018 年 4 月 13 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	216.34	301.80	254.32	250.13
资产总额(亿元)	972.94	1151.39	1233.40	1369.45
所有者权益(亿元)	294.79	370.50	444.91	461.57
短期债务(亿元)	133.78	165.85	184.04	207.71
长期债务(亿元)	263.52	311.54	354.12	431.50
全部债务(亿元)	397.30	477.39	538.16	639.21
营业收入(亿元)	241.83	252.42	245.25	186.40
利润总额(亿元)	39.16	50.74	38.10	22.35
EBITDA(亿元)	68.92	84.79	68.45	--
经营性净现金流(亿元)	71.78	42.37	-40.14	4.18
营业利润率(%)	29.52	34.69	26.53	24.26
净资产收益率(%)	10.67	9.87	6.04	--
资产负债率(%)	69.70	67.82	63.93	66.29
全部债务资本化比率(%)	57.41	56.30	54.74	58.07
流动比率(%)	110.06	117.80	129.24	127.61
经营现金流动负债比(%)	17.50	9.02	-9.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.76	5.63	7.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	6.96	6.93	--

注: 1.2017 年三季度财务报表未经审计; 2.已将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务; 3.已将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。

分析师

张博 郭昊 王聪

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

河南投资集团有限公司(以下简称“公司”或“河南投资集团”)是河南省省属大型国有综合性投资公司之一。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司受政府支持力度大, 资产规模逐年增长, 在建拟建项目规模大为未来收入提供保障以及重大资产重组有利于提振下属上市公司业绩, 公司综合实力很强。同时联合资信也关注到, 公司电力板块盈利水平下滑, 债务规模增长较快, 未来存在一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度, 随着公司在在建拟建项目的投产以及公司重大资产重组的完成, 公司收入和利润规模有望提高, 联合资信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期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

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. 公司资产规模逐年增长, 经营相对稳定。
3. 随着在建和拟建项目的建成投产, 公司未来收入有望持续增长。
4. 公司进行重大资产重组, 有利于提振下属上市公司业绩。
5. 公司经营活动现金流入和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 受煤炭价格上升影响，公司电力板块盈利水平下降。
2. 公司债务规模增长较快，存在一定的偿债压力。
3. 公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度，资本支出规模大，存在较大的融资需求。

声 明

一、本报告引用的资料主要由河南投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

河南投资集团有限公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

河南投资集团有限公司(以下简称“公司”或“投资集团”)前身为成立于 1991 年的河南省建设投资总公司,是河南省人民政府所属的政策性国有独资投资公司,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,为国有独资公司。

公司于 2017 年 6 月 22 日发布重大公告称河南省政府以持有的公司的全部股权出资,拟组建河南投资控股集团有限公司(以下简称“河南投控”),注册资本金 120 亿元;待变更完成后,河南省政府拟授权河南省财政厅作为河南投控的出资人、行使股东职责,河南投控为公司的唯一股东,目前河南投控尚未完成工商注册。截至 2017 年 9 月 30 日,公司注册资本 120 亿元,隶属于河南省政府,由河南省发展改革委代管,代河南省政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省政府。

公司的经营范围: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 2017 年 9 月底,公司下属一级控股企业主要涉及电力、造纸、水泥、基础设施、金融、健康等 52 家,其中包括河南豫能控股股份有限公司(以下简称“豫能控股”,股票代码:001896.SZ)、河南同力水泥股份有限公司(以下简称“同力水泥”,股票代码:

000885.SZ)、河南安彩高科股份有限公司(以下简称“安彩高科”,股票代码:600207.SH)和中原证券股份有限公司(以下简称“中原证券”,股票代码:601375.SH)四家企业上市公司。

截至 2017 年 9 月底,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、法律事务部、党群工作部和纪检监察部十四个综合管理部门,以及金融管理部、产业管理部、资产管理部、基金管理部四个业务部门。

截至 2016 年底,公司(合并)资产总额 1233.40 亿元,所有者权益(含少数股东权益 187.50 亿元)为 444.91 亿元;2016 年公司实现营业总收入 245.25 亿元,利润总额 38.10 亿元。

截至 2017 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 1369.45 亿元,所有者权益(含少数股东权益 204.66 亿元)为 461.57 亿元;2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 186.40 亿元,利润总额 22.35 亿元。

公司注册地址:郑州市农业路东 41 号投资大厦;法人代表:刘新勇。

二、本期中期票据概况

公司为 DFI 发行,公司本期计划发行 2018 年度第三期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度 15 亿元,期限为 5 年,还本付息方式为按年付息,到期一次还本,本期中期票据募集资金用途为偿还超短期融资券、银行借款和补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，我国农业生产形势较好；在深入

推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，我国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所

回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）电力行业

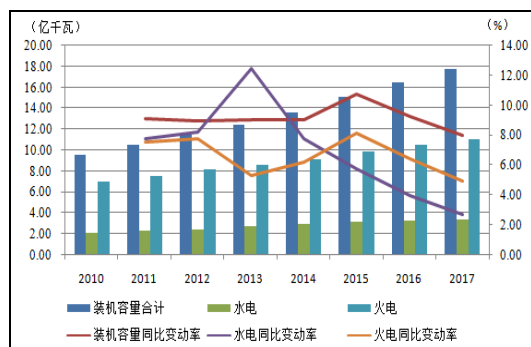
1) 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%、10.5%、68.7%和22.6%。可再生能源发电装机

约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

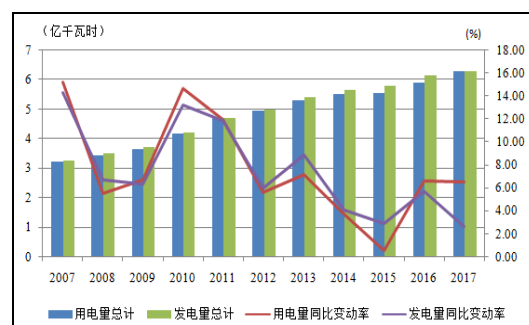
图1 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图2 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2) 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、

大唐、华电和国家电投四大国家收电集团联名向国家收改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降

低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，提出2018年1月1日之后投运于三类资源区的光伏电站，标杆电价分别降低至每千瓦时0.55元、0.65元和0.75元；2018年1月1日之后投运的分布式光伏发电，对“自发自用、余电上网”模式，全电量补贴标准降低为每千瓦时0.37元；同时政策中明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度将于2018年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对

此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3) 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机

力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》（以下简称《意见》），规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。截至目前，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司已完成合并重组，成立国家能源投资集团有限责任公司，其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合

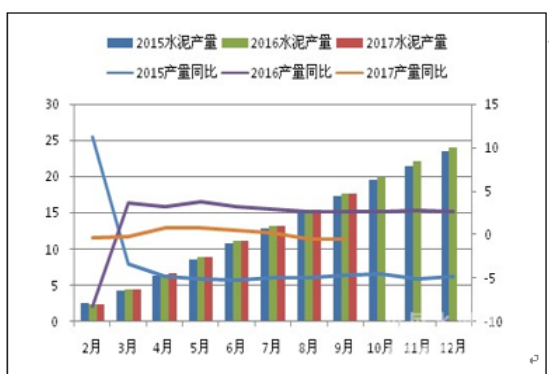
模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

（2）水泥行业

1) 行业概况

2016 年以来，在基础设施建设和房地产投资的支撑拉动下，水泥行业整体呈现弱复苏态势。2016 年，中国水泥产量 24.03 亿吨，同比增长 1.86%。2017 年以来，水泥产量同比增长速度相对往年来说更加平稳，1~9 月的水泥累计产量同比涨跌幅度一直保持在 1 个百分点之内，这一稳定的增速略低于 2016 年的水平，但远高于 2015 年的同比负增长。全国 2017 年前三季度共生产水泥 17.61 亿吨，同比小幅下滑 0.5%，比去年同期减少了 2.1 个百分点，2017 年全年水泥产量与去年基本持平在 24 亿吨左右的预期不变。

图 3 2015 年以来水泥产量及增速情况
(单位：%，亿吨)

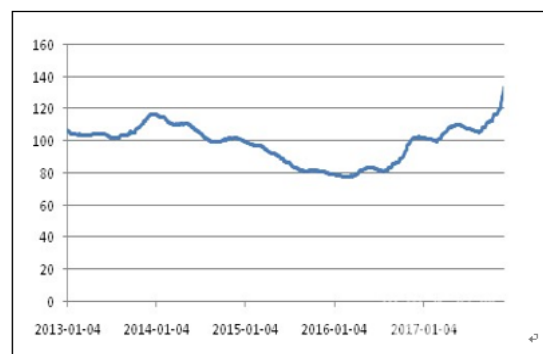


资料来源：国家统计局

水泥行业属于产能过剩行业，在相关政策的引导下，近几年新增产能不断下滑。2016 年工信部下达淘汰水泥落后产能任务为 5050 万吨，行业去产能还有待缺乏成本优势的小规模新型干法生产线加速出清，预计 2000 吨/天 (T/D) 以下的产能将在未来市场出清过程中首当其冲，2000-3000T/D 产能比重较高，产能出清压力较小。总体看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。逐月来看，2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨，进入 6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月份受 G20 华东部分地区限产和市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料煤炭价格上升以及交通部加大检查超载力度导致运输成本增加，水泥价格全面上涨。2017 年前三季度，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情持续好转。根据全国水泥价格指数和长江水泥价格指数可以看出，冬季市场淡季刚过，2017 年 3 月份开始全国水泥市场行情便迅速回升上扬，5 月底 6 月初达到顶峰后逐步平稳回落，8 月底开始市场行情再次起涨，并迅速超过上半年最高水平。

图 4 2013 年以来全国水泥价格指数走势



资料来源：国家统计局

据国家统计局统计，2016 年我国水泥行业实现收入 8764 亿元，同比增长 1.2%，实现利润 518 亿元，同比大幅增长 55%。产能利用率小幅上升至 68.10%。2017 年前三季度，水泥行业实现收入 7206 亿元，同比增长 19.94%，利润达到 579 亿元，同比增长 137%，利润水平已超过去年全年 518 亿水平。今年上半年水泥行业利润为 334 亿元，因此今年仅第三季度就实现利润 245 亿元。预计今年全年水泥行业将实现 800 亿左右的利润。

总体来看，2016 年以来水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，同时联合资信关注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

2)行业政策和关注

2016 年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

具体来看，2016 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 1 2016 年以来水泥行业相关政策

相关政策/文件	政策要点
《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34 号)	(1) 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。 (2) 污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限额的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。 (3) 支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，整合产权或经营权，优化产能布局，提高生产集中度，并结合联合重组、技术改造，优化生产要素配置，主动压减竞争乏力的过剩产能。
建材工业发展规划（2016—2020 年）	(4) 在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

