

信用等级公告

联合〔2019〕3134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 2019 年度第三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 年度第三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
二〇一九年十月三十一日



河南投资集团有限公司

2019 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

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：12 亿元

本期中期票据期限：3+N 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还“19 豫投资 SCP003”
和银行贷款

评级时间：2019 年 10 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
—				—

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

河南投资集团有限公司（以下简称“公司”）是河南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，业务涉及多个行业，一定程度分散经营风险，资产规模和营业收入逐年增长以及下属上市公司重大资产重组有利于提振业绩，公司综合实力很强。同时，联合资信也关注到，公司利润规模持续下降，盈利能力走弱；债务规模增长较快，在建工程规模大，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。

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。

公司未来逐步由实业投资为主向产业与金融相结合转变，有助于公司业务的协同发展，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，政府支持力度大。
2. 公司业务涉及多个产业，一定程度分散经营风险。
3. 公司资产规模和营业收入持续增长，尤其是 2018 年水泥板块表现良好，水泥板块盈利水平较高。
4. 公司下属上市公司进行重大资产重组，有利于提振业绩。
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。

关注

1. 近年来，公司利润规模持续下降，盈利能力走弱，尤其 2018 年，公司电力、基础设施、金融和健康生活四大板块收入均发生不同程度下降，电力板块 2018 年出现亏损。
2. 公司债务规模增长较快，存在一定的偿债压力。
3. 公司在建项目规模较大，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。

主要财务数据:

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

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	254.32	239.51	327.24	390.91
资产总额(亿元)	1233.40	1388.48	1593.17	1696.00
所有者权益(亿元)	444.91	468.18	488.06	495.19
短期债务(亿元)	184.04	215.03	234.77	213.45
长期债务(亿元)	354.12	409.01	528.23	605.80
全部债务(亿元)	538.16	624.04	762.99	819.24
营业收入(亿元)	245.25	283.26	290.23	69.34
利润总额(亿元)	38.10	28.51	25.84	6.42
EBITDA(亿元)	68.45	61.19	65.05	--
经营性净现金流(亿元)	-40.14	4.42	46.41	55.89
营业利润率(%)	26.53	22.48	20.89	21.29
净资产收益率(%)	6.04	3.45	3.49	--
资产负债率(%)	63.93	66.28	69.37	70.80
全部债务资本化比	54.74	57.13	60.99	62.33
流动比率(%)	129.24	120.92	128.40	139.05
经营现金流动负债比(%)	-9.20	0.86	8.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.93	5.66	4.20	--
全部债务	7.86	10.20	11.73	--

公司本部 (母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	408.68	449.06	475.64	476.99
所有者权益 (亿元)	219.56	238.69	243.10	242.71
全部债务(亿元)	144.81	146.47	163.63	185.97
营业收入(亿元)	4.92	6.28	7.05	1.79
利润总额(亿元)	4.38	29.32	10.21	-0.40
资产负债率 (%)	46.28	46.85	48.89	39.96
全部债务资本化比率	39.74	38.03	40.23	43.38
流动比率 (%)	89.92	77.19	92.56	116.84
经营现金流动负债比	-1.14	-1.07	-0.60	-0.01

注: 2019 年一季度财务报表未经审计; 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	-	2007/4/6	朱海峰、刘洪海、王玉、李红伟	--	阅读全文
AA+	稳定	2010/6/30	赵明、梁秀国	--	阅读全文
AAA	稳定	2013/6/28	张丽	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

联合资信评估有限公司
二〇一九年十月三十一日



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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2019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“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,公司名称变更为现名。

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2019年3月底,公司注册资本120亿元,隶属于河南省人民政府,河南省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。公司实际控制人为河南省人民政府。

图1:截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

截至2019年3月底,公司业务范围主要涉及电力、造纸、水泥、基础设施、金融、健康生活等产业,合并范围内全资和控股子公司55家,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2019年3月底,公司内设总经理工作部、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、资产管理部和基金管理部四个业务部门。

截至2018年底,公司(合并)资产总额1593.17亿元,所有者权益488.06亿元(含少数股东权益227.19亿元);2018年,公司实现营业收入290.23亿元,利润总额25.84亿元。

截至2019年3月底,公司(合并)资产总额1696.00亿元,所有者权益495.19亿元(含少数股东权益233.40亿元);2019年1—3月,公司实现营业收入69.34亿元,利润总额6.42亿元。

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

公司计划发行河南投资集团有限公司2019年度第三期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度12亿元,期限为3+N年,于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存

续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，还本付息方式为按年付息，到期一次还本，募集资金用途为偿还“19 豫投资 SCP003”和银行贷款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第 3 年不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息

事件是指在付息日前 12 个月，发生以下事件的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：1、向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；2、减少注册资本。

基于以上条款，可得出以下结论：

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

本期中期票据在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司未来递延支付利息存在一定可能性。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司虽然存在一定递延支付利息的可能性，但由于重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性仍较大，本期中期票据与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继

续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿

元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，我国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）

有所回落,较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较1—3月转负为正。具体来看,生活日常类消费仍保持较高增速,升级类消费增速较快,服务类消费增幅明显。此外,网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长,消费结构进一步改善,在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大。2019年1—6月,我国货物贸易进出口总值14.7万亿元,同比增速(3.9%)较1—3月略有回升,较上年同期大幅回落,主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点,是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程,中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下,我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。从三大需求看,一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复,基础设施投资有望持续企稳;减税降费的落实将进一步修复企业盈利,激发企业主体活力,加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展,制造业投资有望企稳;在“房住不炒”的定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求,可能会

对未来一段时间的汽车消费产生不利影响,加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓;随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往,我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看,2019年下半年,我国经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓,下半年经济增速或略有回落,预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

(一) 行业分析

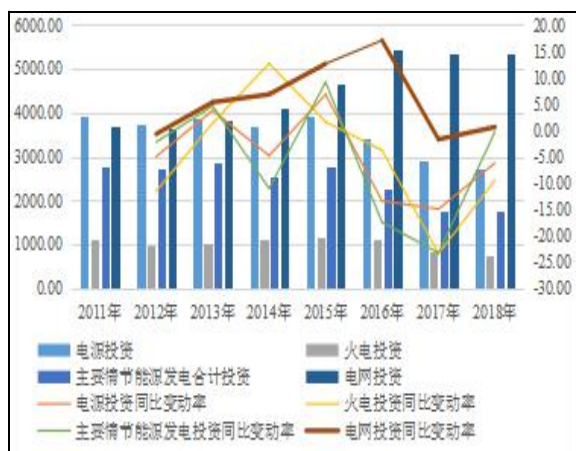
1、电力行业

(1) 行业概况

根据中电联统计数据,近年来,中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势,同期,电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元,同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元,同比下降9.44%;水电完成投资674亿元,同比增长8.36%;核电完成投资437亿元,同比下降3.74%。同期,中国电网基本建设投资合计完成5373亿元,同比增长0.64%。2018年,中国电源及电网投资规模均有所缩减,火电装机投资下降快。

图2 近年中国电源及电网投资情况

(单位: 亿元、%)

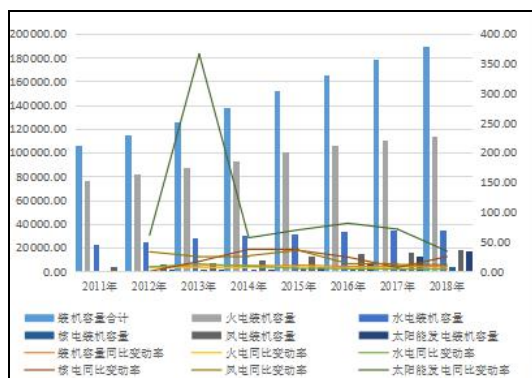


资料来源: 中电联, 联合资信整理

截至2018年底, 中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦, 同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦, 同比增长3.02%。可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦, 同比增长11.43%, 其中包括水电装机3.52亿千瓦(2018年新增装机约854万千瓦, 主要集中在云南、四川和广东)、风电装机1.84亿千瓦(2018年新增装机约2059万千瓦)、太阳能发电装机1.75亿千瓦, 分别同比增长2.47%, 12.35%和33.90%。截至2018年底, 中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%, 同比上升1.67个百分点。整体看, 中国电力装机规模持续增长, 增速较前期有所下降, 同时清洁能源替代作用日益突显。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

(单位: 万千瓦、%)

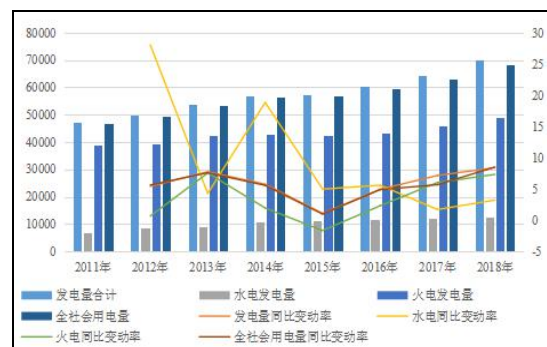


资料来源: 中电联, 联合资信整理

近年来, 伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升, 中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年, 中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时, 同比增长8.39%, 6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时, 同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时, 同比增长7.31%, 利用小时数4361小时, 同比增长142小时。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源: 中电联, 联合资信整理

