

信用等级公告

联合[2019] 354 号

联合资信评估有限公司通过对河南投资集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的河南投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据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 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年二月十九日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

河南投资集团有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行额度: 20 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“18 豫投资 SCP002”

评级时间: 2019 年 2 月 19 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	301.80	254.32	239.51	294.38
资产总额(亿元)	1151.39	1233.40	1388.48	1580.49
所有者权益合计(亿元)	370.50	444.91	468.18	485.71
短期债务(亿元)	165.85	184.04	215.03	191.08
长期债务(亿元)	311.54	354.12	409.01	506.50
全部债务(亿元)	477.39	538.16	624.04	697.58
营业收入(亿元)	252.42	245.25	283.26	223.17
利润总额(亿元)	50.74	38.10	28.51	17.97
EBITDA(亿元)	84.79	68.45	61.19	--
经营性净现金流(亿元)	42.37	-40.14	4.42	36.32
营业利润率(%)	34.69	26.53	22.48	18.38
净资产收益率(%)	9.87	6.04	3.45	--
资产负债率(%)	67.82	63.93	66.28	69.27
全部债务资本化比率(%)	56.30	54.74	57.13	58.95
流动比率(%)	117.80	129.24	120.92	128.99
经营现金流流动负债比(%)	9.02	-9.20	0.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.86	10.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.96	6.93	5.66	--

注: 1. 2018 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。

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, 公司电力和金融板块盈利水平下滑, 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。

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。

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. 公司业务涉及多个产业, 经营风险比较分散。
3. 公司资产规模和收入规模逐年增长, 经营相对稳定。
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量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

分析师

杨 栋 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

关注

1. 公司电力和金融板块盈利能力弱化, 公司主要盈利能力指标出现不同程度下滑。
2. 公司债务规模增长较快, 存在一定的偿债压力。
3. 公司规划未来将加大电力、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中期票据的存续期；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

2019年度第一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“河南投资”)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人民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,河南省人民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2018年9月底,公司注册资本120亿元,隶属于河南省人民政府,由河南省发展改革委代管,代河南省人民政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省人民政府。

2018年11月23日,河南省财政厅印发《河南省财政厅关于核准河南投资集团有限公司章程的通知》(豫财企管【2018】26号),章程规定河南省人民政府授权河南省财政厅为公司的出资人、履行出资人职责,河南省发展和改革委员会履行行业管理职责。目前工商登记正在办理当中。

截至2018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、健康生活等产业,合并范围内二级全资

和控股子公司55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)、河南城发环境股份有限公司(以下简称“城发环境”,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)四家上市公司。

截至2018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2017年底,公司(合并)资产总额1388.48亿元,所有者权益468.18亿元(含少数股东权益215.13亿元)。2017年,公司实现营业收入283.26亿元,利润总额28.51亿元。

截至2018年9月底,公司(合并)资产总额1580.49亿元,所有者权益485.71亿元(含少数股东权益228.11亿元)。2018年1~9月,公司实现营业收入223.17亿元,利润总额17.97亿元。

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

公司计划发行2019年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度20亿元,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“18豫投资SCP002”。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017年中国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对GDP增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,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)均保持扩张,就业形势良好。

2018年上半年,中国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月,中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1~6月,中国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈

先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018年1~6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月,全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1~6月,全国社会消费品零售总额18.0万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新业态和新商业模式发展较快,消费继续发挥

支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从全年来看，我国投资略有放缓，居民消费（尤其是升级类消费）维持较快增长，进出口增速回落，全年经济增速为6.6%。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）电力行业

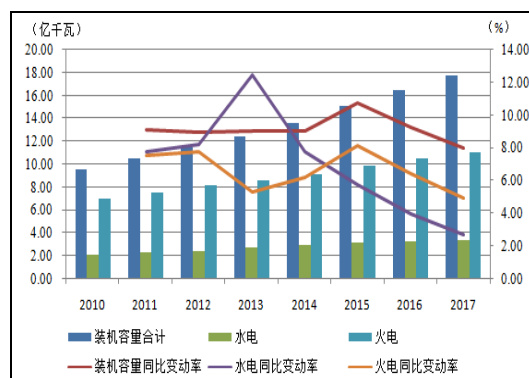
1) 行业概况

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。2018年1~9月，中国电源工程投资完成1696亿元，同比下降1.8%，其中火电工程投资完成526亿元，同比增长6.2%；水电工程投资完成404亿元，同比增长19.0%；核电工程投资完成310亿元，同比

增长4.8%。同期，电网工程完成3373亿元投资，同比下降9.6%。

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。2018年1~9月，中国新增发电装机容量8114万千瓦，其中火电新增装机2379万千瓦，水电新增装机666万千瓦。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

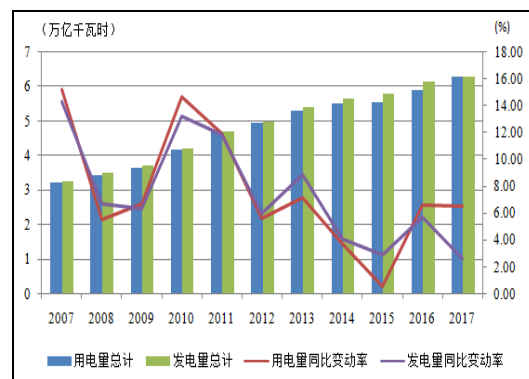


资料来源：国家能源局，中电联，联合资信整理

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。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。2018年1~9月，全国发电量50362亿千瓦时，同比增长7.4%；同期，全国发电设备累计平均利用小时数2905小时，同比增长94小时；其中水电、火电、核电和风电利用小时数分别为2716小时、3276小时、5447小时和1565小时；同比分别增加42小时、158小时、68小时和178小时。在各级政府和电力企业等多方共同努力下，弃风弃光弃水问题继续得到改善，2018年国家电网公司和南方电网公司分别制定了促进清洁能源消纳的22项和24项工作措施，在加快电网建设、合理安排调度、加大市场交易、加强全网消纳、推动技术创新等多方面推进清洁能源消纳，效果明显。华北、东北、西北地区风电设备利用小时同比分别提高195小时、190小时和200小时，西北地区太阳能发电设备利用小时同比提高88小时；四川和云南弃水电量同比明显减少。2018年前三季度，全国平均弃风率7.7%，平均弃光率2.9%，均较2017年明显下降。

图2 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，中电联，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%。2018年1~9月，全国全社会用电量51061亿千瓦时，同比增长8.9%；其中，第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量分别为555亿千瓦时、34714亿千瓦时、8259亿千瓦时及7534亿千瓦时。2018年前三季度，全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，对全社会用电量增长的贡献率达到56.6%，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头，第三产业用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为23.6%。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”

的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长，城乡居民生活用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为18.7%。

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，限电率明显下降。

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。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2018 年 11 月 1 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 645 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷

的比重接近50%，一般省份也接近40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

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

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

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》，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。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

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。2018年6月15日，财政部、国家发展改革委、国家能源局

联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。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配额制，目前已形成《关于实行可再生能源电力配额制的通知》（征求意见稿），拟于2019年1月1日起正式进行配额考核，主要内容包括对电力消费设定可再生能源配额，按省级行政区域确定配额指标，各省级人民政府承担配额落实责任，售电企业和电力用户协同承担配额义务，电网企业承担经营区配额实施责任，做好配额实施与电力交易衔接等。一方面有利于推进可再生能源电力消纳，另一方面有利于缓解电价补贴缺口持续扩大问题。

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。2018

年前三季度，全国弃风率、弃光率分别下降到7.7%、2.9%。其中，弃风率超过5%的有内蒙古、吉林、甘肃、和新疆四省区；弃光率超过5%的只有甘肃、新疆、陕西三个省区。整体看，2017年以来全国发电机组限电率明显下降。

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。2018年上半年，电力现货交易和中长期交易加快推进，全社会市场化交易电量7912亿千瓦时，占售电量比重达到30.4%。

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。2017年8月28日，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资改革[2017]146号），同意国电集团与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）合并重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能投集团”），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登记（备案），国电集团和国家能投集团于2018年2月5日，国家能源集团与国电集团签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。2018年8月27日，国家能

源集团和国电集团收到国家市场监督管理总局反垄断局出具的经营者集中反垄断审查不予禁止决定书。至此，合并协议约定的合并交割条件全部满足。两家合并后成立的国家能投集团为中国第一大一次能源生产公司和二次能源生产公司，煤和电的产量都占全国总产量 15% 左右，其总资产将超过 1.8 万亿元。神华集团与国电集团强强联合是近年来煤炭电力行业规模最大的重组案例，其产业链上下游的联合重组，对于推进煤电一体化、稳定煤炭市场、促进行业可持续发展和企业转型升级均具有重要意义。

（2）水泥行业

1) 行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。2017 年，中国水泥产量 23.16 亿吨。

行业需求

近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长；全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2014 年下降 5.68%。2016 年，在基建投资平稳增长和房地产投资回暖的支撑下，全年水泥

产量 24.03 亿吨，同比增长 2.34%。

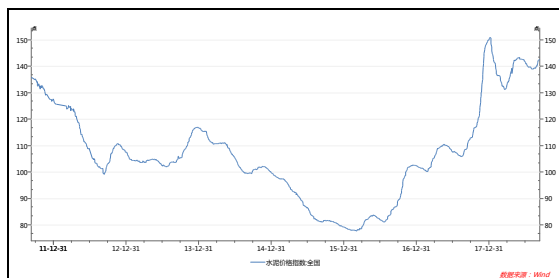
2017 年，水泥需求量较上年略有下滑，全年中国水泥产量 23.16 亿吨，同比下降 3.61%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54% 和 15.08%。逐月来看，1~2 月为传统淡季，3~5 月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和将于影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。

2018 年上半年，水泥市场区域分化特征延续南稳北降的特点，产量方面，西南地区因扶贫力度大，增速最快，为 5.59%，其次是中南的 1.34%。东北、西北、华北跌幅较大，增速分别为 -12.85%、11.81% 和 -5.21%。华东受江苏和山东大幅下降的影响也略有下降，增速为 -1.39%。2018 年 1~6 月，全国水泥产量 9.97 亿吨，同比下降 0.6%。

水泥价格

随着水泥需求增速的趋缓，新增产能的不断释放，2009 年以来水泥行业开始逐步出现产能过剩现象，行业内竞争加剧，水泥价格自 2011 年开始持续下降。

图3 全国水泥价格走势



资料来源：Wind 资讯

2016年，在房地产市场回暖的带动下，加之区域市场整合和行业自律限产等措施的推行，水泥价格触底回升。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；2016年底，水泥价格涨至阶段高点。

2017年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入8月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至2017年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国PO42.5散装水泥均价由年初的310元/吨上升至458元/吨，涨幅达47.74%。2018年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平；进入二季度，水泥价格整体抬升明显，维持高位稳定。截至2018年6月底，全国PO42.5散装水泥均价为431元/吨，较年初小幅下降24元/吨。