3)行业发展

2018 年我国经济发展面临的压力仍不可忽视，在新形态下经济增速或将持续放缓，我国经济发展速度可能会出现稳中趋缓的态势。2017 年经济增速止跌企稳的一个重要原因是

随着全球经济的回暖，我国出口增速由负转正。同时，我国经济对投资拉动仍有较大的依赖，2017 年投资增速虽有放缓，但仍处于相对高位，这在一定程度上有力的支撑了今年我国的经济增长速度。而随着基数的不断扩大，

2018 年投资增长速度仍有较大概率会持续放缓，对明年经济发展拥有一定的下拉力。

水泥是一个高度依赖于宏观经济的周期性行业，经济增速的稳中趋缓同样会对水泥需求造成一定的压力。而目前我国水泥需求已经达到一个高位平台期，随着投资增速的持续放缓，再加上在经济转型的过程中，投资结构的进一步转变，都会造成水泥需求的逐步下滑。随着单位 GDP、单位固投水泥消费量的持续递减，预计 2018 年水泥需求在 23.4~23.9 亿吨之间，涨跌幅在-2%~-1%。

同时，供给端收缩有望进一步加快。新增产能释放越来越少，在严禁新增和产能置换要求的共同作用下，熟料产能在总量上已经得到控制，而随着去产能的逐步展开，目前的熟料产能有望逐渐减少。而随着大型水泥企业产业链的不断延伸，粉磨站生存空间越来越小，环保要求以及各地去产能计划等均会率先淘汰一批中小粉磨企业，水泥产能有望先于熟料得到大幅减少。同样，P.C32.5R 的逐步取消也对增加产能利用率、推动供给侧改革产生积极的作用。此外，排污许可证制度有望成为去产能的另一个抓手，淘汰部分水泥企业。

2017 年底，水泥价格已经达到一个较高的水平，12 月初全国 P.O42.5 级散装水泥均价已达到 430 元/吨上下，超过 2016 年同期 120 元/吨左右。较高的价格为 2018 年的市场行情开了一个好头，但也降低了来年价格上涨空间，反而增加了价格下滑的空间。好在水泥需求大概率会稳中趋缓，不会大幅下滑，而供给端对产量的控制越来越好，供需关系有望进一步改善，所以 2018 年价格大幅下滑的概率也较小，全年水泥价格有望持续高位平稳，预计月均价将会在 350~420 元/吨之间波动，振幅进一步缩窄。同样，由于 2018 年水泥价格有望继续维持在较高水平，行业效益也同样可期，2018 年行业利润有可能会冲击千亿目标。过去利润主要靠增加销量的情况会逐步减少，价格回到合理的空间后，节能降耗等控制成本

的能力或将对企业盈利发挥越来越大的作用。

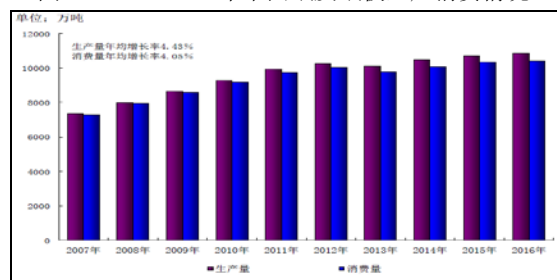
(3) 造纸行业

1) 行业概况

2016 年造纸行业生产运行状况基本保持平稳态势，产销基本保持平衡，经济指标完成情况好于上一年，行业筑底情势有所显现，但行业景气度仍没有明显复苏。

根据中国造纸协会数据显示，2016 年全国纸及纸板生产企业约 2800 家，全国纸及纸板生产量 10855 万吨，较上年增长 1.35%。消费量 10419 万吨，较上年增长 0.65%，人均年消费量为 75 千克（13.83 亿人）。2007~2016 年，纸及纸板生产量年均增长率 4.43%，消费量年均增长率 4.05%。

图 5 2007~2016 年中国纸及纸板生产消费情况



资料来源：中国造纸协会

细分产品方面，2016 年，随着白卡纸新增产能继续释放，目前国内白卡纸行业总产能达 1100 万吨；同时，随着主流纸厂持续限产，降低库存，并且逐月提价，白卡纸价格出现上涨，2016 年主流白卡纸价格到达 5450 元/吨，较 2015 年上涨 1000 元/吨。

据国家统计局统计数据，2016 年 1~12 月规模以上造纸生产企业 2757 家；主营业务收入 8725 亿元，同比增长 6.98%；利润总额 486 亿元，同比增长 28.74%；资产总计 10037 亿元，同比增长 0.51%；资产负债率 56.91%，较上年减少 1.83 个百分点；负债总额 5712 亿元，同比下降 2.98%；在统计的 2757 家造纸生产企业中，亏损企业有 316 家，占 11.46%。

2017 年以来，受宏观经济企稳以及物流行业快速发展等因素影响，主要纸种需求明显增

长,但受环保政策影响,造纸行业内企业限产情况相对严重,使得主要包装纸等主要纸种供不应求,造纸行业景气度回暖。1~8月份国内纸及纸板生产量为6534.42万吨,同比增长6.06%,增速明显回升。根据国家统计局的统计数据,截至2017年9月底,制浆造纸及纸制品业企业数量6636家,比去年同期减少41家。1~9月,全行业累计完成主营业务收入1.1767万亿元,同比增长14.28%;全行业累计利润总额739.31亿元,同比增长41.06%。

2018年,国家将继续坚持求取进步的基调,推行积极稳妥的财政政策,促进经济持续稳定发展。支持造纸业的许多行业也将刺激生产和消费。因此,2018年国内纸浆造纸及纸制品行业的生产和消费将持续到2017年的趋势,总产量和消费量仍将增加,整体工业生产经营将继续保持稳定。

总体看,随着供给侧改革和产业结构调整,部分产品产能结构性过剩问题将进一步改善。同时,随着环保政策的细化和部分地区产业结构的调整、区域结构、产品结构和市场结构的一些变化将为部分企业带来商机和发展机遇,同时加速行业洗牌。

2) 行业发展

造纸工业作为国民经济的基础原材料工业,在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下,行业仍具有较好的增长空间。但是,目前造纸行业集中度仍然不高,原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在,这将促使造纸企业继续进行大规模整合,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。

“十三五”期间,造纸行业将以调整为主线,包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整,提高发展的质量,用先进产能代替落后产能,提高经济效益,实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新,加快技术进步,加大国际合作,提高品牌知名度;通过调整布局、资源整合,提高产业集中度,

实现企业数量减少30%,主营业务收入争取达到500亿元。

未来,中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料,非木纤维为辅的多元化原料结构目标,同时与环境协调发展,充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件,形成合理的产业新布局。

(4) 金融板块

1) 证券业

目前中国证券公司盈利模式仍旧主要依靠传统业务,经纪业务和自营业务占其利润的80%以上,证券行业盈利波动周期性较大。而在市场环境恶化的情况下,经纪业务因其相对稳定的交易量和市场份额,为证券公司业绩提供了一定的支撑。在投资银行业务领域,企业的融资需求通常与证券市场波动的关联度较低,证券融资规模随证券市场波动的幅度较小,主要从事证券承销和财务顾问的投资银行业务收入也因而相对稳定。在市场创新的推动下,融资融券、资产管理等创新业务将在深度和广度上推动证券行业的持续发展。

2016年,证券公司收入和利润均呈放缓趋势。证券公司未经审计财务报表显示,129家证券公司全年实现营业收入3279.94亿元,各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)1,052.95亿元、证券承销与保荐业务净收入519.99亿元、财务顾问业务净收入164.16亿元、投资咨询业务净收入50.54亿元、资产管理业务净收入296.46亿元、证券投资收益(含公允价值变动)568.47亿元、利息净收入381.79亿元,实现净利润1234.45亿元,124家公司实现盈利。根据证券业协会数据,

2017年,131家证券公司实现营业收入3113亿元,同比下降5.1%,较中期提升3.4个百分点;实现净利润1130亿元,同比下降8.5%,较中期提升3.1个百分点。分业务来看,经纪、投行、资管、自营、信用业务同比增幅分别为

-22%、-26%、5%、51%、-9%。收入结构上，经纪、投行、资管、自营、信用业务分别占比26%、16%、10%、28%、11%。自营业务占比已经超过经纪业务，成为第一大收入来源。在信用业务需求提升的环境下，信用业务收入同比下滑9%，在于融资成本提升，券商利息支出提升。

总体看，中国证券市场受经济运行和政府政策变动等多种因素影响，周期性波动明显，2015年高速发展，2016年增长乏力，未来在“扶优汰劣”的行业政策下，优质券商将获得更多的业务机会和垄断利润。

2) 信托业

信托业作为中国金融子行业之一，具有较高的行业准入要求，中国银监会对信托公司的设立条件、最低注册资本、出资方式 and 出资人要求均设置了严格的限制和最低标准。对公司的内部治理、风险控制，董事、高级管理人员和执业人员的综合素养、专业性同样设有较高要求，具有明显的行业壁垒和准入门槛。近年来，随着国民经济稳步发展，自“一法三规”颁布后，信托业呈现良好的发展趋势。一方面，信托管理资产规模持续增长，行业地位和影响力显著提高；另一方面，信托行业整体收入水平稳步提升，各信托公司主业日渐明晰，经营利润持续增长，主动管理能力得到显著提升。信托业不仅可以跨越金融各领域，跨越各金融服务功能的特殊对象，还能跨越实体和虚拟经济，信托公司利用制度红利支持实体经济发展。自2007年以来，信托公司在转型创新的过程中，发挥主动管理能力，整合金融工具，使其成为创新类金融产品的孵化园。

伴随信托业蓬勃发展的是日益完善的监管体系。2007年，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式实施，与《信托法》共同构成新“一法两规”。2010年，银监会发布《信托公司净资本管理办法》，将信托业纳入资本金管理的监管范畴，中国信托业自此进入“一法三规”的时代。2014年中国

银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（即“99号文”）明确了信托公司“受人之托，代人理财”的金融服务功能，培育“卖者尽责，买者自负”的信托文化，推动信托公司业务转型发展，回归主业，将信托公司打造成服务投资者、服务实体经济、服务民生的专业资产管理机构。2015年，中国银监会单设信托监管部并颁布《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，专业化的监管对信托业发展产生推动作用，有助于信托业制度性建设的进一步完善。

(5) 公路交通板块

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。2016年底中国高速公路通车里程达13.10万公里，比上年末增加0.74万公里。截至2016年底，全国公路总里程达469.63万公里，比上年末增加11.90万公里，公路密度48.92公里/百平方公里，提高1.24公里/百平方公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.79%。

根据交通运输部发布的2016年交通运输行业发展统计公报显示，2016年全年完成公路建设投资17975.81亿元，比上年增长8.9%。其中，高速公路建设完成投资8235.32亿元，同比增长3.6%。普通国、省道建设完成投资6081.28亿元，增长14.0%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中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。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

