跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1133 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持河南投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“12豫投资MTN1”、“13豫投资MTN001”、“14豫投资MTN001”、“15豫投资MTN001”和“16豫投资MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

河南投资集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 豫投资 MTN1	10 亿元	2012/4/19-2017/4/19	AAA	AAA
13 豫投资 MTN001	7 亿元	2013/7/17-2018/7/17	AAA	AAA
14 豫投资 MTN001	7 亿元	2014/8/26-2019/8/26	AAA	AAA
15 豫投资 MTN001	10 亿元	2015/3/17-2020/3/17	AAA	AAA
16 豫投资 MTN001	10 亿元	2016/2/2-2021/2/2	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	180.40	216.34	301.80	333.74
资产总额(亿元)	938.60	970.15	1151.39	1136.46
所有者权益(亿元)	235.60	292.01	370.50	383.91
短期债务(亿元)	114.84	133.78	165.85	155.49
全部债务(亿元)	323.67	397.30	477.39	499.08
营业总收入(亿元)	223.44	241.83	252.42	58.23
利润总额 (亿元)	27.26	38.19	50.74	9.18
EBITDA(亿元)	63.12	67.95	83.62	--
经营性净现金流(亿元)	2.94	71.78	42.37	11.43
营业利润率(%)	26.60	29.52	34.69	26.18
净资产收益率(%)	8.73	10.44	9.87	--
资产负债率(%)	74.90	69.90	67.82	66.22
全部债务资本化比率(%)	57.87	57.64	56.30	56.52
流动比率(%)	72.39	110.06	117.80	130.27
全部债务/EBITDA(倍)	5.13	5.85	5.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.60	6.02	8.57	--
经营现金流动负债比(%)	0.60	17.50	9.02	--

注：1. 2016 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款中的有息债务和其他权益工具中的永续债调整计入长期债务；3. 已将其他流动负债中的有息债务调整计入短期债务。

分析师

郭 昊　黄 露
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

河南投资集团有限公司（以下简称“公司”）是河南省省属大型的国有综合性投资公司之一。跟踪期内，公司收入规模持续增长，各板块经营稳定，其中电力板块受电煤价格下行影响，盈利能力增强；金融、交通业务运营状况良好，业务收入稳定增长；公司的多板块经营平抑了单一行业波动风险，整体抗风险能力强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内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。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“12 豫投资 MTN1”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”和“16 豫投资 MTN001”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为河南省主要的综合性投资公司，收入规模持续增长，受政府支持力度大。
2. 跟踪期内，电煤价格持续下降，公司电力板块盈利能力逐年增强。
3. 跟踪期内，公司积极推进金融板块业务，对利润贡献较大。

关注

1. 跟踪期内，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、能源、基础设施等产业投资力度，未来资本支出规模大，存在较大的融资需求。

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、评级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。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于河南投资集团有限公司主体长期信用及存续期内的“12 豫投资 MTN1”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”和“16 豫投资 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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政策性国有独资投资公司，由河南省发展和改革委员会代管。2007 年 10 月，根据河南省人民政府豫政文【2007】176 号文件《河南省人民政府关于组建河南投资集团有限公司的批复》，以河南省建设投资总公司为基础，吸收合并河南省经济技术开发公司及河南省科技投资总公司组建河南投资集团有限公司。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，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 2016 年 3 月底，公司注册资本人民币 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。

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 2016 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 45 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。截至 2016 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、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、纪检监察部等十四个综合管理部门，以及金融管理部、产业管理部、资产管理部、基金管理部四个业务部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额1151.39亿元，所有者权益（含少数股东权益137.37亿元）为370.50亿元；2015年公司实现营业总收入252.42亿元，利润总额50.74亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1136.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益 140.31 亿元）为 383.91 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业总收入 58.23 亿元，利润总额 9.18 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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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、行业及区域经济环境

1.行业概况

电力行业

2005～2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的

比重为 3.59%。

图 1　近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

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。根据 Wind 资讯数据，2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比上升 10.98%。其中，火电完成投资 1396 亿元，同比上升 21.96%，所占比重为 34.13%；水电完成投资 782 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%；风电完成投资 1158 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%；核电完成投资 560 亿元，同比上升 5.15%，所占比重为 13.69%。从数量上看，火电投资累计额仍最高，风电投资累计额位居第二。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 61.14%，与上年相比有所下降。

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量达到 15.08 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%；核电装机容量 0.26 亿千瓦，同比增长 29.9%；并网风电装机容量 1.29 亿千瓦，同比增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 0.43 亿千瓦，同比增长 73.7%。清洁能源装机占比达到了 34.35%，且增幅较快。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