行业经济效益

2015年，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业亏损额达到历史新高的

215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。随着水泥价格在2016年下半年开始持续上涨，水泥企业盈利能力得到持续恢复。据国家统计局统计数据，2016年，中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%；2017年，水泥行业实现收入9149亿元，实现利润877亿元，延续了2016年的增长趋势。

2) 行业政策

2016年以来，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。

国家部委2016年以来出台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。

作为行业协会自律组织，中国水泥协会于

2017 年 12 月印发《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%；其次，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行去产能机制，力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

3)行业展望

随着水泥价格的回升，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，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。未来基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律的继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

（3）造纸行业

1)行业概况

2017 年以来，“三去一降一补”的供给侧改革政策继续为造纸行业的中期复苏提供强有力支撑，中国境内不同规模造纸企业的生产运营情况日趋分化，规模以上造纸企业生产运营情况持续改善，市场集中度稳步提升。

政策扶持和网购需求增长推动规模以上造纸企业基本面整体改善，行业盈利能力明显回升。2016 年以来，针对造纸企业的供给侧改革逐步推进，2017 年的环保限产、禁废令、自备小火电的停止审批、严格限制产能无序投放，中小产能持续淘汰；下游文化产业的持续好转，网购等消费产业抬升包装纸行业整体需

求，国内纸张供需结构得到持续改善，需求稳定中有所增长，使得国内造纸行业整体出现复苏。根据国家统计局统计，近年来在供给侧改革的推动之下，国内造纸企业数量呈下降趋势，截至 2017 年底，造纸及纸制品企业数量 6681 家，较 2014 年底减少 158 家。2017 年全国造纸及纸制品业实现收入 14272.80 亿元，同比增长 14.20%，实现利润总额 934.50 亿元，同比增长 47.70%，亏损企业数量 677 家，同比下降 74 家；资产总额合计 14272.10 亿元，同比增长 5.80%，资产负债率为 54.49%，同比下降 0.32 个百分点，全行业产成品存货 501.80 亿元，同比增长 19.60%，应收账款净额 1599.90 亿元，同比增长 7.60%。

2) 行业关注

原材料

中国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种，已逐步形成以木纤维、废纸为主、非木浆纤维为辅的造纸原料结构。木浆主要用来生产档次较高的白卡纸、办公文化用纸和生活用纸；废纸用来生产新闻纸和包装用纸；非木浆可以用来生产包装用纸和生活用纸，但总体占比较小。由于中国森林资源缺乏，且砍伐政策较为严格，因此包装业的发展主要依赖发达国家的废纸及商品浆。目前中国废纸原料占到了纸浆总消费量的 65%，废纸利用量占到世界废纸利用量的 34.8%。

中国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的 65%~75%，部分企业甚至超过 80%。2017 年，中国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 94%。2017 年全国纸浆生产总量 7949 万吨，同比小幅增长 0.30%；其中：木浆 1050 万吨，同比增长 4.48%；废纸浆 6302 万吨，同比下降 0.43%；非木浆 597 万吨，同比增长 1.02%。

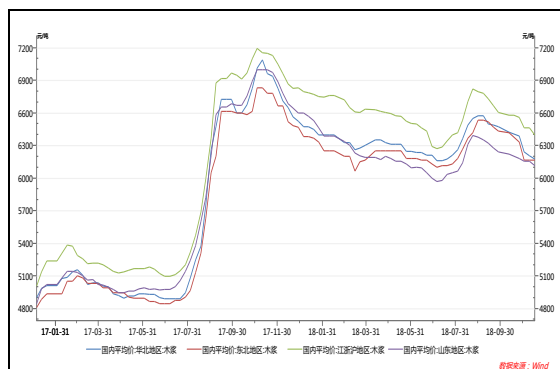
从消耗量来看，2017 年全国纸浆消耗总量 10051 万吨，同比增长 2.59%；其中：木浆 3152 万吨，占 31%（进口木浆 2112 万吨，占 21%；国产木浆占 10%）；废纸浆 6302 万吨，占比 63%

(进口废纸制浆 21%; 国产废纸制浆 42%); 非木浆 597 万吨, 占 6%。进口木浆所占比重有所下降, 进口废纸浆占消耗总量的比重继续小幅下降至 21%, 纸浆消耗量中 43% 依靠进口取得, 且中国木浆进口源地主要有加拿大、巴西、印尼、智利、美国等, 中国木浆价格由进口价和自产价双向决定, 特别是国际木浆的供需格局对国内木浆价格有较大影响。

2017 年, 漂针叶浆和漂阔叶浆价格指数出现大幅上涨趋势, 但漂针叶浆价格上涨幅度高于漂阔叶浆价格上涨幅度。从国内木浆价格来看, 2017 年, 国内木浆整体平均价格开始大幅上涨, 2017 年四季度达到最高值 7200 元/吨, 随后开始回落, 但整体价格仍较上年同期有大幅上涨。进入 2018 年, 国内木浆价格较 2017 年底价格高点有所回落, 但整体价格仍高于 2017 年。从进口木浆的价格走势看, 针叶浆和阔叶浆的现货价格均在 2016 年底开始上涨, 2017 年至 2018 年三季度均延续上涨趋势, 价格并保持在较高的水平上。

总体看, 国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高, 且价格与国际市场联动性强。

图 4 2017 年以来国内木浆价格走势



资料来源: Wind

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业, 行业集中度越来越高。目前世界前 20 位造纸企业的产量已经占世界总量的 40% 以上。

近年来, 造纸行业出现两极分化的发展趋势: 一大批纸业公司深陷困境的同时, 部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式, 扩大

生产规模, 提高市场份额。近年来伴随供给侧改革, 不合格的小企业被迅速淘汰, 大企业话语权变强, 行业集中度进一步上升。十三五期间仍将继续淘汰落后产能, 在环保方面投入较大的龙头企业话语权逐步增强, 从而获得议价能力和成本转嫁能力等优势以及更大的市场份额。2016 年, 国内已有 19 家年产能 100 万吨以上的纸及纸板生产企业, 其产量占全国产量的 50.65%。2016 年以来, 特别是国家规定自 2017 年 7 月 1 日起, 全国造纸企业必须“持证排污”。截至 2017 年 7 月 12 日中国制浆造纸及纸制品企业数量合计 6677 家, 拿到排污许可证的企业仅为 2412 家, 因此, 部分企业将面临被迫停产或被迫退出, 预计行业产能将有一定收缩。

同时, 木浆消费占比提升, 主要系一方面废纸来源减少、废纸价格提高, 为保障原料供应, 企业需要提升木浆消耗比例; 另一方面, 消费升级、品质提升需要提升纸品性能、趋于高档化, 追求低克重高强度, 从原材料角度也需要提升木浆使用比例。

3) 未来展望

2018 年中国造纸行业交易情况分化明显, 整体表现为上半年价格提升, 下半年价格回调。2018 年上半年以来, 在淘汰行业落后产能节奏深入以及网络购物等下游产业需求提升的大背景下, 造纸行业整体表现良好, 但收入和利润增幅明显下降, 产销规模回缩; 2018 年下半年, 在中美贸易摩擦升级, 造纸行业需求不旺, 原材料成本端价格回调支撑减弱, 箱板瓦楞纸价格回调, 造纸企业利润承压。展望 2019 年, 中国政府废纸进口政策或将继续向龙头企业倾斜, 中小造纸企业由于竞争力较弱, 受限于成本提升将被逐步淘汰, 造纸行业集中度有望继续提升; 短期内木浆价格预计仍将维持高位, 拥有木浆生产能力的企业有望获益, 龙头企业开始海外布局, 可以规避贸易摩擦。原材料来源和成本控制仍然是制约造纸企业信用状况持续改善的重要因素。

(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。

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。2017年末全国公路总里程477.35万公里,比上年增加7.82万公里。公路密度49.72公里/百平方公里,增加0.81公里/百平方公里。2017年全国四级及以上等级公路里程433.86万公里,比上

年增加 11.31 万公里，占公路总里程 90.9%，提高 0.9 个百分点。二级及以上等级公路里程 62.22 万公里，增加 2.28 万公里，占公路总里程 13.0%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 13.65 万公里，增加 0.65 万公里；高速公路车道里程 60.44 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.23 万公里，增加 0.39 万公里。

根据交通运输部发布的 2017 年交通运输行业发展统计公报显示，全年完成公路建设投资 21253.33 亿元，比上年增长 18.2%。其中，高速公路建设完成投资 9257.86 亿元，增长 12.4%；普通国省道建设完成投资 7264.14 亿元，增长 19.5%；农村公路建设完成投资 4731.33 亿元，增长 29.3%，新改建农村公路 28.97 万公里。第一，交通固定资产投资高位运行。2018 年前三季度，交通固定资产投资完成 2.28 万亿元，同比增长 1.4%。公路水路完成投资 1.65 万亿元，同比增长 0.4%，完成全年 1.8 万亿元任务目标的 91.8%。其中，高速公路完成投资 7026 亿元，同比增长 12.0%，普通国省道、农村公路分别完成投资 4717 亿元和 3548 亿元，同比分别下降 14.4%和 1.3%，水运建设完成投资 812 亿元，同比下降 7.9%。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。

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%。2018 年前三季度，完

成营业性客运量 135.6 亿人，同比下降 3.4%。高速公路私家车通行量达 61.7 亿辆、同比增长 9.4%。营业性客运中，铁路客运量同比增长 9.3%，其中高铁客运量占比超过五成，公路营业性客运量同比下降 6.7%，水路客运量同比下降 0.9%，民航客运量同比增长 11.6%。货运保持较快增长，铁路货运比重有所提高。2018 年前三季度，完成营业性货运量 367.4 亿吨，同比增长 7.0%，其中一、二、三季度分别增长 6.3%、7.4%和 7.2%，各季度增速均保持在 6%以上，增长的稳定性和持续性较强。从不同运输方式看，铁路货运量同比增长 7.9%，占全社会比重达 8.1%，同比有所提高，其中铁路煤炭运量增长 10%左右、对货运增量的贡献率超过 70%；公路货运量同比增长 7.5%，高速公路货车流量增长 9.0%；水路货运量同比增长 4.1%；民航货运量同比增长 6.0%。快递业务量持续高速增长，完成业务量 347.4 亿件，同比增长 26.8%。

2016 年 3 月，《国民经济和社会发展的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。

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。政府支持公司成为河南第一家国有资本运营公司试点、支持公司牵头组建河南省第二家地方资产管理公司。

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。作为河南省人民政府的投资主体，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

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 120 亿元，隶属于河南省人民政府，由河南省发展改革委代管，代河南省人民政府履行出资人职责。公司实际控制人为河南省人民政府。

2018 年 11 月 23 日，河南省财政厅印发《河南省财政厅关于核准河南投资集团有限公司章程的通知》（豫财企管【2018】26 号），章程规定河南省人民政府授权河南省财政厅为公司的出资人、履行出资人职责，河南省发展和改革委员会履行行业管理职责。目前工商登记正在办理当中。