公路运输经济运行状况与GDP增速高度

相关。2016 年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，2016 年全年，全国营业性客运车辆完成公路客运量 154.28 亿人、旅客周转量 10228.71 亿人公里，比上年分别下降 4.7%和 4.8%。全国营业性货运车辆完成货运量 334.13 亿吨、货物周转量 61080.10 亿吨公里，比上年分别增长 6.1%和 5.4%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2017 年全年货物运输总量 479 亿吨，比上年增长 9.3%。货物运输周转量 196130 亿吨公里，增长 5.1%。全年旅客运输总量 185 亿人次，比上年下降 2.6%。旅客运输周转量 32813 亿人公里，增长 5.0%。

2016 年 3 月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提交人大审核，提出要坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务、绿色化发展，建设国内国际通道联通、区域城乡覆盖广泛、枢纽节点功能完善、运输服务一体高效的综合交通运输体系；“十三五”期间，交通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建改建高速公路通车里程 3 万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。

2. 区域经济

根据《2017 年河南省国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，初步核算，全年全省生产总值 44988.16 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 4339.49 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 21449.99 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 19198.68 亿元，增长 9.2%。三次产业结构为 9.6：47.7：42.7，第三

产业增加值占生产总值的比重比上年提高 0.9 个百分点。人均生产总值 47130 元，比上年增长 7.4%。

全年财政总收入 5238.35 亿元，比上年增长 10.7%。一般公共预算收入 3396.97 亿元，增长 10.4%，其中税收收入 2329.00 亿元，增长 13.3%，占一般公共预算收入的比重 68.6%。一般公共预算支出 8224.66 亿元，增长 9.8%，其中民生支出 6389.86 亿元，增长 10.4%，占一般公共预算支出的比重 77.7%。区域经济的发展，为河南省高速公路行业提供了有利的发展环境。

全年全省全部工业增加值 18807.16 亿元，比上年增长 7.4%。规模以上工业增加值增长 8.0%。年末发电装机容量 7992.58 万千瓦，比上年末增长 10.7%。其中，火电装机容量 6601.29 万千瓦，增长 3.5%；水电装机容量 399.04 万千瓦，与上年末持平；并网风电装机容量 233.07 万千瓦，增长 124.0%；并网太阳能发电装机容量 703.46 万千瓦，增长 147.4%。

全年全省固定资产投资（不含农户，下同）43890.36 亿元，比上年增长 10.4%。在固定资产投资中，第一产业投资 2382.58 亿元，比上年增长 23.3%；第二产业投资 19172.70 亿元，增长 3.5%；第三产业投资 22335.07 亿元，增长 15.7%。基础设施投资 8831.39 亿元，增长 30.4%，占固定资产投资的比重 20.1%。民间投资 34276.03 亿元，增长 9.1%，占固定资产投资的比重 78.1%。工业投资 19190.97 亿元，增长 3.5%，占固定资产投资的比重 43.7%。

全年全省货物运输总量比上年增长 11.7%；货物运输周转量增长 11.2%。旅客运输总量下降 4.8%；旅客运输周转量增长 4.7%。机场旅客吞吐量增长 16.5%；机场货邮吞吐量增长 10.1%。年末全省铁路通车里程 5470.26 公里，其中高铁 1307.91 公里。高速公路通车里程 6522.63 公里。郑州—卢森堡“空中丝绸之路”每周 18 班全货机满负荷运行，中欧班列（郑州）全年开行 501 班，实现每周“去八回八”高

频次运营。

总体来看，河南省经济稳定发展，区位优势明显，客货运输持续增长，公路运输需求将随着社会经济的进一步发展继续保持快速增长趋势，省内高速公路建设发展空间较大。

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。作为省属主要的投资公司，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。

总体来看，河南省经济快速发展，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、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，截至2017年9月底，公司注册资本120亿元，隶属于河南省政府，由河南省发展改革委代管，代河南省政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省政府。

2. 企业规模与竞争力

公司是为了顺应国家投融资体制改革的

要求，促进河南省经济发展，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，公司是河南省地方经营性投资活动的主体，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、基础设施、金融等行业。截至2017年9月底，公司总装机容量1642.00万千瓦，权益容量708.65万千瓦，位居河南省电力市场第2位；控股水泥企业6家，熟料和水泥生产能力1240万吨/年和1830万吨/年，新型干法水泥总产能处于河南省内第3位，占河南省新型干法水泥产能的12%，2007年1月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13.37万亩；公司在浆纸行业共有4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60万吨，杨木化机浆年生产能力25.8万吨；公司控股运营高速公路3条，通车里程254.6公里；金融板块，公司控股和参股多家金融公司，控股的中原证券经营规模不断扩大、投资方式多样化，2014年作为第一大股东参与组建中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）。

总体看，公司作为河南省政府主要的综合投资公司，拥有较强竞争实力。

3. 人员素质

截至2017年9月底，公司拥有高级管理人员11名，其中总经理1名，副总经理3名，董事会秘书1名。

刘新勇先生，男，1963年出生，现任河南投资集团有限公司党委书记、董事长、总经理，中南财经大学博士研究生学历，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，河南投资集团有限公司党委副书记、副总经理、总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司本部共拥有在职员工 128 人，从专业构成看，高层管理人员占 8.59%，中层管理人员占 24.22%，普通员工占 67.19%。从学历结构看，硕士及以上学历占 60.94%，大学专科学历占 35.16%，大专以下学历占 3.91%。从职称构成看，高级职称占 35.94%，中级职称占 42.19%，中级以下职称占 21.88%。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成合理，能够满足日常经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，不设股东会，由河南省发展和改革委员会行使股东职责，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（以下简称“河南省国资委”）代表河南省政府委派。河南省发展和改革委员会作为公司的出资人和代管单位，审议和决策公司重大事项；公司董事会由 9 名董事组成，其中 8 名由河南省政府委派，1 名由职工民主选举产生。每届董事的任期为 3 年，董事任期届满，连派（选）可以连任。公司设总经理 1 人，设副总经理及总监若干人，总理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，负责公司日常经营管理。河南省国有资产监督管理委员会按照《国有企业监事会暂行条例》的有关规定，代表河南省人民政府向公司派驻监事会，依法行使监事会权利，对集团资产保值、增值状况进行监督。

总体看，公司法人治理结构健全，运行有效。

2. 管理水平

截至 2017 年 9 月底，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、法律事务部、党群工作部和纪检监察部十四个综合管理部门，以及金融管理部、产业管理部、资产管理部、基金管理部四个业务部门。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，建立了相应的内部控制制度。

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负责人进行调查后，经部门负责人和分管领导审查同意后交企业策划部评审，由企业策划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，公司内控制度较为健全，整体管理运作情况良好。

七、重大事项

董事长发生变动的公告

公司于 2018 年 2 月 27 日发布公告称：根据豫组干[2017]797 号文件《关于朱连昌同志退休的通知》，董事长朱连昌退休。根据豫政任[2018]36 号文件《河南省人民政府关于刘新勇任职的通知》，任命刘新勇为河南投资集团有限公司董事长。河南投资集团有限公司第二届董事会第一百四十四次临时会议同意刘新勇担任河南投资集团有限公司董事长职务。

联合资信认为本次人事变动属正常变动，对公司管理运营暂无重大影响。

公司重大资产重组的公告

同力水泥于 2017 年 5 月 19 日发布公告称，因控股股东河南投资集团有限公司筹划关于同力水泥出售或购买资产的重大事项，经同力水泥申请，同力水泥股票自 2017 年 5 月 8 日开市起停牌不超过 10 个交易日（不超过

2017 年 5 月 19 日），2017 年 5 月 24 日，河南省发改委批准了本次重大资产重组的总体方案。2017 年 7 月 5 日，河南投资集团第二届董事会第一百二十八次临时会议审议通过了本次重大资产置换相关方案的议案。2017 年 8 月 29 日，河南省国资委原则同意本次重大资产重组方案。本次重大资产重组整体方案为重大资产置换。同力水泥以其水泥制造业务相关资产与公司的高速公路资产进行等值置换，置换差额部分由同力水泥以现金方式向公司予以支付。拟置出资产包括：（1）同力水泥持有的九家子公司股权：驻马店市豫龙同力水泥有限公司（以下简称“豫龙同力”）70.00%股权、河南省豫鹤同力水泥有限公司（“豫鹤同力”）60.00%股权、洛阳黄河同力水泥有限责任公司（以下简称“黄河同力”）73.15%股权、新乡平原同力水泥有限责任公司（以下简称“平原同力”）100.00%股权、三门峡腾跃同力水泥有限公司（以下简称“腾跃同力”）100.00%股权、河南省同力水泥有限公司（以下简称“河南省同力”）100.00%股权、中非同力投资有限公司（以下简称“中非同力”）100.00%股权、濮阳同力建材有限公司（以下简称“濮阳建材”）100.00%股权、驻马店市同力骨料有限公司（以下简称“同力骨料”）62.96%股权；（2）“同力”系列商标权。

拟置入资产为公司持有的河南省许平南高速公路有限责任公司（以下简称“许平南高速”）100.00%股权。

2017 年 9 月 6 日，许平南高速 100.00%股权已过户至同力水泥名下并已办理完毕工商变更登记手续。截至 2017 年 9 月 25 日，同力水泥九家子公司股权已过户至公司名下并已办理完毕工商变更登记手续。截至 2018 年 3 月 8 日，“同力”系列商标尚未完成过户，预计后续变更不存在实质性障碍及无法实施的风险，联合资信将持续关注相关进展情况。

八、经营分析

1. 经营现状

公司前身为原河南省建设投资总公司，管理河南省的电力建设基金，投资了省内主要电

源项目；河南省财政厅承担的国债资金建设项目等也多由公司管理。目前公司已经形成了电力、水泥、造纸、金融、基础设施等多元化的经营格局。

表2 近年来公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力行业	65.70	28.33	27.80	67.33	27.06	33.24	77.04	32.42	19.93	66.01	36.63	3.34
造纸行业	34.79	15.00	15.27	34.17	13.73	12.07	34.17	14.38	13.61	31.18	17.30	21.72
水泥行业	39.06	16.85	23.97	31.91	12.82	24.73	30.40	12.79	26.70	28.75	15.95	36.02
基础设施	12.56	5.42	62.74	13.27	5.33	62.45	12.93	5.44	60.64	11.42	6.34	53.22
金融	37.67	16.25	71.03	61.44	24.69	76.90	38.15	16.05	71.31	19.14	10.62	88.13
健康生活	18.40	7.94	40.31	16.55	6.65	46.52	18.65	7.85	39.20	1.54	0.85	50.14
其他	23.69	10.22	13.52	24.17	9.71	-12.91	26.27	11.06	-5.58	22.18	12.31	13.20
合计	231.87	153.67	33.72	248.85	100.00	37.98	237.62	100.00	29.04	180.22	100.00	25.51

