

信用等级公告

联合[2015] 944 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 2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

河南投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

河南投资集团有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十六日



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

网址：www.lhratings.com

河南投资集团有限公司

2016 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

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 项目资金建设使用、补充营运资金、补充项目资本金

评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	849.25	938.60	970.15	1040.15
所有者权益(亿元)	214.57	235.60	292.01	305.34
长期债务(亿元)	209.04	208.82	263.52	318.60
全部债务(亿元)	301.36	323.72	397.30	417.20
营业收入(亿元)	219.01	223.44	241.83	52.49
利润总额(亿元)	12.03	27.26	38.19	13.98
EBITDA(亿元)	44.18	63.12	67.95	--
经营性净现金流(亿元)	51.61	2.94	71.78	17.06
营业利润率(%)	19.75	26.60	29.52	33.71
净资产收益率(%)	3.76	8.73	10.44	--
资产负债率(%)	74.73	74.90	69.90	70.64
全部债务资本化比率(%)	58.41	57.87	57.64	57.74
流动比率(%)	65.92	72.39	110.06	124.75
全部债务/EBITDA(倍)	6.82	5.13	5.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	3.60	6.02	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	4.42	6.31	6.79	--

注: 1.2015 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。

分析师

王 慧 郭 昊 贺苏凝

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对河南投资集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为河南省省属主要的综合性投资公司, 政府支持力度大, 多板块经营平抑了单一行业波动风险, 具有很强的投资实力和市场影响力; 联合资信也关注到公司发电量下降以及未来资本性支出较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司投资的各业务板块成长性良好, 具备可持续发展能力。未来公司将逐步由实业投资为主向产融结合转变, 有助于业务的协调发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 具有发行人可赎回权、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, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

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. 公司是河南省国有独资综合性投资公司, 政府的支持力度大。
2. 公司电力板块装机容量大, 区域市场竞争力较强。2012年以来电煤价格下降, 电力板块盈利能力持续增强。
3. 公司与天瑞水泥、中联水泥形成新的竞合关系, 规模效益优势明显。
4. 中原证券完成在香港H股上市, 目前已启动H股定增和A股上市工作, 同时公司积极推进中原信托进一步增资扩股, 进一步推进金融板块业务。
5. 造纸、交通、林场业务是公司营业收入的

重要部分，近年来各板块运营状况良好，业务收入均实现了快速增长。

6. 公司EBITDA和经营活动净现金流对本期中期票据保障程度强。

关注

1. 近年来，受宏观经济增长放缓，用电需求下降，以及省内装机容量增加、非统调机组发电量上升，公司电力板块收入持续下降。
2. 公司目前债务规模较大，未来规划加大电力、燃气、基础设施等产业投资力度，今后两年资本支出规模大，存在较大的融资需求。
3. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与河南投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与河南投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因河南投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

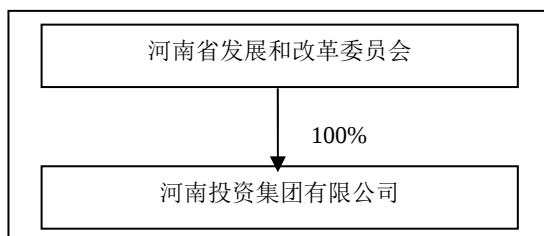
五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时到期有效；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。

一、主体概况

河南投资集团有限公司(以下简称“公司”或“投资集团”)前身为成立于 1991 年的河南省建设投资总公司。原河南省建设投资总公司是河南省人民政府所属的国有独资投资公司,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。2007 年 10 月,河南省建设投资总公司和河南省经济技术开发公司签订合并协议,成立河南投资集团有限公司。截至目前河南省科技投资总公司尚未被吸收合并。公司为国有独资公司,截至 2015 年 3 月底,公司注册资本 120 亿元,隶属于河南省政府,由河南省发展和改革委员会代管,代省政府履行出资人职责。

图1 公司产权情况



资料来源：公司提供

公司的经营范围：投资管理、建设项目的投资、建设项目所需工业生产资料和机械设备、投资项目分的产品原材料的销售（国家专项规定的除外）；房屋租赁。

截至 2015 年 3 月底,公司下属一级控股企业主要涉及电力、水泥、造纸、交通、金融等行业,合并范围内全资和控股子公司 40 家,其中河南豫能控股股份有限公司、河南同力水泥股份有限公司、河南安彩高科股份有限公司和中原证券股份有限公司四家企业为上市公司。2013 年上半年,公司对组织机构进行了调整,截至 2015 年 3 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、工程管理部、资本运营部、人力资源部、财务部、审计部、法律事业部、党群工作部、纪检监察部十二个综合部门,同时根据公司业务板块分别下设资产管理一部至五部(见附件 1-2)。

截至 2014 年底,公司(合并)资产总额 970.15 亿元,所有者权益(含少数股东权益 99.67 亿元)为 292.01 亿元;2014 年公司实现营业总收入 241.83 亿元,利润总额 38.19 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司(合并)资产总额 1040.15 亿元,所有者权益(含少数股东权益 103.46 亿元)305.34 亿元;2015 年一季度,公司实现营业总收入 52.49 亿元,利润总额 13.98 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:朱连昌。

二、本期中期票据概况

公司于 2015 年 3 月 13 日发行 10 亿元 2015 年第一期中期票据,现拟注册并发行 2016 年度第一期中期票据 10 亿元(下称“本期中期票据”),本期中期票据无担保。公司计划将募集资金中的 1 亿元用于本部补充营运资金;5 亿元用于下属子公司补充营运资金,其中鹤壁丰鹤发电有限责任公司 1 亿元,鹤壁同力发电有限责任公司 1 亿元,河南豫能控股股份有限公司 1.5 亿元、郑州拓洋生物工程有限公司 1.5 亿元;其余 4 亿元中 2 亿元用于濮阳豫能的项目资金建设使用,2 亿元用于补充濮阳豫能项目资本金。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。公司在本期中期票据发行第 5 年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时,需于赎回日前一个月,由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由

上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面,在本期中期票据第5个和其后的每个付息日,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。本期中期票据采用固定利率计息,前5个计息年度利率保持不变,自第6个计息年度起,每5年重置一次票面利率。其中前5个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹,如公司在第5年不行使赎回权,从第6~10个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加300个基点,此后每5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。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加初始利差再加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;前述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。强制付息事件是指在付息日前12个月,如果公司向普通股股东分红或减少注册资本,公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且公司存在递延支付利息情形下,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事向普通股股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司未付息,或公司违反利息递延下的限制事项,视为违约,本期中期票据主承销商及联席主承

销商将启动投资者保护机制,召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1) 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。

(2) 本期中期票据如不赎回,从第6个计息年开始每5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(按照目前市场定价,300个基点高于AAA企业与AA⁻企业发行5年期债券利率的利差)。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。

(3) 本期中期票据在除公司发生向股东分红和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。首先,公司已于2013年申报国有资本收益1.275亿元,2014年预计申报国有资本收益2.6亿元。根据河南省财政厅在2014年6月发布的《关于提高国有资本收益收取比例及有关问题的通知》中提出,投资类、交通运输和商贸服务等一般竞争领域的企业,收取比例从10%提高到15%,公司作为投资类企业应按15%收取。从宏观政策走向分析,政府对国有企业分红提出要求,公司未来顺应国家政策走向持续分红可能性大。其次,公司作为河南省省属主要综合性投资公司,政府支持力度大,具有很强的投资实力和市场影响力,未来发展潜力较大,这为其持续分红提供了业绩基础。从利息支付角度分析,公司未来逐年持续分红可能性较大,递延利息支付可能性较小,与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综上分析,本期中期票据属债券具有发行人可赎回权、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,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为5年的国债收益率算术平均值;初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

三、宏观经济和政策环境

2014 年, 中国国民经济在新常态下保持平稳运行, 呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算, 全年国内生产总值 636463 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为, 在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万, 调查失业率稳定在 5.1% 左右, 居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升; 以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现, 中国经济向中高端迈进的势头明显; 最终消费的比重提升, 区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%, 城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%, 农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看, 2014 年, 市场销售稳定增长, 固定资产投资增速放缓, 进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元, 比上年名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元, 比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币, 比上年增长 2.3%。

2014 年, 中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元, 比上年增加 11140 亿元, 增长 8.6%。其中, 中央一般公共预算收入 64490 亿元, 比上年增加 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%;

地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司, 截至 2015 年 3 月底, 注册资本 120 亿元, 隶属于河南省政府, 由河南省发展和改革委员会代管, 代省政府履行出资人职责。

2. 企业规模

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、交通、金融等行业。截至 2015 年 3 月底，公司总装机容量 1658.5 万千瓦，权益容量 718.32 万千瓦，位居河南省电力市场第二位；控股水泥企业 4 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三，占河南省新型干法水泥产能的 12%，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 18.3 万亩；公司在浆纸行业共有 5 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 55.00 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 254.6 公里；同时控股和参股多家金融公司，控股的中原证券和中原信托经营规模不断扩大、投资方式多样化，2014 年作为第一大股东积极参与了中原银行组建。作为河南省政府主要的综合投资公司，公司获得政府支持大，拥有较强竞争实力。

3. 人员素质

公司本部现有高级管理人员 12 名，其中总经理职位暂时空缺，有待董事会聘任。

公司董事长、党委书记朱连昌先生，1954 年出生，河南大学政治经济学专业在职研究生，历任河南省计经委经济调节处副处长、河南省政府目标管理协调办办公室主任、河南省计经委经济调节处处长、中原信托有限公司副总经理、河南省发展计划委员会对外经济处副处长、固定资产投资处处长、河南省发展和改革委员会重大项目稽查办主任、助理巡视员、副主任、党组成员。

公司党委副书记、副总经理刘新勇先生，1963 年出生，中南财经大学在职博士研究生学历，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。公司现任高层管理人员大多在政府管理部门及能源、基础设施或相关专业领域从事管理工作多年，有较强的管理和决策能力，整体素质较高。

截至 2015 年 3 月底，公司本部在职员工 125 人，整体学历较高，119 人具有大学本科以上学历，其中硕士及以上 73 人，具有中级职称的 57 人，高级职称的 54 人。公司经营规模大、近年多元化业务发展迅速，对高级专业化人才的需求日益迫切。公司计划实施以集团内部培养和提拔为主，短板人才从外部引进的人才战略，来满足投资集团的人才需求。

总体看来，公司高级管理人员有较强的管理经验；目前本部员工素质较高，但投资集团整体业务发展迅速，对人才的需求较迫切。

4. 区域经济环境

近年来，河南省国民经济平稳快速发展。2014 年河南省全年生产总值 34939.38 亿元，比上年增长 9%。其中：第一产业增加值 4058.98 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 17806.39 亿元，增长 10%；第三产业增加值 10290.49 亿元，增长 8.8%。三次产业结构为 12.62:55.38:32。