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。作为河南省人民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2018年9月底，公司总装机容量1704.50万千瓦，权益装机容量771.15万千瓦，位居河南电力市场第2位，其中：控股电力企业4家，可控装机容量796.50万千瓦，权益装机容量541.17万千瓦；参股电力企业5家，装机容量合计908.00万千瓦，公司权益装机容量229.98万千瓦。控股水泥企业6家，熟料和水泥生产能力1225万吨/年和1680万吨/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月河南同力水泥股份有限公司（以下简称“同力水泥”）被列入国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合公布的60家国家重点扶持水泥企业名单；目前公司管理5个国有林场，实际控制面积达到18.30万亩；公司在浆纸行业共有3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60.00万吨，杨木化机浆年生产能力25.80万吨；公司控股运营高速公路3条，通车里程255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”）。2017年作为第一大股东成立河南资产管理有限公司，为河南省内第二家省级地方资产管理公司。

总体看，公司作为河南省人民政府主要的综合投资公司，拥有很强竞争实力。

3. 人员素质

截至2018年9月底，公司拥有高级管理人

员8名，其中总经理1名，副总经理3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2018年9月底，公司本部共拥有在职员工124人，从专业构成看，高层管理人员占1.00%，中层管理人员占3.60%，普通员工占95.40%。从学历结构看，硕士及以上学历占2.32%，大学本科学历占21.06%，大专以下学历占76.62%。从职称构成看，高级职称占2.39%，中级职称占7.55%，中级以下职称占90.06%。

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。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名由河南省人民政府委派，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。

总体看，公司法人治理结构健全，运行有效。

2. 管理水平

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

河南投资控股集团有限公司成立

2017年6月22日，河南投资集团有限公司发布《关于重大事项的公告》，根据豫政文【2017】71号《河南省人民政府关于组建河南投资控股集团有限公司的批复》，原则上同意河南省发展改革委上报的《河南省国有资本运营公司组建方案》：

河南省人民政府以持有河南投资的全部股权出资，组建河南投控，注册资本金120亿元；同意河南投资集团作为河南省国有资本运营公司，现有管理体制保持不变，将部分不适宜直接持有股权和资产划给河南投控。

河南投资的实际控制人仍为河南省人民政府。变更前，河南省人民政府授权河南省发展改革委作为河南投资的出资人、行使股东职责。

变更后，河南省人民政府授权河南省财政厅作为河南投控的出资人、行使股东职责，现河南省财政厅正对河南投资开展国有企业清产核资工作。

公司计划浆纸、玻璃等暂不具备资本化条件的股权和债权资产划转给河南投控，预计公司的资产、负债总额有所下降、净资产有所上

升，资产质量有所提升。

目前，河南投控尚未完成工商注册，联合资信将持续关注河南投控最新进展情况。

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。

下属上市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。本次资产重组有利于提升上市公司同力水泥的盈利稳定性。

根据资产评估报告，截至 2017 年 4 月 30 日，许平南高速净资产评估值为 379616.43 万元，拟置入资产的交易价格为 379616.43 万元。拟置出资产的股权资产的交易价格为 243736.35 万元，商标权交易价格为 14592.00 万元。差额由同力水泥向投资集团支付。

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。

同力水泥于 2018 年 8 月 7 日第五届董事会 2018 年度第五次会议及于 2018 年 8 月 27 日召开的 2018 年次临时股东大会，分别审议通过了《关于拟变更公司名称、经营宗旨、经营的议案》。同力水泥于 2018 年 9 月 10 日完成工商变更登记手续并取得新的《执照》。同力水泥公司名称变更为河南城发环境股份有限公司（以下简称“城发环境”），并对城发环境经营范围进行了变更，城发环境经营范围变更为环境及公用事业项目的投建设、运营及管理；城市给排水、污水综合处理、中水利用、污泥处理；热产和供应；垃圾发电；水污染治理、大气环境治理、土壤治理、固体废弃物治理餐厨垃圾处理、资源综合利用、生态工程和生态修复领域的技术研究与科技开设备制造与销售、工程设计与总承包建设、项目管理、工程咨询、技术服务速公路及市政基础设施投

资、建设、运营；生态工程和生态修复；苗木种植林设计；园林绿化工程和园林维护；国内贸易等。

经申请，并经深圳证券交易所核准，自2018年9月17日起，证券简称由“同力水泥”变更为“城发环境”，证券代码不变，仍为“000885”。

此次重大资产重组完成，城发环境更换公司名称和经营范围，彻底退出水泥的生产和经营，有利于优化城发环境的业务结构和开拓新的利润增长点。

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多也由公司管理。目前公司已经形成了电力、水泥、造纸、金融、健康生活和基础设施等多元化的经营格局。

表1 近年来公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2015年			2016年			2017年			2018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	67.33	27.06	33.24	77.04	32.42	19.93	90.22	33.32	0.18	79.87	37.16	-2.91
造纸行业	34.17	13.73	12.07	34.17	14.38	13.61	43.17	15.94	23.53	35.79	16.65	26.25
水泥行业	31.91	12.82	24.73	30.40	12.79	26.70	36.91	13.63	37.73	30.37	14.13	39.42
基础设施	13.27	5.33	62.45	12.93	5.44	60.64	20.18	7.45	49.52	13.14	6.11	62.72
金融	61.44	24.69	76.90	38.15	16.05	71.31	42.21	15.59	54.23	24.73	11.5	64.96
健康生活	16.55	6.65	46.52	18.65	7.85	39.20	7.85	2.90	13.70	3.19	1.49	47.06
其他	24.17	9.71	-12.91	26.27	11.06	-5.58	30.27	11.18	13.79	27.85	12.96	-5.73
合计	248.85	100.00	37.98	237.62	100.00	29.04	270.81	100.00	23.03	214.94	100.00	20.12

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。

2015~2017年，公司主营业务收入来自电力、造纸、水泥、基础设施、健康生活和金融等板块，主营业务收入分别为248.85亿元、237.62亿元和270.81亿元，其中2017年主营业务收入同比增长13.97%，主要系电力、造纸、水泥和基础设施板块收入增长所致。同期，综合毛利率分别为37.98%、29.04%和23.03%，其中2017年综合毛利率同比减少6.01个百分点，系电力板块毛利率下降所致。总体看，公司主营业务收入规模波动增长，毛利率逐年下降，盈利水平下滑。

2018年1~9月，公司实现主营业务收入214.94亿元，为2017年全年的79.37%。主营业务毛利率为20.12%，较2017年全年水平下降2.91个百分点，主要系煤价高位运行公司电力板块毛利率进一步下降所致。

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2018年9月底，公司总装机容量1704.50万千瓦，权益装机容量771.15万千瓦，位居河南电力市场第2位，其中：控股电力企业4家，可控装机容量796.50万千瓦，权益装机容量541.17万千瓦；参股电力企业5家，装机容量合计908.00万千瓦，公司权益装机容量229.98万千瓦。

表2 截至2018年9月底公司下属电力企业情况
(单位：万千瓦、%)

公司名称	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：①南阳鸭河口发电有限责任公司	70.00	55.00	38.50
②南阳天益发电有限责任公司	120.00	100.00	120.00
③鹤壁鹤淇发电有限公司	192.00	97.15	186.53

④新乡中益发电有限公司	132.00	100.00	132.00
⑤鹤壁丰鹤发电有限责任公司	120.00	50.00	60.00
⑥华能沁北发电有限公司	440.00	12.00	52.80
濮阳豫能发电有限责任公司	60.00	100.00	60.00
濮阳龙丰热电有限责任公司	2.50	100.00	2.50
郑州新力电力有限公司	100.00	100.00	100.00
华能沁北发电有限公司	440.00	23.00	101.20
三门峡华阳发电有限公司	64.00	40.00	25.60
许昌龙岗发电有限责任公司	202.00	30.00	60.60
大唐信阳发电有限责任公司	98.00	1.00	0.98
大唐洛阳首阳山发电有限责任公司	104.00	40.00	41.60
合计	1704.50	--	771.15

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。公司濮阳豫能 2*660MW 项目一台机组已经投产，另外一台机组建设已经完成，尚未通过 168 试运行，郑州豫能 2*660MW 项目一号机开机运行至 3000 转，具备并网条件，二号机已安装完成。截至 2018 年 9 月底，公司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 9 台，达 564 万千瓦，占可控容量的 66.04%。整体看，小机组所占比重不高，公司电力资产整体质量处于河南省中等偏上水平。

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。2015~2017 年，公司控股电力企业发电量分别为 219.63 亿千瓦时、257.70 亿千瓦时和 253.83 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。2015~2017 年，公司控股电力企业实际上网电量分别为 201.06 亿千瓦时、240.64 亿千瓦时和 237.58 亿千瓦时。2017 年，公司结算电价（含税）为 370.82 元/千千瓦时，同比增加 12.17 元/千千瓦时，主要系 2017 年 7 月以后燃煤机组上网电价统一提高 2.8 分/千瓦时所致。2015~2017 年，公司单位燃料成本分别为 136.47 元/千千瓦时、155.52 元/千千瓦时和 259.04 元/千千瓦时，其中 2017 年公司单位燃料成本同比增长 66.56%，主要系煤炭成本大幅上涨所致。2015~2017 年，公司平均利用小时数分别为 3748.00 小时、3557.00 小时和 3446.37 小时，呈逐年下滑趋势。

2018 年 1~9 月，公司控股电力企业完成发电量 207.17 亿千瓦时，为 2017 年全年水平的 81.62%；公司供电煤耗为 312.03 克/千瓦时，较 2017 年变化不大。实际上网电量为 194.23 亿千瓦时，为 2017 年全年的 81.75%，实际结算含税电价平均为 357.42 元/千千瓦时，较 2017 年有所下降，主要系交易电量占比上升，交易电量价格较标杆电价低影响所致。

表 3 公司电力板块经营情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
装机容量（万千瓦）	1670.50	1686.50	1644.50	1704.50
权益装机容量（万千瓦）	763.45	754.27	710.29	771.15
发电量（亿千瓦时）	219.63	257.70	253.83	207.17
上网电量（亿千瓦时）	201.06	240.64	237.58	194.23
电价（含税）（元/千千瓦时）	411.28	358.65	370.82	357.42
平均利用小时数（小时）	3748.00	3557.00	3446.37	2812.84
供电平均煤耗（克/千瓦时）	313.64	313.99	311.77	312.03
脱硫率（%）	95.73	99.92	99.20	99.61
单位燃料成本（元/千千瓦时）	136.47	155.52	259.04	--