资料来源：公司提供

注：1.公司在计算主营业务收入合计数时，将利息收入和手续费及佣金收入并入金融板块计算，“其他”由合计数减去各个板块主营业务收入倒挤而出。2.此表计算的是主营业务收入，与财务报表营业总收入略有差异。

2014~2016 年，公司主营业务收入来自电力、造纸、水泥、基础设施和金融等板块，主营业务收入分别为 231.87 亿元、248.85 亿元、237.62 亿元。同期，综合毛利率分别为 33.72%、37.98%和 29.04%。其中，2015 年公司主营业务收入和毛利率均较高主要系金融板块收入和毛利率上升所致。

2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 180.22 亿元，为 2016 年全年的 75.84%。主营业务毛利率为 25.51%，较 2016 年下降 3.53 个百分点，主要系煤价高位运行公司电力板块毛利率大幅下降所致。

电力板块

经过十多年的发展，公司在电力行业的投资规模不断扩大，截至 2017 年 9 月底，公司总装机容量 1642.00 万千瓦，权益容量 708.65 万千瓦，位居河南电力市场第 2 位，其中：控股电力企业 2 家，可控装机容量 734.00 万千瓦，权益容量 478.67 万千瓦；参股电力企业 5 家，装机容量合计 908.00 万千瓦，公司权益容量 229.98 万千瓦。

表3 截至 2017 年 9 月底公司下属电力企业情况

（单位：万千瓦、%）

项目名称	装机容量	持股比例	权益装机容量
河南豫能控股股份有限公司	634.00	64.20	378.67
其中：南阳鸭河口	70.00	55.00	38.50
南阳天益	120.00	100.00	120.00
鹤壁鹤淇	192.00	97.15	186.53
新乡中益	132.00	100.00	132.00
鹤壁丰鹤	120.00	50.00	60.00
华能沁北	440.00	12.00	52.80
郑州新力	100.00	100.00	100.00
华能沁北	440.00	23.00	101.20
三门峡华阳	64.00	40.00	25.60
许昌龙岗	202.00	30.00	60.60
大唐信阳	98.00	1.00	0.98
大唐首阳山	104.00	40.00	41.60
合计	1642.00	--	708.65

资料来源：公司提供

注：豫能控股六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。

公司参控股电厂全部是火电机组，由于建设较早，在早期投入运营机组中，单机容量不大，近年公司不断加大大功率机组投资，关停容量以“压小上大”转移至新电力项目。濮阳豫能 2*660MW 项目和郑州豫能 2*660MW 项目目前正处于建设期。截至 2017 年 9 月底，公

司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 8 台，达 504 万千瓦，占可控容量的 68.66%。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。2014~2016 年，公司控股电力企业发电量分别为 221.09 亿千瓦时、219.63 亿千瓦时和 257.70 亿千瓦时，2016 年公司发电量快速上升，主要系 2015 年新乡中益、鹤壁鹤淇电厂机组投入运营。2014~2016 年，公司控股电力企业实际上网电量分别为 204.93 亿千瓦时、201.06 亿千

瓦时和 240.64 亿千瓦时。2016 年实际结算含税电价平均为 358.65 元/千千瓦时。2016 年以来，随着煤炭价格的上升，单位燃煤成本持续上升，2016 年控股电力企业单位燃料成本由上年的 136.47 元/千千瓦时上升至 155.52 元/千千瓦时。2017 年 1~9 月，公司控股电力企业完成发电量 193.19 亿千瓦时，为 2016 年全年水平的 74.97%；单位燃料成本平均为 219.20 元/千千瓦时，较 2016 年上升 40.95%，主要系煤炭价格上涨所致；实际上网电量为 181.00 亿千瓦时，实际结算含税电价平均为 369.94 元/千千瓦时，较 2016 年有所上升，单位售电毛利明显下降。

表 4 公司电力板块经营情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
装机容量（万千瓦）	1658.50	1670.50	1686.50	1642.00
权益装机容量（万千瓦）	718.32	763.45	754.27	708.65
发电量（亿千瓦时）	221.09	219.63	257.70	193.19
上网电量（亿千瓦时）	204.93	201.06	240.64	181.00
电价（含税）（元/千千瓦时）	439.83	411.28	358.65	369.94
平均利用小时数（小时）	4679.00	3748.00	3557.00	2632.00
供电平均煤耗（克/千瓦时）	325.10	313.64	313.99	312.86
脱硫率（%）	92.24	95.73	99.92	99.22
单位燃料成本（元/千千瓦时）	193.59	136.47	155.52	219.20

资料来源：公司提供

注：（1）装机容量：包含公司全资子公司、控股子公司及参股企业的总装机容量。（2）权益装机容量=装机容量乘以持股比例。（3）发电量=公司合并范围内的子公司装机容量乘以发电设备利用小时。

2014~2016 年，公司电力板块分别实现营业收入 65.70 亿元、67.33 亿元和 77.04 亿元，年均复合增长 8.29%，收入呈稳定增长趋势。其中，2016 年，公司电力板块实现收入 77.04 亿元，同比增长 14.42%，主要系 2015 年新乡中益、鹤壁鹤淇电厂机组投入运营所致。

毛利率方面，2014~2016 年，公司电力板块毛利率分别为 27.80%、33.24%和 19.93%，波动较大。其中，2015 年毛利率同比增长 5.44 个百分点，主要系 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所致。2016 年，随着煤炭价格的上升和

上网电价的下调，毛利率同比下降 13.31 个百分点至 19.93%，电力板块盈利能力弱化。

2017 年 1~9 月，公司电力板块实现营业收入 66.01 亿元，为 2016 年全年的 85.68%。2017 年 6 月全国火电标杆电价平均上涨了近 1 分/千瓦时，但是由于煤炭价格的上涨幅度更大，公司电力板块毛利率较上年底下滑 16.59 个百分点至 3.34%，电力板块盈利能力进一步下滑。

总体看，公司电力板块装机容量规模大，近年通过“压小上大”提升了公司电力资产质量；公司电力板块营业收入稳定增长，但受煤炭价格快速上涨影响，公司电力板块盈利能力

弱化。

水泥板块

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），完成水泥资产的整体上市，整合了集团控股水泥企业。2017年5月19日同力水泥启动重大资产重组，同力水泥持有的九家子公司股权置出，同力水泥的9家子公司由公司的三级子公司变成二级子公司。水泥板块主要运营主体为豫龙同力、豫鹤同力、黄河同力、平原同力、腾跃同力、河南省同力6家控股子公司。

目前，公司拥有熟料生产线9条（5条熟料生产线为5000t/d，2条为4500t/d，1条2500t/d，1条2000t/d），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）。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；公司生产的熟料主要用于自身水泥的生产。截至2017年9月底，公司熟料和水泥生产能力分别为1240万吨/年和1830万吨/年，新型干法水泥总产能处于河南省内第3位，占河南省新型干法水泥产能的12%。2007年1月，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。

公司下属水泥企业原材料主要为石灰石、电、煤：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。2014~2016年，公司下属水泥企业熟料产量实现不同程度下降，分别为1376.85万吨、1287.74万吨和1066.92万吨；同期水泥产量也逐年下降，分

别为1314.48万吨、1268.13万吨和1149.15万吨；同期熟料水泥销量也逐年下降，分别为1406.65万吨、1328.30万吨和1231.36万吨。

2017年1~9月，公司下属水泥企业熟料产量、水泥产量和销量分别为846.22万吨、877.71万吨和879.20万吨，占2016年全年的比例分别为79.31%、76.38%和71.40%。

表5 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
熟料标准煤耗(kg/t)	106.58	106.69	105.38	105.95
熟料电耗(kwh/t)	65.82	62.03	60.54	62.13
水泥分布电耗(kwh/t)	35.48	34.71	35.80	39.41
回转窑运转率(%)	85.67	81.69	67.10	68.94
熟料产量(万吨)	1376.85	1287.74	1066.92	846.22
水泥产量(万吨)	1314.48	1268.13	1149.15	877.71
水泥/熟料销量(万吨)	1406.65	1328.30	1231.36	879.20

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司水泥板块实现营业收入分别39.06亿元、31.91亿元和30.40亿元，年均复合下降11.78%。其中，2015年水泥板块同比下降18.33%，主要系区域市场竞争激烈公司产品价格下降以及销量下降共同影响所致。2016年，水泥板块实现营业收入同比下降4.73%，主要系公司根据政府安排自2016年11月9日开始停产至2017年1月2日造成水泥产量下降所致。

毛利率方面，2014~2016年，公司水泥板块毛利率分别为23.97%、24.73%和26.70%，呈逐年上升趋势。

2017年1~9月，水泥板块实现营业收入28.75亿元，毛利率为36.02%，较2016年底上升9.32个百分点，主要系水泥价格上涨所致。

总体来看，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，是公司主营业务收入来源之一。随着河南省基础设施建设的持续投入，公司水泥板块仍具有良好发展空间。

造纸板块

公司控股的造纸企业为大河纸业有限公司（持股 100%，以下简称“大河纸业”），大河纸业为管理型企业，不参与生产，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”）和驻马店市白云纸业有限公司（以下简称“白云纸业”）。

截至 2017 年 9 月底，公司成品纸生产能力已达到 60.00 万吨，化机浆（是化学机械浆的一种，即碱性过氧化机械浆）的生产能力已达到 25.80 万吨。

公司造纸行业采用以销定产的经营模式。2014~2016 年，公司成品纸产销量保持稳定，产量分别为 61.00 万吨、59.74 万吨和 59.32 万吨，销量分别为 59.13 万吨、60.32 万吨和 61.14 万吨。同期，化机浆产量分别为 25.69 万吨、22.04 万吨和 25.76 万吨，销量分别为 19.77 万吨、16.39 万吨和 19.29 万吨。

2017 年 1~9 月，成品纸和化机浆的销量分别为 46.60 万吨和 17.97 万吨。

表 6 近年来公司成品纸产销概况
(单位：万吨/年、万吨)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	61.00	59.74	59.32	45.46
销量	59.13	60.32	61.14	46.60

资料来源：公司提供

表 7 近年来公司化机浆产销概况
(单位：万吨/年、万吨)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产能	25.80	25.80	25.80	25.80
产量	25.69	22.04	25.76	23.75
销量	19.77	16.39	19.29	17.97

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司造纸板块营业收入保持稳定，分别为 34.79 亿元、34.17 亿元和 34.17 亿元。同期，公司造纸板块毛利率分别为 15.27%、12.07%和 13.61%，呈波动下降趋势。

2017 年 1~9 月，公司造纸板块实现营业收入 31.18 亿元，为 2016 年全年的 91.22%。同期，毛利率较 2016 年底提升 8.11 个百分点至 21.72%，主要系产品价格上涨所致。