近年来, 中国全社会用电量保持增长, 且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时, 同比增长8.49%。分产业看, 第一产业用电量728亿千瓦时, 同比增长9.80%; 第二产业用电量47235亿千瓦时, 同比增长7.17%; 第三产业用电量10801亿千瓦时, 同比增长12.75%; 城乡居民生活用电量9685亿千瓦时, 同比增长10.35%。

整体看, 2018年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化, 中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进, 非化石能源发电量快速增长; 各类电源结构设备利用小时均同比提高, 弃风弃光问题得到进一步改善; 电网投资比重提高, 跨区跨省送电量快速增长等。

(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 年至今，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 700 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 2019 年 4 月 8 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 623 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。

（3）行业展望

根据中电联发布《2018—2019 年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及 2018 年

高基数等影响，预计 2019 年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长 5.5%左右。同时，预计 2019 年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

2、水泥行业

（1）行业概况

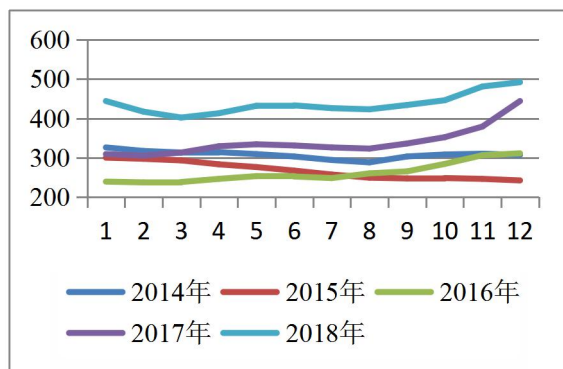
2018 年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.6%，全国固定资产投资同比增长 5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5%左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的 16.1%降至 9 月的 3.3%，12 月略有回升至 3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

水泥市场供给方面，2018 年，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018 年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，市场集中度提升，促使中国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

从水泥的价格来看，2018 年全国水泥均价达 435 元/吨，较 2017 年上涨 82 元/吨，涨幅达 23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018 年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在 400—450 元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018 年四季度开始呈明显上扬走势，12 月份全国均价已经达到 492 元/吨。

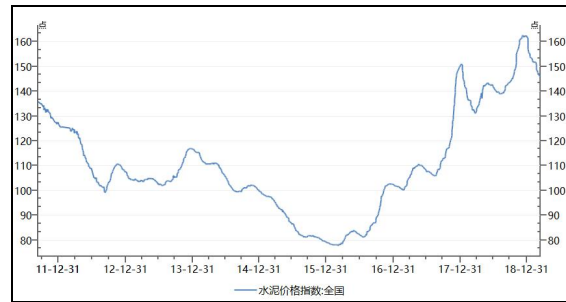
图 5 近四年全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势图
（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2018 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显；其次，煤炭价格维持高位运行，2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。

图 6 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

总体看，2018 年，水泥产量逐步回落，得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。

（2）行业关注

全行业仍产能过剩、产能利用率不高

水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。

行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，根据工信部资料显示，2018 年水泥行业熟料产能前十家集中度已达到 64%，比 2015 年提高 12 个百分点。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、煤炭和

电力、煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在60%以上，占比较高，因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

(3) 未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

3、金融行业

(1) 证券业

2018年，131家证券公司受权益市场表现欠佳、交易较为冷清影响，券商多项经营数据同比均现下滑。根据证券业协会对证券公司2018年度经营数据的统计，证券公司未经审计财务报表显示，131家证券公司2018年度实现营业收入2662.87亿元，与2017年3113.28亿元的营收相比下降14.47%。具体来看，各主营业务收入均出现不同程度下滑。其中，利息净收入下滑幅度最大。2018年度证券公司利息净收入214.85亿元，同比下降38.28%。证券承销与保荐业务净收入下滑幅度也比较大，2018年度证券公司的这部分收入为258.46亿元，同比下降32.73%。2018年度，证券公司代理买卖证券业务净收入缩水幅度达到

24.06%，较2017年度减少197.5亿元。此外，财务顾问业务净收入与资产管理业务净收入同比下滑幅度均超10%。证券投资收益则由2017年度的860.98亿元降为2018年度的800.27亿元。

2018年，131家证券公司实现净利润666.20亿元。而在2017年度，这些券商净利润达1129.95亿元，2018年同比降幅达41.04%。从实现盈利的公司数量来看，2018度106家公司实现盈利，比2017年度减少14家，占证券公司总数量的80.92%。值得一提的是，截至2018年12月31日，131家证券公司的总资产与净资产双双增加，同比上升1.95%和2.16%。但从客户交易结算资金余额、托管证券市值及受托管理资金本金总额来看，2018年度同比下滑均超10%。其中，托管证券市值从40.33万亿元降至32.62万亿元，缩水幅度接近20%。

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，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。

4、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。2018年末全国公路总里程484.65万公里,比上年增加7.31万公里。公路密度50.48公里/百平方公里,增加0.76公里/百平方公里。公路养护里程475.78万公里,占公路总里程98.2%。

2018年年末全国四级及以上等级公路里程446.59万公里,比上年增加12.73万公里,占公路总里程92.1%,提高1.3个百分点。二级及以上等级公路里程64.78万公里,增加2.56万公里,占公路总里程13.4%,提高0.3个百分点。高速公路里程14.26万公里,增加0.61万公里;高速公路车道里程63.33万公里,增加2.90万公里。国家高速公路里程10.55万公里,增加0.33万公里。

2018年,全国国道观测里程21.88万公里,机动车年平均日交通量为14179辆,比上年增

长3.5%,年平均日行驶量为309939万车公里,增长2.5%。其中,国家高速公路年平均日交通量为26435辆,增长5.4%,年平均日行驶量为138840万车公里,增长6.0%;普通国道年平均日交通量为10307辆,增长1.4%,年平均日行驶量为171094万车公里,下降0.1%。

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。

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。

(二) 区域经济

根据《2018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48055.86亿元,比上年增长7.6%。其中,第一产业增加值4289.38亿元,增长3.3%;第二产业增加值22034.83亿元,增长7.2%;第三产业增加值21731.65亿元,增长9.2%。三次产业结构为8.9:45.9:45.2,第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高1.9个百分点。人均生产总值50152元,增长7.2%。

全年财政总收入5875.82亿元,比上年增长11.9%。一般公共预算收入3763.94亿元,增长10.5%,其中税收收入2656.50亿元,增长14.0%,占一般公共预算收入的比重70.6%。

一般公共预算支出 9225.41 亿元, 增长 12.3%, 其中民生支出 7126.49 亿元, 增长 11.1%, 占一般公共预算支出的比重 77.2%。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。

全年全省固定资产投资 (不含农户, 下同) 比上年增长 8.1%。在固定资产投资中, 第一产业投资比上年增长 16.9%, 第二产业投资增长 1.7%, 第三产业投资增长 10.6%。基础设施投资增长 18.5%, 民间投资增长 2.9%, 工业投资增长 2.0%。全年房地产开发投资 7015.47 亿元, 比上年下降 1.1%。其中, 住宅投资 5387.62 亿元, 同比增长 1.1%。商品房待售面积 2800.92 万平方米, 同比下降 1.6%。其中, 商品住宅 1912.42 万平方米, 同比下降 4.2%。城镇保障性安居工程新开工 66.33 万套, 基本建成 44.97 万套。

2018 年全年全省货物运输总量比上年增长 13.1%, 货物运输周转量增长 9.5%。旅客运输总量下降 3.3%, 旅客运输周转量增长 1.9%。机场旅客吞吐量增长 13.8%, 机场货邮吞吐量增长 2.4%。年末全省铁路营业里程 5460.10 公里, 其中高铁 1307.81 公里。高速公路通车里程 6600.03 公里。

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

截至 2019 年 3 月底, 公司注册资本 120 亿元, 河南省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。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。电力板块方面, 截至 2019 年 3 月底, 公司总装机容量 1658.00 万千瓦, 权益装机容量 725.83 万千瓦, 位居河南电力市场第 2 位, 其中控股电力企业 3 家, 可控装机容量 754.00 万千瓦, 权益装机容量 497.45 万千瓦; 参股电力企业 5 家, 装机容量合计 904.00 万千瓦, 公司权益装机容量 228.38 万千瓦。水泥板块方面, 控股水泥企业 6 家, 熟料和水泥生产能力分别为 1200 万吨/年和 1800 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 15%, 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。造纸板块方面，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。基础设施板块方面，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，公司作为河南省政府主要的综合投资公司，业务范围广泛，拥有较强竞争实力。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司拥有高级管理人员 6 名，其中总经理 1 名，副总经理 1 名。

公司党委书记、董事长、总经理刘新勇先生，男，1963 年出生，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，公司党委副书记、副总经理、总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司本部共拥有在职员工 120 人，从专业构成看，高层管理人员占 5.00%，中层管理人员占 24.17%，普通员工占 70.83%。从学历结构看，硕士及以上学历占 65.83%，大学本科学历占 30.83%，大专以下学历占 3.34%。从职称构成看，高级职称占 28.33%，中级职称占 42.50%，中级以下职称占 29.17%。