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。

电力板块除了火电机组外，近年来公司积极拓展煤炭交易业务。2015年7月29日，经鹤壁市工商行政管理局批准河南煤炭储配交易中心有限公司（以下简称“交易中心”）成立。2015~2017年，公司交易中心分别实现营业收入0.37亿元、17.23亿元和25.70亿元，其中2017年同比增长49.16%，主要系交易中心对外部客户煤炭销量大幅增长所致。同期，公司交易中心利润总额分别为0.01亿元、0.16亿元和0.34亿元。2018年1~9月，交易中心收入为33.37亿元，为2017年全年的1.30倍；利润总额为0.40亿元，为2017年全年的1.18倍。总体看，2016年以来，公司交易中心对电力板块营业收入贡献逐年加大，但利润规模不大，对电力板块利润贡献小。

表4 近年来交易中心财务概况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
资产	2.87	12.33	33.16	45.20
权益	1.06	2.12	2.42	3.66
营业收入	0.37	17.23	25.70	33.37
利润总额	0.01	0.16	0.34	0.40

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司电力板块分别实现主营业务收入67.33亿元、77.04亿元和90.22亿元，其中，2017年同比增长17.11%，主要系一方面，2017年7月以后燃煤机组上网电价统一提高2.8分/千瓦时导致发电业务收入同比增加1.49亿元，另一方面，豫能控股子公司煤炭交易中心煤炭销售收入同比增加8.60亿元所致。

毛利率方面，2015~2017年，公司电力板块毛利率分别为33.24%、19.93%和0.18%。其中，2016年，公司电力板块毛利率同比下降13.31个百分点，主要系煤炭价格上升和上网电价下降所致。2017年，公司电力板块毛利率同比下降19.75个百分点，主要系煤炭价格大幅上涨所致。

2018年1~9月，公司电力板块实现主营业

务收入79.87亿元，为2017年全年的88.53%。同期，随着煤炭价格的进一步上升及上网电价的下降，公司电力板块近年来首次出现亏损，毛利率为-2.91%，电力板块盈利水平大幅下降。

总体看，公司电力板块装机容量规模大，濮阳豫能项目的投入运营以及煤炭交易中心业务规模的扩张，为公司电力提供了新的营收增长点，公司电力资产质量提高；公司电力板块营业收入同比增长，但受煤炭价格快速上涨影响，公司电力板块盈利水平持续减弱，且在2018年前三季度出现首次亏损。

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.SZ），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17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2018年9月底，公司熟料和水泥生产能力分别为1225万吨/年和1680万吨/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。2015~2017 年，公司下属水泥企业熟料产量实现不同程度下降，分别为 1287.74 万吨、1066.92 万吨和 1004.00 万吨；同期水泥产量也逐年下降，分别为 1268.13 万吨、1149.15 万吨和 1101.00 万吨；同期水泥销量也逐年下降，分别为 1328.30 万吨、1231.36 万吨和 1091.00 万吨。近年来，公司水泥熟料产销量不断下降，主要系环保督察不断升级、错峰生产范围进一步扩大和行业自律不断加强所致。同期，水泥平均销售价格分别为 191.41 元/吨、200.77 元/吨和 277.69 元/吨，其中 2017 年水泥平均销售价格大幅上涨，主要系限产和环保因素所致。

2018 年 1~9 月，公司下属水泥企业熟料产量、水泥产量和水泥销量分别为 762.72 万吨、782.42 万吨和 787.32 万吨，占 2017 年全年的比例分别为 75.97%、71.06%和 72.16%。

表 5 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
熟料标准煤耗(千克/吨)	106.69	105.38	105.80	106.29
熟料电耗(千瓦时/吨)	62.03	60.54	62.11	63.84
水泥分布电耗(千瓦时/吨)	34.71	35.80	36.96	36.45
回转窑运转率(%)	81.69	67.10	64.49	53.57
熟料产量(万吨)	1287.74	1066.92	1004.00	762.72
水泥产量(万吨)	1268.13	1149.15	1101.00	782.42
水泥销量(万吨)	1328.30	1231.36	1091.00	787.32
平均销售价格(元/吨)	191.41	200.77	277.69	344.85

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司水泥板块分别实现营业收入 31.91 亿元、30.40 亿元和 36.91 亿元，其中，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。2017 年，水泥板块在销量下滑的情况下，营业收入同比增长 21.41%，主要系限产和环保因素致使水泥价格大幅上涨所致

毛利率方面，2015~2017 年，公司水泥板块毛利率分别为 24.73%、26.70%和 37.73%，其中 2017 年，公司水泥板块毛利率同比提高 11.03 个百分点，主要系水泥价格大幅上涨所致。公司水泥板块盈利能力提升。

2018 年 1~9 月，公司水泥板块实现收入 30.37 亿元，为 2017 年全年的 82.28%，毛利率为 39.42%，较 2017 年提升 1.69 个百分点。

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。近年来，公司水泥板块熟料和水泥产销量均出现不同程度下降，但受益于水泥价格大幅上涨，公司水泥板块盈利水平逐年上升。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 2018 年 9 月底，公司成品纸生产能力已达到 60.00 万吨/年，化机浆（是化学机械浆的一种，即碱性过氧化物机械浆）的生产能力已达到 25.80 万吨/年。

公司造纸行业采用以销定产的经营模式。2015~2017 年，公司成品纸产销量保持稳定，产量分别为 59.74 万吨、58.98 万吨和 61.84 万吨，销量分别为 60.32 万吨、60.83 万吨和 62.20 万吨。同期，化机浆产量分别为 22.04 万吨、25.76 万吨和 32.00 万吨，销量分别为 16.39 万吨、19.29 万吨和 24.14 万吨。

2018年1~9月,公司成品纸和化机浆产能无变化,成品纸产量为46.93万吨,为2017年全年75.89%,成品纸销量为45.51万吨,为2017年全年的73.17%。平均销售价格为6772.00元/吨,较2017年同比增加793元/吨。同期,化机浆产量为24.18万吨,为2017年全年的75.56%,化机浆销量为17.89万吨,为2017年全年的74.11%,平均销售价格为4074元/吨,较2017年增加551元/吨。2018年以来,成品纸和化机浆平均销售价格大幅增加。

表6 近年来公司成品纸产销概况
(单位:万吨/年、万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	59.74	58.98	61.84	46.93
销量	60.32	60.83	62.20	45.51
平均销售价格	4060.00	4994.00	5979.00	6772.00

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	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
产能	25.80	25.80	25.80	25.80
产量	22.04	25.76	32.00	24.18
销量	16.39	19.29	24.14	17.89
平均销售价格	3380.00	3076.00	3523.00	4074.00

资料来源:公司提供

2015~2017年,公司造纸板块分别实现营业收入34.17亿元、34.17亿元和43.17亿元,其中2017年,公司造纸板块营业收入同比增长26.34%,主要系去产能和环保因素致使造纸价格上涨所致。

2015~2017年,公司造纸板块毛利率分别为12.07%、13.61%和23.53%,其中2017年毛利率同比提高9.92个百分点,主要系2017年浆纸市场供需关系发生较大变化,行业形势逐步好转,该板块产量销量售价达到近三年来最高值以及公司积极降本增效管理水平提升共同影响所致。

2018年1~9月,公司造纸板块实现营业收入

35.79亿元,为2017年全年的82.90%。同期,毛利率较2017年底提升2.72个百分点至26.25%。

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。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2018年9月底公司参控股金融企业情况
(单位: %、万元)

公司名称	持股比例	注册资本
中原证券股份有限公司	21.278	386907
中原信托有限公司	46.43	365000
北京新安财富创业投资有限责任公司	98.00	20000
河南创业投资股份有限公司	68.63	10500
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	49.00	4000
河南投资集团担保有限公司	100.00	100000
中富支付服务有限公司	100.00	20000
河南投资集团汇融基金管理有限公司	100.00	5000
河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金(有限合伙)	100.00	---
中原豫泽融资租赁(上海)有限公司	100.00	21000
中原资本国际控股有限公司	100.00	\$20000
河南资产管理有限公司	65.13	500000
河南省战略新兴产业投资基金有限公司	100.00	1500000
河南蔚蓝股权投资基金(有限合伙)	100.00	---

中原银行股份有限公司	7.01	2007500
郑州银行	1.69	532193.19
河南省军民融合产业投资基金（有限合伙）	50.00	---
河南省战新产业投资基金(有限合伙)	99.93	---

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。截至 2018 年 9 月底，中原证券股本为 38.69 亿元。截至 2017 年底，中原证券拥有 88 家营业部和 25 家分公司。2017 年，中原证券营业收入 21.48 亿元，同比变化不大。2017 年，中原证券利润总额 6.80 亿元，同比下降 30.26%，主要系中原证券投资银行业务收入大幅下降 69.07% 所致。2018 年 1~9 月，中原证券营业收入为 12.70 亿元，利润总额 2.31 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 2017 年底，中原信托注册资本 36.50 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司累计管理信托财产 1882.42 亿元，实现自主开发类信托本金、收益兑付率 100%，全部到期信托项目均实现了信托目的。2017 年，中原信托实现营业收入 17.60 亿元，同期利润总额为 10.86 亿元。2018 年 1~9 月营业收入 6.04 亿元，净利润 3.44 亿元。

河南资产管理有限公司成立于 2017 年 8 月 8 日，是河南省内第二家省级地方资产管理公司，公司持有河南资产管理有限公司 65.13% 的权益。河南资产管理有限公司经营范围为经营范围：不良资产收购、管理和处置；投资及资产管理；私募基金管理；股权托管管理，受

托资产管理；企业破产、清算等管理服务；企业并购服务、企业上市重组服务；财务、投资、法律及风险管理咨询服务（不含证券、期货）。截至 2017 年底，河南资产管理有限公司总资产 43.59 亿元，所有者权益 43.52 亿元，2017 年实现营业收入 1029.71 万元，净利润 1417.12 万元。截至 2018 年 9 月底，河南资产管理有限公司总资产 106.58 亿元，所有者权益 49.42 亿元，2018 年 1~9 月，实现营业收入 2.87 亿元，净利润 2.48 亿元。2018 年以来，河南资产管理公司资产规模迅速扩大，对金融板块利润贡献明显增加。

2015~2017 年，公司金融板块实现营业收入分别为 61.44 亿元、38.15 亿元和 42.21 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，公司金融板块毛利率分别为 76.90%、71.31%、54.23%，其中 2017 年毛利率大幅下滑主要系监管趋严，中原信托按照银监局要求全额计提拨备 4.30 亿元，导致信托毛利率下降，此外中原证券子公司中原期货大宗商品贸易销售成本大幅增加导致中原证券毛利率下降所致。2018 年 1~9 月，金融板块实现营业收入 24.73 亿元，为 2017 年全年的 58.59%，金融板块营业收入规模下降，主要系中原证券和中原信托收入下降所致，毛利率为 64.96%。

总体看，中原证券和中原信托依然是公司金融板块主要收入来源，未来随着河南资产管理有限公司业务规模的壮大，将为该板块提供新的业绩增长点。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

¹为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券

展投资有限公司（以下简称“城发投资”）和城发环境。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 12）。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。