公司对造纸板块运行效率低、负毛利的纸种进行调整，从 12 个大纸种 56 个克重，调整为 7 个纸种 30 个克重，优化了纸种结构，减少了过渡品，促进排产精细化，提高了纸机生产效率和产品毛利率。

综上所述，公司的纸业项目是河南省的重点项目，已经形成了规模化生产。随着产品价格的回升、产品结构的优化及成本控制的加强，盈利有望增长。

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（持股 20.98%）、中原信托（持股 46.43%），同时公司参股中原银行、郑州银行等。2017 年 1 月初，中原证券完成 A 股上市，目前是全国 10 家“A+H”股上市证券公司之一。2017 年 8 月 8 日，河南资产管理有限公司注册成立，注册资本 50 亿元，河南投资集团直接持股 39%，中原信托、中州蓝海（中原证券全资子公司）各持股 10%，颐城控股（投资集团全资子公司）持股 5%，河南资产管理有限公司是河南省内第二家地方资产管理公司。目前，公司已经形成了证券、信托、银行和资产管理等多种形式的金融投资方向，促进实业与金融业相结合，以实现两个平台互相补充、协调发展。

表 8 截至 2017 年 9 月底公司参控股金融企业情况

公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
中原银行股份有限公司	7.01	2000075
河南投资集团担保有限公司	100.00	100000
中原豫泽融资租赁（上海）有限公司	70.00	30000
河南资产管理有限公司	39.00	500000
中原资本国际控股有限公司	100.00	20000 美元
中原信托股份有限公司	46.43	365000
中原证券股份有限公司	20.98	392373
中富支付服务有限公司	100.00	20000
中原股权交易中心股份有限公司	10.00	35000
郑州银行股份有限公司	1.69	532193.19

资料来源：公司提供

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收入。中原证券为全国性综合类证券公司，目前业务覆盖投行业务 IPO/再融资、并购重组、借壳上市和三板业务等领域。中原证券已于 2014 年 6 月 25 日在香港 H 股成功上市（简称“中州证券¹”，股票代码“1375.HK”），发行 5.98 亿股，融资 15.01 亿港元。2016 年 12 月，中原证券首次公开发行 A 股 7 亿股，并于 2017 年 1 月 3 日在上交所上市。2017 年 2 月 16 日，中原证券注册资本变更为 39.24 亿元。截至 2016 年底，中原证券拥有 82 家营业部和 21 家分公司。2014~2016 年，中原证券营业收入分别为 18.08 亿元、40.04 亿元和 20.27 亿元，2016 年同比下降 49.38%，主要系经纪业务手续费净收入及自营投资业务收益减少所致。2014~2016 年，中原证券利润总额分别为 7.55 亿元、18.91 亿元和 9.75 亿元。2017 年 1~9 月，中原证券营业收入为 15.71 亿元，利润总额 5.43 亿元。

中原信托是中国银行业监督管理委员会核准的专业信托金融机构，截至 2016 年底，中原信托注册资本 36.50 亿元。截至 2016 年底，累计管理信托财产 4919 亿元，按时足额交付到期信托财产 3589 亿元，累计向客户分配信托收益 485 亿元，保持自主开发类信托理财产品到期本金兑付和预期收益实现率 100% 的优良记录。全部到期信托项目均实现信托目的。2014~2016 年，中原信托实现营业收入分别为 13.87 亿元、18.06 亿元和 14.99 亿元，同期利润总额分别为 10.63 亿元、10.96 亿元和 10.29 亿元。

2014~2016 年，公司金融板块实现营业收入分别为 37.67 亿元、61.44 亿元和 38.15 亿元。其中，2016 年，公司金融板块营业收入同比下降 37.91%，主要系金融行业行情下行，中原证券和中原信托收入均出现明显下滑；同期毛利率分别为 71.02%、76.90%和 71.31%。2017

年 1~9 月，金融板块实现营业收入 19.14 亿元，为 2016 年全年的 50.17%，毛利率为 88.13%。

总体看，金融行业具有一定的周期性，收入有较大的波动性，但毛利率高。

基础设施板块

公司于 2017 年进行重大资产重组，将河南省许平南高速公路有限责任公司（以下简称“许平南高速”）100%股权置入上市公司同力水泥中，因此许平南高速成为同力水泥的全资子公司，由公司的二级子公司变成三级子公司。

基础设施板块控股的企业包括河南城市发展投资有限公司（以下简称“城发投资”）和同力水泥。其中，城发投资为该板块的管理公司，代为管理基础设施板块企业。

城发投资主要业务范围为市政公用、环保、公益类、物流等城市基础设施项目的投资、开发、建设与运营。截至目前，公司已与郑州航空港区、鹤壁、长垣、许昌、漯河等地建立战略合作关系，承接并储备了一批优质 PPP 项目（重点 PPP 项目详见表 11）。项目领域涉及道路、基础设施改造、河道治理、地下综合管廊、自来水等方面。

同力水泥全资子公司许平南高速管理运营“许平南”、“安林”和“林长”三条通车高速公路，总长度为 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主干线相接，是中原地区通往大西南的一条重要通道。“许平南”高速路全长 163.75 公里，总投资 38.78 亿元，于 2004 年 12 月 12 日建成通车。“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，于 2006 年 10 月 30 日通车。2016 年，“许平南”高速实现通行费收入 9.94 亿元，较上年底略有下降，主要系小型车辆车流量增加、大型车辆车流量减少；“安林”高速公路通行费为

¹为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券

1.57 亿元，同比增长 97.39%；“林长”高速公路实现通行费收入为 0.96 亿元，同比增长 122.71%。

2014~2016 年，公司基础设施板块实现营业收入分别为 12.56 亿元、13.27 亿元和 12.93 亿元，收入保持稳定。同期毛利率分别为 62.74%、62.45%和 60.64%。“许平南”高速公路是该板块主要收入来源。2017 年 1~9 月，该板块营业收入和毛利率分别为 11.42 亿元和 53.22%，高速公路运营的盈利能力较强。

总体看，公司公路交通业务经营良好，随着车流量的增加以及未来 PPP 项目的逐渐落地，未来该板块将为公司带来稳定的收入和现金流。

健康生活板块

健康生活板块运营主体包括河南颐城控股有限公司（以下简称“颐城控股”）、林州市太行大峡谷旅游开发有限公司（以下简称“太行大峡谷”）、河南投资集团天地酒店管理有限公司（以下简称“天地酒管”）、农林企业（包括内黄林场、固始林场、濮阳农工商、扶沟林场、西华林场）、河南投资集团丹阳岛开发有限公司、河南绿原林产品有限公司、河南省林业厅物资站等。其中颐城控股作为板块管理公司，负责管理健康生活板块企业。

表 9 2016 年健康生活板块重点子公司财务概况

（单位：万元）

公司	主营业务	营业收入	利润总额
颐城控股	房地产开发经营和酒店管理	182824.39	20373.24
太行大峡谷	林州市太行大峡谷旅游景点的开发与管理	6039.17	-3361.69
天地酒管	酒店管理	5739.67	-1149.65

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司健康生活板块实现营业收入分别为 18.40 亿元、16.55 亿元和 18.65 亿元。同期，该板块毛利率分别为 40.31%、46.52%和 39.20%。

2017 年 1~9 月，公司健康生活板块实现营

业收入 1.54 亿元，为 2016 年全年的 8.26%，收入大幅较少主要系颐城控股没有新项目交付，未确认收入所致，同期毛利率 50.14%。

总体看，公司健康生活板块毛利率较高，但受颐城控股收入确认影响，该板块营业收入波动较大。

其他业务板块

该板块包括下属控股公司的工业企业和其他企业。该板块收入主要来自于安彩高科、河南安彩太阳能玻璃有限责任公司（以下简称“安彩太阳能”）和郑州拓洋实业有限公司（以下简称“拓洋实业”）等下属子公司。

安彩高科是 A 股上市公司，公司股票于 1999 年在上海证交所上市（股票代码：600207.SH）。国家重点高新技术企业，曾是中国最大的彩色玻壳生产基地。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 2016 年底，安彩高科资产规模 23.56 亿元，权益 19.38 亿元。2016 年，安彩高科实现收入 18.71 亿元，利润总额 0.15 亿元。

安彩太阳能成立于 2010 年 8 月，主营太阳能玻璃、节能玻璃的研发、生产和销售。截至 2016 年底，安彩太阳能资产规模 5.01 亿元，权益-4.91 亿元。2016 年，安彩太阳能实现收入 13.10 亿元，利润总额-2.20 亿元。

拓洋实业有限公司是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。公司的主要产品有 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 2016 年底，拓洋实业资产规模 4.75 亿元，权益 0.70 亿元。2016 年，拓洋实业实现收入 2.40 亿元，利润总额-0.84 亿元。

表 10 2016 年公司其他业务板块重点子公司财务概况
(单位: 亿元)

公司	资产	权益	收入	利润
安彩高科	23.56	19.38	18.71	0.15
安彩太阳能	5.01	-4.91	3.10	-2.20
拓洋实业	4.75	0.70	2.40	-0.84

资料来源: 公司提供

2014~2016 年, 公司其他业务板块分别实现营业收入 23.69 亿元、24.17 亿元、26.27 亿元。同期, 毛利率分别为 13.52%、-12.91%和 -5.58%。

2017 年 1~9 月, 公司其他业务板块实现营业收入 22.18 亿元, 为 2016 年全年的 84.43%, 毛利率为 13.20%, 较上年底毛利率提高 18.78 个百分点, 盈利能力大幅提高。

总体看, 公司其他业务板块营业收入比较稳定, 盈利水平明显提高。

2. 经营效率

2014~2016 年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数加权平均值

分别为 11.15 次、3.76 次和 0.27 次; 2016 年上述指标分别为 8.28 次、3.20 次和 0.21 次, 公司整体经营效率较高。

3. 主要投资项目及未来发展规划

主要投资项目

截至 2017 年 9 月末, 公司投资规模在 1 亿元以上的主要在建工程 16 个, 包括濮阳豫能 2*660MW 项目、郑州豫能 2*660MW 项目、兴县铁路集运专用线项目、豫北煤炭物流储备基地项目、基础设施板块 PPP 项目、自来水项目和登封市阳城养生苑项目等 (详见表 11), 合计总投资 231.93 亿元, 已经完成投资 119.11 亿元, 还需投资 112.82 亿元。

拟建项目方面, 公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度, 未来投资将集中在“唐伊线”方城-南召、社旗天然气支线工程、阿里云中部创业创新基地一期项目、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等工程上。2017~2019 年拟建项目预计投资总额 30.90 亿元。