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，由河南省财政厅行使股东职责，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 7 名董事组成，其中 6 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。

投资管理方面，为加强全面计划管理工作，规范投资行为，防范投资风险，保证投资运作的科学化、程序化，公司制定了投资决策、项目评审、投资计划等各项管理办法，严格项目投资审批程序。在项目决策上，各控股企业将符合条件的项目投资计划先上报该企业所属资产管理部门，资产管理部门确定项目责任人进行调查后，经部门负责人和分管领导审查同意后交企业策划部评审，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。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。

控股企业管理方面，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化。

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

公司下属公司重大资产重组事项

公司原子公司同力水泥于 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

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，即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。

同力水泥 2018 年 8 月 7 日第五届董事会 2018 年度第五次会议及 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

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”），并将经营范围变更为环境及公用事业项目的投建设、运营及管理等业务。

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.SZ”。

重大资产重组完成后有利于下属上市公司优化其业务结构，开拓新的利润增长点，提升上市公司业绩。

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、健康生活和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	2016年			2017年			2018年			2019年1—3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	77.04	32.42	19.93	90.22	33.32	0.18	89.11	32.24	-10.76	25.37	37.36	9.17
造纸行业	34.17	14.38	13.61	43.17	15.94	23.53	46.62	16.87	28.96	10.23	15.06	8.41
水泥行业	30.40	12.79	26.70	36.91	13.63	37.73	43.52	15.75	50.40	8.21	12.09	41.03
基础设施	12.93	5.44	60.64	20.18	7.45	49.52	19.41	7.02	59.78	4.18	6.15	46.91
金融	38.15	16.05	71.31	42.21	15.59	54.23	36.60	13.24	61.88	8.01	11.79	66.16
健康生活	18.65	7.85	39.20	7.85	2.90	13.70	3.87	1.40	55.53	0.60	0.89	64.10
其他	26.27	11.06	-5.58	30.27	11.18	13.79	37.23	13.47	-7.48	11.31	16.65	17.93
合计	237.62	100.00	29.04	270.81	100.00	23.03	276.37	100.00	21.52	67.89	100.00	23.90

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

资料来源：公司提供

公司主营业务收入包括各个板块的主营业务收入，同时将利息收入和手续费及佣金收入并入金融板块合并计算。2016—2018年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长7.85%。2018年，公司主营业务收入主要由电力（占主营业务收入的32.24%）、造纸（占16.87%）、水泥（占15.75%）和金融（占13.24%）四大板块构成。2018年，公司主营业务收入为276.37亿元，同比增长2.05%。从细分板块看，公司造纸、水泥和其他板块收入实现同比增长，电力、基础设施、金融和健康生活四大板块收入均发生不同程度下跌。同期，公司综合毛利率为21.52%，同比减少1.51个百分点，系电力板块毛利率下降所致。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入为67.89亿元，为2018年全年的24.56%；主营业务毛利率为23.90%，较2018年全年水平增长2.38个百分点，主要系电力板块和其他板

块毛利率上涨所致。

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2019年3月底，公司总装机容量1658.00万千瓦，权益装机容量725.83万千瓦，位居河南电力市场第2位，其中控股电力企业3家，可控装机容量754.00万千瓦，权益装机容量497.45万千瓦；参股电力企业5家，装机容量合计904.00万千瓦，公司权益装机容量228.38万千瓦。

表3 截至2019年3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	377.45
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	96.16	184.63
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
郑州新力电力有限公司	60.00	100.00	60.00
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	60.00	40.00	24.00
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	1658.00	--	725.83

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
资料来源：公司提供

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*600MW 项目一台机组已经投产，开机运行至 3000 转，具备并网条件，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 项目其中一台处于试运行阶段，另一台处于建设期，均未进行商业运营。截至 2019 年 3 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。2016—2018 年，公司控股电力企业发电量分别为 257.70 亿千瓦时、253.83 亿千瓦时和 264.37 亿千瓦时；上网电量分别为 240.64 亿千瓦时、237.58 亿千瓦时和 247.88 亿千瓦时；设备利用小时分别为 3557.00 小时、3446.37 小时和 3589.54 小时，2018 年同比增加 143.17 小时；结算电价（含税）分别为 358.65 元/千千瓦时、370.82 元/千千瓦时和 358.88 元/千千瓦时，2018 年同比减少 11.94 元/千千瓦时，主要系煤炭价格高位运行，交易电量占比上升，交易电量价格较标杆电价低影响所致；单位燃料成本分别为 155.52 元/千千瓦时、219.65 元/千千瓦时和 225.70 元/千千瓦时，2018 年同比增加 6.05 元/千千瓦时；公司供电煤耗呈逐年下降趋势，分别为 313.99 克/千瓦时、311.77 克/千瓦时和 309.73 克/千瓦时。

2019 年 1—3 月，公司控股电力企业完成发电量 69.44 亿千瓦时，为 2018 年全年的 26.27%；上网电量为 65.10 亿千瓦时，为 2018 年全年的 26.26%；实际结算含税电价平均为 377.59 元/千千瓦时，较 2018 年有所增长，主要系交易电量规模下降，导致综合上网电价同比升高所致；单位燃料成本为 207.89 元/千千瓦时，较 2018 年有所下降，受益于 2019 年一季度单位燃料成本下降和实际结算电价上涨，单位售电毛利率有所增长。

表 4 公司电力板块经营情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	1686.50	1644.50	1658.00	1658.00
权益装机容量（万千瓦）	754.27	710.29	725.83	725.83
发电量（亿千瓦时）	257.70	253.83	264.37	69.44
上网电量（亿千瓦时）	240.64	237.58	247.88	65.10
电价（含税）（元/千千瓦时）	358.65	370.82	358.88	377.59
平均利用小时数（小时）	3557.00	3446.37	3589.54	942.84
供电平均煤耗（克/千瓦时）	313.99	311.77	309.73	293.00
脱硫率（%）	99.92	99.20	99.31	99.30
单位燃料成本（元/千千瓦时）	155.52	219.65	225.70	207.89

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
资料来源：公司提供

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，公司出资设立河南煤炭储配交易中心有限公司（以下简称“交易中心”）。2016—2018年，公司交易中心分别实现营业收入17.23亿元、25.70亿元和31.44亿元，2018年同比增长22.33%，主要系交易中心对电力板块内部客户及外部客户煤炭销量大幅增长所致。近三年，公司交易中心利润总额分别为0.16亿元、0.34亿元和-0.62亿元。2019年1—3月，交易中心收入为3.70亿元，利润总额为-0.04亿元。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5 近年来交易中心财务概况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
资产	12.33	33.16	45.52	40.68
权益	2.12	2.42	2.87	2.85
营业收入	17.23	25.70	31.44	3.70
利润总额	0.16	0.34	-0.62	-0.04

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司电力板块分别实现业务收入77.04亿元、90.22亿元和89.11亿元，2018年同比变化不大；毛利率分别为19.93%、0.18%和-10.76%，2018年电力板块出现亏损，主要系煤炭价格上涨所致。

2019年1—3月，公司电力板块业务收入为25.37亿元，为2018年全年的28.47%；毛利率为9.17%，较2018年扭亏为盈，主要系结算电价上涨和单位燃料成本下降所致。

总体看，2018年，公司电力板块收入有所下降，且出现近年来首次亏损，电力板块盈利水平低且波动较大。

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，公司启动重大资产重组，重组后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2019年3月底，公司熟料和水泥生产能力分别为1220万吨/年和1800万吨/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15%。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。2016—2018年，公司下属水泥企业熟料产量出现不同程度下降，分别为1066.92万吨、1004.00万吨和916.46万吨；同期水泥产量也逐年下降，分别为1149.15万吨、1101.00万吨和992.63万吨；水泥销量也逐年下降，分别为1231.36万吨、1091.00万吨和994.20万吨。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；水泥平均销售价格分别为200.77元/吨、277.69元/吨和318.45元/吨，其中2017年以来水泥平均销售价格大幅上涨，主要系限

产和环保因素所致。

2019年1—3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138.93万吨、149.48万吨和143.41万吨，分别为2018年全年的15.16%、15.06%和14.42%。

表6 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1—3月
熟料标准煤耗 (千克/吨)	105.38	105.80	106.82	107.61
熟料电耗(千瓦时/吨)	60.54	62.11	64.15	66.13
水泥分布电耗 (千瓦时/吨)	35.80	36.96	38.42	42.38
回转窑运转率(%)	67.10	64.49	60.95	41.59
熟料产量(万吨)	1066.92	1004.00	916.46	138.93
水泥产量(万吨)	1149.15	1101.00	992.63	149.48
水泥销量(万吨)	1231.36	1091.00	994.20	143.41
水泥平均销售价格 (元/吨)	200.77	277.69	318.45	365.40

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司水泥板块业务收入分别为30.40亿元、36.91亿元和43.52亿元，2018年，水泥板块在销量下滑的情况下，营业收入同比增长17.91%，主要系熟料销量和价格增加所致。