PPP 项目模式主要是与地方政府合资成立项目公司作为社会资本方参与 PPP 项目，项目纳入地方中长期支付计划，建设期投入资金，运营期由政府分期支付，收回投资并获取收益的模式。PPP 项目目前通常采用 20% 的资本金和 80% 的银行贷款，银行贷款和项目周期相匹配，回收期分期还本付息，将收入获取与还本付息的周期与频率相匹配，避免现金流错配的风险。

城发环境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。2015~2017 年，“许平南高速”实行通行费收入分别为 10.04 亿元、9.94 亿元和 10.94 亿元，其中 2017 年，通行费收入同比增长 11.25%，主要系私家车增多，车流量不断增长致使通行费收入增长所致；“安林高速”公路通行费分别为 0.80 亿元、

1.54 亿元和 2.30 亿元收入规模相对较小；“林长”高速公路实现通行费收入分别为 0.43 亿元、0.92 亿元和 1.05 亿元。

2018 年 1~9 月，“许平南高速”实现通行费收入为 8.49 亿元，为 2017 年全年的 77.60%，实现车流量为 39460 量次。“安林高速”实现通行费收入 2.05 亿元，为 2017 年全年的 89.42%，实际车流量为 22108.00 量次。“林长”高速实现通行费收入 0.73 亿元，为 2017 年全年的 70.00%，实际车流量为 10944 量次。

2015~2017 年，公司基础设施板块实现主营业务营业收入分别为 13.27 亿元、12.93 亿元和 20.18 亿元，其中 2017 年该板块收入同比增长 56.07%，主要系控股发展确认展达公路 BT 项目收入所致。“许平南”高速公路是该板块主要收入来源。同期，该板块毛利率分别为 62.45%、60.64% 和 49.52%，其中 2017 年该板块毛利率同比下降 11.12 个百分点，主要系展达公路 BT 项目尚未竣工，项目根据成本确认收入所致。2018 年 1~9 月，该板块营业收入和毛利率分别为 13.14 亿元和 62.72%，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”）、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。

颐城控股主要业务为房地产开发经营和酒店管理，具有住房和城乡建设部颁发的二级资质。截至 2018 年 9 月底，公司房地产企业

有储备土地待开发土地面积为 358 亩。

颐城控股已完成的项目为清水苑（含综合办公区）、秀水苑、天地湾、幸福里。这 4 个项目总销售额为 61.28 亿元，截至 2018 年 9 月底已经销售金额为 59.09 亿元，剩下的部分车位因为市场行情价差，销售缓慢。实际回款

金额为 58.41 亿元。

颐城控股正在建设的项目为天地华府、茂丰酒店、马寨安置房、林州红旗渠后续地产项目。截至 2018 年 9 月底，颐城控股在建项目计划总投资 18.64 亿元，已经投入 7.26 亿元，尚需投入 11.38 亿元。

表 9 截至 2018 年 9 月底颐城控股在建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目类别	地理位置	开发方式	总投资	截至 2018 年 9 月底已投入	证照是否齐全
阳城养生苑	养老	登封	合作开发	11.10	2.62	是
金科智汇城	商务	郑州	合作开发	10.44	0.59	是
红旗渠迎宾馆	商务	林州	自主开发	0.60	0.15	是
悦景湾	住宅	郑州	合作开发	7.60	3.90	是
合计	--	--	--	18.64	7.26	--

资料来源：公司提供

表 10 颐城控股近年来收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
收入	15.38	18.28	7.16	3.21
净利润	2.05	2.04	1.63	0.37

资料来源：公司提供

2015~2017 年，颐城控股实现收入分别为 15.38 亿元、18.28 亿元和 7.16 亿元，实现净利润分别为 2.05 亿元、2.04 亿元和 1.63 亿元。2018 年 1~9 月，颐城控股实现收入为 3.21 亿元，实现净利润为 0.37 亿元。

此外，健康生活板块还包括酒管行业，河南投资集团天地酒店管理有限公司（以下简称“天地酒管”）原为公司直接控股的酒店管理公司，2018 年 5 月划转至颐城控股，并更名为河南颐城新天地酒店物业管理有限公司（以下简称“颐城新天地”），主要经营范围是酒店管理；下设两个分公司为河南天地酒店有限公司清水苑分公司和河南天地酒店有限公司红旗渠迎宾馆分公司。截至 2017 年底，颐城新天地总资产为 0.58 亿元，所有者权益-0.34 亿元，实现营业收入 0.87 亿元，净利润-0.05 亿元。截至 2018 年 9 月底，颐城新天地总资产为 0.62 亿元，所有者权益-0.35 亿元，实现营业收入 0.44 亿元，净利润-0.02 亿元；2017 年度子公

司受内部装修外部农业路修路工期延期，导致整体营收下降较多。

健康生活板块还包括农林行业，农林场包括国有扶沟林场、河南省国有西华林场、河南内黄林场、濮阳市农工商总公司 4 家，在合并报表中资产及收入较小。

2015~2017 年，公司健康生活板块主营业务收入分别为 16.55 亿元、18.65 亿元和 7.85 亿元，其中 2017 年该板块收入同比下降 57.91%，主要系住宅项目均已销售结转，新项目处于建设初期尚未达到收入结转条件所致。同期，该板块毛利率分别为 46.52%、39.20% 和 13.70%，其中 2017 年该板块毛利率同比下降 25.50 个百分点，主要系马寨棚改项目为一级土地开发项目，毛利率较低以及旅游、酒店、地产项目（尾盘销售）收入较少共同影响所致。

2018 年 1~9 月，公司健康生活板块实现主营业务收入 3.19 亿元，为 2017 年全年的 40.64%，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 47.06%，较 2017 提升 33.36 个百分点。

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 2017 年底，安彩高科资产规模 23.27 亿元，权益 19.39 亿元。2017 年，安彩高科实现收入 19.83 元，利润总额 0.13 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司总资产 21.97 亿元，所有者权益 19.04 亿元，2018 年 1~9 月实现营业总收入 15.86 亿元，净利润-0.23 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 2017 年底，安彩太阳能资产规模 4.77 亿元，权益-5.60 亿元。2017 年，安彩太阳能实现收入 3.63 亿元，利润总额-0.69 亿元。截至 2018 年 9 月底，安彩太阳能总资产 4.21 亿元，所有者权益-5.94 亿元，2018 年 1~9 月营业总收入 2.81 亿元，净利润-0.34 亿元。2017 年及 2018 年 1~9 月，安彩太阳能亏损的主要原因是国内建筑玻璃产能严重过剩、大宗原材料价格上涨较多、成品价格持续低迷、市场竞争能力弱影响。

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 2017 年底，拓洋实业资产规模 5.50 亿元，

权益 1.52 亿元。2017 年，拓洋实业实现收入 6.59 亿元，利润总额 0.83 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司总资产 6.08 亿元，所有者权益 2.17 亿元，2018 年 1~9 月营业总收入 4.43 亿元，净利润 0.64 亿元。

表 11 2017 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	23.27	19.39	19.83	0.13
安彩太阳能	4.77	-5.60	3.63	-0.69
拓洋实业	5.50	1.52	6.59	0.83

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司其他业务板块分别实现营业收入 24.17 亿元、26.27 亿元和 30.27 亿元，其中 2017 年，该板块收入同比增长 15.23%，主要系 VC 价格上涨并保持高位运行，拓洋实业营业收入大幅上涨所致。同期，该板块毛利率分别为-12.91%、-5.58%和 13.79%，其中 2017 年该板块毛利率同比大幅提高 19.37 个百分点，主要系 VC 价格上涨并保持高位运行，拓洋实业毛利率大幅上涨所致。

2018 年 1~9 月，公司其他业务板块实现收入 27.85 亿元，为 2017 年全年的 92.01%，毛利率为-5.73%，较上年底毛利率由正转负，主要系安彩高科和安彩太阳能亏损所致。

总体看，公司其他业务板块营业收入逐年增长，盈利水平波动较大。

2. 经营效率

2015~2017 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 7.92 次、3.07 次和 0.22 次。2017 年，上述指标分别为 6.96 次、2.99 次和 0.22 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 2018 年 9 月底，公司投资规模在 1 亿元以上的主要在建工程 23 个，包括郑州豫能 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 12），合计总投资 230.96 亿元，已经完成投资 153.30 亿元，还需投资 77.66 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。2018~2020 年拟建项目预计投资总额 32.27 亿元。

公司 PPP 项目按照与相关主体的协议安排和投资进度回款。

表 12 截至 2018 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	计划建设期	资金来源
1	河南豫能控股股份有限公司	郑州豫能 2*660MW 项目	622394.00	359400.00	2016.05~2018.12	企业自筹 124000 万元，银行融资 498394 万元
2	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	120600.00	2016.9~2018.3	注册资本金 32869.1 万元，银行融资 126101.9 万元
3	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	98388.00	2016.5~2017.6	企业自筹 24563.7 万元，银行融资 98252.3 万元
4	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）	46955.00	19346.00	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
5	许昌城发公路开发有限公司	许昌国道 107 许昌境改建项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	266451.00	186599.00	2016.12~2018.11	资本金 65519 万元，银行融资 196557 万元
6	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）	54113.00	34113.00	2017.01~2018.06	资本金 16233 万元，银行融资 37879.63 万元
7	长垣城发老城区改造有限公司	长垣县老城区基础设施改造工程项目（省财政厅 PPP 推介库项目）	41047.21	22000.00	2017.01~2019.01	资本金 8209.44 万元，银行融资 32837.77 万元
8	长垣城发水环境综合整治有限公司	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	2000.00	2017.01~2018.06	资本金 8163 万元，银行融资 20746.63 万元
9	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	5000.00	2017.01~2020.01	资本金 4490 万元，银行融资 11334.96 万元
10	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	3000.00	2017.01~2020.01	资本金 3600 万元，银行融资 8424.95 万元
11	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	91000.00	2015.3~2017.3	资本金 18000 万元，银行融资 62000 万元
12	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	73300.00	2015.10~2017.9	资本金 20300 万元，银行融资 63300 万元
13	郑州航空港水务发展有限公司	第二水厂	64504.00	84797.00	2015.7~2017.10	资本金 45663.8 万元，银行融资 19570.2 万元
14	郑州航空港水务发展有限公司	道路管网	166000.00	83897.00	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。
15	河南颐城控股有限公司	登封市阳城养生苑项目	33200.00	29937.49	2016.7~2018.3	一期项目资本金 6522 万元，银行融资 16000 万元
16	郑州航空港水务发展有限公司	智慧水务	8126.30	1512.51.00	2016.10~2020.12	资本金 2437.89 万元，银行融资 5688.41 万元
17	许昌许鄆城际快速通道开发建设有限公司	许鄆快速路项目	249396.29	217700.00	2016.11~2017.8	资本金 58385 万元，银行融资 191011.29 万元
18	许昌曹寨水厂配套管网开发建设有限公司	许昌曹寨水厂配套管网项目	19164.00	10104.00	2017.3~2019.3	资本金 3833 万，银行融资 15331 万元