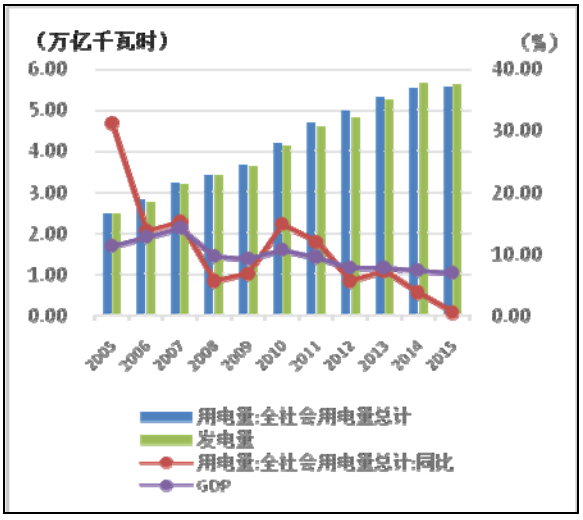
2015 年，全国全口径发电量 56184 亿千瓦时，比上年增长 1.31%。分类型看，火电发电量 42102 亿千瓦时，同比上升 0.89%，占全国发电量的 74.94%，比上年降低 0.26 个百分点；水电发电量 9960 亿千瓦时，同比下降 6.58%，占全国发电量的 17.73%，比上年下降 1.47 个百分点。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3969 小时，同比降低 349 小时。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比减少 48 小时；核电 7350 小时，同比降低 437 小时；风电 1728 小时，同比降低 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2015 年，中国经济进入“新常态”，电力需求增长远低预期，全社会用电量 55500 亿千

瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015 年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40 年来首次负增长。

图3　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：Wind 资讯、中电联电力工业统计快报

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，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；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也开始进入国内电力市场。近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影

响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实

力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

水泥行业

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

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，2013年水泥产量24.2亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。

2014 年全年水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，增速显著放缓；2014 年，全国累计销售水泥 24.47 亿吨，较 2013 年增长 2.43%。

2015 年受固定资产投资增速大幅下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年 1~4 月，房地产开发投资和基础设施建设投资恢复性增长拉动水泥需求回升，全国水泥产量累计 6.59 亿吨，同比增长 3.20%，其中华东地区、华北地区是主要产量上涨区域。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%。2013年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近三年，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

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。

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有3%~4%，水泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

图 4　2010~2016 年 5 月全国水泥月度价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

受经济形势低迷的影响，近年来水泥价格不断下滑。2013 年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价

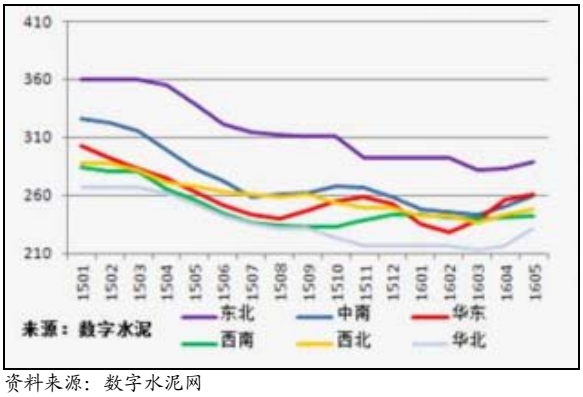
持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。

2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。截至 2015 年 12 月 31 日，中国水泥价格指数降至 79.25，价格走势与水泥行业景气度保持一致。

2016 年 1~5 月，水泥价格呈波动增长趋势，一季度行业淡季之后，随着需求开始明显恢复，水泥价格开始回升，截至 2016 年 5 月底，中国水泥价格指数 83.80，较 2015 年底增长 5.74%。

图 5　2015~2016 年 5 月分区域水泥价格走势

（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网

从区域水泥价格方面看，2015年从区域来看，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南随二四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。2016年1~2月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3月份市场需求增长和生产随着错峰停产或春季停窑检修结束恢复，华东地区引领全国水泥价格开始触底反弹，西北的陕西、新疆，东北的辽宁、西南的贵州及中南的河南部分地区价格也出现上调，华北地区价格仍然疲软。4月以后，北方地区随着气温的回升需求开始明显恢复，华北地区领涨全国水泥价格，南方地区涨势逐渐消退，华东部分地区开始出现价格下行走势，从全国平均价格来看仍保持上涨趋势。根据Wind资讯数据显示，截至2016年5月27日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为244.00元/吨、318.33元/吨、285.00元/吨、277.14元/吨、282.50元/吨和286.67元/吨，较2015年底变动率分别为-1.61%、4.37%、7.95%、7.48%、5.61%和2.69%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和房地产投资回暖、国内基础设施建设加快对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。预计 2016 年全年水泥价格不会继续 2015 年下滑趋势，但仍将保持低位。