毛利率方面，2016—2018年，公司水泥板块毛利率分别为26.70%、37.73%和50.40%。其中，2018年，公司水泥板块毛利率同比提高12.67个百分点，主要系2018年由于错峰生产导致豫北熟料价格大幅上涨，熟料利润空间大于水泥利润空间，水泥企业依据市场形势调整销售结构，增加熟料销量，压缩水泥销量所致。公司水泥板块盈利水平很高。

2019年1—3月，公司水泥板块业务收入为8.21亿元，为2018年全年的18.86%，毛利率为41.03%，较2018年减少9.37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，是公司主要收入来源之一。2018年，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大幅提升，虽然在2019年一季度毛利率水平

有所下滑，但该板块盈利水平依然很高。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2019年3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。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。2016—2018年，公司成品纸产销量保持稳定，产量分别为58.98万吨、61.84万吨和62.95万吨，销量分别为60.83万吨、62.20万吨和61.02万吨；公司化机浆产量分别为25.76万吨、32.00万吨和32.44万吨；销量分别为19.29万吨、24.14万吨和23.91万吨；成品纸平均销售价格分别为4994.00元/吨、5979.00元/吨和6534.00元/吨，其中2018年同比增长主要系去产能和环保因素致使造纸价格上涨所致。

2019年1—3月，公司成品纸和化机浆产能无变化，成品纸产量为14.67万吨，为2018年全年23.30%，成品纸销量为17.01万吨，为2018年全年的27.88%，平均销售价格为5338.00元/吨，较2018年减少1196.00元/吨，主要系市场行情变化，产品价格下行所致；化机浆产量为7.64万吨，为2018年全年的23.55%，化机浆销量为5.74万吨，为2018年全年的24.01%，平均销售价格为3514.00元/

吨,较2018年减少451.00元/吨,主要系市场行情变化,产品价格下行所致。2018年,成品纸和化机浆平均销售价格大幅增加,2019年一季度成品纸和化机浆销售价格均有所下滑。

表7 近年来公司成品纸产销概况
(单位:万吨/年、万吨、元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	58.98	61.84	62.95	14.67
销量	60.83	62.20	61.02	17.01
平均销售价格	4994.00	5979.00	6534.00	5338.00

资料来源:公司提供

表8 近年来公司化机浆产销概况
(单位:万吨/年、万吨、元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
产能	25.80	25.80	25.80	25.80
产量	25.76	32.00	32.44	7.64
销量	19.29	24.14	23.91	5.74
平均销售价格	3076.00	3523.00	3965.00	3514.00

资料来源:公司提供

2016—2018年,公司造纸板块主营业务收入分别为34.17亿元、43.17亿元和46.62亿元;毛利率分别为13.61%、23.53%和28.96%。其中,2018年收入同比增长7.99%,毛利率同比提升5.43个百分点,均系去产能和环保因素致使造纸价格上涨所致

2019年1—3月,公司造纸板块收入为10.23亿元,为2018年全年的21.94%;同期,毛利率较2018年下降20.55个百分点至8.41%,主要系产品销售价格大幅下降所致。

综上所述,2018年,受益于产品销售价格的上涨,造纸板块盈利水平得以提升,2019年随着产品价格的下滑,造纸板块盈利水平明显下滑,造纸板块盈利水平波动较大。

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9 截至2019年3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
中原信托有限公司	21.28	386907.00
中原证券股份有限公司	46.43	365000.00
河南创业投资股份有限公司	98.00	20000.00
北京新安财富创业投资有限责任公司	68.63	10500.00
河南投资集团担保有限公司	49.00	4000.00
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	100.00	100000.00
北京雨韵和丰创业投资管理有限公司	100.00	20000.00
中富支付服务有限公司	100.00	5000.00
河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金	100.00	---
河南投资集团汇融基金管理有限公司	100.00	21000.00
中原豫泽融资租赁(上海)有限公司	100.00	\$20000.00
河南资产管理有限公司	65.13	500000.00
河南蔚蓝股权投资基金	100.00	1500000.00
河南省战略新兴产业投资基金有限公司	100.00	---
中原信托有限公司	7.01	2007500.00
中原证券股份有限公司	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。中原证券为全国综合性综合类证券公司,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2019年3月底,中原证券股本为38.69亿元。2018年,中原证券营业收入16.50亿元,同比下降23.19%,

¹为避免重名,中原证券在H股市场更名为中州证券

主要系证券市场震荡，中原证券的经纪业务、海外业务及以股票质押回购业务为主的总部及其他分部收入下滑所致。2018年，中原证券利润总额1.01亿元，同比下降85.13%，主要系长、短债利息支出上升，计提信用减值损失3亿元所致。2019年1—3月，中原证券营业收入为6.58亿元，利润总额2.67亿元。

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2019年3月底，中原信托注册资本36.50亿元。2018年，中原信托实现营业收入9.40亿元，收入同比减少8.20亿元；利润总额为5.99亿元，同比减少4.87亿元；2019年1—3月，营业收入1.42亿元，利润总额0.44亿元。

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。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2019年3月底，河南资产管理有限公司总资产152.25亿元，所有者权益53.88亿元；2018年，实现营业收入4.47亿元，净利润3.04亿元；2019年1—3月，实现营业收入1.95亿元，净利润1.12亿元。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。

2016—2018年，公司金融板块业务收入分别为38.15亿元、42.21亿元和36.60亿元。其中，2018年同比下降13.29%，主要系中原证券和中原信托收入均出现明显下滑。近三年，公司金融板块毛利率分别为71.31%、54.23%和61.88%。其中，2018年毛利率增长7.65个百分点，主要系中原豫泽融资租赁有限公司2018年毛利率增加所致。2019年1—3月，金融板块业务收入8.01亿元，为2018年全年的21.89%，毛利率为66.16%。

总体看，中原证券和中原信托是公司金融板块主要收入来源，2018年河南资产管理有限公司对金融板块利润贡献明显增加。

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（现名为“城发环境”）的全资子公司。基础设施板块运营主体包括河南城市发展投资有限公司（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9）。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%，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。

2018 年,“许平南”高速公路实现通行费收入 11.60 亿元,同比增长 8.12%;“安林”高速公路通行费为 2.80 亿元,同比增长 21.74%;“林长”高速公路实现通行费收入为 1.04 亿元,同比变化不大。2019 年 1—3 月,“许平南高速”实现通行费收入 3.73 亿元,“安林”高速公路通行费为 0.58 亿元,“林长”高速公路实现通行费收入为 0.24 亿元。

2016—2018 年,公司基础设施板块业务收入分别为 12.93 亿元、20.18 亿元和 19.41 亿元,其中 2018 年收入同比变化不大。近三年,该板块毛利率分别为 60.64%、49.52%和 59.78%。其中,2018 年毛利率上升 10.26 个百分点,主要系许鄆快速路、梅河治理等 PPP 项目进入回款期所致。2019 年 1—3 月,该板块业务收入和毛利率分别为 4.18 亿元和 46.91%,高速公路盈利能力较强。

总体看,公司基础设施板块收入保持稳定,盈利水平很高。

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。

2016—2018 年,公司健康生活板块业务收入分别为 18.65 亿元、7.85 亿元和 3.87 亿元,2017 年以来收入持续下滑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

39.20%、13.70%和 55.53%。其中,2018 年毛利率大幅上升 41.83 个百分点,主要系 2017 年主要为马寨项目一级土地整理收入,毛利较低,2018 年主要为酒店,旅游以及地产项目收益,毛利较高所致。

2019 年 1—3 月,公司健康生活板块实现业务收入 0.60 亿元,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,同期毛利率为 64.22%,较 2018 提升 8.69 个百分点。

总体看,公司健康生活板块收入和毛利率波动较大。

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”)、郑州拓洋实业有限公司(以下简称“拓洋实业”)、河南天然气储运有限公司、河南信息产业投资有限公司和河南省战新产业投资基金等下属子公司。

安彩高科是 A 股上市公司,于 1999 年在上海证交所上市(股票代码“600207.SH”)。安彩高科是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。

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。

拓洋实业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。拓洋实业的主要产品有 D-异抗坏血酸钠(简称异 VC 钠)、D-异抗坏血酸(简称异 VC)、维生素 C(简称 VC)、d-核糖、结晶果糖、核黄素(简称 VB2)。

2016—2018 年,公司其他业务板块业务收入分别为 26.27 亿元、30.27 亿元和 37.23 亿元。其中,2018 年同比增长 22.99%,主要系河南天然气储运有限公司、河南信息产业投资有限

公司、河南省战新产业投资基金均在 2018 年成立，增加营业收入 3 亿元，河南省发展燃气有限公司增加主营业务收入 1.50 亿元所致。同期，该板块毛利率分别为-5.58%、13.79%和-7.48%。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 年该板块毛利率为负，主要系一方面安彩高科受光伏玻璃产品售价下降、重要原材料价格上涨及光伏玻璃二厂窑炉关停等因素影响，亏损同比增加，毛利率下降，另一方面河南信息产业投资有限公司于 2018 年成立，处于初创期，新设的地市合资公司和其他合资公司或成立不久，或刚完成工商注册，或处于筹建期，毛利率较低所致。