19	许昌城发教育产业园开发建设有限公司	许昌示范区实验学校项目	40009.11	22201.00	2017.3~2020.3	资本金 10022.71 万元， 银行融资 29986.40 万元
20	南阳城市发展投资有限公司	光武路郑万高铁南阳卧龙站至东环路口新建工程	99831.70	44030.00	2018.3~2019.8	资本金 19966 万元， 银行融资 79865.7 万元
21	济源城发投资有限公司	济源市市政管网建设 PPP 项目	34470.37	5452.00	2018~2020	资本金 6894.08 万元， 银行融资 27576.30 万元
22	济源森林环保能源有限公司	济源森林垃圾发电项目	32839.72	18500.00	2017.11~2019.3	资本金 11273.89 万元， 银行融资 20000 万元
23	郑州航空港水务发展有限公司	港区水务第二加压泵站	9013.00	100.00	2018.2~2019.12	计划资本金 2576.33 万元， 银行融资 6011.45 万元
合计			2309587.97	1532977.00	--	--

资料来源：公司提供

表 13 截至 2018 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 (2018 年 9 月底)	未来投资计划			资金来源	
			2018 年	2019 年	2020 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	46621.66	3960.42	11270.00	45134.00	180.00	13986.49	32635.16
阿里云中部创业创新基地一期项目	249349	623.42	40443.00	98625.00	98625.00	74849.00	174500.00
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	26695.00	1200.00	20000.00	6695.00	--	10678.00	16017.00
滑县静脉产业园项目	49228	0	20000.00	29228.00	--	12860.00	36368.00
合计	322665.66	5783.84	42481.24	150454.00	98805.00	99513.49	223152.16

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，2018~2019 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 2015~2017 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。2018 年三季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，截至 2017 年底，公司拥有子公司 54 家。2015 年新增 4 家（郑州新力电力有限公司、濮阳豫能发电有限责任公司、河南投资集团汇融基金管理有限公司、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 年公司新纳入合并范围的子公司 3 家，分别为河南资产管理有限公司、河南蔚蓝股权投资基金（有限合伙）和河南省战略新兴

产业投资基金有限公司。2018 年 1~9 月，公司增加子公司 4 家，减少子公司 3 家。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1388.48 亿元，所有者权益 468.18 亿元（含少数股东权益 215.13 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 283.26 亿元，利润总额 28.51 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1580.49 亿元，所有者权益 485.71 亿元（含少数股东权益 228.11 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 223.17 亿元，利润总额 17.97 亿元。

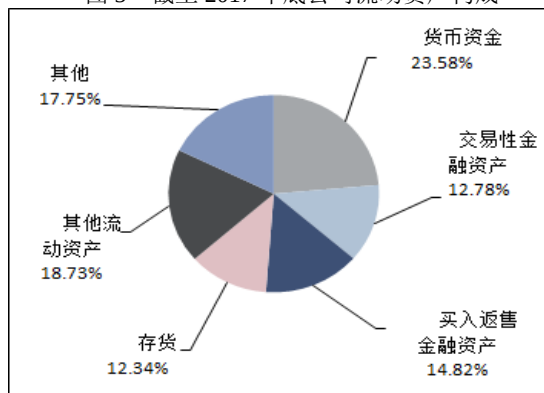
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模有所增长，年均复合增长 9.81%。截至 2017 年底，公司资产总额 1388.48 亿元，同比增长 12.57%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占比 44.74%，非流动资产占比 55.26%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模有所增长，年均复合增长 5.95%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 621.27 亿元，同比增长 10.12%，主要系应收账款、买入返售金融资产和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 23.58%）、交易性金融资产（占比 12.78%）、买入返售金融资产（占比 14.82%）、存货（占比 12.34%）和其他流动资产（占比 18.73%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 20.94%。截至 2017 年底，公司货币资金余额 146.50 亿元，同比下降 9.88%。其中，公司货币资金主要由银行存款（占 94.43%）和其他货币资金（占 5.56%）构成，其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金。

2015~2017 年，公司交易性金融资产波动中有所增长，年均复合增长 14.20%。截至 2017 年底，公司交易性金融资产 79.43 亿元，同比下降 5.86%。其中，债务工具投资 56.17 亿元，权益工具投资 10.34 亿元。

2015~2017 年，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 16.13%。截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 92.07 亿元，同比增长 55.74%，主要系中原证券股票质押回购业务规模增加所致。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 30.45%。截至 2017 年底，公司

应收账款 36.51 亿元，同比增长 52.89%，主要系豫能控股旗下交易中心应收账款增加所致。同期，共计提坏账准备 1.95 亿元，计提比例 5.07%。集中度方面，公司前 5 大欠款方合计金额占比 44.10%，集中度较高。

表 14 截至 2017 年底应收账款期末余额前五名情况
(单位：亿元、%)

项目	期末账面余额	占应收账款总额比例
国网河南省电力公司	9.57	24.89
河南中孚实业股份有限公司（豫能控股）	3.73	9.71
上海宝烁商贸有限公司（豫能控股）	1.42	3.69
河南骏华发展股份有限公司（豫能控股）	1.32	3.43
郑州市合裕实业有限公司（豫能控股）	0.92	2.38
合计	16.96	44.10

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 34.29%。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。截至 2017 年底，公司存货余额 76.67 亿元，同比增长 26.56%，主要系子公司天地新城一级土地开发投入增加 9.54 亿元、子公司天地康联获取高新区土地一块增加存货 3.79 亿元以及子公司天地康璞置业获取土地及复垦券增加存货 0.48 亿元所致。公司存货主要由原材料（期末账面价值 9.02 亿元）、自制半成品及在产品（期末账面价值 51.19 亿元）和其他（期末账面价值 9.07 亿元）构成。同期，公司存货计提坏账准备 1.02 亿元，计提比例 1.31%。

2015~2017 年，公司其他流动资产有所增长，年均复合增长 8.67%。截至 2017 年底，公司其他流动资产主要由融资融券业务融出资金和短期委托贷款构成，期末余额 116.33 亿元，同比增长 11.02%，主要系预缴及待抵扣税费和中原证券旗下的小贷公司持有的贷款增加所致。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模不断增长，年均复合增长 13.28%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 767.22 亿元，同比增长

14.64%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 12.63%）、长期应收款（占比 14.29%）、长期股权投资（占比 14.09%）和固定资产（占比 39.30%）构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 22.75%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产余额 96.88 亿元，同比增长 30.54%，主要系中原证券持有的信托项目投资增加所致。

2015~2017 年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 48.98%。截至 2017 年底，公司长期应收款 109.65 亿元，同比增长 63.16%，主要系河南资产管理有限公司增加长期委托贷款以及 BT 项目大幅增加 30.17 亿元所致。

2015~2017 年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长 12.81%。截至 2017 年底，公司长期股权投资主要系对联营公司的投资，期末余额 108.12 亿元，同比增长 4.49%，主要系追加对河南天地新居置业有限公司、郑州航空港汇港发展有限公司、漯河城市发展投资有限公司、许昌龙岗发电有限责任公司和郑州银行股份有限公司的投资所致。

2015~2017 年，公司固定资产有所波动，年均复合下降 0.08%。截至 2017 年底，公司固定资产 301.49 亿元，同比增长 3.56%。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和其他构成。同期，累计计提折旧 230.99 亿元，计提比例 42.53%。计提减值准备 10.63 亿元，计提比例 1.96%。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 96.69%。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。截至 2017 年底，公司在建工程 52.50 亿元，同比增长 55.24%，主要系濮阳豫能项目、郑州豫能项目、道路给水管网工程、交易中心鹤壁物流园区工程、山西兴鹤兴县铁路煤炭集运专线、郑州航

空港试验区第二水厂一期工程投资增加所致。

2015~2017 年，公司其他非流动资产不断下降，年均复合下降 11.74%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产主要由预付工程项目款项和待处置不良资产包（主要为尚未收回的河南省部分城商行不良资产包）构成，期末余额为 28.55 亿元，同比下降 3.03%。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1580.49 亿元，较上年底增长 13.83%。其中，流动资产占比 47.95%，非流动资产占比 52.05%，资产结构较上年底变化不大。应收票据及应收账款为 79.05 亿元，较年初增长 57.79%，主要系河南煤炭储配交易中心有限公司业务开展以及豫能控股电力费用结算延后所致。其他应收款为 27.32 亿元，较年初增长 152.61%，主要系颐城控股往来款增加所致。买入返售金融资产为 116.26 亿元，较年初增长 26.27%，主要系中原证券开展资金通业务所致。

截至 2017 年底，公司受限资产总计 21.99 亿元，占同期资产总额比例为 1.58%。公司资产受限比例低。

表 15 2017 年公司所有权和使用权受限的资产
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3.98	保证金
应收票据	0.55	票据质押
应收账款	1.14	长期应收款保理、质押
固定资产	15.72	抵押贷款、抵押担保、融资租赁
无形资产	0.60	未办理解押手续、抵押贷款
合计	21.99	--

资料来源：公司提供

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

2015~2017 年，公司所有者权益规模不断增长，年均复合增长 12.41%。截至 2017 年底，公司所有者权益总额 468.18 亿元，同比增长 5.23%；其中归属于母公司所有者权益占比 54.05%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占比 47.42%）和资本公积（占比 22.54%）构成。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 485.71 亿元，较上年底增长 3.75%。

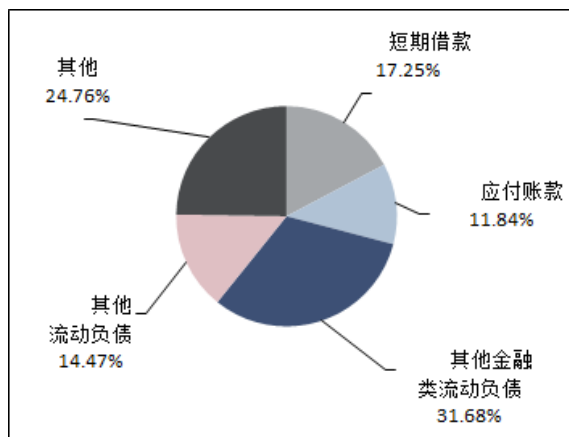
总体看，公司权益规模变化不大，公司权益构成中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 8.56%。截至 2017 年底，公司负债总额 920.30 亿元，同比增长 16.72%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 55.83%，非流动负债占比 44.17%。

2015~2017 年，公司流动负债规模波动中有所增长，年均复合增长 4.57%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 513.78 亿元，同比增长 17.70%，主要系短期借款、应付账款和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 17.25%）、应付账款（占比 11.84%）、其他金融类流动负债（占比 31.68%）和其他流动负债（占比 14.47%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 98.99%。截至 2017 年底，公司短期借款 88.63 亿元，同比增长 43.53%，主要系保证借款增加所致。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 29.10%。截至 2017 年底，公司应付账款 60.84 亿元，同比增长 40.77%，主要系保证借款增加所致。从账龄看，1 年以内占 79.98%，1~2 年的占 13.91%，2~3 年的占 1.87%，3 年以上占 4.24%。