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台。2015年11月13日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016年5月18日，国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》是国务院近20年来首个专门为建材工业制定的文件，不仅是行业当前降本增效实现脱困发展的政策指导，也是行业“十三五”期间化解产能过剩、推进供给侧结构性改革的纲领性文件，

在坚决去产能，在严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等方面都提出了新要求和新措施，目标是到2020年，再压减一批水泥熟料产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。

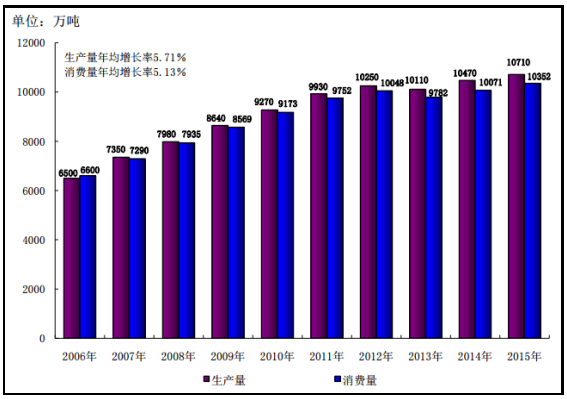
总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

造纸行业

近年来，中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，造纸行业竞争激烈，产品价格持续走低，毛利率下降，期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。2015 年造纸行业未见实质性改观，主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象，但行业筑底情势有所显现。

据中国造纸协会调查资料，2015年全国纸及纸板生产企业约2900家，全国纸及纸板生产量10710万吨，较上年增长2.29%。消费量10352万吨，较上年增长 2.79%，人均年消费量为75千克（13.75亿人）。2006～2015年，纸及纸板生产量年均增长率5.71%，消费量年均增长率5.13%。

图 6　2006~2015 年中国纸及纸板生产消费情况



资料来源：中国造纸协会

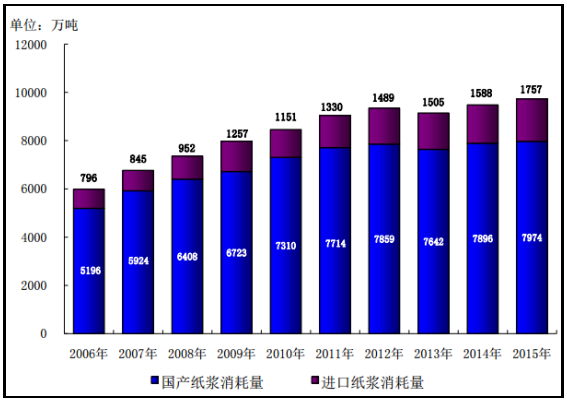
细分产品方面，2015 年，白卡纸新增产能继续释放，近三年白卡纸产能平均增长率高达 25%，部分社会卡的市场价格已跌破 4000 元/吨大关，仅比高端灰底白板纸高 200－300 元/吨，价格竞争已至白热化阶段。由于受宏观经济环境影响，白卡纸需求增长依然缓慢，导致企业库存高企，白卡纸行业的去库存行动已持续近一年时间，但没有明显的好转。展望 2016 年白卡纸行业，供给与需求的矛盾将持续存在，竞争进一步加剧，白卡纸市场价格特别是烟卡、液包纸价格还有继续下跌的可能，社会卡售价恶性竞争局面难好转，2016 年白卡纸市场总体情况仍然不容乐观。

据国家统计局统计，2015年1~12月规模以上造纸生产企业2791家；主营业务收入8003亿元，同比增长2.33%；工业增加值增速1.90%；产成品存货317亿元，同比增长-0.24%；利税总额611亿元，同比增长2.87%，其中利润总额373亿元，同比增长2.90%；资产总计9940亿元，同比增长5.92%；资产负债率58.74%，较上年增加0.19个百分点；负债总额5839亿元，同比增长5.90%；在统计的2791家造纸生产企业中，亏损企业有366家，占13.11%。

据中国造纸协会调查资料，2015年全国纸浆生产总量7984万吨，较上年增长0.98%。其中：木浆966万吨，较上年增长0.42%；废纸浆6338

万吨，较上年增长2.41%；非木浆680万吨，较上年增长-9.93%。

图 7　2006~2015 年中国纸浆消耗情况



资料来源：中国造纸协会

2015年全国纸浆消耗总量9731万吨，较上年增长2.60%。木浆2713万吨，占纸浆消耗总量28%，其中进口木浆占18%、国产木浆占10%；废纸浆6338万吨，占纸浆消耗总量65%，其中进口废纸浆占25%、国产废纸浆占40%；非木浆680万吨，占纸浆消耗总量7%，其中稻麦草浆占3.1%、竹浆占1.5%、苇（荻）浆占1.0%、蔗渣浆占1.0%、其他非木浆占0.4%。