表 11 截至 2017 年 9 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	具体项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源
1	河南豫能控股股份有限公司	濮阳豫能 2*660MW 项目	532130.00	517868.00	2015.10-2017.10	资本金 106426 万元, 银行融资 425704 万元
2	河南豫能控股股份有限公司	郑州豫能 2*660MW 项目	622394.00	158710.21	2016.05-2018.12	企业自筹 124000 万元, 银行融资 498394 万元
3	河南豫能控股股份有限公司	兴县铁路集运专用线项目	158998.00	55400.00	2016.9-2018.3	注册资本金 32869.1 万元, 银行融资 126101.9 万元。
4	河南豫能控股股份有限公司	豫北煤炭物流储备基地项目	122816.00	49876.00	2016.5-2017.6	企业自筹 24563.7 万元, 银行融资 98252.3 万元
5	鹤壁城发公路工程有限公司	S225 省道改扩建项目 (省财政厅 PPP 示范库项目)	54000.00	-	2017.4-2019.4	社会资本出资 36100 万元, 其中资本金 9025 万元, 银行融资 27075 万元
6	许昌城发公路开发建设有限公司	许昌国道 107 许昌境改建项目 (省财政厅 PPP 推介库项目)	262076.00	118756.00	2016.12-2018.11	资本金 65519 万元, 银行融资 196557 万元
7	长垣城发道路运营有限公司	长垣县 G327 至留晖大道新建工程 PPP 项目 (省财政厅 PPP 推介库项目)	54112.63	13197.00	2017.01-2018.06	资本金 16233 万元, 银行融资 37879.63 万元
8	长垣城发老	长垣县老城区基	41047.21	19000.00	2017.01-2019.01	资本金 8209.44 万元,

序号	涉及控股子公司	具体项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源
	城区改造有限公司	基础设施改造工程项目（省财政厅PPP推介库项目）				银行融资 32837.77 万元
9	长垣城发水环境整治有限公司	长垣水环境综合整治工程项目（省财政厅PPP推介库项目）	28909.63		2017.01-2018.06	资本金 8163 万元， 银行融资 20746.63 万元
10	长垣城发雨水管网有限公司	长垣县雨水管网工程项目（省财政厅PPP推介库项目）	15824.69		2017.01-2020.01	资本金 4490 万元， 银行融资 11334.96 万元
11	长垣城发供水管网有限公司	长垣县供水管网工程项目（省财政厅PPP推介库项目）	12024.95		2017.01-2020.01	资本金 3600 万元， 银行融资 8424.95 万元
12	郑州航空港百川生态治理工程有限公司	郑州航空港区梅河综合治理工程	99900.00	79970.00	2015.3-2017.3	资本金 18000 万元， 银行融资 62000 万元
13	郑州航空港展达公路工程有限公司	郑州航空港区会展路二期道路工程	83600.00	61500.00	2015.10-2017.9	自有资金 16720.00 万元、 银行融资 66880.00 万元
14	郑州航空港水务发展有限公司	第二水厂	65234.00	52325.00	2015.7-2017.10	资本金 45663.8 万元， 银行融资 19570.2 万元
15	郑州航空港水务发展有限公司	道路管网	133000.00	61005.12	2015.4-2020.12	2020 年前总投资 13.3 亿元，根据需求分期建设。资本金 93100 万元，银行融资 39900 万元。
16	河南颐城控股有限公司	登封市阳城养生苑项目	33200.00	18802.00	2016.7-2018.3	一期项目资本金 6500 万元， 银行融资 26700 万元
合计			2319267.11	1191080.33		--

资料来源：公司提供

表 12 截至 2017 年 9 月底公司主要拟建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资 (2017 年 3 月底)	未来投资计划			资金来源	
			2017 年	2018 年	2019 年	自有资金	银行贷款
“唐伊线”方城-南召、社旗天然气支线工程	44640	480	11270	33370	-	14043	30597
阿里云中部创业创新基地一期项目	249349	623.42	40443	98625	98625	74849	174500
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	26695	1200	20000	6695	-	10678	16017
合计	320684	2303	71713	138690	98625	99570	221114

资料来源：公司提供

注：拟建项目均未正式动工，主要投资为前期工作投入和设备订购预付款。

综上所述，2017~2019 年为公司项目投资的集中期，资金来源主要以银行贷款为主，未来存在较大的融资需求。

九、财务分析

1. 财务质量和财务概况

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该

财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年三季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，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）。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、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；2016 年新增 3 家子公司。2017 年 1~9 月，公司增加 1 家子公司。总体看，公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 1233.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益 187.50 亿元）为 444.91 亿元；2016 年公司实现营业总收入 245.25 亿元，利润总额 38.10 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 1369.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益 204.66 亿元）为 461.57 亿元；2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 186.40 亿元，利润总额 22.35 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 12.59%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 1233.40 亿元，同比增长 7.12%；其中流动资产占 45.74%，非流动资产占 54.26%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产规模不断增长，年均复合增长 11.78%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 564.15 亿元，同比增加 1.93%，流动资产主要包括货币资金（占比 28.82%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 14.96%）、其他流动资产（占比 18.57%）和存货（占比 10.74%）。

2014~2016 年，公司货币资金余额波动幅度较大，年均复合下降 0.96%。截至 2015 年底，公司货币资金为 234.35 亿元，同比增长 41.42%，主要系中原证券代理买卖证券款增加所致，其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金，受限资金为 9.29 亿元。截至 2016 年底，公司货币资金为 162.56 亿元，同比下降 30.63%，主要系公司购买商品接受劳务支付的现金和投资支付的现金大幅增加所致，其他货

币资金 7.14 亿元，主要系子公司的银行承兑汇票保证金。

2014~2016 年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产余额快速增长，年均复合增长 35.66%。截至 2016 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 84.37 亿元，主要为投资于债券的交易性金融资产（2016 年占 73.88%），公司交易性金融资产为中原证券和中原信托所持有。2016 年以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产同比增长 38.54%，主要系中原证券结构化主体（资产管理计划）合并范围变动所致。

2014~2016 年，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 38.33%。截至 2015 年底，公司买入返售金融资产为 68.27 亿元，同比大幅增长，主要由中原证券股份有限公司持有，为购买的债券和银行信贷资产。截至 2016 年底，公司买入返售金融资产同比下降 13.40% 至 59.12 亿元，主要系中原证券购买的证券。

2014~2016 年，公司应收账款不断增长，年均复合增长 12.40%。截至 2016 年底，公司应收账款为 23.88 亿元，同比增长 11.31%，已计提坏账准备 1.56 亿元（计提比例 6.53%）。采用账龄分析的应收账款余额中，账龄 1 年以内的占 91.85%。总体看，公司应收账款规模一般，账龄集中于 1 年以内。

2014~2016 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 9.51%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 60.58 亿元，同比增长 42.48%，主要系子公司地产项目增加 16.45 亿元所致；2016 年公司共计提存货跌价准备 0.92 亿元，主要系原材料和库存商品计提的跌价准备。

2014~2016 年，公司其他流动资产余额有所增长，年均复合增长 9.24%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 104.78 亿元，主要是存出保证金、短期委托贷款、融资融券业务融出资金和待抵扣税费，较 2015 年底增长 6.38%，主要系短期委托贷款增加所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模不断增长，年均复合增长 13.29%。截至 2016 年底，公司非流动资产 669.25 亿元，主要由可供出售金融资产（占 11.09%）、长期股权投资（占 15.46%）、长期应收款（占 10.04%）和固定资产（占 43.50%）构成。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产账面价值快速增长，年均复合增长 46.00%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产同比增长 59.18%，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大幅增加所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 74.22 亿元，同比增长 15.69%，主要由中原证券持有的资产管理计划投资和公司及子公司持有的不具有控制且没有公开活跃市场报价（公允价值不能可靠计量）的权益性投资、中原信托持有的信托项目投资等构成。

2014~2016 年，公司长期应收款余额快速增长，年均复合增长 47.28%。2015 年底同比增长 59.46%，主要系贷款及长期委托贷款的增加及新增 BT 项目所致。截至 2016 年底，公司长期应收款为 67.21 亿元，主要是贷款及长期委托款，同比增长 36.03%，主要系河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）对外债权投资 7.51 亿元以及公司基础设施板块 PPP 项目投资增加（包括同力水泥基础设施项目增加 5.36 亿元，城发公司国道 107 线改建工程增加 2.74 亿元）。同期，公司针对贷款计提减值准备 0.76 亿元，针对长期委托款计提减值准备 1.46 亿元。

2014~2016 年，公司长期股权投资账面价值不断增长，年均复合增长 13.42%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 103.47 亿元，同比增长 21.78%。公司长期股权投资主要以电力、能源、金融和民航产业为主，2016 年共获得现金红利 7.24 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产账面价值波动中有所增长，年均复合增长 10.91%。截至 2015 年底，公司固定资产同比增长 27.58%，主

要因为新乡中益电力项目由在建工程转入固定资产所致。截至 2016 年底，固定资产账面价值合计 291.13 亿元，同比减少 3.59%。以房屋及建筑物（占比 27.65%）、和机器设备（占比 53.70%）为主。2016 年公司固定资产累计计提折旧 211.72 亿元，计提减值准备 9.45 亿元，账面原值合计 512.30 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程账面价值波动下降，年均复合下降 15.92%。截至 2015 年底，公司在建工程为 13.57 亿元，同比下降 71.63%，主要系中益和鹤淇 2*600MW 机组工程项目转固所致。截至 2016 年底，公司在建工程为 33.82 亿元，同比增加 20.25 亿元，主要系濮阳豫能 2*660MW 项目、郑州豫能 2*660MW 项目和郑州航空港试验区第二水厂一期工程（同力水泥）投资增加所致。

2014~2016 年，公司其他非流动资产不断下降，年均复合下降 14.98%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 29.44 亿元，同比下降 19.66%，主要系尚未收回的河南省部分城商行不良资产包。

截至 2017 年 9 月底，公司总资产 1369.45 亿元，较 2016 年底增长 11.03%，从资产构成来看，流动资产占比 45.19%，非流动资产占比 54.81%。其中，存货较上年底增长 38.73%，主要系河南颐城控股有限公司增加约 25.22 亿元（其中马寨项目开发成本增加 11.00 亿元，康颂项目拍地 11.00 亿元）。买入返售金融资产较上年底增长 64.55%，主要系中原证券买断式金融资产规模增长所致；可供出售金融资产较上年底增长 40.36%，主要系中原证券增加 5.08 亿元，中原信托增加 18.70 亿元，河南资产管理有限公司增加 6.00 亿元所致；长期应收款较上年底增长 33.91%，主要系河南城市发展投资有限公司增加 23.25 亿元所致；在建工程较上年底增长 67.46%，主要系豫能控股增加 4.8 亿元，郑州豫能热电增加 2.55 亿元，濮阳豫能发电增加 14.41 亿元所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，货币资