2014 年，全省全部工业增加值 15904.28 亿元，比上年增长 9.5%。规模以上工业增加值增长 11.2%，其中，轻工业增长 10.4%，重工业增长 11.7%，轻、重工业比例 34.0:66.0，产品销售率 98.3%。2014 年，河南省全年全省全社会固定资产投资 30782.16 亿元，比上年增长 18.0%，其中固定资产投资(不含农户)30012.28 亿元，增长 19.2%。全年全社会建筑业增加值 2079.36 亿元，比上年增长 10.4%。全省具有资质等级的建筑企业利润总额 391.98 亿元，增长 25.4%；税金总额 292.88 亿元，增长 13.7%。河南省经济保持着良好的增长势头，经济的快速发展，为公司提供了良好的外部环境。

《河南省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出“构建以中原城市群为重

点的城市化战略格局”，河南省将通过城市新区基础设施、综合交通、城镇供水、垃圾处理、城市轨道交通等基础设施工程项目的建设来完善城市功能，五年预计完成投资超 5000 亿元，为水泥工业发展提供了巨大的需求空间。2012 年 11 月，国务院批复《中原经济区规划》，2013 年 3 月批复《郑州航空港经济综合实验区发展规划（2013-2025 年）》，将带动中原经济区新型城镇化、工业化和农业现代化协调发展，随着基础设施和相关项目的大量开工，为河南省在水泥、建材、电力、金融等业务的未来快速发展提供了较好的政策导向。

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。公司由河南省发改委代管，能及时准确地了解国家宏观经济政策、调整投资方向和投资领域。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，同时国务院《中原经济区规划》的提出，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、管理分析

1. 公司治理

根据公司章程规定，公司不设股东会，由河南省发改委行使股东职责，公司设立董事会，监事会，并聘任管理层，监事会由河南省国有资产监督管理委员会代表河南省政府委派。公司董事会由 9 名成员组成，其中 8 名由省政府委派，1 名由职工民主选举产生，目前公司董事会实际由 6 名成员构成，尚有 3 名董事会成员空缺；董事会人数满足章程规定的“董事会会议应由二分之一以上董事出席方可举行”的要求，董事会成员缺位不会影响日常生产经营活动，但对公司重大事项的决策会有一定影响。河南省国资委代表省政府向公司派驻监事会，公司监事会现由 6 名成员构成。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，组织实施董事会决议，主持公司经营管理工作；目前公司总经理职位暂时空缺，有待董事会聘任。

整体来看，公司已初步建立了符合公司投资、经营模式的法人治理结构，董事会成员的缺位会对公司重大事项的决策有所影响。

2. 管理体制

作为投资控股型公司，对拟投资项目的投资决策和对所投资的项目公司的管理是公司管理工作的重点。面对投资项目多、投资业务多元化、涉及行业差异大的情况，公司根据目前产业投资范围设置了金融、基础设施、高科技等五个资产管理部门，由各资产管理部负责各自行业投资范围内所投资项目的日常管理和新项目的开发。

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，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，作为一家多元化投资企业，公司投资管理制度完善，各项内部管理均形成了制度化，执行较好。公司总体管理规范，管理风险较低。

六、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、交通等多元化的经营格局。

表1 2012年以来公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年一季度		
	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
传统优势产业	163.51	75.73	17.00	155.26	70.57	21.18	150.42	63.82	26.01	31.35	59.98	24.80
-电力行业	78.63	36.41	14.33	67.87	30.85	19.64	65.70	27.88	27.80	13.95	26.68	30.57
-造纸行业	35.16	16.28	6.18	37.78	17.17	13.42	34.79	14.76	15.28	8.13	15.56	10.20
-水泥行业	41.81	19.37	22.70	39.67	18.03	21.08	39.06	16.57	23.97	6.54	12.51	17.63
-交通行业	7.92	3.67	61.39	9.93	4.52	61.65	10.87	4.61	56.96	2.74	5.24	55.97
现代金融业	24.23	11.22	75.07	34.93	15.88	77.19	37.67	15.98	79.86	8.66	16.57	100.07
-金融行业	24.23	11.22	75.07	34.93	15.88	77.19	37.67	15.98	79.86	8.66	16.57	100.07
其他产业	28.18	13.05	-0.50	29.81	13.55	7.21	47.60	20.19	16.51	12.26	23.45	23.99
合计	215.92	100.00	21.23	220.01	100.00	28.18	235.69	100.00	32.70	52.27	100.00	37.08

资料来源：公司提供

随着公司电力、造纸和交通等板块的新建产能的逐步释放、对现代金融业投资力度加大以及对参、控股公司的持续整合，公司主营业务收入保持稳步的增长趋势。2012~2014年，公司主营业务收入年均复合增长4.48%，2014年为235.69亿元；综合毛利率持续上升，2014年为32.70%。2014年的主营业务收入主要由传统优势产业和现代金融业构成，两者分别占比63.82%和15.98%；其中传统优势产业由电力（占主营业务的27.88%）、造纸（占14.76%）、水泥（占16.57%）和交通（占4.61%）四大板块构成。近三年，交通和金融板块收入不断增长，水泥和造纸板块收入小幅波动；电力板块在节能减排的要求下对小机组实行关停、搬迁以及省内非统调机组发电量上升对公司发电量形成挤占导致公司收入规模持续下降，但受益于原煤价格和边际生产成本的下降导致毛利率明显提升。

2015年一季度，公司实现主营业务收入52.27亿元，同比下降10.86%；综合毛利率为37.08%，延续近年来的上升趋势。

电力板块

（1）行业概况

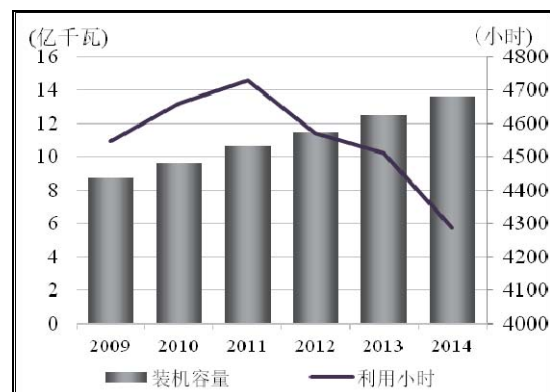
2012~2014年电力行业投资规模不断扩大，2014年全年固定资产投资完成额（不含农户）为502005亿元，同比增长15.7%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为22916.4亿元，同比增长17.1%，占全中国城镇固定资产投资的比重较高（4.6%）。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2014年，全国电源基本建设完成投资3646亿元，同比下降1.91%；其中，水电完成投资960亿元，同比下降22.95%，所占比重为26.33%，与上年同期相比减少7.19个百分点；火电完成投资952亿元，同比上升2.59%；所占比重为26.11%，与上年同期相比上升1.14个百分点。核电完成投资569亿元，同比下降6.57%；所占比重为15.61%，与上年同期相比下降0.77个百分点。风电完成投资993

亿元，同比上升57.40%；所占比重为27.24%，与上年同期相比上升10.27个百分点，主要受价格政策调整影响，2014年下半年各地区均不同程度出现了风电抢装现象，尤其是海上风电项目，全国风电投资增长迅速。2014年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的69.17%，较上年增长0.02个百分点。

2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓，截至2014年底，全国发电装机容量136019万千瓦，同比增长8.7%。截至2014年底，全年基建新增发电装机容量10350万千瓦，同比增加128万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量5720万千瓦，占比55.27%。

图2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

火电方面，2014年，全国火电投资完成952亿元，同比下降6.3%；全年基建新增火电装机容量4729万千瓦，同比增加554万千瓦，其中新增煤电3555万千瓦；气电886万千瓦。截至2014年底，全国全口径火电装机容量9.2亿千瓦，同比增长5.9%，其中煤电8.3亿千瓦，同比增长5.0%；气电5567万千瓦，同比增长29.2%。2014年，全国全口径火电发电量4.17万亿千瓦时、同比下降0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自1974年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行

业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，机组平均利用小时水平创新低。

水电方面，2014年，水电投资完成960亿元，同比下降21.5%。基建新增水电装机容量2185万千瓦，同比减少911万千瓦，其中云南和四川合计新增1684万千瓦，占全国水电新增装机容量的77.1%。截至2014年底，全国全口径水电装机容量3.0亿千瓦（其中抽水蓄能2183万千瓦），同比增长7.9%。2014年，全国水电设备利用小时3653小时，为1996年以来的年度次高值（最高值为2005年的3664小时），同比提高293小时。2014年，主要受水电生产地区汛期来水情况较好而2013年汛期来水偏枯导致基数低影响，全国水电发电量1.07万亿千瓦时，首次超过1万亿千瓦时、同比增长19.7%。总体上，随着水利资源的不断开发，水电投资规模有所缩减，水电开发地域集中，2014年水电利用水平受来水量的影响处于良好水平。

2014年，主要受风电上网电价政策调整预期影响，风电投资完成993亿元，首次超过水电、火电、核电投资，成为电源建设中完成投资最多的一类，同比大幅增长52.8%。基建新增并网风电装机容量2072万千瓦，年度新增规模首次超过2000万千瓦，同比增加585万千瓦。截至2014年底，全国并网风电装机容量9581万千瓦，同比增长25.6%，增速保持较快水平。2014年，全国并网风电发电量1563亿千瓦时，同比增长12.2%；2014年全国风况同比有所劣化，来风少、风速低，风电设备利用小时1905小时，同比降低120小时。同时，往年弃风较多的地区在2014年弃风率有所下降。总体上，主要受政策预期影响，风电投资快速增长，新增并网保持较快水平，受风况条件影响2014年利用小时有所下降，但处于正常水平，弃风现象有所改善。

太阳能发电方面，截至2014年底，全国并网太阳能发电装机容量2652万千瓦（绝大部分为光伏发电），同比增长67.0%，其中甘肃、青海和新疆分别达到517、411和376万千瓦，内蒙

古和江苏超过200万千瓦，宁夏和河北超过100万千瓦。2014年，全国并网太阳能发电量231亿千瓦时、同比增长170.8%。总体上，2014年太阳能发电并网装机容量以及发电量规模大幅扩张。

核电方面，2014年，核电投资完成569亿元，同比下降13.8%；全年新增5台核电机组，装机容量547万千瓦，是投产核电机组最多的一年，分别是3月投产的广东阳江核电站1号机组、5月投产的福建宁德核电站一期2号机组和辽宁红沿河核电站一期2号机组、11月投产的福建福清核电站1号机组和12月投产的浙江秦山核电站一期扩建工程1号机组。截至2014年底，全国核电装机容量1988万千瓦，同比增长36.1%，核电在建规模2590万千瓦。2014年，全国核电发电量1262亿千瓦时，同比增长13.2%，核电设备利用小时7489小时，同比降低385小时。总体上，核电投资有所放缓，随着项目建设完毕核电装机规模快速扩张，利用小时有所下降。

2014年中国全口径发电量55459亿千瓦时，同比增长3.6%。全国发电设备利用小时4286小时（以6000千瓦及以上电厂口径，下同），为1978年以来的年度最低水平，同比降低235小时。2014年以来电力工业装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