总体看，中国造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。2015 年中国造纸工业在经济下行压力加大，市场信心趋弱，部分产品竞争较为激烈，企业盈利空间收窄的情况下，全行业生产运行整体情况基本保持平稳态势，产销基本平衡，但产品市场分化，有涨有落，全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016 年是“十三五”开局之年，由于经济发展放缓，需求增长也会下降，加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显，造纸产业形势短期内难以得到有效改善，因此，2016 年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续 2015 年的态势，行业总体会保持平稳，预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解，市场可能会形成先低后高态势，整体表现应会略有好转。

金融板块

a)　证券业

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

2015 年以来，券商整体收入保持快速增长，根据中国证券业协会年度统计数据显示，截至 2015 年底，125 家证券公司总资产为 6.42 万亿元、净资产为 1.45 万亿元、净资本为 1.25 万亿元、客户交易结算资金余额(含信用交易资金)2.06 万亿元、托管证券市值 33.63 万亿元和受托管理资金本金总额 11.88 万亿元，分别较 2014 年底上升 56.97%、57.52%、84.05%、71.67%、35.28%和 49.06%。2015 年，全行业 125 家证券公司中 124 家实现盈利，共实现营业收入 5751.55 亿元,同比上升 120.97%，其中代理买卖证券业务净收入 2690.96 亿元、证券承销与保荐业务净收入 393.52 亿元、财务顾问业务净收入 137.93 亿元、投资咨询业务净收入 44.78 亿元、资产管理业务净收入 274.88 亿元、证券投资收益(含公允价值变动)1413.54 亿元、利息净收入 591.25 亿元,全年实现净利润 2447.63 亿元，同比上升 153.50%。

总体看，中国证券市场受经济运行和政府政策变动等多种因素影响，周期性波动明显，2015 年以来高速发展，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。

b)　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、出资方式和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。

公路交通板块

中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自 1988 年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988~1992 年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在 50~250 公里之间；1993~1997 年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在 450~1400 公里之间；1998 年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段通车里程高速增长，由 1998 年底的 6258 公里发展为 2015 年底的 12.32 万公里，年均复合增幅约为 20%。目前中国高速公路总里程居世界第二位。截至 2015 年底，全国公路总里程达 453.53 万公里，比上年末增加 7.14 万公里，高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为 2.72%。

高速公路属于资金密集型行业，其建设成本主要包括路面材料费、征地拆迁费、人工成本和通讯监控等交通设施费等。尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50%以上。根据交通运输部发布的 2014 年交通运输行业发展统计公报显示，2014 年全国完成公路建设投资 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%。2015 年全国新增高速公路通车里程 1.22 万公里；2015 年 1~11 月，全国公路建设完成投资 14990.56 亿元，同比增长 6.49%。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。2013年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为185.35亿人和307.66亿吨，按可比口径同比分别增长4.2%和10.9%；营业性客货运车辆完成公路客运周转量和货运周转量分别为11250.94亿人公里和55738.08亿吨公里，按可比口径同比分别增长1.0%和11.2%。

2014年，全国营业性客货运车辆完成公路客运量和货运量分别为190.82亿人和333.28亿

吨，同比增速分别为3.0%和8.3%；旅客运周转量和货运周转量分别为12084.10亿人公里和61016.62亿吨公里，同比分别增长7.4%和9.5%。

2015 年，国内宏观经济增速较同期有所放缓，公路运输行业主要指标增速出现明显下滑，全年全国营业性客运车辆完成公路客运量 161.91 亿人、旅客周转量 10742.66 亿人公里，比上年分别减少 6.7%和 2.3%。全国营业性货运车辆完成货运量 315.00 亿吨、货物周转量 57955.72 亿吨公里，比上年分别增长 1.2%和 2.0%。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，公路客运结束了连续几年由小汽车流量带来的较快增长；货运方面，虽然受宏观经济不景气、货运需求整体下滑影响，但是由于油价大幅下跌造成公路货运成本下降、从而相对铁路等运输方式优势凸显，因此公路货运增速虽有所放缓，但依旧保持了较为稳健的增长。

2. 区域经济

根据《2015年河南省国民经济和社会发展统计公报》，2015年河南省全年地区生产总值（GDP）30103.1亿元，37010.25亿元，比上年增长8.3%。其中：第一产业增加值4209.56亿元，增长4.4%；第二产业增加值18189.36亿元，增长8.0%；第三产业增加值14611.33亿元，增长10.5%。三次产业结构为11.4:49.1:39.5。

分行业看，40个行业大类中利润总额居前10位的行业为：非金属矿物制品业713.54亿元，下降1.1%；农副食品加工业444.11亿元，增长10.5%；食品制造业254.32亿元，增长8.8%；化学原料和化学制品制造业252.88亿元，增长7.3%；汽车制造业244.42亿元，增长18.2%；专用设备制造业225.72亿元，增长1.3%；通用设备制造业222.04亿元，增长4.9%；电气机械和器材制造业214.63亿元，增长3.8%；纺织业195.34亿元，增长7.6%；医药制造业171.47亿元，增长8.1%。