金充裕，资产流动性较好；固定资产占比较高，与电力、水泥、造纸等行业特点相符。公司金融板块涉及的交易性金融资产、买入返售金融资产等科目受宏观金融环境影响较大。公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 22.85%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 444.91 亿元（含少数股东权益 187.50 亿元），归属于母公司所有者权益中，实收资本占 46.62%，资本公积占 23.09%，未分配利润占 19.59%，其他权益工具占 7.71%。其中，其他权益工具为 19.85 亿元，同比增加 9.93 亿元，系公司发行的附特殊条款的中期票据。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益 461.57 亿元（含少数股东权益 204.66 亿元），较上年底增长 3.74%，主要系少数股东权益增加所致。所有者权益结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司权益构成中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 7.83%。截至 2016 年底，公司负债总额 788.49 亿元，其中流动负债占 55.36%，非流动负债占 44.64%。

2014~2016 年，公司流动负债规模波动中有所增长，年均复合增长 3.16%。截至 2016 年底，公司流动负债合计为 436.52 亿元，主要包括短期借款（占比 14.15%）、卖出回购金融资产款（占比 12.85%）、代理买卖证券款（占比 23.75%）、其他流动负债（占比 11.99%）。

2014~2016 年，公司短期借款余额波动增长，年均复合增长 35.63%。截至 2015 年底，公司短期借款为 22.38 亿元，同比下降 33.32%，主要是公司通过其他融资手段来取代原有的短

期借款以降低财务成本所致。截至 2016 年底，公司短期借款为 61.75 亿元，同比增加 175.87%，主要系信用借款大幅增加所致。

2014~2016 年，公司卖出回购金融资产款波动幅度较大，年均复合增长 0.19%。截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款为 47.13 亿元，同比下降 15.65%，主要系融出资金债权收益权大幅下降所致。截至 2016 年底，公司卖出回购金融资产款为 56.08 亿元，同比增长 18.99%，主要系中原证券持有的证券和融出资金债权收益权增加所致。

2014~2016 年，公司代理买卖证券款波动中有所增长，年均复合增长 3.60%。截至 2016 年底，公司代理买卖证券款为 103.68 亿元，同比下降 30.26%，主要系 2016 年证券市场行情下行，中原证券持有的代理买卖证券款大幅减少所致，其中个人客户占 96.89%。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动中有所下降，年均复合下降 5.86%。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 52.35 亿元，同比下降 33.84%，主要系 2016 年公司短期融资券和超短期融资券大幅减少所致。

2014~2016 年，公司非流动负债规模不断增长，年均复合增长 14.62%。截至 2016 年底，公司非流动负债 351.98 亿元，同比增长 13.16%，主要由长期借款（占比 60.05%）和应付债券（占比 32.99%）构成。

随着公司行业收购、项目建设规模的扩大，公司对中长期资金的需求旺盛，2014~2016 年，公司长期借款余额不断增长，年均复合增长 13.45%。截至 2016 年底，公司长期借款 211.36 亿元，同比增长 20.55%，主要系公司及子公司颐城控股长期借款增加。

2014~2016 年，公司应付债券余额快速增长，年均复合增长 16.28%。截至 2016 年底，公司应付债券 116.13 亿元，同比增长 1.83%，主要系公司子公司中原证券发行 25 亿元“16 中原 01”和 15 亿元“16 中原 02”次级债券所致。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 907.87

亿元，较 2016 年底增长 15.14%，主要系公司短期借款和长期借款增加所致。从结构来看，截至 2017 年 9 月底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 53.42%和 46.58%。

有息债务方面，将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。从债务规模看，公司全部债务快速增长，年均复合增长 16.38%。截至 2016 年底，公司全部债务 538.16 亿元，同比增长 12.73%，其中短期债务和长期债务分别占 34.20%和 65.80%，以长期债务为主；截至 2017 年 9 月底，公司债务规模 639.21 亿元，较上年底增长 18.78%，其中，短期债务占比 32.49%，长期债务占比 67.51%，债务结构较上年底变化不大，以长期债务为主。

从债务指标看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年下降，三年加权平均值分别为 66.25%、55.74%和 45.30%。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.93%、54.74%和 44.32%。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.29%、58.07%和 48.32%。

总体看，公司所处的电力、交通、水泥等行业多为资本密集型行业，需要大量资本支出，有息债务规模持续增长，并以长期债务为主，债务结构较为合理。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入有所波动，年均复合增长 0.71%，其中 2016 年公司实现营业收入 245.25 亿元，同比下降 2.84%，主要系金融板块收入大幅下降所致。2014~2016 年，公司营业成本有所波动，年均复合增长 2.77%，其中，2016 年公司营业成本同比增加 15.80%。2014~2016 年，公司营业利润率三年加权平均值为 29.57%，其中 2016 年由上年的 34.69%下

降至 26.53%，主要系营业收入下降和营业成本大幅增加所致。

2014~2016 年，公司期间费用波动幅度较大，年均复合下降 2.09%。2016 年，公司期间费用为 40.64 亿元，同比下降 18.59%，占营业总收入的 16.57%。公司控制期间费用能力有待加强。

非经常损益方面，2014~2016 年，公司公允价值变动损益分别为 1.12 亿元、0.56 亿元和 -0.61 亿元。同期，投资收益分别为 17.62 亿元、23.35 亿元和 18.26 亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益和持有以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产持有期间取得的投资收益；同期营业外收入分别为 5.24 亿元、4.90 亿元和 3.97 亿元，主要由政府补助构成。同期非经常性损益占利润总额比例分别为 61.22%、56.79%和 56.73%，非经常性损益对利润总额的影响大。2014~2016 年，公司利润总额 39.16 亿元、50.74 亿元和 38.10 亿元，其中，2015 年，公司利润总额同比增长 32.87%，主要系近电力和金融板块盈利增强所致；2016 年，公司利润总额为 38.10 亿元，同比下降 24.91%，主要系公司电力板块毛利率下降以及金融板块收入大幅下降所致。

从盈利指标来看，公司净资产收益率和总资产收益率逐年下降，三年加权平均值分别为 8.12%和 4.53%，2016 年，同比分别下降 3.83 个百分点和 1.80 个百分点至 6.04%和 3.64%。总体看，公司整体盈利能力弱化。

2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 186.40 亿元；实现利润总额 22.35 亿元；同期，营业利润率为 24.26%，较 2016 年底下降 2.27 个百分点。

总体看，公司营业总收入有所波动，主业盈利能力弱化，公司整体盈利能力减弱。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 372.28 亿元、293.09 亿元

和 316.97 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 300.50 亿元、250.71 亿元和 357.11 亿元。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 71.78 亿元、42.37 亿元和 -40.14 亿元，2016 年较上年减少 82.51 亿元，其中，中原信托减少 31.91 亿元，主要是因为业务发展，本年发放贷款较上年增加 14 亿元，以及本年偿还上年收到的信托业保障基金提供的流动性支持 6 亿元；电力板块减少 26.12 亿元，主要是因为煤价上涨、电价下调、单位利用小时数下降，造成电力板块企业经营活动产生的现金流量净额减少；中原证券减少 16.40 亿元，主要是受证券市场行情影响，代理买卖证券支付的现金净额增加；颐城控股减少 11.94 亿元，主要是因为开发项目前期土地及工程支出增加。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 259.45 亿元、126.85 亿元和 146.19 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 341.46 亿元、177.73 亿元和 216.97 亿元。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -82.01 亿元、-50.88 亿元和 -70.78 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 294.30 亿元、361.70 亿元和 331.33 亿元。同期，公司筹资活动现金流出分别为 215.56 亿元、287.09 亿元和 260.05 亿元，2016 年较上年减少 27.04 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 78.75 亿元、74.61 亿元和 71.28 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.18 亿元。投资活动产生的现金流量净额为 -104.62 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 80.49 亿元。

总体看，2016 年以来，公司经营活动现金流入和经营活动现金流量呈逐年下降趋势，且 2016 年经营活动现金流量呈净流出状态；考虑到公司未来将加大电力、能源、基础设施等优势产业投资力度，在建和拟建项目将在未来两

年进入集中建设、投入期，公司经营活动现金流量净额无法覆盖投资活动支出，公司存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，公司流动比率和速动比率逐年增长，2014~2016 年三年加权平均值分别为 121.97% 和 109.85%，2016 年分别为 129.24% 和 115.36%。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 127.61% 和 110.28%，较 2016 年底均有所下降。受经营活动净现金流影响，近三年公司经营现金流动负债比波动较大，分别为 17.50%、9.02% 和 -9.20%，经营性净现金流对流动负债的保障能力较弱。考虑到公司货币资金充裕，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.10 倍、6.96 倍和 6.93 倍，EBITDA 对利息覆盖能力强。同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.76 倍、5.63 倍和 7.86 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。总体看，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，公司是河南省地方经营性投资活动的主体，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位，公司整体偿债能力较强。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 9 月底，公司在各家银行授信总额度为 1019.97 亿元，其中已使用授信额度 404.66 亿元，尚余授信 615.31 亿元。公司间接融资渠道畅通。公司拥有四家上市公司，直接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码证为 G1041010500017410Y），截至 2018 年 3 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是河南省国有独资综合性投资公司，下属的电力、水泥、造纸等业务处于河南省同行业前列，政府支持力度大。近年来，公司资产规模不断扩大，综合实力有所增强。总体来看，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据额度为15亿元，占2017年9月底公司调整后长期债务和全部债务的比重分别为3.48%和2.35%，对公司现有债务结构影响不大。

截至2017年9月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.29%、58.07%和48.32%。本期中期票据发行后，考虑到公司已经发行的2018年第一期中期票据10亿元和2018年第二期中期票据10亿元，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至67.13%、59.36%和50.27%。考虑到2018年第一期中期票据、2018年第二期中期票据和本期中期票据中部分借款将用于偿还银行借款和超短期融资券，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的24.82倍、19.54倍和21.13倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的4.79倍、2.82倍和-2.68倍；经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力强。

2014~2016年，公司EBITDA波动增长，分别为本期中期票据发行额度的4.59倍、5.65倍和4.56倍。EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

考虑到公司发行的2018年第二期中期票据10亿元，期限3+2年期，在第3个计息年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回

售选择权，假设在第三年末投资者全部选择不回售，2018年第二期中期票据将在2023年到期。同时本期中期票据期限5年，也将于2023年到期。2023年公司合计需要偿还债券25亿元。2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为这两期中期票据的14.89倍、11.72倍和12.68倍。同期公司经营活动现金净流量分别为这两期中期票据的2.87倍、1.69倍和-1.61倍。经营活动产生的现金流入量对这两期中期票据保障能力强。

2014~2016年，公司EBITDA波动增长，分别为这两期中期票据的2.76倍、3.39倍和2.74倍。EBITDA对这两期中期票据的保障能力较强。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度强。