2014年，“新常态”宏观形势下，全国电力消费增速放缓，全社会用电量55233亿千瓦时，同比增长3.80%，增速比上年回落3.8个百分点。其中，第一产业用电量994亿千瓦时，同比下降0.2%；第二产业用电量40650亿千瓦时，同比增加3.7%；第三产业市场消费活跃，用电量6600亿千瓦时，同比增长6.4%。

2015年一季度全国全社会用电量12901亿千瓦时，同比增长0.8%，增速比去年同期回落4.6个百分点。结合2014年和2015年一季度数据来看，用电量增速低迷且出现负增长，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家

宏观调控的共同作用；二是中国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

整体来看，经济增速从高速增长转为中高速增长，受社会用电量增长乏力及装机容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临诸多困难与挑战。

(2) 公司电力板块经营状况

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 2015 年 3 月底，公司总装机容量 1658.5 万千瓦，权益容量 718.32 万千瓦，其中可控装机容量 656.5 万千瓦；公司拥有控股电力企业 5 家、参股电力企业 7 家。

表 2 2015 年 3 月底公司参控股电力企业情况

(单位: mw、%)

项目名称	装机容量	持股	权益容量
河南豫能控股股份有限公司	4300	60.74	2399.72
鹤壁万和发电有限责任公司	440	60.00	264.00
鹤壁同力发电有限责任公司	600	97.15	582.90
鹤壁丰鹤发电有限责任公司	1200	50.00	600.00
濮阳龙丰热电有限责任公司	25	100.00	25.00
郑州新力电力有限公司	1000	50.00	500.00
华能沁北发电有限公司	4400	35.00	1540.00
三门峡华阳发电有限公司	600	40.00	240.00
许昌龙岗发电有限责任公司	700	30.00	210.00
大唐信阳发电有限责任公司	960	1.00	9.60
大唐洛阳首阳山发电有限责任公司	1040	40.00	416.00
许昌禹龙发电有限责任公司	1320	30.00	396.00
合计	16585		7183.22

资料来源：公司提供

公司参控股电厂全部是火电机组，由于建设较早原因，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。2014 年以来，新乡中益 2*600MW 项目已经建成投运，鹤壁鹤淇 2*600MW 正处于建设期，将于 2015 年下半年投运，濮阳龙丰 2*600MW 项目已取得河南省发改委核准，目前正处于建设期。截至 2015 年 3 月底，公司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 6 台、在建 2 台，达 480 万千瓦，占可控容量的 73.12%。整体看，公司电力资产整体质量处于河南省中等偏上水平；小机组所占比重不高，未来进一步“压

小上大”对板块收入影响不大。

公司下属的电力企业将发电量销售给河南省电力公司从而实现对全省的供应，河南省电力公司每月向公司支付两次电费。2012~2014 年，公司控股电力企业发电量分别为 240.02 亿千瓦时、223.75 亿千瓦时和 221.09 亿千瓦时，公司发电量出现下滑，主要是宏观经济增长放缓，导致用电量需求下降，同时省内装机容量增加、非统调机组发电量上升，导致下属控股电力企业发电量的下降。2012~2014 年，公司控股电力企业实际上网电量分别为 224.31 亿千瓦时、208.47 亿千瓦时和 204.93 亿千瓦时，2014 年实际结算含税电价平均为 439.83 元/千千瓦时。近三年，由于煤炭成本较前期大幅下滑，单位燃煤成本持续缩减，2014 年控股电力企业单位燃料成本由上年的 240.67 元/千千瓦时下降至 216.69 元/千千瓦时。2015 年一季度，公司完成发电量 52.49 亿千瓦时，为 2014 年全年水平的 23.74%，同比下降 3.58%；单位燃料成本平均为 177.48 元/千千瓦时，较 2014 年下降 18.09%；实际上网电量为 48.41 亿千瓦时，实际结算含税电价平均为 426.67 元/千千瓦时，较 2014 年略有下降，单位售电毛利进一步增长。

表 3 公司电力板块经营情况(单位: 万kwh, 元/千kwh)

年度	发电量	上网电量	含税电价
2015 年一季度	524913	484238	426.67
2014 年	2210919	2049339	439.83
2013 年	2237466	2084714	447.14
2012 年	2400228	2243064	450.25

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司电力板块实现收入分别为 78.63 亿元、67.87 亿元和 65.70 亿元，主要受下属控股电力企业发电量下降的影响，电力板块收入规模呈下降态势。近三年电力板块盈利能力逐年增强，毛利率分别为 14.33%、19.64%和 27.80%，2012 年以来，受益于原煤价格下降以及公司“压小上大”降低了运营的边际成本，板块盈利能力持续提升。2015 年一

季度，电力板块实现收入 13.95 亿元，燃料成本进一步下降，毛利率增至 30.57%。

总体看，公司电力板块装机容量规模大，近年通过“压小上大”提升了公司电力资产质量；受煤炭价格持续下降的影响，单位燃煤成本下降，盈利能力逐年增强。同时，省内发电机组结构调整导致公司发电量下降，未来随着大机组逐步投产，收入规模有望企稳。

水泥板块

(1) 行业概况

水泥行业与宏观经济整体相关性较高，近年在国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长的带动下，水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高，水泥产销率维持在 98% 以上。2011 年全国水泥产销量分别实现同比 16.12% 和 9.6% 的增幅；2012 年，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度弱于往年，全年产销量分别为 21.84 亿吨（同比增长 5.86%）和 21.61 亿吨（同比增长 6.27%），增速下降明显；2013 年，受“稳增长”政策的提振，尤其是 3 月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，水泥产销量分别为 24.14 亿吨（同比增长 10.55%）和 23.89 亿吨（同比增长 10.54%），增速有所恢复。根据国家统计局数据，2014 年全年水泥产量为 24.76 万吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓，是自 1991 年以来的历史最低增速；2014 年 1~9 月，全国累计销售水泥 17.92 万吨，较 2013 年同期增长 4.25%。

2012 年全国水泥累计完成固定资产投资较 2011 年同比降低 7.0%，继 2011 年后仍保持下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线 124 条，全年新增水泥熟料产能 1.6 亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，而新增规模较 2011 年下降 20.79%。2013 年，全国新增熟料产能 0.94 亿吨，较 2012 年新增产能 1.6 亿吨明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。截至 2014 年 11 月底，全国水泥投资完成 998

亿元，同比下降 16%，水泥投资连续 4 年下降；据中国水泥协会统计，2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 7030 万吨，比 2013 年新增减少 2400 万吨。截至 2014 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1758 条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达 17.7 亿吨，累计产能比上年增长 4%；但由于 2014 年的整体需求形势差于预期，仅增长 2% 左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

图 3 历年水泥投资与投资增速情况



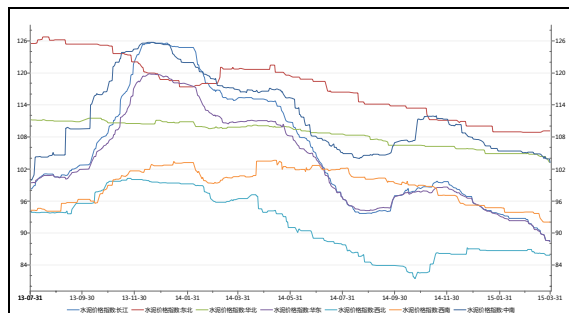
资料来源：数字水泥网

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

价格方面，2012 年一季度水泥价格呈小幅上涨态势；二至三季度，在全国经济形势低迷的影响下，到三季度前期全国水泥价格已处于行业平均价格最低水平；8 月底开始，水泥行业市场行情好转，全国平均水泥价格由低点的 309.25 元 / 吨开始上扬；四季度，随之水泥需求逐渐由强转弱，水泥价格先升后降，12 月降至 326.50 元 / 吨。2013 年前三季度，中南、西南、华北区域基本自 2012 年年底以来一直延续了震荡走低趋势，西北地区在 4~5 月份小幅回暖，华东在 3 月中下旬到 5 月中上旬有过强劲表现、之后快速下跌，东北地区前 5 个月走势平稳、6 月以来走势偏强；四季度，东北地区水泥价格震荡下行，西北地区价格企稳，其余地区水泥价格均有不同程度的回升，

其中西南地区和中南地区涨势明显。整体看，2013 年以来全国水泥均价为金融危机以来较低水平，2013 年 9 月底跌至最低水平；但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降。

图 4 2013~2015 年一季度中国水泥价格指数
(单位: 点)



资料来源: Wind 资讯

进入 2014 年后,受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响,各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势;月度走势表现为前高后低形态,与 2013 年走势相反,与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看,前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨,四季度虽然季节性表现出反弹行情,但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

近年来,河南省固定资产投资 2014 年投资 30772.16 亿元,比上年增长 18%。其中:固定资产投资(不含农户) 30012.28 亿元,增长 19.2%。2014 年 1~5 月,河南省累计水泥产量约 6881 万吨,同比增长 7%,高于全国平均水平 3 个百分点。从河南省内水泥企业的竞争格局来看,省内水泥市场已经形成天瑞水泥、同力水泥和中联水泥三足鼎立的竞争格局。根据数字水泥网的统计,上述三家企业的熟料产能合计已占全省水泥熟料总产能的 52%左右。河南省规模以上的水泥企业超过 200 家,中小水泥企业众多、产能分布严重不均,部分地区出现了恶性竞争、无序竞争的局面。此外,省内主要水泥集团在各地区的布局重叠,进一步导致了局部产能的严重过剩和市场竞争的加剧。因此,河南省虽然是全国水泥生产和消费大

省,但同时也是全国水泥价格较低的省份。未来看,以股权合作为契机推动业务合作正在成为国内优势水泥企业的重要发展策略。

《河南省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出“构建以中原城市群为重点的城市化战略格局”,河南省将通过城市新区基础设施、综合交通、城镇供水、垃圾处理、城市轨道交通等基础设施工程项目的建设来完善城市功能,五年预计完成投资 5000 亿元以上,以上基础设施的建设为水泥工业发展提供了巨大的需求空间。2012 年 11 月,国务院批复了《中原经济区规划》,加快推进新型城镇化、建设现代化基础设施成为中原经济区建设的重要内容,也将拉动大量的水泥需求。

(2) 公司水泥板块经营状况

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河南同力水泥股份有限公司(股票代码:000885,下称“同力水泥”),完成水泥资产的整体上市,整合了集团控股水泥企业。截至 2015 年 3 月底,同力水泥实收资本为 47479.93 万元,公司持股 58.74%。截至 2015 年 3 月底,同力水泥总资产 47.40 亿元,所有者权益合计 27.28 亿元(含少数股东权益 5.58 亿元)。2014 年,同力水泥实现营业收入 39.38 亿元,利润总额 3.36 亿元。根据数字水泥网统计,2014 年同力水泥的水泥熟料产能位列全国第 19 位,市场占有率较高。