从主要产品产量看，畜肉制品产量比上年增长 11.9%，速冻米面食品增长 1.7%，发电量下降 4.4%，钢材增长 1.8%，铝材增长 8.0%，汽车增长 3.3%，手机增长 51.0%。全省全社会发电装机容量 6743.60 万千瓦，比上年末增长 8.8%。其中，火电装机容量 6162.79 万千瓦，增长 8.4%；水电装机容量 398.53 万千瓦，增长 0.5%；并网风电装机容量 91.16 万千瓦，增长 108.0%；太阳能发电装机容量 40.81 万千瓦，增长 103.3%。

《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，帮助政府排忧解困，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、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，截至 2016 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。

河南投资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 2016 年 3 月底，公司总装机容量 1670.50 万千瓦，权益容量 763.45 万千瓦，位居河南省电力市场第二位；控股水泥企业 2 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 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 56.20 万吨，杨木化机浆年生产能力 25.80 万吨；公司控股运营高速公路 3 条，通车里程 255 公里；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，河南投资获得政府支持大，拥有较强竞争实力。

公司确立了“干政府所想，保资产增值”的经营理念，加快产业资本与金融资本有机融合，形成融资与重点领域投资良性互动、互为依托的良好局面。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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、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　近年来公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 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
传统优势产业	150.42	63.82	26.01	144.96	58.25	28.26	36.95	63.45	17.80
-电力行业	65.70	27.88	27.80	67.33	27.06	33.24	21.24	36.47	18.02
-造纸行业	34.79	14.76	15.28	34.17	13.73	12.07	6.85	11.77	6.26
-水泥行业	39.06	16.57	23.97	31.90	12.82	24.73	6.24	10.71	14.00

-交通行业	10.87	4.61	56.96	11.55	4.64	56.86	2.62	4.50	55.11
现代金融业	37.67	15.98	79.86	61.44	24.69	76.90	6.85	11.76	98.20
-金融行业	37.67	15.98	79.86	61.44	24.69	76.90	6.85	11.76	98.20
其他产业	47.60	20.19	16.51	42.45	17.06	14.84	14.43	24.78	24.98
合计	**235.69**	**100.00**	**32.70**	**248.84**	**100.00**	**37.98**	**58.23**	**100.00**	**29.03**

资料来源：公司提供

随着公司新建项目（电力、水泥、造纸、交通等产业）的逐步投产，产能逐步释放以及现代金融业投资力度加大，加上对下属子公司的持续整合，公司主营业务收入保持稳步的增长趋势，2015 年为 248.84 亿元；综合毛利率同比增长 5.28 个百分点至 37.98%。2015 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，其中传统优势产业由电力（占主营业务的 27.06%）、造纸（占 13.73%）、水泥（占 12.82%）和交通（占 4.64%）四大板块构成；电力和交通板块收入有所增长，水泥和造纸板块收入有所下降，电力板块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。2016 年一季度，公司实现主营业务收入 58.23 亿元，同比增长 11.40%；综合毛利率为 29.03%，较 2015 年下降 8.95 个百分点，主要系公司传统优势产业毛利率大幅下降所致。

电力板块

经过十多年的发展，公司在电力行业的投资规模不断扩大，截至 2016 年 3 月底，公司总装机容量 1670.50 万千瓦，权益容量 763.45 万千瓦，位居河南电力市场第二位，其中：控股电力企业 6 家，可控装机容量 768.50 万千瓦，权益容量 482.29 万千瓦；参股电力企业 6 家，装机容量 902.00 万千瓦，集团权益容量 281.16 万千瓦。

表 2　2016 年 3 月底公司下属电力企业情况

(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	4420.00	60.52	2674.98
鹤壁万和发电有限责任公司	440.00	60.00	264.00
鹤壁同力发电有限责任公司	600.00	97.15	582.90
鹤壁丰鹤发电有限责任公司	1200.00	50.00	600.00
濮阳龙丰热电有限责任公司	25.00	100.00	25.00
郑州新力电力有限公司	1000.00	50.00	500.00
华能沁北发电有限公司	4400.00	35.00	1540.00
三门峡华阳发电有限公司	600.00	40.00	240.00
许昌龙岗发电有限责任公司	700.00	30.00	210.00
大唐信阳发电有限责任公司	960.00	1.00	9.60
大唐洛阳首阳山发电有限责任公司	1040.00	40.00	416.00
许昌禹龙发电有限责任公司	1320.00	30.00	396.00
合计	**16705.00**	**--**	**7634.48**