公司其他金融类流动负债主要由卖出回购金融资产款和代理买卖证券款构成。2015~2017 年，公司其他金融类流动负债有所下降，年均复合下降 8.86%。截至 2017 年底，公司其他金融类流动负债 162.76 亿元，同比下降 0.69%。其中，卖出回购金融资产款 72.85 亿元，主要系证券；代理买卖证券款 75.27 亿元，主要系代理个人客户买卖证券款。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 16.95%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 41.86 亿元，同比增长 10.18%。其中，一年内到期的长期借款 30.83 亿元，一年内到期的应付债券 6.99 亿元，一年内到期的长期应付款 4.04 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动中有所下降，年均复合下降 3.08%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 74.33 亿元，同比增长 41.98%，主要系信托保障基金借款增加所致。同期，公司其他流动负债主要由短期/超短期融资券（56.64 亿元）和信托保障基金贷款（17.00 亿元）构成，其中信托保障基金贷款系中原信托收到信托保障基金公司流动性支持 17.00 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债规模不断增长，年均复合增长 14.33%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 406.52 亿元，同比增长 15.50%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 65.60%）和应

付债券（占比 29.35%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 23.33%。截至 2017 年底，公司长期借款 266.69 亿元，同比增长 26.18%。同期，公司长期借款主要由质押借款（占 44.27%）、抵押借款（0.49%）、保证借款（25.39%）和信用借款（29.85%）构成。

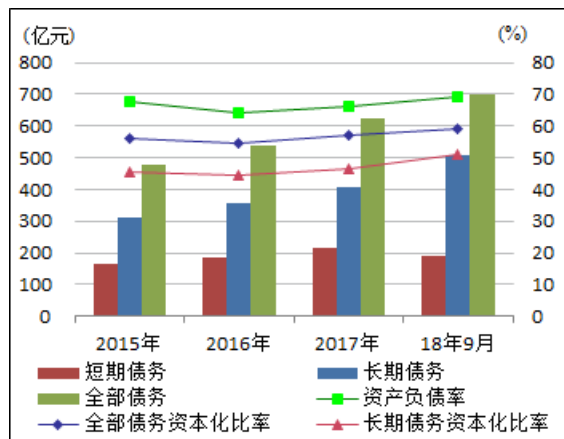
2015~2017 年，公司应付债券保持相对稳定，年均复合增长 2.29%。截至 2017 年底，公司应付债券余额 119.33 亿元，同比增长 2.76%。同期，公司应付债券主要包括 07 豫投债 1（余额 5.00 亿元）、07 豫投债 2（余额 15.00 亿元）、09 豫投债（余额 12.47 亿元）、14MTN001（余额 6.97 亿元）、16 豫投债（余额 14.92 亿元）、13 中原债（余额 14.97 亿元）、16 中原 01（余额 25.00 亿元）、17 中原 01（余额 15.00 亿元）和 17 中原 02（余额 10.00 亿元）。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 1094.77 亿元，较上年底增长 18.96%，主要来自长期借款的增加，其中，流动负债占比 53.66%，非流动负债占比 46.34%，负债结构较上年底变化不大。其中，其他金融类流动负债为 196.82 亿元，较年初增长 20.92%，主要系拆入资金和卖出回购金融资产款增加所致。其他流动负债为 113.49 亿元，较年初增长 52.69%，主要系中原证券业务开展所致。长期借款为 369.88 亿元，较年初增长 38.69%，主要系豫能控股项目资金投入和河南资产管理有限公司业务规模扩张所致。

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。2015~2017 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 14.33%。截至 2017 年底，公司有息债务 624.04 亿元，同比增长 15.96%，主要系短期借款、长期借款和短期/超短期融资券增加所致。同期，公司短期债务占比 34.46%，长期债务占比 65.54%，公司长期债务占比下降 0.26 个百分点。截至 2018 年 9 月底，公司

有息债务 697.58 亿元，较上年底增长 11.78%，短期债务占比 27.39%，长期债务占比 72.61%，长期债务占比提升 7.07 个百分点。

图 7 近年来公司债务指标走势



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率波动增长，长期债务资本化比率波动增长，三年加权平均值分别为 65.88%、56.25%和 45.74%。2017 年分别为 66.28%、57.13%和 46.63%。截至 2018 年 9 月底，这三项指标分别为 69.27%、58.95%和 51.05%。

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，以长期债务为主，债务结构较为合理。

4. 盈利能力

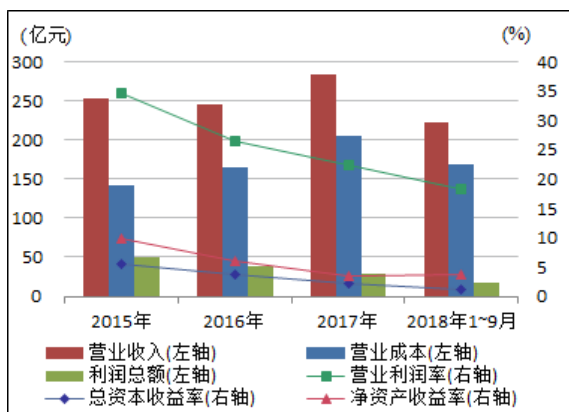
2015~2017 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 5.93%。其中，2017 年，公司营业总收入 283.26 亿元，同比增长 15.50%，主要系电力、造纸、水泥和基础设施收入增长所致。2015~2017 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 20.10%。其中，2017 年，公司营业成本 205.49 亿元，同比增长 24.55%，主要系煤炭价格上涨致使电力板块成本上升所致。2015~2017 年，公司营业利润率持续下降，三年加权平均值为 26.13%，2017 年为 22.48%，同比下降 4.05 个百分点。公司盈利能力下降。

期间费用方面, 2015~2017 年, 公司期间费用规模波动中有所下降, 年均复合下降 6.62%。2017 年, 公司期间费用合计 43.53 亿元, 同比增长 7.11%; 其中销售费用占比 44.23%, 管理费用占比 35.51%, 财务费用占比 20.27%。2015~2017 年, 公司期间费用占营业收入比分别为 19.78%、16.57%和 15.37%。公司期间费用控制能力一般。

非经常损益方面, 2015~2017 年, 公司公允价值变动损益分别为 0.56 亿元、-0.61 亿元和 -0.97 亿元。同期, 公司投资收益分别为 23.35 亿元、18.26 亿元和 16.16 亿元。同期, 公司营业外收入分别为 4.90 亿元、3.97 亿元和 2.19 亿元。同期, 非经常损益占利润总额比重分别为 56.79%、75.63%和 60.98%。总体看, 非经常损益对公司利润总额影响大。

2015~2017 年, 公司利润总额快速下降, 年均复合下降 25.05%。2017 年, 公司利润总额 28.51 亿元, 同比下降 25.19%, 主要系煤价大幅上涨, 作为主要利润来源的电力板块盈利能力明显下降, 且受证券市场影响, 中原证券盈利能力有所下滑所致。

图 8 近年来公司盈利指标走势



资料来源: 公司财务报告

盈利指标方面, 2015~2017 年, 公司总资本收益率和净资产收益率持续下降, 三年加权平均值分别为 3.35%和 5.51%。2017 年分别为 2.28%和 3.45%。公司盈利能力一般。

2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 223.17 亿元, 为 2017 年全年的 78.79%; 利润总额

17.97 亿元, 为 2017 年全年的 63.03%; 同期营业利润率由上年的 22.48%降至 18.38%。

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

2015~2017 年, 公司经营活动现金流入分别为 293.09 亿元、316.97 亿元和 356.64 亿元, 其中 2017 年同比增加 39.67 亿元, 主要系中原信托增加 42.09 亿元所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由颐城控股及旗下子公司和中原信托收到的其他与经营活动有关的现金构成, 2017 年为 84.11 亿元, 同比增加主要系中原信托收到其他与经营活动有关的现金大幅增加 35.13 亿元所致。2015~2017 年, 公司经营活动现金流出分别为 250.71 亿元、357.11 亿元和 352.22 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要由颐城控股及旗下子公司拿地资金构成, 2017 年为 75.72 亿元。2015~2017 年, 公司经营活动产生的现金流量净额为 42.37 亿元、-40.14 亿元和 4.42 亿元。

2015~2017 年, 公司投资活动现金流入分别为 126.85 亿元、146.19 亿元和 248.14 亿元, 其中 2017 年同比增加 101.95 亿元, 主要系公司收回短期投资理财导致收回投资收到的现金大幅增加 108.52 亿元所致。2015~2017 年, 公司投资活动现金流出分别为 177.73 亿元、216.97 亿元和 353.29 亿元, 其中 2017 年同比增加 136.32 亿元, 主要系公司购买短期投资理财导致投资支付的现金大幅增加所致。2015~2017 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -50.88 亿元、-70.78 亿元和 -105.15 亿元。

公司筹资活动前现金流量净额分别为 -8.51 亿元、-110.92 亿元和 -100.73 亿元。

筹资活动方面, 2015~2017 年, 公司筹资活动现金流入分别为 361.70 亿元、331.33 亿元和 420.87 亿元, 其中 2017 年同比增加 89.54 亿元, 主要系取得借款收到的现金和收到的其

他与筹资活动有关的现金增加所致。同期，公司筹资活动现金流出分别为 287.09 亿元、260.05 亿元和 345.30 亿元，其中 2017 年同比增加 85.25 亿元，主要系支付的其他与筹资活动有关的现金增加所致，其中，2017 年公司收到的其他与筹资活动有关的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金主要系颐城控股及子公司拿地资金往来。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 74.61 亿元、71.28 亿元和 75.56 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额 36.32 亿元，投资活动现金流量净额-133.37 亿元，筹资活动现金流量净额 87.67 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量波动较大；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

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率波动增长，速动比率波动下降，这两项指标三年加权平均值分别为 122.79%和 109.36%，2017 年分别为 120.92%和 106.00%。截至 2018 年 9 月底，上述两项指标分别为 128.99%和 116.24%。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比波动下降，分别为 9.02%、-9.20%和 0.86%。考虑到公司货币资金充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 84.79 亿元、68.45 亿元和 61.19 亿元。同期，全部债务/EBITDA 分别为 5.63 倍、7.86 倍和 10.20 倍。同期，EBITDA 利息倍数分别为 6.96 倍、6.93 倍和 5.66 倍。公司长期偿债能力较强。

总体看，作为河南省人民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，公司整体偿债风险很低。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 9 月底，公司本部共获得银行授信额度合计人民币 1080.38 亿元，尚未使用额度 603.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司拥有 4 家上市公司，直接融资渠道畅通。

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 2019 年 2 月 12 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息记录中，有 2 笔欠息，系银行系统原因造成，目前已经结清。总体来看，公司履约记录良好。