2014 年 6 月,同力水泥向特定对象中国联合水泥集团有限公司(下称“中联水泥”)发行的 4800 万股 A 股股票在深交所上市,募集资金总额为 30240 万元(已完成验资),用于偿还银行贷款和补充流动资金。本次发行后,同力水泥的控股股东和实际控制人不会发生变动,中联水泥将成为同力水泥第二大股东。2014 年 12 月至 2015 年 1 月期间,天瑞集团通过集中交易及大宗交易增持同力水泥股份,超

过中联水泥成为同力水泥的第二大股东，天瑞水泥、中联水泥和同力水泥的熟料产能合计占全省产能的比例约 52%，通过合作可以将三者的竞争关系逐步转变为竞合关系，并通过市场联动、差异化产品定位、降低市场损耗等途径覆盖之前未能有效覆盖的豫西、甚至豫北地区的水泥熟料市场，提升规模化效益。

目前，公司拥有熟料生产线 9 条、水泥生产线 17 条，全部为新型干法水泥工艺。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 2015 年 3 月底，公司熟料和水泥的产能分别为 1225 万吨/年和 1680 万吨/年，水泥生产全部采用国际领先的新型干法生产技术和转窑生产技术，占河南省新型干法水泥产能的 12%。2012~2014 年，公司熟料生产煤耗小幅上升，2014 年为 107.04kg/t；熟料电耗波动上升，2014 年为 65.36kwh/t；水泥分布电耗持续下降，2014 年为 35.48kwh/t。近年公司回转窑运转率持续上升，2014 年为 89.81%；熟料和水泥产量均实现不同程度的增长，2014 年分别为 1377 万吨和 1314 万吨。2015 年一季度，公司熟料生产煤耗和水泥分布电耗均略有上升，熟料电耗略有下降，回转窑运转率为 57.74%；熟料和水泥产量分别为 242 万吨和 248 万吨，同比分别增长 14.69%和 9.73%。

表 4 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年一季度
熟料标准煤耗(kg/t)	105.38	106.59	107.04	107.10
熟料电耗(kwh/t)	64.86	65.88	65.36	62.21
水泥分布电耗(kwh/t)	36.80	35.64	35.48	34.50
回转窑运转率(%)	65.66	84.43	89.81	57.74
熟料产量(万吨)	1218	1293	1377	242
水泥产量(万吨)	1205	1353	1314	248

资料来源：公司提供

2012~2014 年，水泥板块收入持续小幅下降，分别为 41.81 亿元、39.67 亿元和 39.06 亿

元，主要原因是由于区域市场竞争激烈，公司产品价格下降所致；近三年板块毛利率波动上升，分别为 22.70%、21.08%和 23.97%。2015 年一季度，水泥板块实现收入 6.54 亿元，毛利率为 17.63%，较 2014 年底下降 6.34 个百分点，主要是由于一季度为水泥销售的淡季。未来，公司与天瑞水泥、中联水泥形成新的竞合关系，规模化效益进一步显现；随着中原经济区建设、河南新型城镇化建设以及郑州航空港综合实验区建设项目的陆续开工，将给公司在水泥行业的发展带来空间。

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，是公司第四大主营业务收入来源。随着河南省基础设施建设的持续投入以及与天瑞水泥、中联水泥竞合关系的发展，公司水泥板块仍具有良好发展空间。

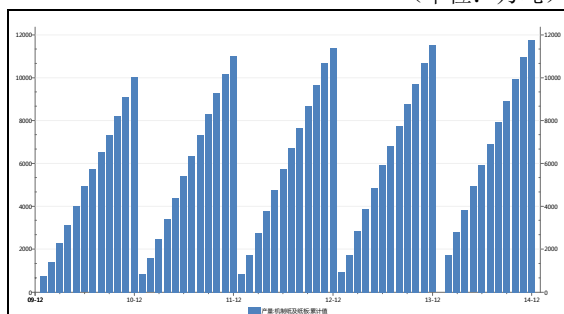
造纸板块

(1) 行业概况

中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位；但受造纸行业产能过剩和电子媒体快速发展的影响，国内新闻纸和文化纸市场产能过剩，特别是新闻纸市场受电子媒体的冲击导致国内地方报业集团发行量萎缩、产能过剩矛盾更加突出。根据中国造纸协会的调查，2014 年全国纸及纸板生产企业约 3000 家，全国纸及纸板生产量 10470 万吨，较上年增长 3.56%；统计显示，总产量较 2013 年出现小幅上涨，新闻纸和白板纸产量下降，尤其是新闻纸同比降低 11.33%，增长最多的是特种纸和纸板，达到 9%，箱板纸和瓦楞纸都有 6%以上增幅，生活用纸有 3.4%的增幅（2005~2014 年生产量年均增长率 7.42%，消费量年均增长率 7.08%）。从生产布局与集中度来看，2014 年中国东部地区 12 个省（区、市），纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为 77.3%，广东、山东、浙江、江苏、福建、河南、河北、湖南、重庆、广西、天津、安徽、四川、

湖北、海南和江西 16 个省（区、市）纸及纸板产量超过 100 万吨，产量合计已达 9995 万吨，占全国纸及纸板总产量的 95.46%。

图 5 2010~2014 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位: 万吨)



资料来源: wind 资讯

据国家统计局统计, 2014 年 1~12 月规模以上造纸生产企业 2962 家, 在统计的 2962 家造纸生产企业中, 亏损企业有 376 家, 占 12.69%。2962 家规模以上造纸生产企业中, 国有及国有控股企业有 67 家, 占 2.26%; “三资”企业有 332 家, 占 11.21%; 集体及其他企业有 2563 家占 86.53%。在利润总额中, 国有及国有控股企业占 1.82%; “三资”企业占 23.25%; 集体及其他企业占 74.92%。

目前, 纸制品价格整体呈下滑趋势, 国内造纸行业景气度低迷。铜版纸方面, 2014 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面, 2013 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动, 需求乏力使得上涨缺乏动力, 成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至 2014 年 9 月 5 日, 双胶纸价格平稳, 终端价格为 6019 元/吨, 市场成交气氛冷清, 部分纸厂处于停机休假状态。总体看, 虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动, 但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放, 需求面未见明显提升, 未来前景尚不明朗。白卡包装纸方面, 2013 年上半年白卡纸价格有所回升, 但是下半年又出现了小幅回落。截至 2014 年 9 月底, 国内各地白卡纸市场整体表现欠佳, 成交气氛不浓。总体看, 白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间, 上游进口废纸趋稳, 加上淘汰了一部

分落后产能, 市场饱和度将得到进一步缓解。

未来中国造纸行业竞争将日趋激烈、原材料供应日益紧张、环保要求愈加严格, 中国造纸业将加速战略转型, 开启绿色、环保、品质的发展道路, 依托现有资源, 走内涵提升为主的发展道路。

(2) 公司造纸板块经营状况

公司控股的造纸企业为大河纸业有限公司（持股 100%，下称“大河纸业”）、驻马店市白云纸业有限公司（持股 55%）和商丘兆丰纸业有限公司（持股 100%，已停产，拟申请破产）；其中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（下称“龙丰纸业”）和焦作瑞丰纸业有限公司（下称“瑞丰纸业”）。

公司以整合国有林场为契机, 以原料林基地建设为基础, 以发展木浆造纸为重点, 以草浆和废纸浆为补充, 通过资本运作实现了低成本扩张。目前公司管理 5 个国有林场, 实际控制面积达到 18.3 万亩, 为林、板、浆、纸一体化的实施提供了基础保证。截至 2015 年 3 月底, 公司成品纸生产能力已达到 55.00 万吨, 杨木化机浆（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。

公司造纸行业采用以销定产的经营模式。2014 年, 公司的成品纸产销量分别为 61.00 万吨和 59.14 万吨, 产销率为 96.95%; 杨木化机浆产销量分别为 25.69 万吨和 19.77 万吨, 产销率为 76.96%。2015 年一季度, 成品纸和杨木化机浆的销量分别为 13.26 万吨和 4.12 万吨。

2012~2014 年, 公司造纸板块收入持续增长, 分别为 35.16 亿元、37.78 亿元和 34.79 亿元; 2013 年收入稳中有增, 其中新研发的毛利率较高的特种纸产品（2012 年底研发出的、以快递用纸为主的不受电纸化趋势影响的产品）所占比重快速上升, 2014 年收入下降, 主要系成品纸销量下降所致。近三年的毛利率分别为 6.18%、13.42%和 15.28%, 2013 年以来, 毛利

率提高较快，主要系公司在订单充足的情况下调整了产品结构、提高毛利率较高的特种纸比重，同时，加大控制原料采购成本和生产成本的力度。2015 年一季度，公司造纸板块收入和毛利率分别为 8.13 亿元和 10.20%。近年来，造纸企业持续得到税收返还、贷款贴息、所得税减免等资金支持，2014 年为 2221 万元。

综上所述，公司的纸业项目主要是河南省的重点项目，已经形成了规模化生产。公司在造纸行业景气度持续低迷的大环境下，实行产品结构优化、成本控制强化的方式，扭转了盈利能力的下滑。

金融板块

(1) 行业分析

目前公司金融板块业务涉及证券业、信托业。

A. 证券业

中国证券公司逐步形成了以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构，证券经纪业务是目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。

中国证券业协会对证券公司 2014 年度经营数据进行了统计，证券公司未经审计财务报表显示：截至 2014 年底，120 家证券公司总资产为 4.09 万亿元，净资产为 9205.19 亿元，净资本为 6791.60 亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.2 万亿元，托管证券市值 24.86 万亿元，受托管理资金本金总额 7.97 万亿元。由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强市场竞争力。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素将影响到证券公司市场竞争力。

B. 信托业

信托行业近年来发展迅速，2010 年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，

2012 年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务。截至 2014 年底，信托公司信托资产总规模为 13.98 万亿元。2014 年信托资产规模的增幅明显回落，较 2013 年末 46.05% 的同比增长率，2014 年同比回落了 17.91 个百分点。从年内季度环比增速看，2014 年前三季度一直延续了自 2013 年一季度开始的持续回落态势，其中 2014 年一季度为 7.52%，二季度为 6.40%，三季度为 3.77%，四季度环比增速则有大幅度回升，为 7.95%。信托资产增幅放缓有两方面原因，一是弱经济周期和强市场竞争对信托业传统融资信托业务的冲击效应明显加大；二是旧增长方式的萎缩速度与新增长方式的培育速度之间的“时间落差”，即新业务培育需要一个过程，其培育速度目前尚滞后于旧业务萎缩速度。如何加快转型进程，是信托业未来发展的核心挑战。

尽管过去几年信托行业高速发展，但其外部环境充满不确定性，经济下行增加了信托公司的宏观风险，利率市场化加大了信托公司的市场风险，2013 年年中和年末的两次“钱荒”引发了对流动性风险的担心，频繁发生的个案风险事件引起了对信托业系统性风险的担忧；继 2012 年“资产管理新政”以来，2013 年商业银行和保险资产管理公司资管计划的推出，全面开启了“泛资产管理时代”，进一步加剧了竞争；财政部等四部委 2012 年底发布的规范地方政府融资行为的“463 号文”以及 2013 年 3 月份银监会发布的规范商业银行理财业务投资运作的“8 号文”，增加了信托公司政信合作业务和银信合作业务的不确定性。