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。濮阳豫能 2*660MW 项目目前正处于建设期。截至 2016 年 3 月底，公司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 8 台，达 480 万千瓦，占可控容量的 63.45%。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。2013~2015 年，公司控股电力企业发电量分别为 223.75 亿千瓦时、221.09 亿千瓦时和 219.63 亿千瓦时，公司发电量出现下滑，主要是在节能减排要求下对小机组实行关停、搬迁，同时省内装机容量增加、非统调机组发电量上升，导致公司下属控股电力企业发电量的下降。2013~2015 年，公司控股电力企业实际上网电量分别为 208.47 亿千瓦时、204.93 亿千瓦时和 201.06 亿千瓦时，2015 年实际结算含税电价平均为 411.28 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，2015 年控股电力企业单位燃料成本由上年的 216.69 元/千千瓦时下降至 136.47 元/千千瓦

时。2016 年一季度，公司完成发电量 58.00 亿千瓦时，为 2015 年全年水平的 26.41%，同比增长 10.50%；单位燃料成本平均为 121.22 元/千千瓦时，较 2015 年下降 11.17%；实际上网电量为 53.46 亿千瓦时，实际结算含税电价平均为 359.67 元/千千瓦时，较 2015 年有所下降，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
2016 年一季度	580017.57	534552.08	359.67
2015 年	2196299.15	2010554.60	411.28
2014 年	2210919.00	2049339.00	439.83
2013 年	2237466.00	2084714.00	447.14

资料来源：公司提供

2015 年，公司电力板块实现收入 67.33 亿元，同比增长 2.48%，保持相对稳定；毛利率为 33.24%，同比增长 5.44 个百分点，电力板块盈利能力逐年增强，主要系 2013 年以来受益于原煤价格下降以及公司“压小上大”降低了运营的边际成本，板块盈利能力持续提升。2016 年一季度，电力板块实现收入 21.24 亿元，毛利率为 18.02%，较 2015 年下降 15.22 个百分点，主要系电价下降所致。

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

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 2016 年 3 月底，同力水泥实收资本为 47479.93 万元，公司持股 58.83%。截至 2016 年 3 月底，同力水泥总资产 51.96 亿元，所有者权益合计 22.61 亿元（含少数股东权益 5.39 亿元）。2015 年，同力水泥实现营业收入 32.32 亿元，利润总额 1.65 亿元。目前，公司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工艺，年熟料生产能力 1225 万吨、年水泥生产能力 1680 万吨，新型干法水泥总产能处于河南省内第三，河南同力水泥股份有限公司被列入国家发展和改革委员会、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。

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（以下简称“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 2016 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%。公司下属水泥企业原材料主要为石灰石、电、煤：石灰石主要来源于自有矿山开采；水泥企业均配套有余热发电，可用于企

业生产，电力不足部分由当地电业局补足；煤主要来源于当地煤炭生产企业和当地的煤炭供应商，煤炭采购结算方式主要为货到付款。2015 年，公司下属水泥企业熟料和水泥产量均实现不同程度的下降，2015 年分别为 1288 万吨和 1268 万吨，分别同比下降 6.46%和 3.50%。2016 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；熟料和水泥产量分别为 198 万吨和 256 万吨。

表 4　2014~2015 年公司水泥板块生产原材料采购情况（单位：万元，元/吨，元/度，%）

原材料	2014 年			2015 年		
	采购额	价格	占比	采购额	价格	占比
石灰石	18471.54	9.84	11.05	11916.60	9.55	9.45
电	61210.51	0.56	36.63	56663.69	0.57	44.92
煤	87434.78	458.33	52.32	57552.37	339.56	45.63
合计	**167116.83**	**--**	**100.00**	**126132.66**	**--**	**100.00**

资料来源：公司提供

2015 年，水泥板块实现收入 31.90 亿元，同比下降 18.33%，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；同期，毛利率为 24.73%，同比增长 0.76 个百分点，主要系水泥板块主要原材料煤炭价格下降所致。2016 年一季度，水泥板块实现收入 6.24 亿元，毛利率为 14.00%，较 2015 年底下降 10.73 个百分点，主要是由于一季度为水泥销售的淡季及产品价格下降所致。

总体来看，公司水泥业务板块实力较强，在工艺技术、生产规模方面具有优势，是公司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

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”）、驻马店市白云纸业有限公司（持股 55.00%）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（以下简称“龙丰纸业”）和焦作瑞丰纸业有限公司（以下简称“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 2016 年 3 月底，公司成品纸生产能力已达到 56.20 万吨，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。2015 年，公司的成品纸产销量分别为 59.74 万吨和 60.32 万吨，产销率为 100.97%；化机浆产销量分别为 22.04 万吨和 16.39 万吨，产销率为 74.36%。2016 年一季度，成品纸和杨木化机浆的销量分别为 12.18 万吨和 3.23 万吨。