2019 年 1—3 月，公司其他业务板块实现业务收入 11.31 亿元，为 2018 年全年的 30.38%，一季度收入占比较高主要系河南省发展燃气有限公司、安彩高科收入增加所致，毛利率为 17.93%。

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

2016—2018 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三年加权平均值分别为 6.09 次、2.89 次和 0.20 次；2018 年上述指标分别为 4.69 次、2.71 次和 0.19 次。公司整体经营效率尚可。

3. 主要在建项目

截至 2019 年 3 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 10），合计总投资 230.96 亿元，已经完成投资 174.16 亿元，尚需投资 56.80 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。截至 2019 年 3 月底，安阳市人民公园、许鄆快速路 2 个 PPP 项目进入回款期，郑州航空港区梅河治理工程、会展路 2 个 BT 项目进入政府回购期。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

序号	涉及控股子公司	项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源	
						自筹/资本金	银行借款
1	河南豫能控股股份有限公司	郑州豫能 2*660MW 项目	62.24	47.29	2016.05-2018.12	12.40	49.84
2	河南豫能控股股份有限公司	兴县铁路集运专用线项目	15.90	14.03	2016.09-2018.03	3.29	12.61
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	12.28	9.70	2016.05-2017.06	2.46	9.83
4	鹤壁城发公路工程开发有限公司	S225 省道改扩建项目（省财政厅 PPP 示范库项目）	4.70	3.53	2017.04-2019.04	3.61	2.71
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）	26.65	22.16	2016.12-2018.11	6.55	19.66
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）	5.41	5.05	2017.01-2018.06	1.62	3.79
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）	4.10	2.23	2017.01-2019.01	0.82	3.28
8	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）	2.89	0.20	2017.01-2018.06	0.82	2.07
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）	1.58	0.73	2017.01-2020.01	0.45	1.13
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）	1.20	0.33	2017.01-2020.01	0.36	0.84
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	9.99	9.08	2015.03-2017.03	1.80	6.20

序号	涉及控股子公司	项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期	资金来源	
						自筹/资本金	银行借款
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	8.36	7.43	2015.10-2017.09	2.03	6.33
13	郑州航空港水务发展有限公司	第二水厂	6.45	5.53	2015.07-2017.10	4.57	1.96
14	郑州航空港水务发展有限公司	供水管网	16.60	8.54	2015.04-2020.12	9.31	3.99
15	郑州航空港水务发展有限公司	智慧水务	0.81	0.10	2016.10-2020.12	0.24	0.57
16	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	24.94	21.77	2016.11-2017.8	5.84	19.10
17	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	1.91	1.38	2017.3-2019.3	0.38	1.53
18	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	4.00	3.01	2017.3-2020.3	1.00	3.00
19	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	9.98	6.23	2018.3-2019.8	2.00	7.99
20	济源城发投资有限公司	济源市市政管网建设 PPP 项目	3.45	1.03	2018-2020	0.69	2.76
21	济源森林环保能源有限公司	济源森林垃圾发电项目	3.28	2.27	2017.11-2019.3	1.13	2.00
22	郑州航空港水务发展有限公司	港区水务第二加压泵站	0.90	0.00	2018.2-2019.12	0.26	0.60
23	河南颐城控股有限公司	登封市阳城养生苑项目	3.32	2.54	2016.07-2018.03	0.65	2.67
合计			230.96	174.16	--	--	--

资料来源：公司提供

综上所述，公司在建项目规模较大，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 2016—2018 年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，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，公司新纳入合并范围子公司 4 家，不再纳入合并范围子公司 1 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围二级子公司 55 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 2018 年底，公司（合并）资产总额 1593.17 亿元，所有者权益 488.06 亿元（含少数股东权益 227.19 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 290.23 亿元，利润总额 25.84 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1696.00 亿元，所有者权益 495.19 亿元（含少数股东权益 233.40 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 69.34 亿元，利润总额 6.42 亿元。

2. 资产质量

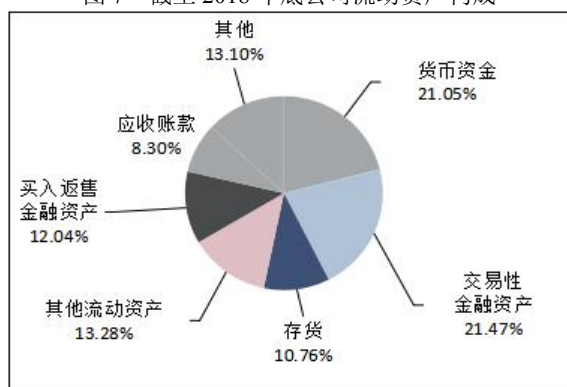
2016—2018 年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 13.65%。截至 2018 年底，公司资产总额 1593.17 亿元，同比增长 14.74%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 46.49%，非流动资产占 53.51%。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模不断增长，年均复合增长 14.58%。截至 2018 年底，

公司流动资产合计 740.63 亿元，同比增长 19.21%，主要系交易性金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 21.05%）、交易性金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 21.47%）、存货（占 10.76%）、其他流动资产（占 13.28%）、应收账款（占 8.30%）和买入返售金融资产（占 12.04%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金有所波动，年均复合下降 2.07%。截至 2018 年底，公司货币资金 155.90 亿元，同比增长 6.42%。2016—2018 年，公司交易性金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长 37.29%，截至 2018 年底为 159.02 亿元，同比增长 100.21%，主要系中原证券持有的公募基金、股票、银行理财产品、私募基金及合伙企业份额增加所致。

2016—2018 年，公司存货不断增长，年均复合增长 14.71%。截至 2018 年底，公司存货 79.71 亿元，同比增长 3.96%；存货计提跌价准备 1.00 亿元，计提比例为 1.24%。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 60.43%。截至 2018 年底，公司应收账款为 61.46 亿元，同比增长 68.33%，主要系河南资产开展不良资产收购业务所致。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占比 6.65%，按账龄组合计提坏账准备的占 84.26%，按其他组合计提坏账准备的占 8.06%，单项金额虽不重大但单项计提坏账准

备的应收账款占 1.03%；共计提坏账准备 3.49 亿元，计提比例为 5.37%。公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款从账龄上看，1 年以内的占 95.91%，1—2 年的占 1.76%，2—3 年的占 0.52%，3 年以上的占 1.81%。

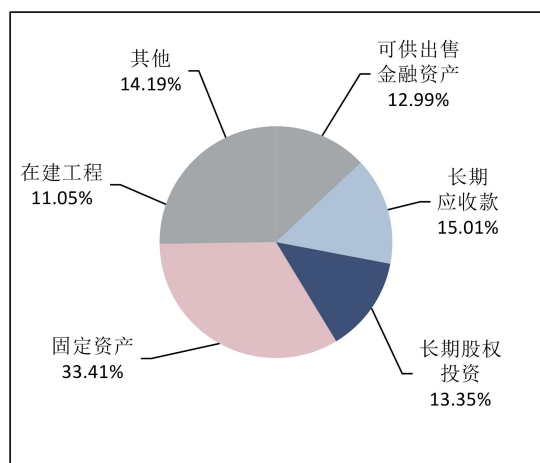
公司买入返售金融资产主要系中原证券业务开展形成。2016—2018 年，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 22.81%。截至 2018 年底，公司买入返售金融资产为 89.17 亿元，同比下降 3.15%。

公司其他流动资产主要由短期委托贷款、融资融券业务融出资金和预缴及待抵扣税费构成。2016—2018 年，公司其他流动资产波动中有所下降，年均复合下降 3.13%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 98.33 亿元，同比下降 15.48%，主要系融资融券业务融出资金减少所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模不断增长，年均复合增长 12.87%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 852.54 亿元，同比增长 11.12%，主要系可供出售金融资产、长期应收款和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 12.99%）、长期应收款（占 15.01%）、长期股权投资（占 13.35%）、固定资产（占 33.41%）和在建工程（占 11.05%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 22.15%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 110.74 亿元，同比增长 14.30%，主要系中原证券和中原信托业务开展所致。

公司长期应收款主要由贷款及长期委托贷款和 BT 项目构成。2016—2018 年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长 38.01%。截至 2018 年底，公司长期应收款 128.00 亿元，同比增长 16.73%，主要系 BT 项目大幅增加所致。

2016—2018 年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 4.89%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 113.84 亿元，同比增长 5.29%；权益法下确认的投资收益为 5.12 亿元。

表 11 截至 2018 年底公司主要长期股权投资企业
(单位：亿元)

项目	权益法下确认的投资收益	期末余额
中原银行股份有限公司	1.69	34.72
郑州银行股份有限公司	1.12	14.08
华能沁北发电有限责任公司	-0.70	11.28
中航光电科技股份有限公司	0.91	5.74
郑州航空港区航程天地置业有限公司	0.78	5.06
河南森源电气股份有限公司	--	5.00
许昌龙岗发电有限责任公司	0.17	4.63
河南天地新居置业有限公司	1.51	3.51
河南光大金控产业投资基金(有限合伙)	-0.05	2.42
洛银金融租赁股份有限公司	0.42	2.31
三门峡华阳发电有限责任公司	0.09	2.30
中石化中原天然气有限责任公司	0.00	2.27
中原环保股份有限公司	--	2.13
大唐洛阳首阳山发电有限责任公司	-0.65	2.02
河南中原云港发展有限公司	0.00	1.50
北京棋森建设股份有限公司	--	1.14
合计	5.31	100.10