总体看，信托业的发展受宏观政策调整影响明显，地方融资平台清理、房地产信托业务风险提示通知等政策的出台，使得信托业的发展受到诸多限制。考虑到目前全社会资产管理需求量大，同时信托业经营信托业务的专营权，以及信托业经营的灵活性，必将促进信托市场的快速发展。

(2) 公司业务

近年来，公司加大金融行业的投资力度，投资了中原证券股份有限公司（下称“中原证券”，持股 33.10%）、中原信托有限公司（下称“中原信托”，持股 48.42%），收购北京新安财富创业投资有限责任公司，并于 2011 年先后投资成立河南创业投资股份有限公司和河南投资集团担保有限公司，于 2014 年 2 月底发起设立了河南中原海云股权投资基金管理有限公司，公司为以上企业的控股股东（见下表）；同时公司参股中原银行、郑州市商业银行等。目前，公司已经形成了证券、信托、银行等多种形式的金融投资方向，在经营形式上将实业经营与金融业经营相结合，两个平台互相补充、协调发展。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司控股金融企业情况

公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
中原证券股份有限公司	33.10	263161.57
中原信托有限公司	48.42	150000.00
河南创业投资股份有限公司	68.26	10500.00
北京新安财富创业投资有限责任公司	98.00	20000.00
河南投资集团担保有限公司	100.00	100000.00
中富支付服务有限公司	100.00	20000.00
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	49.00	3560.00

资料来源：公司提供

注：公司本部持有河南中原海云股权投资基金管理有限公司 30% 股权，公司控股子公司北京新安财富创业投资有限责任公司持有河南中原海云股权投资基金管理有限公司 19% 股权，公司合并口径持有河南中原海云股权投资基金管理有限公司 49% 股权。

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。①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、并购重组和借壳上市及三板业务等领域。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²”，代码“01375”），发行 5.981 亿股，融资 15.01 亿港元。2014 年中原证券营业收入和净利润分别为 18.64 亿元（同比增长 49.12%）和 5.62 亿元（同比增长 122.30%），截至 2015 年 3 月底，中原证券拥有 73 家营业

部和 8 家分公司，证券经纪业务客户总数 143.3 万户，托管客户资产 1946 亿元。②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，2012 年中原信托注册资本增至 15 亿元，2014 年，中原信托进一步增资至 25 亿元。2014 年中原信托实现营业收入和净利润 13.87 亿元（同比增长 43.43%）和 8.07 亿元（同比增长 44.62%），期末信托规模达 1285 亿元；2015 年一季度营业收入和净利润分别为 2.48 亿元和 1.34 亿元，信托规模增至 1192 亿元。

2012~2014 年，金融行业行情较好，中原证券、中原信托盈利能力稳步提升，公司金融板块收入持续增长，分别为 24.23 亿元、34.93 亿元和 37.67 亿元；毛利率分别为 75.07%、77.19%和 79.86%，盈利能力强。2015 年一季度，公司金融板块实现收入 8.66 亿元，毛利率进一步上升至 100.07%，主要是由于金融企业的支出没有计入主营业务成本，而是计入费用，同时担保公司在被担保人按期偿付后，计提的风险准备金冲回所致。

总体看，公司金融板块多样化的投资方式有效平抑了其受国内及国际金融环境波动变化影响的程度。近年金融板块业务发展较好，营业收入快速增长，中原证券成功在港股上市。未来随着中原信托增资，金融板块有望实现快速发展。

交通板块

(1) 行业概况

交通基础设施建设行业是国民经济的基础产业，是国家优先鼓励发展和重点支持的行业。据国家交通运输部统计，根据 2014 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 15460.94 亿元，比上年增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7818.12 亿元，增长 7.1%。普通国省道建设完成投资 4611.82 亿元，增长 18.9%。截至 2014 年底，全国公路里程达到 446.39 万公里，比 2013 年增长 10.77 万公里，高速公路网络更加完善。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路尤其是高速公路处

² 为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券。

于高投入建设期的阶段，公路行业的发展仍需要大规模投资来推动，预计投资增速在“十二五”初期会保持较高的水平。但随着投资总量的逐步扩大，“十二五”中后期公路行业将逐渐步入“高投资规模、低投资增速”的轨道。

A.高速公路运输

公路运输经济运行状况与 GDP 增速高度相关。近年，宏观经济增速持续放缓、国家深入推进收费公路专项清理使得公路客、货运增速同比有不同程度下降，但在重大节假日免收小型客车通行费政策的刺激以及冬季煤运和货运需求带动下仍保持较快增长。2014 年全年全国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12084.10 亿人公里，比上年分别增长 3.0%和 7.4%，平均运距 63.33 公里。全国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61016.62 亿吨公里，比上年分别增长 8.3%和 9.5%，平均运距 183.08 公里。随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略规划中的重大项目，中国高速公路运输发展前景良好。

B.高速公路行业政策

2012 年 8 月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发【2012】37 号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间 7 座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。但由于此次免费通行的天数约为 20 天，占全年的 5.5%，且节假日均为车流量大的时期，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。同时，由于通知中规定免费通行的范围为 7 座及以下小型客车，属于“一类车”，因此高速公路运营企业所辖高速路段一类车流量占比越高，所

受影响越大。

2013 年 5 月 8 日，交通运输部公布了《收费公路管理条例》修正案的征求意见稿。其中引起争议的主要有以下修改意见：“①国家实施免费政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。②高速公路因改建扩容增加投资需调整收费年限的，可依据本条例有关规定重新核定。③还贷、经营期满后，除由公共财政承担养护费用的以外，高速公路可按满足基本养护管理支出需求的原则收取通行费，收费年限可按照公路的两个大修周期进行核准。④非收费公路的发展资金由公共财政承担；收费公路以高速公路为主体，其发展资金除公共财政投入外，可利用社会融资方式筹集，通过收取的车辆通行费偿还。⑤收费公路不得无偿划拨。除收费权益以外，收费公路不得转让和上市交易”。该政策的修改与实施会对高速公路企业经营发展产生较大影响。

2014 年公路行业负面政策影响逐渐淡出，2015 年《收费公路管理条例》修订稿值得期待：

（1）基于现有的收费政策（收费期限及收费标准），伴随路产造价显著提升，收费公路行业整体难以实现投资平衡；加之路产效益的区域分化，部分中西部省份实现投资平衡的难度更大，未来政策走势值得关注；（2）2015 年 ETC 联网将由试点省份推广至全国，行业收费效率提高有望带来运营成本下降。

C.高速公路发展前景

根据《交通运输“十二五”发展规划》，“十二五”末，国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里。根据各省市“十二五”高速公路规划，到 2015 年底，高速公路通车里程超过 5000 公里的省份将达到 16 个，3000-5000 公里的将达 9 个，特别是经济处于中等位置且幅员辽阔的省份，高速公路建设欲望尤其强力，比如：新疆、青海、内蒙古、广西、贵州和黑龙江等省份，纷纷提出“县县通高速”的口号。总体看，“十二五”期间，

中国高速公路建设发展空间仍较大。

总体看，交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

“十二五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大，高速公路发展前景良好。

(2) 公司交通板块经营状况

公司控股的有“许平南”、“安林”和“林长”三条通车高速公路，均由河南省许平南高速公路有限责任公司³（以下简称“许平南高速”）进行管理，总长度为 254.47 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。安阳—林州高速公路全长 51.99 公里，总投资 15.40 亿，于 2006 年 10 月 30 日通车。近三年，许平南高速公路通行费收入随着车流量的增加呈增长态势，分别为 7.82 亿元、8.90 亿元和 9.60 亿元，分别占当年交通板块收入的 98.78%、89.60%和 88.32%，是公司重要的路产；安林高速公路通行费分别为 0.62 亿元、0.65 亿元和 0.81 亿元，收入规模相对较小。“林长”高速公路原先为林州至长治段，全程 39.47 公里，总投资 27.16 亿元，于 2012 年底建成通车；2013 年 5 月，林长高速公路山西段开通，明显带动了通行费的快速上升。2013~2014 年，林长高速公路取得通行费收入分别为 0.25 亿元（包含 1~5 月计入工程成本的 305 万元）和 0.26 亿元。

2012~2015 年一季度，公司交通板块分别

实现收入 7.92 亿元、9.93 亿元、10.87 亿元和 2.74 亿元，近三年稳定上升，许平南高速公路是板块主要收入来源；同期毛利率分别为 61.39%、61.65%、56.96%和 55.97%，高速公路运营的盈利能力较强。

总体看，公司公路交通板块经营良好，随着车流量的增加，以及交通运输板块整体效益的凸显，未来该板块将为公司带来稳定的收入和现金流。

其他业务

公司其他主营业务收入主要来自于河南安彩高科股份有限公司（以下简称“安彩高科”）和河南天地置业有限公司（以下简称“天地置业”）等下属子公司。2012~2014 年，公司其他板块分别实现收入 28.18 亿元、29.81 亿元和 47.60 亿元，2014 年大幅上升是由于天地置业部分项目竣工验收，已售房款结转收入所致。公司其他业务对公司收入形成了补充。

安彩高科于 1998 年由河南 5 家企业组建而成，1999 年 6 月在上海证券交易所上市（股票代码 600207），截至 2015 年 3 月底，总股本 69000 万股，其中河南投资集团持股 59%，为第一大股东；其中 2013 年通过非公开发行募集资金 9.93 亿元，扩充了资本金。安彩高科主营生产销售光伏玻璃和浮法玻璃，同时经营天然气管道运输业务。截至 2015 年 3 月底，安彩高科总资产 30.46 亿元，所有者权益合计 8.13 亿元；2014 年分别实现营业总收入和净利润 19.13 亿元和 -2.63 亿元。受到美国和欧盟先后对中国光伏企业展开反倾销调查以及行业整体产能过剩、竞争激烈影响，安彩高科产品价格处于低位，盈利能力较差。

天地置业注册资本 9 亿元（持股比 100%），主要负责房地产开发经营和酒店管理。截至 2015 年 3 月底，天地置业待开发土地面积约 150 万平方米，目前尚无具体开发计划。2012~2014 年，天地置业分别实现收入 4.71 亿元、0.86 亿元和 17.31，2014 年收入的大幅增长主要由于部分项目竣工验收，已售房款可结

³ 公司于 2009 年 6 月出资设立河南林长高速公路有限责任公司（简称“林长高速”），后为提高专业化管理水平、减少所得税支出以及降低运营成本，2013 年 10 月，公司将所持有林长高速的 100%股权转让给全资子公司许平南高速。2014 年 4 月，林长高速完成工商注销登记，原有业务纳入许平南高速。