2015 年，公司造纸板块实现收入为 34.17 亿元，同比下降 1.78%，主要系化机浆销量下降所致；同期，毛利率为 12.07%，同比下降 3.21 个百分点，主要系公司产品价格下降所致。2016 年一季度，公司造纸板块收入和毛利率分别为 6.85 亿元和 6.26%，毛利率较 2015 年下滑 5.81 个百分点，主要系造纸行业需求不振导致产品价格下降所致。

2013 年 7 月 18 日国家工信部公告当年首批工业行业淘汰落后产能企业名单，白云纸业通过积极争取，2.1 万吨麦草浆落后产能被纳入名单中，本次淘汰落后产能不仅为公司争取到 420 万元政策性奖励资金，而且有利于企业卸掉包袱，大力推进产业结构调整和优化升级，促进企业的健康稳定发展。

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，减缓盈利能力的下滑。

金融板块

近年来，公司加大金融行业的投资力度，投资了中原证券股份有限公司（下称“中原证券”，持股 27.02%）、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 2016 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
中原豫泽融资租赁（上海）有限公司	100.00	30000.00
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	49.00	4000.00
河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）	99.95	20000.00
河南投资集团汇融基金管理有限公司	50.00	5000.00

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、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]”，代码“01375”），发行 5.981 亿股，融资 15.01 亿港元。2015 年中原证券营业总收入和净利润分别为 53.65 亿元和 14.06 亿元，截至 2015 年底，中原证券拥有 75 家营业部和 11 家分公司。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，截至 2015 年底，中原信托注册资本 25 亿元。2015 年中原信托实现营业收入和净利润分别为 18.06 亿元和 7.71 亿元。中原信托累计管理信托财产 4128.00 亿元，按时足额交付到期信托财产 2876.00 亿元，累计向客户分配信托收益 403.00 亿元，自主开发类产品信托本金收益兑付率 100.00%。2016 年一季度营业收入和净利润分别为 2.87 亿元和 2.05 亿元。

2015 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，公司金融板块实现收入 61.44 亿元，同比增长 63.10%；毛利率为 76.90%，同比下降 2.96 个百分点，该板块盈利能力强。2016 年一季度，公司金融板块实现收入 6.85 亿元，同比下降 20.90%，主要系 2015 年下半年以来证券市场行情下行所致；毛利率为 98.20%，同比下降 1.87 个百分点。

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，中原证券为港股上市公司。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

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[2]（以下简称“许平南高速”）进行管理，总长度为 255 公里，公司所辖路产总长度不到河南省高速公路通车里程的 4.42%，在河南省高速公路中份额较小。

“许平南”高速公路是国家重点公路日照至南阳高速公路中的一段，起点直接与京珠国道主干线相接，是中原地区通往大西南的一条重要通道。许平南高速路全长 163.75 公里，总

[1] 为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券。

[2] 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。

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。2015 年，许平南高速实现通行费收入 11.30 亿元，同比增长 5.84%；实现净利润 2.92 亿元，同比增长 28.55%，主要因为通行费收入比去年增加 5.84%，财务费用降低 20.29%；安林高速公路通行费为 0.80 亿元，收入规模相对较小；“林长”高速公路实现通行费收入为 0.43 亿元，同比增长 65.38%。

2015 年，公司交通板块实现收入 11.55 亿元，同比增长 6.26%，呈稳定增长趋势；同期，毛利率为 56.86%，同比下降 0.10 个百分点，许平南高速公路是板块主要收入来源。2016 年一季度，公司交通板块收入和毛利率分别为 2.62 亿元和 55.11%，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”）和河南颐城控股有限公司（以下简称“颐城控股”）等下属子公司。2015 年，公司其他板块实现收入 42.45 亿元，同比下降 10.82%，2014 年其他板块收入较高主要系颐城控股部分项目竣工验收，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 2016 年 3 月底，总股本 69000 万股，其中河南投资集团持股 59.11%，为第一大股东。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 2016 年 3 月底，安彩高科总资产 22.29 亿元，所有者权益合计 8.76 亿元；2015 年分别实现营业总收入和净利润 17.68 亿元和 0.31 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。

2016 年一季度，原河南天地置业有限公司更名为河南颐城控股有限公司。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 2016 年 3 月底，颐城控股待开发土地面积约 150 万平方米，目前尚无具体开发计划。2015 年，颐城控股实现收入 15.38 亿元，净利润 2.05 亿元。

2. 经营效率

2015 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分别为 9.77 次、3.37 次和 0.24 次，公司经营效率一般。