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司固定资产有所波动，年均复合下降 1.09%。截至 2018 年底，公司固定资产 284.80 亿元，同比下降 5.53%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 31.81%）

和机器设备（占 49.72%）构成；固定资产计提减值准备 12.39 亿元，计提比例为 4.35%；累计计提折旧 253.01 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 66.87%。截至 2018 年底，公司在建工程 94.17 亿元，同比增长 79.38%，主要系郑州豫能 2*660MW 项目及交易中心兴县铁路煤炭集运专用线项目投入增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1696.00 亿元，较 2018 年底增长 6.45%，其中，流动资产占 47.87%，非流动资产占 52.13%，资产结构较上年底变化不大；其中，货币资金为 218.23 亿元，较上年底增长 39.97%，主要系中原证券开展经纪业务，代理买卖证券款增加所致；应收账款为 98.94 亿元，较上年底增长 60.99%，主要系河南资产开展不良资产收购业务增加 27.83 亿元，中原证券增加 1.27 亿元所致。

截至 2018 年底，公司受限资产总计 104.67 亿元，占同期总资产比例为 6.57%。公司资产受限比例低。

表 12 截至 2018 年底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	6.27	保证金
应收账款	1.17	质押
应收票据	0.32	票据质押
长期应收款	1.29	长期应收款保理
固定资产	16.31	融资租赁、不动产抵押
无形资产	0.76	抵押
交易性金融资产	57.05	质押
其他债权投资	4.13	质押
融出资金	17.37	质押
合计	104.67	合计

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，资产受限比例低，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

2016—2018 年，公司所有者权益规模有所增长，年均复合增长 4.74%。截至 2018 年底，公司所有者权益总额 488.06 亿元，同比增长 4.25%；其中归属于母公司所有者权益占 53.45%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 46.00%）、资本公积（占 21.32%）和未分配利润（占 19.90%）构成。

2016—2018 年，公司少数股东权益不断增长，年均复合增长 10.08%。截至 2018 年底，公司少数股东权益 227.19 亿元，同比增长 5.61%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 495.19 亿元，较上年底增长 1.46%。结构变化不大。

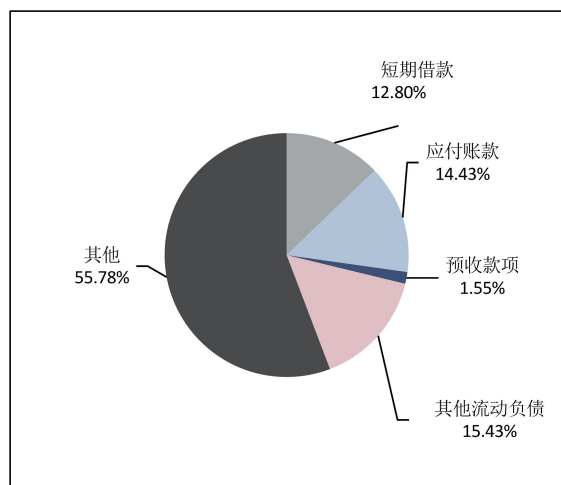
总体看，公司权益规模变化不大，公司权益构成中实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

2016—2018 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 18.39%。截至 2018 年底，公司负债总额 1105.11 亿元，同比增长 20.08%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 52.19%，非流动负债占 47.81%。

2016—2018 年，公司流动负债规模不断增长，年均复合增长 14.95%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 576.80 亿元，同比增长 12.27%；公司流动负债主要由短期借款（占 12.80%）、应付账款（占 14.43%）和其他流动负债（占 15.43%）构成。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 9.35%。截至 2018 年底，公司短期借款 73.84 亿元，同比下降 16.69%。

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 38.78%。截至 2018 年底，公司应付账款 83.24 亿元，同比增长 36.82%，主要系豫能控股应付材料款以及郑州豫能热电应付工程款、设备及材料款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 79.93%，1—2 年的占 14.23%，2—3 年的占 3.27%，3 年以上的占 2.57%。

公司其他流动负债主要由短期/超短期融资券和信托保证基金借款构成。2016—2018 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 30.37%。截至 2018 年底，公司其他流动负债 88.99 亿元，同比增长 19.72%，主要系公司发行超短期融资券所致。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 34.57%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 38.71 亿元，同比增长 20.32%，主要系往来款增加所致。从性质看，公司其他应付款主要由押金及保证金（占 23.51%）、往来款（占 41.90%）和暂挂款（占 11.28%）构成。

公司其他金融类流动负债主要包括拆入资金、卖出回购金融资产款、保险合同保证金、代理买卖证券款。2016—2018 年，公司其他金

融类流动负债波动中有所增长，年均复合增长 7.64%。截至 2018 年底，公司其他金融类流动负债为 189.90 亿元，同比增长 16.67%，主要系中原证券卖出回购金融资产款大幅增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长 22.51%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 528.30 亿元，同比增长 29.96%，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 72.55%）和应付债券（占 22.29%）构成。

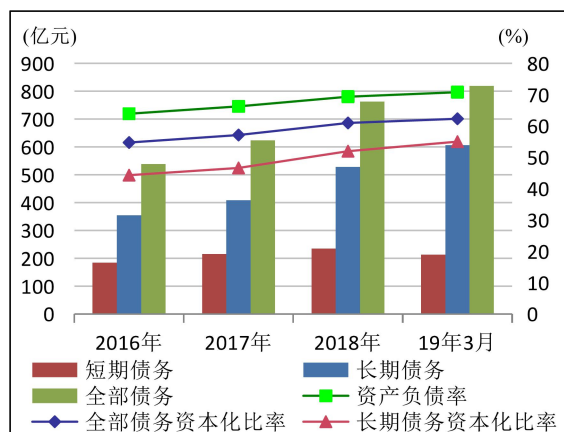
2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 34.66%。截至 2018 年底，公司长期借款 383.27 亿元，同比增长 43.72%，主要系项目投资规模扩大及债务期限调整所致。公司长期借款主要由质押借款（占 33.95%）和信用借款（占 58.02%）构成。

2016—2018 年，公司应付债券保持相对稳定，年均复合增长 0.71%。截至 2018 年底，公司应付债券 117.78 亿元，同比下降 1.30%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 1200.82 亿元，较上年底增长 8.66%。其中，流动负债占 48.63%，非流动负债占 51.37%，负债结构较上年底变化不大。

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。有息债务方面，2016—2018 年，公司全部有息债务快速增长，年均复合增长 19.07%。截至 2018 年底，公司有息债务 762.99 亿元，同比增长 22.27%，主要系长期借款增加所致。其中，公司短期债务占 30.77%，长期债务占 69.23%，长期债务占比提高 3.69 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司有息债务 819.24 亿元，较上年底增长 7.37%。

图 10 公司近年来债务指标走势



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2016—2018 年，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持续增长，三年加权平均值分别为 67.35%、58.58% 和 48.84%，2018 年分别为 69.37%、60.99% 和 51.98%。截至 2019 年 3 月底，三项指标分别为 70.80%、62.33% 和 55.02%。

总体看，公司负债和有息债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主，债务结构变动不大，公司债务负担偏重。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长 8.78%。2018 年，公司营业收入为 290.23 亿元，同比增长 2.46%。2016—2018 年，公司营业成本不断增长，年均复合增长 13.34%。2018 年，公司营业成本 211.93 亿元，同比增长 3.13%。2016—2018 年，公司营业利润率持续下降，三年加权平均值为 22.49%，2018 年为 20.89%，同比减少 1.59 个百分点。公司盈利水平一般。

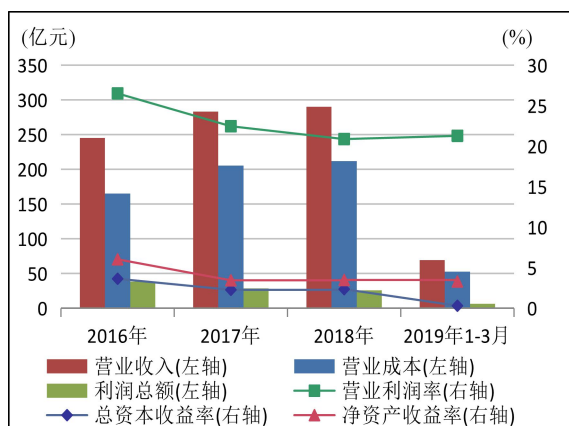
期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用规模有所增长，年均复合增长 8.95%。2018 年，公司期间费用合计 48.24 亿元，同比增长 10.82%，主要系财务费用增长所致。其中，销售费用占 40.03%，管理费用占 34.51%，财务费用占 25.46%。2016—2018 年，公司期间费用占营业总收入比重分别为 16.57%、15.37%