转收入。2015 年一季度分别实现收入和净利润 5.79 亿元和 1.39 亿元。

2.经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数平均值分别为 9.22 次、3.34 次和 0.25 次和，2014 年分别为 9.28 次、3.08 次和 0.25 次，总体看，公司经营效率一般。

3.重大事项

2014 年 7 月 22 日，公司发布重大事项公告，根据河南省人民政府组建地方法人金融机构的要求，公司原合并范围内子公司开封商行计划与许昌、安阳等 12 家城市商业银行合并重组为中原银行（暂定名），设立过程中公司将作为投资人进行增资，并按照折股及增资后的股份享有中原银行股东权利。开封商行董事会和股东大会决议通过了该重组事项，同时，2014 年 7 月 1 日起至中原银行开业日期间开封商行的经营成果由中原银行享有或承担。

根据上述事项的披露以及企业会计准则相关规定，自 2014 年 7 月 1 日起，公司不再将开封商行纳入合并范围。根据对合并口径财务数据的测算，公司当日总资产将减少 219 亿元，总负债将减少 209 亿元，净资产将减少 10 亿元（净资产减少额约占 2014 年 6 月末净资产的 3.8%，资产负债率有所下降。由于其他子公司经营利润持续增加等原因，测算后的

净资产较 2013 年底仍有所增加。

2014 年 12 月 18 日，中原银行正式挂牌成立，公司作为中原银行第一大股东，持股比例为 9.73%，对中原银行采用权益法进行核算，2014 年中原银行实现净利润 26.10 亿元，公司获得投资收益 2.54 亿元。

随着中原银行的不断发展，预计公司投资收益规模将不断增长。

4.主要投资项目及未来发展规划

主要投资项目

在建项目方面，公司主要在建项目为鹤壁鹤淇 2*600MW 机组项目、濮阳豫能 2*600MW 机组工程项目、中原油田-开封-薛店输气管道项目、新乡平原同力水泥灰渣资源综合利用项目和安彩高科 50 万方/日 LNG 液化工厂，规划总投资 130.48 亿元；其中以两大机组项目的投资为主，合计投资规模占总额的 82.68%，分别预计于 2015 年 12 月和 2017 年 12 月建设完成。截至 2015 年 3 月底，在建项目已累计完成投资规划的 28.20%，后续投资规模仍较大；在建项目的资金主要来源于自筹和银行贷款，分别占比 23.65%和 76.35%，以银行贷款为主，对外融资需求较大。

拟建项目方面，公司主要拟建项目为郑州西区 and 东区项目，建设期覆盖 2015~2017 年；规划投资总额 139.70 亿元，其中自筹和银行贷款分别占比 21.12%和 78.88%，以银行贷款为主。

表 6 截至 2015 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源		建设期	截至 15 年 3 月底累计投资	未来投资计划	
		自有资金	银行贷款			2015 年	2016 年
鹤淇 2*600MW 机组工程项目	519779	104000	415779	2013.11-2015.12	290758	229021	--
濮阳豫能 2*600MW 机组工程项目	559000	111800	447200	2015.2-2017.12	10498	269002	279500
中原油田-开封-薛店输气管道项目	165163	53802	111361	2014.3-2015.12	32141	28191.3	--
平原同力灰渣资源综合利用项目	33620	11767	21853	2014.3-2015.3	18395	13012.17	--
50 万方/日 LNG 液化工厂	27228	27228	0	2014.3-2015.10	16158	11070	--
合 计	1304790	308597	1000405	--	367950	550296.47	279500

资料来源：公司提供

注：1.上表中中原油田项目的总投资包含黄河南段和北段两期工程，目前黄河南段在建设过程中，北段部分的进度规划尚未确定。

表 7 截至 2015 年 3 月底公司主要拟建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	项目审批情况	总投资	资金来源		未来投资计划		
			自有资金	银行贷款	2015 年	2016 年	2017 年
唐河-平顶山-伊川输气管道项目	豫发改能源（2012）1306 号	156972	47100	109872	2929	152856	--
郑州西区项目	省发改委已上报国家发改委	620000	124000	496000	248000	372000	--
郑州东区项目	纳入郑州市热力规划	620000	124000	496000	--	248000	372000
合计		1396972	295100	1101872	250929	772856	372000

资料来源：公司提供

综上所述，公司预计 2015~2016 年的年投资规模将达到 80.12 亿元和 105.24 亿元，为项目投资的集中期；资金来源主要以银行贷款为主，存在较大的融资需求。

未来发展规划

按照公司发展战略，力争到 2017 年，公司总资产规模达到 2000 亿元以上、净资产规模达到 400 亿元以上；每年投资、融资规模分别达 100 亿元以上，成为在全国具有较强影响力的综合性投资集团。

具体到各板块所在领域：金融板块，支持中原证券加快 A 股上市和增发，增强综合实力，逐步取得全牌照业务资格，加快组建财务公司，计划成为包括信托、证券、保险等多种形式的金融控股公司，延伸金融产业链，并在经营形式上将实业经营与资本经营相结合。电力板块，在限期内逐步关停 20 万千瓦以下的纯凝气火电机组，退出一批非优势的参股项目，集中资金和优质资源投向 60~100 万千瓦的大容量、高参数、低消耗、低排放的火电机组。水泥板块，以同力股份为平台并购符合国家产业政策的新型干法水泥生产线，延伸水泥下游产业链，积极开展国际合作，研究探索在境外资源丰富和需求旺盛的地方建设水泥项目。造纸板块，加快推进林浆板纸一体化，调整优化纸产品结构和原料结构。同时，公司采用多种筹资方式，积极参与郑州航空港经济综合实验区的基础设施建设，参与航空港综合实验区的重大交通物流配套设施投资；参与“气化河南”战略中的分布式能源、枢纽站、调峰站、新增省级骨干管网等重大项目投资建设。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司的 2012~2014 年财务数据均经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2013 年新增 1 家（河南投资集团控股发展有限公司），减少 5 家；2014 年新增 2 家（郑州热电厂、河南中原海云股权投资基金管理有限公司），减少 2 家（商丘兆丰纸业有限公司、开封市商业银行股份有限公司）。合并范围的变化对公司财务数据的可比性影响较大。本报告以 2014 年财务数据分析为主，其它财务数据作为补充。

会计估计变更事项方面，根据财政部《关于印发〈金融企业准备金计提管理办法〉的通知》（财金【2012】20 号），自 2013 年 1 月 1 日起，除合并范围内子公司外，公司对发放的委托贷款计提减值准备的比例，对正常类贷款从 0%调整为 1.5%，关注类贷款从 2%调整为 3%，次级类贷款从 25%调整为 30%，可疑类贷款从 50%调整为 60%，损失类贷款计提比例不变，仍为 100%。此次会计估计变更对公司无重大影响。

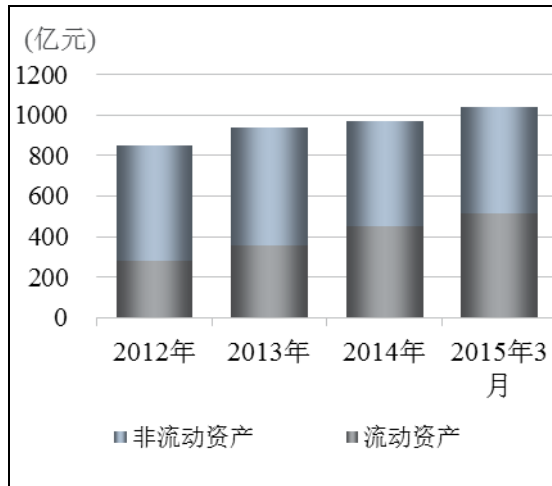
截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 970.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益 99.67 亿元）为 292.01 亿元；2014 年公司实现营业总收入 241.83 亿元，利润总额 38.19 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1040.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益 103.46 亿元）为 305.34 亿元；2015 年

1~3 月公司实现营业总收入 52.49 亿元，利润总额 13.98 亿元。

2. 资产质量

图 7 公司 2012~2015 年 3 月底资产构成情况



资料来源：公司审计报告

随着公司近年来投资的加大，公司资产规模稳步增长，2012~2014 年复合增长率 6.88%。截至 2014 年底，公司合并资产总额 970.15 亿元，同比增长 3.36%；其中流动资产占 46.54%，非流动资产占 53.46%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产不断增长。2014 年为 451.49 亿元，以货币资金（占比 36.70%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 10.15%）、其他流动资产（19.45%）和存货（占比 11.19%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金分别为 135.38 亿元、130.66 亿元和 165.72 亿元，主要为银行存款（2014 年占比 96.74%）；其中 2014 年底同比增长 26.83%，主要原因为豫能增发及中原证券香港 IPO 影响所致。其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金，

2012~2014 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 37.18 亿元、38.28 亿元和 45.84 亿元，主要为投资于债券的交易性金融资产（2014 年占 85.94%），公司交易性金融资产为中原证券和中原信托所

持有。2014 年以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产同比增长主要系由于会计准则变化导致该科目调增 4.10 亿元，以及交易性债券投资的增加。

2012~2014 年，公司买入返售金融资产主要为中原证券股份有限公司和中原信托有限公司持有，为购买的债券和银行信贷资产，分别为 8.08 亿元、28.15 亿元和 30.90 亿元，较 2013 年底同比大幅上升，主要由于市场资金面较紧，贴现率较高，为增加收益，公司增加了票据资产的买入返售业务。

2012~2014 年，公司应收账款快速增加，年复合变动率为 21.66%。截至 2014 年底，应收账款为 18.90 亿元（同比增长 11.23%），已计提坏账准备 1.32 亿元（计提比例 6.55%）。采用账龄分析的应收账款余额中，账龄 1 年以内的占 94.44%。总体看，公司应收账款规模一般，坏账准备计提较充分，账龄集中于 1 年以内。

表 8 公司 2014 年底应收账款前五名

排名	单位名称	金额（万元）
1	河南省电力公司	87775.00
2	晶科能源有限公司	8309.00
3	广州市诚昌纸业有限公司	3872.00
4	英利能源（中国）有限公司	3357.00
5	北京木村纸业有限公司	2511.00

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司存货波动增长，年复合增长 3.87%，截至 2014 年底，公司存货原值 51.75 亿元，以原材料（占比 23.70%）、库存商品（占比 31.99%）、自制半成品及在产品（占比 39.18%）为主；2014 年公司共计提跌价准备 1.24 亿元，存货账面价值 50.51 亿元。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动资产快速增长，年均复合变动率为 1189.44%。截至 2014 年底为 30.59 亿元，主要是将于一年内到期的长期委托贷款增加 14.95 亿元所致。

2012~2014 年，公司其他应收款净额分别为 7.68 亿元、7.63 亿元和 9.15 亿元。2014 年同比增长 20.00%，主要是天地置业增加其他

应收款所致。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额为 17.63 亿元，坏账准备 8.48 亿元，计提比例 48.10%。从其他应收款的账龄结构来看，1 年以内的其他应收款占比为 32.68%，3 年以上的其他应收款合计占比达到 36.82%，预计无法收回的可能性较大，公司针对 3 年以上的其他应收款计提比例较高。