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。

9. 母公司分析

2015~2017 年，母公司资产总额有所增长，年均复合变动率为 8.11%，截至 2017 年底为 449.06 亿元。构成方面，母公司资产总额以长期股权投资为代表的非流动资产为主，母公司持有长期股权投资金额为 276.04 亿元。母公司货币资金较少，为 8.81 亿元。

2015~2017 年，母公司所有者权益合计有所增长，年均复合变动率为 6.31%，截至 2017 年底为 238.69 亿元。构成方面，母公司所有者权益合计主要由实收资本（占 50.27%）、资本公积（占 16.94%）和未分配利润（占 21.63%）构成。

2015~2017 年，母公司负债合计不断增长，年均复合变动率为 10.26%。截至 2017 年底为 210.36 亿元。构成方面，母公司流动负债占 50.90%，非流动负债占 49.10%。截至 2017

年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.85%、38.03%和 30.09%。

损益方面，2015~2017 年，母公司收入分别为 5.91 亿元、4.92 亿元和 6.28 亿元，利润总额分别为 8.28 亿元、4.38 亿元和 29.32 亿元。同期，母公司投资收益分别为 18.34 亿元、16.20 亿元和 39.16 亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，由于母公司直接开展的项目较少，导致经营活动现金流净额出现周期性为负的情况。2015~2017 年，母公司经营活动现金流净额分别为-1.02 亿元、-0.96 亿元和-1.14 亿元；同期，母公司投资活动净现金流波动较大，分别为 24.05 亿元、-21.29 亿元和-2.10 亿元。公司筹资活动前现金流量净额分别为 23.03 亿元、-22.24 亿元和-3.24 亿元，同期筹资活动现金流净额分别为-18.40 亿元、13.11 亿元和 5.40 亿元。

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 20 亿元，占 2018 年 9 月底公司调整后长期债务和全部债务的比重分别为 3.95%和 2.87%，对公司现有债务结构影响不大。

截至 2018 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 69.27%、58.95%和 51.05%。本期中期票据发行后，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 70.03%、60.29%和 52.01%。考虑本期中期票据用于偿还“18 豫投资 SCP002”，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

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 14.65 倍、15.85 倍和

17.83 倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的 2.12 倍、-2.01 倍和 0.22 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。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 4.24 倍、3.42 倍和 3.06 倍。EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

若考虑部分债券附有回售选择权的情况，公司 2019 年需要偿还的债券余额为 52.61 亿元，2020 年需要偿还的债券余额为 10 亿元，2021 年需要偿还的债券余额为 45 亿元（假设“18 豫投资 MTN002”进行回售），2022 年需要偿还的债券余额为 5 亿元，2023 年需要偿还的债券余额为 32 亿元（假设“18 豫投资 MTN002”未进行回售），2019 年为公司待偿还债券余额最高。

表 16 公司剩余债券偿还压力测算

证券名称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
18 豫投资 SCP002	2019/03/01	--	20.00
09 豫投债	2019/04/15	--	12.61
18 豫投资 SCP003	2019/05/21	--	13.00
14 豫投资 MTN001	2019/08/26	--	7.00
15 豫投资 MTN001	2020/03/17	--	10.00
16 豫投资 MTN001	2021/02/02	--	10.00
18 豫投资 MTN001	2021/03/26	--	10.00
16 豫投债	2021/12/13	--	15.00
07 豫投债 1	2022/05/17	--	5.00
18 豫投资 MTN002	2023/04/11	2021/4/11	10.00
18 豫投资 MTN003	2023/04/23	--	15.00
18 豫投资 MTN004	2023/07/12	--	7.00
07 豫投债 2	2027/05/17	--	15.00
合计	--	--	149.61

资料来源：根据公开资料整理

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 2019 年待偿还余额的 5.57 倍、6.02 倍和 6.78 倍；经营活动现金流量净额分别为 2019 年待偿还余额的 0.81 倍、-0.76 倍和 0.08 倍。公司 EBITDA 分别为 2019 年待偿还余额的 1.61

倍、1.30 倍和 1.06 倍；2015~2017 年及 2018 年 9 月底，公司现金类资产分别为 301.80 亿元、254.32 亿元、239.51 亿元和 294.38 亿元，分别为 2019 年待偿还余额的 5.74 倍、4.83 倍、4.55 倍和 5.60 倍。

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。

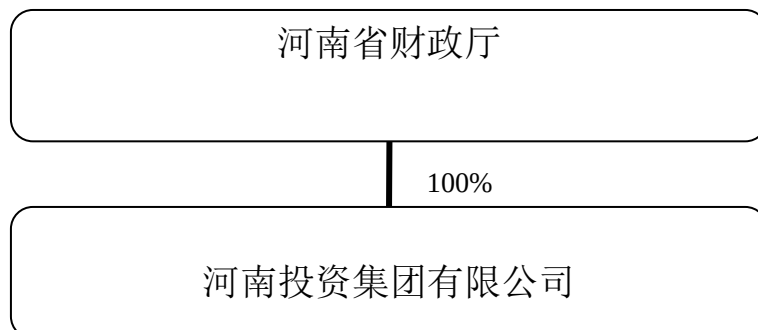
十一、结论

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，公司电力板块和金融板块盈利水平下滑，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。

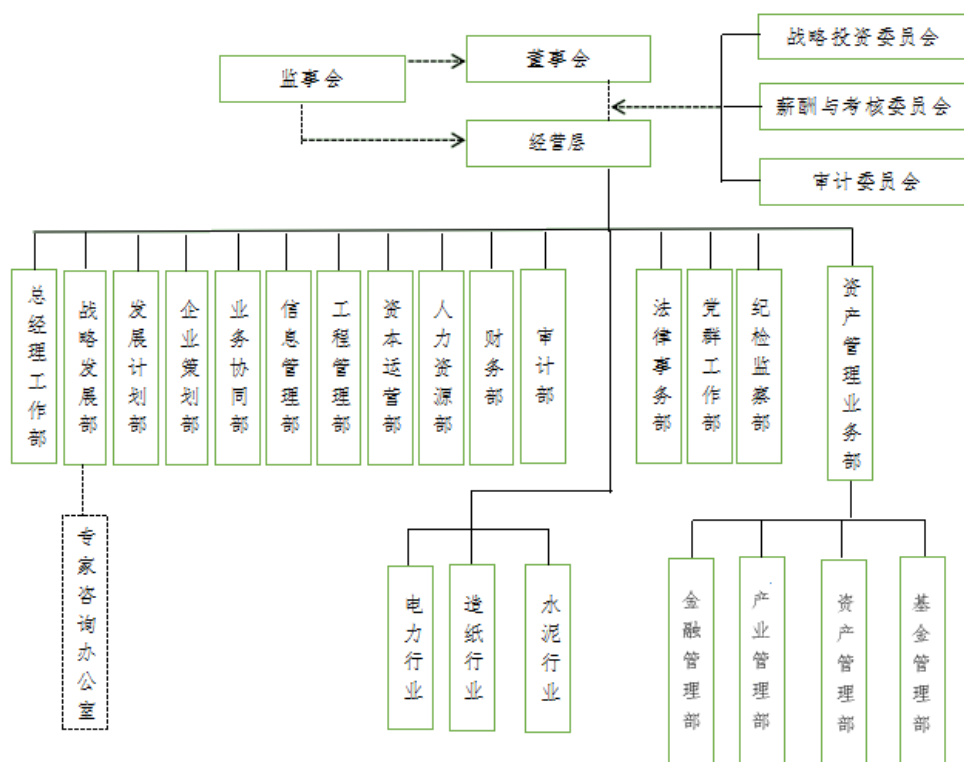
未来，公司将加大电力、基础设施、战略新兴产业等优势产业投资力度，随着公司在建拟建项目的投产以及公司重大资产重组的完成，公司业绩有望继续保持良好。

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 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 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	115058.78	64.20
	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
	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	水泥生产销售	57194.02	70.00
	驻马店市同力骨料有限公司	水泥生产销售	3764.00	62.96
	新乡平原同力水泥有限责任公司	水泥生产销售	27263.20	100.00
	河南省同力水泥有限公司	水泥生产销售	20596.00	100.00
	洛阳黄河同力水泥有限责任公司	水泥生产销售	46212.11	73.15
	河南省豫鹤同力水泥有限公司	水泥生产销售	16979.08	60.00
	中非同力投资有限公司	水泥生产销售	6122.00	100.00
	三门峡腾跃同力水泥有限公司	水泥生产销售	39000.00	100.00
	濮阳同力建材有限公司	水泥生产销售	2950.00	100.00
基础设施	河南城发环境股份有限公司	环境及公用事业项目的投资建设、运营及管理	47479.93	56.19
	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	203900.00	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	386907.07	21.27

	中原信托有限公司	信托业务	365000.00	46.43
	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	68.63
	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	-	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
	河南资产管理有限公司	投资与资产管理	500000.00	65.13
	河南省战略新兴产业投资基金有限公司	投资与资产管理	1500000.00	100.00
	河南蔚蓝股权投资基金（有限合伙）	投资与资产管理	-	100.00
	河南省军民融合产业投资基金（有限合伙）	创业投资、股权投资及相关咨询服务	-	50.00
	河南省战新产业投资基金(有限合伙)	从事非证券类股权投资活动及相关咨询服务	-	99.93
健康生活	河南颐城控股有限公司	房地产开发经营	158600.00	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
	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
	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
	河南信息产业投资有限公司	信息产业投资及管理	15000.00	100.00
	河南省天然气储运有限公司	城镇燃气发展规划与应急保障等	50000.00	35.00%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	301.80	254.32	239.51	294.38
资产总额(亿元)	1151.39	1233.40	1388.48	1580.49
所有者权益合计(亿元)	370.50	444.91	468.18	485.71
短期债务(亿元)	165.85	184.04	215.03	191.08
长期债务(亿元)	311.54	354.12	409.01	506.50
全部债务(亿元)	477.39	538.16	624.04	697.58
营业总收入(亿元)	252.42	245.25	283.26	223.17
利润总额(亿元)	50.74	38.10	28.51	17.97
EBITDA(亿元)	84.79	68.45	61.19	--
经营性净现金流(亿元)	42.37	-40.14	4.42	36.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.77	8.28	6.96	--
存货周转次数(次)	3.06	3.20	2.99	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.21	0.22	--
现金收入比(%)	90.98	98.99	93.62	111.74
营业利润率(%)	34.69	26.53	22.48	18.38
总资本收益率(%)	5.58	3.64	2.28	--
净资产收益率(%)	9.87	6.04	3.45	--
长期债务资本化比率(%)	45.68	44.32	46.63	51.05
全部债务资本化比率(%)	56.30	54.74	57.13	58.95
资产负债率(%)	67.82	63.93	66.28	69.27
流动比率(%)	117.80	129.24	120.92	128.99
速动比率(%)	108.75	115.36	106.00	116.24
经营现金流动负债比(%)	9.02	-9.20	0.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.96	6.93	5.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.63	7.86	10.20	--

注：1.2018 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 2019 年度第一期中期票据 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。