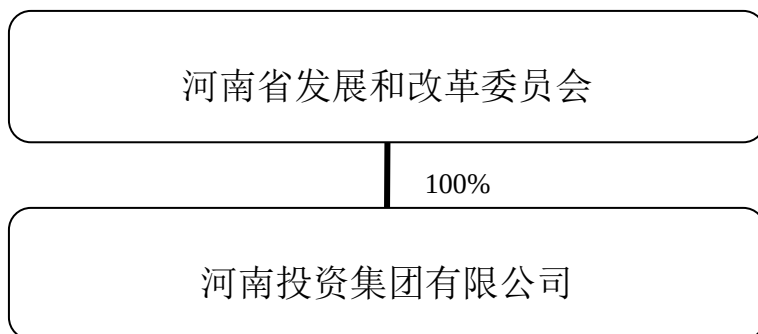
十一、结论

公司是河南省省属大型国有综合性投资公司之一。近年来，公司受政府支持力度大，资产规模逐年增长，在建拟建项目规模大为未来收入提供保障以及重大资产重组对下属上市公司业绩提振等，公司综合实力很强。此外，公司电力板块盈利水平下滑，债务规模增长较快存在一定的偿债压力，未来存在一定的资本支出压力等因素也对公司信用水平带来了一定的不利影响。

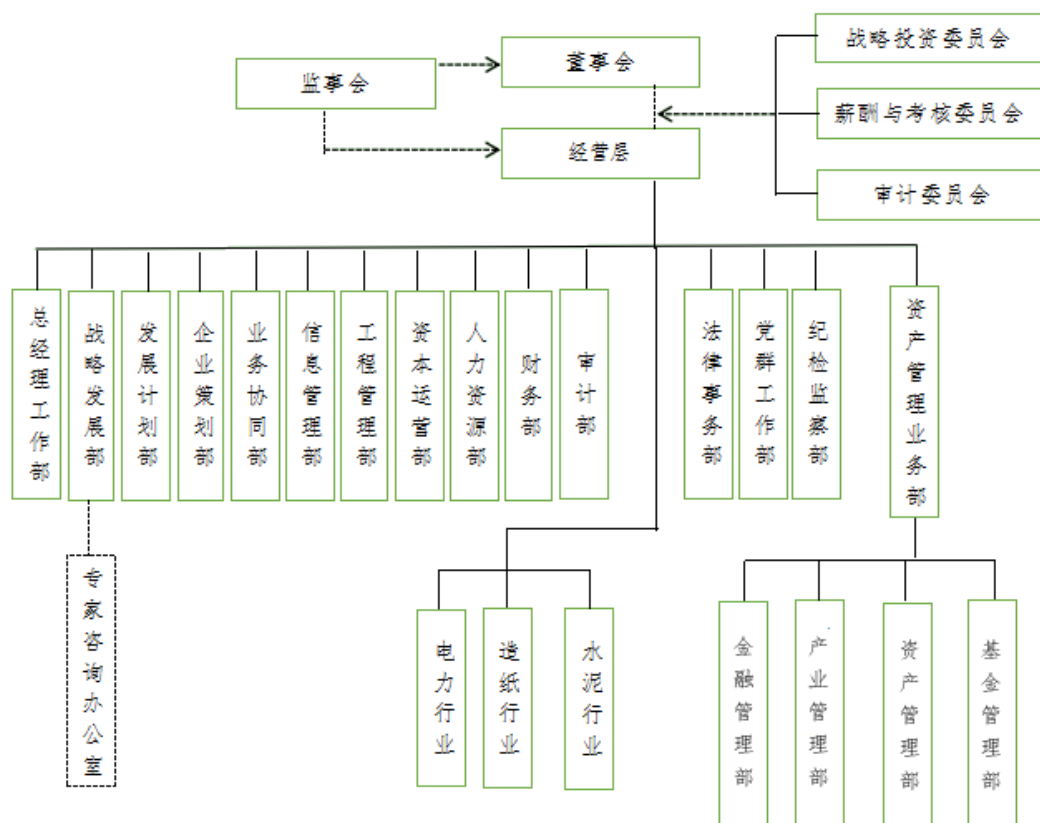
未来，公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度，随着公司在在建拟建项目的投产以及公司重大资产重组的完成，公司业绩有望继续保持良好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2017 年 9 月底公司纳入合并范围内子公司情况

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
电力	河南豫能控股股份有限公司	投资管理以电力生产为主的能源项目	85527.60	60.52
	鹤壁万和发电有限责任公司	电力生产经营、电力项目开发等	19537.58	100.00
	河南投资集团燃料有限责任公司	技术、咨询服务、机械电子设备、采制化设备的销售	5000.00	100.00
	濮阳龙丰热电有限责任公司	供电、供热等	6050.00	100.00
	郑州热电厂	批发、零售：粉煤灰及制品等；电机变压器修理	3144.00	100.00
	郑州新力电力有限公司	电力、热力及相关产品的生产与销售	73379.00	100.00
	濮阳豫能发电有限责任公司	承担2X600MW级发电机组项目建设	69050.00	100.00
	郑州豫能热电有限公司	热电技术研发及发电项目运营	20000.00	100.00
造纸	大河纸业有限公司	纸品、纸浆、中高密度板的销售	54882.70	100.00
水泥	河南同力水泥股份有限公司	水泥熟料、水泥及制品的销售等	47479.93	56.19
	河南省豫南水泥有限公司	水泥生产销售	25643.08	60.15
	驻马店市豫龙同力水泥有限公司	水泥熟料、水泥及制品的销售等	57194.02	70.00
	驻马店市同力骨料有限公司	骨料、水泥及水泥制品等的生产、销售、运输	3764.00	62.96
	洛阳黄河同力水泥有限责任公司	水泥熟料、水泥及水泥制品生产销售	46212.11	73.15
	三门峡腾跃同力水泥有限公司	水泥生产及销售，熟料、石料销售	39000.00	100.00
	中非同力投资有限公司	实业投资、项目投资、投资咨询	6122.00	100.00
	河南省同力水泥有限公司	水泥的生产和销售	20596.000287	100.00
	河南省豫鹤同力水泥有限公司	水泥、水泥熟料及水泥制	16979.08	60.00

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
		品生产与销售		
	新乡平原同力水泥有限责任公司	水泥粉磨、水泥熟料制造、销售	26870.00	100.00
	濮阳同力建材有限公司	粉煤灰深加工产品的制造、销售	2950.00	100.00
基础设施	河南城市发展投资有限公司	机电设备进出口及租赁、厂房的投资建设及租赁	5000.00	100.00
金融	中原证券股份有限公司	证券经纪; 证券投资咨询; 证券承销与保荐; 证券自营等	392373.47	27.71
	中原信托有限公司	信托业务	365000.00	48.42
	河南资产管理有限公司		500000.00	40.00
	北京新安财富创业投资有限责任公司	创业投资业务; 创业投资咨询业务等	20000.00	98.00
	河南创业投资股份有限公司	投资; 投资咨询, 中介服务。	10500.00	61.90
	河南中原海云股权投资基金管理有限公司	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务。	4000.00	49.00
	河南投资集团担保有限公司	担保业务	100000.00	100.00
	中富支付服务有限公司	非金融机构支付服务; 有关后勤服务	20000.00	100.00
	河南投资集团汇融基金管理有限公司	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务	5000.00	100.00
	河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金(有限合伙)	从事非证券类股权投资活动及相关咨询服务	69000.00	100.00
	中原豫泽融资租赁(上海)有限公司	融资租赁业务	21000.00	100.00
	中原资本国际控股有限公司	投资	\$20000.00	100.00
	北京雨韵和丰创业投资管理有限公司	投资管理、投资咨询	1000.00	45.00
健康生活	河南颐城控股有限公司	房地产开发经营	120000.00	100.00
	河南投资集团天地酒店管理有限公司	酒店管理	2000.00	100.00
	河南投资集团丹阳岛开发有限公司	房地产开发; 企业形象策划; 会议会展服务	2000.00	100.00
	河南绿原林产品有限公司	农林产品种植、批发、零售; 房地产租赁经营	1001.00	100.00

行业	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
	河南省林业厅物资站	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	132.28	100.00
	河南内黄林场	林木种苗生产供应等	2746.56	100.00
	河南省国有固始林场	林木种苗生产供应	148.25	100.00
	濮阳市农工商总公司	粮食、蔬菜、瓜果、林木的种植与销售	592.45	100.00
	国有扶沟林场	森林培育与经营	16.29	97.15
	河南省国有西华林场	林木种苗生产供应等	48.54	100.00
其他	河南安彩高科股份有限公司	光伏玻璃的生产和销售、天然气输送管网建设的管理	86295.60	47.26
	河南安彩太阳能玻璃有限责任公司	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	24000.00	100.00
	河南新能硅业科技有限责任公司	涂料用产品研发、销售	6000.00	100.00
	郑州拓洋实业有限公司	食品添加剂、维生素C的生产	3750.00	60.00
	河南投资集团资产管理有限公司	委托资产管理、土地收购、土地资产管理与处置	15000.00	100.00
	河南省立安实业有限责任公司	普通机械、电器设备、建筑材料等的销售	2110.00	100.00
	河南省发展燃气有限公司	天然气的投资建设管理：城市燃气投资建设。	23000.00	100.00
	河南省科技投资总公司	科技、实业投资，投资咨询	5400.00	100.00
	河南兴豫人力资源管理有限公司	职业中介，就业指导，职业供求信息服务，人力资源管理咨询服务	100.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	216.34	301.80	254.32	250.13
资产总额(亿元)	972.94	1151.39	1233.40	1369.45
所有者权益(亿元)	294.79	370.50	444.91	461.57
短期债务(亿元)	133.78	165.85	184.04	207.71
长期债务(亿元)	263.52	311.54	354.12	431.50
全部债务(亿元)	397.30	477.39	538.16	639.21
营业总收入(亿元)	241.83	252.42	245.25	186.40
利润总额(亿元)	39.16	50.74	38.10	22.35
EBITDA(亿元)	68.92	84.79	68.45	--
经营性净现金流(亿元)	71.78	42.37	-40.14	4.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.28	9.77	8.28	--
存货周转次数(次)	3.08	3.37	3.20	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.24	0.21	--
现金收入比(%)	133.07	90.98	98.99	104.28
营业利润率(%)	29.52	34.69	26.53	24.26
总资本收益率(%)	6.01	5.46	3.64	--
净资产收益率(%)	10.67	9.87	6.04	--
长期债务资本化比率(%)	47.20	45.68	44.32	48.32
全部债务资本化比率(%)	57.41	56.30	54.74	58.07
资产负债率(%)	69.70	67.82	63.93	66.29
流动比率(%)	110.06	117.80	129.24	127.61
速动比率(%)	97.75	108.75	115.36	110.28
经营现金流动负债比(%)	17.50	9.02	-9.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.10	6.96	6.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.76	5.63	7.86	--

注：1.2017 年 3 季度财务数据未经审计；

2.已将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务；

3.已将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 河南投资集团有限公司 2018 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

河南投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

河南投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对河南投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，河南投资集团有限公司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投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现河南投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对河南投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如河南投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对河南投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与河南投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。