2012~2014 年，公司其他流动资产主要是存出保证金、短期委托贷款、融资融券业务融出资金和待抵扣税费，分别为 9.27 亿元、37.93 亿元和 87.81 亿元，增速较快，主要系 2013 年以来中原证券开展融资融券业务增加了融出资金。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降 4.70%。2014 年底为 518.66 亿元，主要由长期股权投资（占 13.90%）、固定资产（占 45.63%）和在建工程（占 9.22%）构成。

2012~2014 年，公司发放贷款及垫款波动下降，年复合下降 82.71%，截至 2014 年底，公司发放贷款及垫款 2.93 亿元，较 2013 年底下降 97.51%，主要原因是 2014 年 7 月以来，公司不再将开封市商业银行股份有限公司（以下简称“开封商行”）纳入合并范围导致贷款下降。2014 年，公司计提贷款损失准备 885.79 万元，计提比例为 2.93%。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产分别为 5.77 亿元、10.40 亿元和 40.39 亿元，主要为可供出售权益工具、信托管理投资和资产管理计划投资。2014 年底公司可供出售金融资产同比增长 288.46%，一方面由于会计准则变化，公司将不具有控制、共同控制、重大影响且没有公开活跃市场报价、公允价值不能可靠计量的权益性投资调整至“可供出售金融资产”，调增 22.03 亿元；另一方面由于信托项目和资产管理计划投资增多所致。

2012~2013 年，公司持有至到期投资分别为 47.96 亿元和 34.86 亿元。公司持有至到期

投资的投资品种主要是国家债券、金融债券、企业债券以及其他债券。截至 2014 年底，公司无持有到期投资，主要是由于开封市商业银行不再纳入合并范围。

公司长期应收款主要是贷款及长期委托贷款，近三年快速下降，分别为 56.65 亿元、39.79 亿元和 30.98 亿元。其中 2013 年较 2012 年同比下降 29.81%，主要由于当年委托贷款收回本金 1.30 亿元以及一年内到期的委托贷款重分类至一年内到期的非流动资产科目（2014 年上半年，公司将即将到期的 12 亿元委托贷款延期，再次重分类至长期应收款）。2014 年较 2013 年同比下降 22.13%，主要系公司长期委托贷款减少。2014 年共计提减值准备 2.73 亿元，其中针对贷款全部计提减值准备（7950.01 万元），针对长期委托款计提减值准备 1.93 亿元。

2012~2014 年底，公司长期股权投资快速增长，分别为 44.79 亿元、58.53 亿元和 72.07 亿元。2013 年底同比增长 30.68%，主要是公司持有河南铁路投资公司的股权转换为债权引起；2014 年底同比增长 23.14%，主要是由于会计准则变化，2013 年该科目调减 23.80 亿元所致。公司的长期股权投资主要以电力、能源、金融和民航产业为主，2014 年共获得现金红利 1.58 亿元。

2012~2014 年底，公司固定资产保持稳定，截至 2014 年底，固定资产账面价值合计 236.69 亿元，以机器设备（占比 48.32%）和房屋及建筑物（占比 27.60%）为主要构成部分。2014 年公司固定资产累计计提折旧 154.24 亿元，计提减值准备 5.12 亿元，账面原值合计 396.05 亿元

近三年，公司在建工程分别为 31.34 亿元、16.45 亿元和 47.84 亿元，呈波动增长趋势。其中 2013 年底同比下降主要是由于在建工程转为固定资产所致；2014 年底同比增长 190.84%，主要是由于新乡中益、鹤壁鹤淇 2*600MW 机组工程项目增加投资所致。

公司其他非流动资产主要包括抵债资产、待处置资产包、预付征地款、预付安玻资产购买款和预付工程项目款项等，近三年分别为 18.39 亿元、17.84 亿元和 40.73 亿元，其中 2014 年底同比增长主要系购买的河南省部分城商行不良资产包增加所致。

2015 年 3 月底，公司总资产 1040.15 亿元，同比增长 7.22%，主要系公司可供出售金融资产增加所致，从资产构成来看，流动资产占比 49.46%，非流动资产占比 50.54%，较 2014 年底变化不大。

总体看，公司资产规模稳步增长，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. 负债和权益结构

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益复合增长 16.66%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 292.01 亿元（含少数股东权益 99.67 亿元），归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 62.39%）、资本公积（占 23.15%）和未分配利润（占 11.16%）为主。近三年，公司资本公积波动增长，分别为 37.66 亿元、34.28 亿元和 44.52 亿元，其中 2013 年底减少的 3.38 亿元主要由于下属公司安彩高科向公司定向增发导致资本公积下降、少数股东权益增加；2014 年底同比增加 10.24 亿元，主要是豫能控股非公开发行股票使其他资本公积本期增加 9.50 亿元所致。近三年公司未分配利润分别为-3.61 亿元、8.55 亿元和 21.46 亿元，其中 2012 年末分配利润为负，主要原因是公司以前年度（2008 年）经营亏损且亏损金额较大导致未分配利润持续为负，随着电力行业景气程度不断回暖以及公司金融板块盈利水平持续提升，近两年公司未分配利润快速增长。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 315.27 亿元（含少数股东权益 103.46 亿元），较上年底增长 7.96%，主要源于未分配利润和资本公积的增长。所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债总额波动中有所增长，年均复合增长 3.37%，2014 年底为 678.14 亿元，其中流动负债占 60.49%，非流动负债占 39.51%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债波动幅度较小，年复合下降 1.41%。截至 2014 年底，公司流动负债合计为 410.21 亿元，以短期借款（占比 8.18%）、应付账款（占比 9.05%）、卖出回购金融资产款（占比 13.62%）、代理买卖证券款（占比 23.55%）、其他流动负债（14.40%）为主要构成部分。

2012~2014 年，公司短期借款波动下降 13.74%，截至 2014 年底为 33.57 亿元，同比下降 26.33%，主要是公司通过其他融资手段来取代原有的短期借款已降低财务成本所致。2014 年底，公司短期借款主要为信用借款（占 70.37%）和保证借款（占 24.96%）。

2014 年 7 月以来公司不再将开封商行纳入合并范围，导致 2014 年“向中央银行借款”和“吸收存款及同业存放”科目为 0。

2013~2014 年公司拆入资金分别为 4.00 亿元和 23.73 亿元，2014 年公司拆入资金主要为中原证券拆入。

近三年，公司应付票据波动下降 7.74%，公司应付账款年均增长 14.28%，截至 2014 年底分别为 13.41 亿元和 37.11 亿元，其中 1 年以内的应付账款占比为 73.09%。

公司卖出回购金融资产款为中原证券所有，近三年快速增长，年均增长 16.58%，2014 年底为 55.87 亿元，其中证券占 55.97%、融出资金债券收益权占 44.03%。

公司代理买卖证券款主要由中原证券持有，近三年波动增长，复合变动率为 36.18%，2014 年为 96.60 亿元，其中个人客户占 94.99%。

近三年其他流动负债快速增长，年均复合增长 232.58%，2014 年底为 59.07 亿元，同比增加 32.79 亿元，主要是 2014 年公司短期融资券增加 26.41 亿元的和非公开定向融资工具增加 5 亿元。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 12.25%，2014 年底为 267.93 亿元，主要由长期借款（占比 61.29%）和应付债券（占比 32.05%）构成。随着公司行业收购、项目建设规模的扩大，公司对中长期资金的需求旺盛，公司长期借款一直保持增长，2012~2014 年，公司长期借款年均增长 6.12%，2014 年底为 164.22 亿元，较 2013 年增加 13.04 亿元，主要为新乡中益和鹤壁鹤淇 2*600MW 机组工程项目贷款增加所致；近三年，公司应付债券波动增长，分别为 63.20 亿、51.91 亿元和 85.88 亿元。其中 2013 年底同比减少 11.29 亿元，主要系公司 2010 年发行的 5 亿元“10 豫投资 MTN1”到期兑付所致；2014 年底同比增加 33.97 亿元，主要系公司发行 7 亿元中期票据“14 豫投资 MTN001”和中原证券发行 15 亿元“13 中原债”。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 734.81 亿元，较 2014 年底增长 8.36%，主要系中原证券新发行债券和公司发行永续债所致。从结构来看，2015 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占比 56.12% 和 43.88%，非流动负债占比较 2014 年底略有增加。

2012~2014 年，有息债务规模不断扩大，复合增长 14.82%，截至 2014 年底为 397.30 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 33.67% 和 66.33%。

从偿债指标来看，近三年公司资产负债率波动下降，2014 年底为 69.90%；全部债务资

本化比率小幅下降，长期债务资本化比率波动下降，2014 年底分别为 57.64% 和 47.44%。总体看，公司债务负担略重。

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务增加至 417.20 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占比 23.63% 和 76.37%；同期，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 70.64%、57.74% 和 51.06%，债务负担较 2014 年底略有增加。

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

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业总收入稳定上升，复合增长 5.08%。2014 年公司实现营业总收入 241.83 亿元，其中电力、造纸、水泥、交通和金融五大板块合计占比为 76.45%，五大支柱产业对主营业务收入的支撑作用较为明显。近三年，由于原材料煤炭成本较前期大幅下降，公司营业成本波动下降 2.37%。

2012~2014 年，公司期间费用持续上升，复合增长 4.49%，2014 年公司期间费用为 42.39 亿元（同比增长 3.89%），占营业总收入的 17.53%。公司控制期间费用能力有待加强。

2012~2014 年，公司计提的资产减值损失分别为 7.87 亿元、7.88 亿元和 13.49 亿元。主要为贷款及委托贷款减值损失、坏账损失、固定资产减值损失和其他减值损失。其中，2014 年同比增长 71.28%，主要是可供出售金融资产减值损失、固定资产减值损失和其他减值损失有所增加。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 11.10 亿元、9.77 亿元和 16.64 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益和持有金融资产取得的投资收益，对利润总额贡献较大，且稳定。公司多年来持续得到了河南省各级政府的补助，政府补助构成了公司营业外收入的主要

部分。近三年公司营业外收入分别为 4.63 亿元、9.58 亿元和 5.24 亿元。

2012~2014 年，公司利润总额复合增长 78.20%，分别为 12.03 亿元、27.26 亿元和 38.19 亿元，其中投资收益和营业外收入贡献较大。近年随着营业收入上升和原材料价格下降，公司主业盈利水平提升明显。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率和净资产收益率持续上升，2014 年分别为 29.52% 和 10.44%；总资本收益率波动上升，2014 年为 6.06%。总体看，公司整体盈利能力稳步提升。

2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 52.49 亿元；实现利润总额 13.98 亿元；同期，营业利润率为 33.71%，较 2014 年上升 4.19 个百分点。