和 16.62%。公司期间费用控制能力一般。

非经常损益方面，2016—2018 年，公司公允价值变动损益分别为-0.61 亿元、-0.97 亿元和 0.12 亿元。同期，公司投资收益分别为 18.26 亿元、16.16 亿元和 17.08 亿元，其中 2018 年公司投资收益主要包括权益法核算的长期股权投资收益 4.87 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 3.15 亿元、持有交易性金融资产取得的投资收益 5.72 亿元和持有可供出售金融资产取得的投资收益 4.02 亿元。2016—2018 年，公司营业外收入分别为 3.97 亿元、2.19 亿元和 0.99 亿元，2018 年营业外收入减少主要系政府补助减少所致。同期，非经常损益占利润总额比重分别为 56.73%、75.83% 和 70.40%。总体看，非经常损益对公司利润总额影响大。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 38.10 亿元、28.51 亿元和 25.84 亿元，年均复合下降 17.66%。

图 11 公司近年来盈利指标走势



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为 2.59% 和 3.99%，2018 年分别为 2.36% 和 3.49%。公司盈利能力一般。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 69.34 亿元，为 2018 年全年的 23.89%；利润总额 6.42 亿元，为 2018 年全年的 24.87%；同期营业利润率由上年的 20.89% 升至 21.29%。

总体看，近年来，公司营业总收入持续增长，但由于成本和费用增长较快，利润总额持续下降，此外非经常性损益对利润总额影响大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2016—2018 年，公司经营活动现金流逐年改善，2016 年为净流出状态，2017 年经营活动现金流量净额由负转正，2018 年大幅改善，经营活动现金流量净额为 46.41 亿元，公司现金流的改善主要系随着公司收入规模的增加公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。近年来，公司现金收入比分别为 98.99%、93.62% 和 116.64%，公司经营获现质量明显提高。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动保持较大规模的净流出状态，公司资本支出压力较大。

表 13 2016—2018 年公司现金流情况

(单位：亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	316.97	356.64	476.32
经营活动现金流出小计	357.11	352.22	429.91
经营活动现金流量净额	-40.14	4.42	46.41
投资活动现金流入小计	146.19	248.14	210.42
投资活动现金流出小计	216.97	353.29	339.16
投资活动现金流量净额	-70.78	-105.15	-128.74
筹资活动前现金流量净额	-110.92	-100.73	-82.33
筹资活动现金流入小计	331.33	420.87	431.36
筹资活动现金流出小计	260.05	345.30	342.72
筹资活动现金流量净额	71.28	75.56	88.64
现金流量净额	-39.65	-25.16	6.31

注：1. 现金流量净额=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额+筹资活动现金流量净额

2. 筹资活动前现金流量净额=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额

资料来源：公司财务报告

从筹资活动前现金流量净额看，2016—2018 年，公司筹资前现金流量净额分别为 -110.92 亿元、-100.73 亿元和 -82.33 亿元，虽然公司经营活动现金流量净额逐年改善，但由于近年来公司对外支出规模较大且保持增长

态势，公司经营活动现金流量净额无法覆盖投资活动支出需要，公司筹资需求大。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额保持净流入状态，且规模较大，公司对外部融资依赖度较高。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为55.89亿元，投资活动现金流量净额为-54.42亿元，筹资活动现金流量净额为59.12亿元。

总体看，公司经营活动现金流逐年改善，但由于投资支出保持较大规模，经营活动现金流量净额无法覆盖投资活动支出需要，存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率波动下降，两项指标三年加权平均值分别为126.33%和112.16%，2018年末分别为128.40%和114.58%。截至2019年3月底，上述两项指标分别为139.05%和124.97%。2016—2018年，公司经营现金流流动负债比持续增长，分别为-9.20%、0.86%和8.05%。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，2016—2018年，公司EBITDA分别为68.45亿元、61.19亿元和65.05亿元。同期，全部债务/EBITDA分别为7.86倍、10.20倍和11.73倍。同期，EBITDA利息倍数分别为6.93倍、5.66倍和4.20倍。公司长期偿债能力较强。

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，公司整体偿债能力强。

截至2019年3月底，公司对外担保金额为6.18亿元，系对郑州天地康颂置业有限公司和河南天地新居置业有限公司的担保，被担保企业目前经营正常。

截至2019年3月底，公司共获得十余家银行等金融机构授信额度合计人民币1753.64亿元，未提用银行授信额度1190.33亿元，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2019年9月25日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录。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. 母公司财务分析

2016—2018年，母公司资产总额有所增长，年均复合变动率为7.88%，截至2018年底为475.64亿元。构成方面，母公司流动资产占18.56%，非流动资产占81.44%，母公司主要资产为长期股权投资，金额为302.24亿元。母公司货币资金较少，为10.33亿元。

2016—2018年，母公司所有者权益合计有所增长，年均复合变动率为5.23%，截至2018年底为243.10亿元。构成方面，母公司所有者权益合计主要由实收资本（占49.36%）、资本公积（占16.50%）和未分配利润（占22.44%）构成。

2016—2018年，母公司负债合计不断增长，年均复合变动率为10.89%。截至2018年底为232.53亿元。构成方面，母公司流动负债占41.02%，非流动负债占58.98%。截至2018年底，母公司资产负债率为48.89%。

损益方面，2016—2018年，母公司营业收入分别为4.92亿元、6.28亿元和7.05亿元，利润总额分别为4.38亿元、29.32亿元和10.21

亿元。同期，母公司投资收益分别为 16.20 亿元、39.16 亿元和 7.57 亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

2016—2018 年，母公司经营活动现金流净额分别为-0.96 亿元、-1.14 亿元和-0.57 亿元；同期，母公司投资活动净现金流波动较大，分别为-21.29 亿元、-2.10 亿元和-7.56 亿元。母公司筹资活动前现金流量净额分别为-22.24 亿元、-3.24 亿元和-8.13 亿元，同期筹资活动现金流净额分别为 13.11 元、5.40 亿元和 9.66 亿元。

总体看，母公司收入规模较小，利润主要来自下属子公司投资收益。

十、本期中期票据偿还能力分析

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 12 亿元，占 2019 年 3 月底公司长期债务和全部债务的比重分别为 1.98%和 1.46%，对公司现有债务结构影响不大。

截至 2019 年 3 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 70.80%、62.33%和 55.02%。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 71.01%、62.67%和 55.51%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 26.41 倍、29.72 倍和 39.69 倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的-3.34 倍、0.37 倍和 3.87 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。

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 5.70 倍、5.10 倍和 5.42 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 7 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）（以下简称“最高待偿还余额”），2022 年需要偿还的债券余额为 15 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），2024 年需要偿还的债券余额为 40 亿元。2021 年公司待偿还债券余额最高。

表 14 公司剩余债券情况

证券名称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
19 豫投资 SCP003	2019/12/09	--	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
19 豫投资 MTN002	2022/07/18	--	10.00
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
19 豫投资 MTN001	2024/02/26	--	20.00
19 豫投 01	2024/08/20	--	10.00
19 豫投债 01	2024/09/11	--	10.00
07 豫投债 2	2027/05/17	--	15.00
合计	--	--	154.00

资料来源：根据公开资料整理

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为最高待偿还债券余额的 7.04 倍、7.93 倍和 10.58 倍；经营活动现金流量净额分别为最高待偿还债券余额的-0.89 倍、0.10 倍和 1.03 倍。公司 EBITDA 分别为最高待偿还债券余额的 1.52 倍、1.36 倍和 1.45 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能力强。

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；业务涉及多个行业，经营风险比较分散；资产规模和营业收入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，公司利润规模持续下降，盈利能力走弱；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。

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。

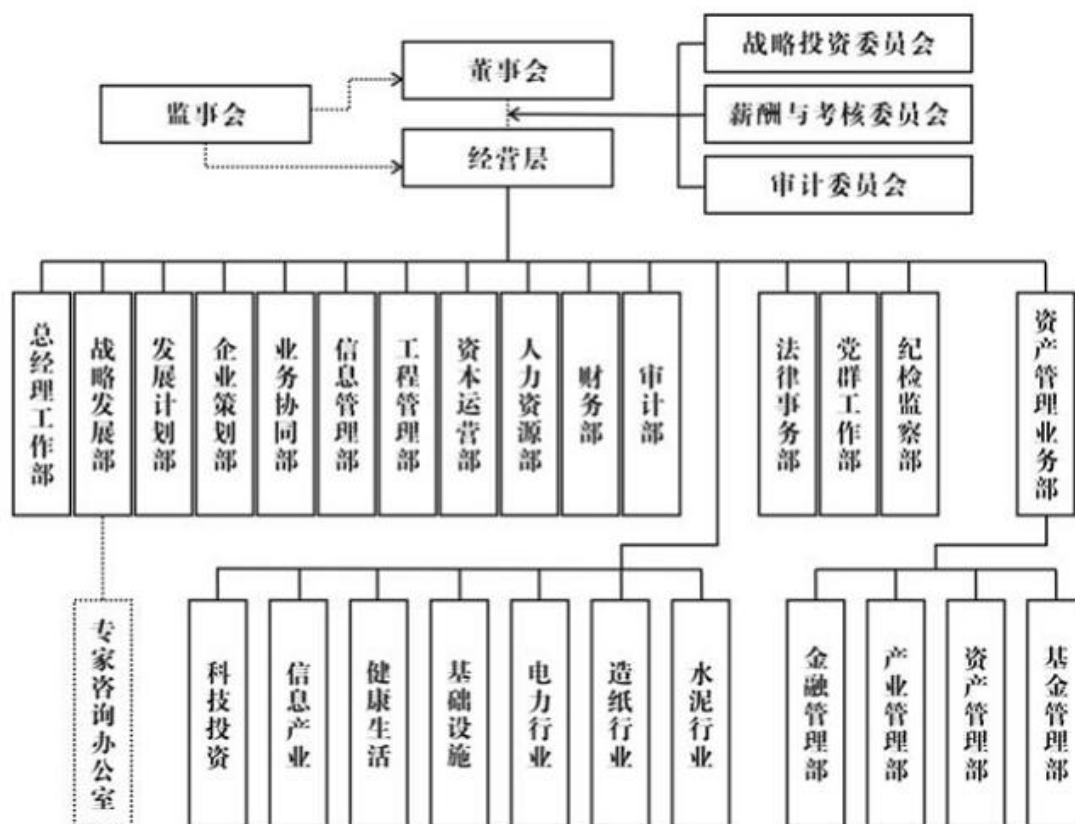
公司未来逐步由实业投资为主向产业与金融相结合转变，有助于公司业务的协同发展，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司纳入合并范围内子公司情况