总体看，公司营业总收入规模稳步增长，主业盈利能力不断增强，投资收益和政府补助对利润总额贡献较大。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，近三年分别为 258.40 亿元、254.36 亿元和 321.81 亿元；收到其他与经营活动有关的现金快速下降，主要是由于开封商行保证金存款增长幅度压缩、回购业务规模压缩所致。2012~2014 年，公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金，年均下降 11.06%，分别为 379.90 亿元、305.36 亿元和 300.50 亿元。近三年公司经营活动现金流量净额波动性较大，分别为 51.61 亿元、2.94 亿元和 71.78 亿元。收入实现质量来看，公司近三年的现金收入比分别为 117.99%、113.84% 和 133.07%，整体收入实现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要反映在收回投资收到的现金上，近三年波动较大，分别为 338.94 亿元、90.51 亿元和 259.45

亿元，其中，2013 年同比大幅下降，主要系金融企业投资活动现金波动所致；投资活动现金流出主要为投资支付的现金和购建固定资产、无形资产等支付的现金，近三年分别为 388.18 亿元、109.29 亿元和 341.46 亿元。近三年，公司投资活动现金流均呈现净流出，分别为 -49.24 亿元、-18.78 亿元和 -82.01 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -6.11 亿元、3.36 亿元和 78.75 亿元，其中，2014 年同比大幅增长，主要是公司大量发行债券所致。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 17.06 亿元，现金收入比为 129.13%，较 2014 年下降 3.94 个百分点；投资活动产生的现金流量净额为 -4.90 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 21.82 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，现金收入质量较好；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，存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率快速增长，2014 年分别为 110.06% 和 97.75%，2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 124.75% 和 112.72%，均较 2014 年底有所上升。受经营活动净现金流影响，近三年公司经营现金流动负债比波动较大，分别为 12.23%、0.60% 和 17.50%，经营性净现金流对流动负债的保障能力较弱。公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，近三年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 44.18 亿元、63.12 亿元和 67.95 亿元；同期，EBITDA 利息倍数分别为 2.48 倍、3.60 倍和 6.02 倍，EBITDA 对利息覆盖能力不断增强；公司全部债务/EBITDA 分别为 6.82 倍、5.13 倍和 5.85 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。总体看，公司整体偿

债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司合并范围对外担保 3.31 亿元，对外担保比率（4.80%）很低，公司或有负债风险低。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 575.24 亿元，尚未使用额度 331.08 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司拥有四家上市公司，直接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码证为 G1041010500017410Y），截至 2015 年 6 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是河南省国有独资综合性投资公司，下属的电力、水泥、造纸等业务处于河南省同行业前列，政府支持力度大。近年来，公司资产规模不断扩大，营业收入和利润水平持续上升，总体偿债能力强。总体来看，公司整体抗风险能力极强。

八、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

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 417.20 亿元，其中长期债务 318.60 亿元。本期中期票据发行额度为 10 亿元，分别占公司长期债务和全部债务的 3.14%和 2.40%，对公司现有债务影响不大。

以 2015 年 3 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 70.92%和 58.32%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量三年加权平均值分别为 364.93 亿元和 47.09 亿元，对本期中期票据

的保障倍数分别为 36.49 倍和 4.71 倍，保障能力很强；近三年，公司 EBITDA 分别为 44.18 亿元、63.12 亿元和 67.95 亿元，对本期发债额度的覆盖倍数分别为 4.42 倍、6.31 倍和 6.79 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度很强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

九、结论

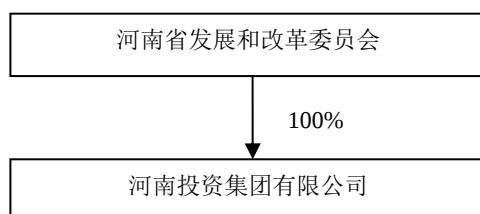
公司是河南省省属国有独资政策性投资公司，投资领域主要包括电力、水泥、造纸、交通、金融等，已经成为以产业资本和金融资本相互支撑的大型投资集团，拥有很强的投资实力和市场影响力。公司经营稳健，各业务板块成长性好，并能够得到政府的大力支持，具有可持续发展的实力。

目前公司资产规模大，资产结构合理，资产流动性较好；公司收入规模和盈利能力稳步提升，总体偿债能力强。综合看，公司主体信用风险极低。

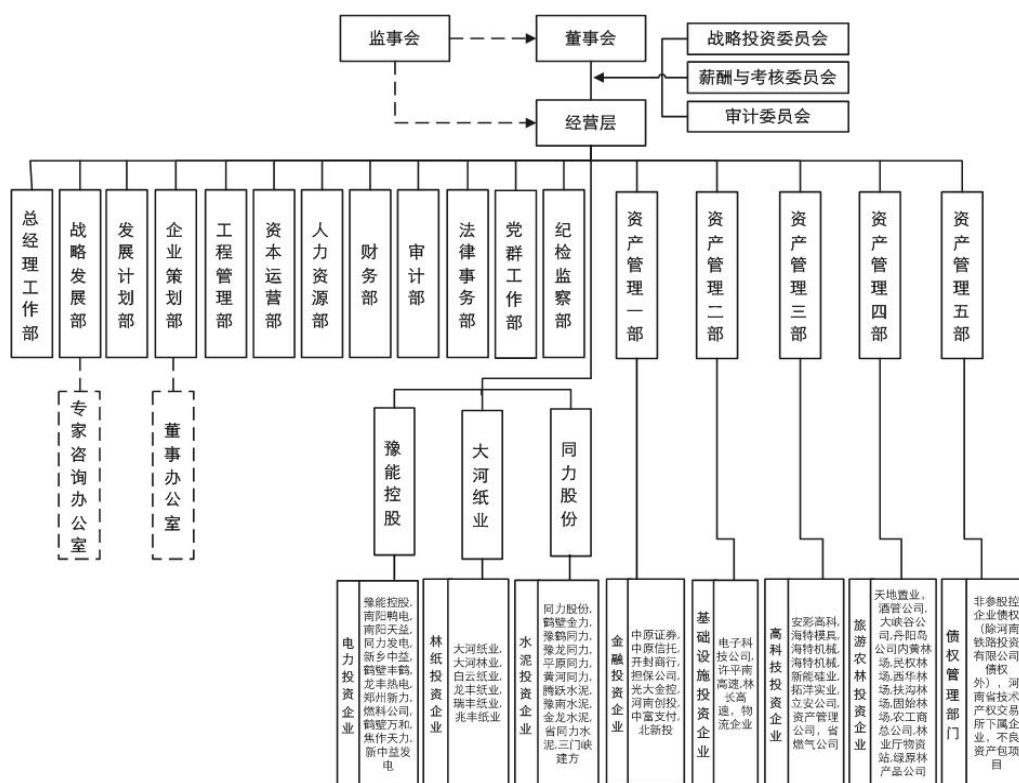
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司 EBITDA 和经营活动现金流均对本期中期票据保障程度高。

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，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 月底公司组织机构图



附件 2 截至 2015 年 3 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 (万元)	持股比例 (%)
电力	河南豫能控股股份有限公司	投资管理以电力生产为主的能源项目	85527.60	60.74
	鹤壁万和发电有限责任公司	电力生产经营、电力项目开发等	19537.58	60.00
	鹤壁同力发电有限责任公司	电力生产、节能项目开发	105768.00	97.15
	鹤壁丰鹤发电有限责任公司	发电项目工程的建设、经营等	76000.00	50.00
	濮阳龙丰热电有限责任公司	供电、供热等	100.00	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
水泥	河南同力水泥股份有限公司	水泥熟料、水泥及制品的销售等	47479.93	58.74
	河南省豫南水泥有限公司	水泥生产销售	25643.08	60.15
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
	驻马店市白云纸业有限公司	纸品、纸浆生产销售及进出口	46300.43	55.00
交通	河南省许平南高速公路有限责任公司	组织实施高速公路的开发、经营	135717.53	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	263161.57	33.10
	中原信托有限公司	信托业务	150000.00	48.42
	河南创业投资股份有限公司	投资；投资咨询，中介服务	10,500.00	68.26
	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；	20000.00	100.00
	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	3560.00	49.00
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	69000.00	59.00
	河南天地置业有限公司	房地产开发经营	90000.00	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
	河南省立安实业有限公司	普通机械、电器设备、建筑材料等的销售	2110.00	100.00
	河南投资集团燃料有限责任公司	技术、咨询服务、机械电子设备、采制化设备的销售	5000.00	100.00
	林州市太行大峡谷旅游开发有限公司	旅游景点开发、管理	5116.71	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
	河南投资集团天地酒店管理有限公司	酒店管理	2000.00	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
	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；	20000.00	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
	河南投资集团电子科技有限公司	机电设备进出口及租赁、厂房的投资建设及租赁	5000.00	100.00
	南阳信泰科技有限公司	贴片压敏电阻、热敏电阻及相关新型元器件的研发、生产、销售	2300.00	34.78
	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
	河南投资集团控股发展有限公司	城市基础设施及配套项目（含一级土地开发）的投资；城市服务性项目（学校、医院	5000.00	100.00

		等)的投资;投资管理。		
	国有扶沟林场	森林培育与经营	16.29	100.00
	河南省国有西华林场	林木种苗生产供应等	48.54	100.00
	河南省国有固始林场	林木种苗生产供应	148.25	100.00
	河南内黄林场	林木种苗生产供应等	2268.16	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
	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
	河南绿原林产品有限公司	农林产品种植、批发、零售;	1001.00	100.00

附件 3 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	180.90	180.40	216.34	239.16
资产总额(亿元)	849.25	938.60	970.15	1040.15
所有者权益(亿元)	214.57	235.60	292.01	305.34
短期债务(亿元)	92.32	114.84	133.78	98.60
长期债务(亿元)	209.04	208.88	263.52	318.60
全部债务(亿元)	301.36	323.72	397.30	417.20
营业总收入(亿元)	219.01	223.44	241.83	52.49
利润总额(亿元)	12.03	27.26	38.19	13.98
EBITDA(亿元)	44.18	63.12	67.95	--
经营性净现金流(亿元)	51.61	2.94	71.78	17.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.36	9.01	9.28	2.85
存货周转次数(次)	3.84	3.11	3.08	0.89
总资产周转次数(次)	0.26	0.25	0.25	0.07
现金收入比(%)	117.99	113.84	133.07	129.13
营业利润率(%)	19.75	26.60	29.52	33.71
总资本收益率(%)	5.02	6.81	6.06	--
净资产收益率(%)	3.76	8.73	10.44	--
长期债务资本化比率(%)	49.35	46.99	47.44	51.06
全部债务资本化比率(%)	58.41	57.87	57.64	57.74
资产负债率(%)	74.73	74.90	69.90	70.64
流动比率(%)	65.92	72.39	110.06	124.75
速动比率(%)	54.83	60.99	97.75	112.72
经营现金流动负债比(%)	12.23	0.60	17.50	5.52
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	3.60	6.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.82	5.13	5.85	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	43.15	30.83	37.23	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	5.16	0.29	7.18	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.42	6.31	6.79	--

注：1.2015 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 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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+一年内到期的长期负债+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 5 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 河南投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。河南投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现河南投资集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送河南投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日