序号	企业名称	级次	注册地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表 决权 (%)	投资额 (万元)
1	豫能控股	2	郑州市	投资管理以电力生产为主的能源项目	115058.78	64.20	64.20	352967.62
2	燃料公司	2	郑州市	技术、咨询服务、机械电子设备、采制化设备的销售	5000.00	100	100	5385.61
3	龙丰热电	2	濮阳市	供电、供热等	6050.00	100	100	6050.00
4	濮阳豫能	2	濮阳市	承担 2X600MW 级发电机组项目建设	116050.00	100	100	116050.00
5	郑州豫能	2	荥阳市	热电技术研发及发电项目运营。	108000.00	100	100	108000.00
6	郑新电力	2	郑州市	电力、热力及相关产品的生产与销售	73379.00	100	100	56406.57
7	郑州热电厂	2	郑州市	批发、零售：粉煤灰及制品等；电机变压器修理；	3144.00	100	100	
8	大河纸业	2	郑州市	纸品、纸浆、中高密度板的销售	54882.70	100	100	75862.34
9	中原证券	2	郑州市	证券经纪；证券投资咨询；证券承销与保荐；证券自营等	386907.07	21.271	21.271	87241.77
10	中原信托	2	郑州市	信托业务	365000.00	46.43	46.43	232896.83
11	河南创投	2	郑州市	投资；投资咨询，中介服务	10500.00	68.63	80.95	8485.00
12	新安财富	2	北京市	创业投资业务；创业投资咨询业务等	20000.00	98	98	14981.37
13	担保公司	2	郑州市	担保业务	100000.00	100	100	100000.00
14	中原海云	2	郑州市	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务	4000.00	49	49	1960.00
15	颐城控股	2	郑州市	房地产开发经营	158600.00	100	100	160601.68
16	拓洋实业	2	郑州市	食品添加剂、维生素 C 的生产	3750.00	60	60	2250.00
17	发展燃气	2	郑州市	天然气的投资建设管理；城市燃气投资建设	41435.00	70	70	32374.40
18	丹阳岛	2	南阳市	房地产开发；企业形象策划；会议会展服务	2000.00	100	100	2000.00
19	安彩太阳能	2	安阳市	太阳能玻璃、节能玻璃的研发、制造与销售，太阳能光伏产品的研发、生产和销售	24000.00	100	100	0.0001
20	安彩高科	2	安阳市	光伏玻璃的生产和销售、天然气输送管网建设的管理	86295.60	47.26	47.26	144502.20
21	立安实业	2	郑州市	普通机械、电器设备、建筑材料等的销售	2110.00	100	100	2198.73
22	省科投	2	郑州市	科技、实业投资，投资咨询	5400.00	100	100	55.7
23	扶沟林场	2	周口市	森林培育与经营	16.29	100	100	227.39
24	西华林场	2	西华县	林木种苗生产供应	48.54	100	100	409.35
25	内黄林场	2	安阳市	林木种苗生产供应	2746.56	100	100	8209.26
26	物资站	2	郑州市	林木测评及信息咨询；活立木中介服务；林权证托管；林木托管	132.28	100	100	51.37
27	濮阳农工商	2	安阳市	粮食、蔬菜、瓜果、林木的种植与销售	592.45	100	100	1184.85
28	绿原林产品	2	郑州市	农林产品种植、批发、零售；房地产租赁经营	1001.00	100	100	1001.00

序号	企业名称	级次	注册地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表 决权 (%)	投资额 (万元)
29	资产管理公司	2	郑州市	委托资产管理、土地收购、 土地资产管理与处置	15000.00	100	100	15000.00
30	中富支付	2	郑州市	非金融机构支付服务；有 关后勤服务	20000.00	100	100	20000.00
31	汇融基金	2	郑州市	管理或受托管理非证券类 股权投资及相关咨询服务	5000.00	100	100	5000.00
32	豫投基金	2	郑州市	从事非证券类股权投资活 动及相关咨询服务	89025.00	100	100	89025.00
33	汇融人力	2	郑州市	人力资源管理咨询服	100.00	100	100	100.00
34	豫泽租赁	2	上海市	租赁业务	21000.00	100	100	21000.00
35	河南资产	2	郑州市	投资与资产管理	490000.00	52.61	65.31	320004.16
36	城发公司	2	郑州市	基础设施投资	198114.28	100	100	115000.00
37	城发环境	2	郑州市	基础设施投资	49638.20	56.19	56.19	88281.15
38	豫南水泥	2	驻马店市	水泥生产销售	25643.08	86.15	97.29	22774.40
39	豫龙同力	2	驻马店市	水泥生产销售	57194.02	70	70	70630.86
40	同力骨料	2	驻马店市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	3764.00	62.96	62.96	2964.77
41	平原同力	2	新乡市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	27263.20	100	100	34417.01
42	省同力	2	鹤壁市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	20596.00	100	100	42415.58
43	黄河同力	2	洛阳市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	46212.11	73.15	73.15	58013.46
44	豫鹤同力	2	鹤壁市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	16979.08	60	60	12218.86
45	中非同力	2	郑州市	投资与资产管理	6122.00	100	100	5307.10
46	腾跃同力	2	三门峡市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	39000.00	100	100	15012.32
47	濮阳建材	2	濮阳市	水泥熟料、水泥及制品的 销售	2950.00	100	100	2756.39
48	战投基金	2	郑州市	投资与资产管理	18600.00	100	100	18600.00
49	蔚蓝基金	2	郑州市	投资与资产管理	5468.05	100	100	5200.79
50	中原资本	2	香港	投资	107.91	100	100	107.91
51	战新基金	2	郑州市	从事非证券类股权投资活 动及相关咨询服务	110056.69	100	100	110056.69
52	军民融合基金	2	洛阳市	创业投资、股权投资及相 关咨询服务	1249.40	50.10	50.10	625.90
53	立安卓越	2	郑州市	保险业务、再保险经济业 务	5000.00	100	100	5000.00
54	信产投	2	郑州市	信息及相关产业投资、运 营管理	20000.00	100	100	20000.00
55	天然气储运	2	郑州市	城镇燃气发展规划与应急 保障；燃气经营与服务	50000.00	35	35	17500.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	254.32	239.51	327.24	390.91
资产总额(亿元)	1233.40	1388.48	1593.17	1696.00
所有者权益(亿元)	444.91	468.18	488.06	495.19
短期债务(亿元)	184.04	215.03	234.77	213.45
长期债务(亿元)	354.12	409.01	528.23	605.80
全部债务(亿元)	538.16	624.04	762.99	819.24
营业总收入(亿元)	245.25	283.26	290.23	69.34
利润总额(亿元)	38.10	28.51	25.84	6.42
EBITDA(亿元)	68.45	61.19	65.05	--
经营性净现金流(亿元)	-40.14	4.42	46.41	55.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.28	6.96	4.69	--
存货周转次数(次)	3.20	2.99	2.71	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.22	0.19	--
现金收入比(%)	98.99	93.62	116.64	162.89
营业利润率(%)	26.53	22.48	20.89	21.29
总资本收益率(%)	3.64	2.28	2.36	--
净资产收益率(%)	6.04	3.45	3.49	--
长期债务资本化比率(%)	44.32	46.63	51.98	55.02
全部债务资本化比率(%)	54.74	57.13	60.99	62.33
资产负债率(%)	63.93	66.28	69.37	70.80
流动比率(%)	129.24	120.92	128.40	139.05
速动比率(%)	115.36	106.00	114.58	124.97
经营现金流动负债比(%)	-9.20	0.86	8.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.93	5.66	4.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.86	10.20	11.73	--

注：1.2019 年一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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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 - 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

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 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。

附件 4-3 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

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。