3. 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濮阳豫能 2*600MW 项目、中薛线输气管道项目（黄河南岸）、鹤淇灰渣资源综合利用项目、驻马店豫龙同力水泥有限公司年产 200 万吨废石综合利用项目、会展路二期项目、梅河治理项目和港区二水厂项目，规划总投资 95.90 亿元；其中以濮阳豫能 2*600MW 机组工程项目的投资为主，合计投资规模占总额的 55.49%，预计于 2017 年 10 月建设完成。截至 2016 年 3 月底，在建项目已累计完成投资规划的 46.67%，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 21.21%和 78.79%，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电力项目等，建设期覆盖 2016~2018 年；规划投资总额 140.71 亿元，其中自筹和银行贷款分别占比 23.72%和 76.28%，以银行贷款为主。

表 6　截至 2016 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 16 年 3 月底累计投资	未来投资计划	
		自有资金	银行贷款			2016 年	2017 年
濮阳豫能 2*600MW 机组工程项目	532130	106426	425704	2015.10-2017.10	136231	222400	306800
中薛线输气管道项目（黄河南岸）	165163	23000	36000（含 15000 专项债）	2014.3-2016.9	64556.1	100606.9	--
鹤淇灰渣资源综合利用项目	11976	5479	6500	2015.9-2016.12	2502	9474	--
驻马店豫龙同力水泥有限公司年产 200 万吨废石综合利用项目	15215	4364	10232	2015.7-2016.7	8201	7014	--
金牛山矿区破碎及输送项目	7716	7364	--	2015.7-2016.7	2239	5477	--
会展路二期项目	83600	20900	62700	2015.10-2017.10	11365		
梅河治理项目	71000	14200	56800	2014.12-2016.12	58700	12300	--
港区二水厂项目	72244	21673	50571	2015.06-2016.12	9300	62944	--
合　计	**959044**	**203406**	**648507**	--	**293094.10**	**420215.90**	**306800**

资料来源：公司提供
注：公司投资总额来源于可研报告，自有资金与银行贷款为实际发生额，导致公司自有资金与银行贷款总额不等于总投资。

表 7　截至 2016 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	2016 年	2017 年	2018 年
郑州西区电力项目	豫发改能源【2015】1536 号	620000	124000	496000	100000	250000	270000
鹤壁煤炭物流园项目	豫鹤鹤山物流（2015）15662 号	152612	30523	122089	145925	--	--
中原油田-开封-薛店输气管道项目	豫发改能源【2014】451 号	165163	53802	111361	2300	--	--
唐河-平顶山-伊川输气管道项目	豫发改能源【2012】1306 号	156972	47100	109872	26099.5	50000	20000
平原同力灰渣资源综合利用项目	豫新长垣工【2012】00110（备案号）豫新长垣工【2013】00106（备案号）	33620	11767	21853	13012.17	--	--
阿里云中部创业创新基地一期项目	豫郑航空服务【2015】17685 号	249349	74849	174500	13500	30000	30000
安彩能源股份有限公司豫北支线与中石化榆济线对接项目	豫发改能源函〔2015〕31 号	29370	11522.16	17283.24	--	29370	--
合计		**1407086**	**353563.20**	**1052958**	**300836.70**	**359370**	**320000**

资料来源：公司提供
注：除中原油田-开封-薛店输气管道项目、平原同力灰渣资源综合利用项目正在实施外，其余项目均未正式动工，主要投资为前期工作投入和设备订购预付款；公司投资总额来源于可研报告，自有资金与银行贷款为实际发生额，导致公司自有资金与银行贷款总额不等于总投资。

综上所述，公司预计 2016~2017 年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，积极推进中原信托增资扩股，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，增强合力。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。

八．财务分析

公司提供的 2015 年财务数据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。2016 年一季度财务数据未经审计。

公司合并范围方面，2015 年新增 4 家（郑州新力电力有限公司、濮阳豫能发电有限责任公司、河南投资集团汇融基金管理有限公司、河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）），减少 1 家；2016 年 1~3 月新增 2 家（中原豫泽融资租赁（上海）有限公司、河南兴豫人力资源管理有限公司）。公司合并范围的变化对财务报表可比性影响较小。

1. 盈利能力

2015 年公司实现营业总收入 252.42 亿元，同比增长 4.38%，其中电力、造纸、水泥、交通和金融五大板块合计占比为 58.62%，五大支柱产业对主营业务收入的支撑作用较为明显。同期，公司营业成本同比下降 4.35%。

2015 年公司期间费用为 49.92 亿元（同比增长 17.75%），占营业总收入的 19.78%。公司控制期间费用能力有待加强。

2015 年，公司计提的资产减值损失为 14.22 亿元。主要为贷款及委托贷款减值损失（5.17 亿元）、坏账损失（0.56 亿元）、固定资产减值损失（2.74 亿元）和其他减值损失（6.28 亿元）。2015 年同比增长 5.42%，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。

2015 年，公司投资收益为 23.35 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，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。2015 年公司营业外收入为 4.90 亿元。

2015 年，公司利润总额为 50.74 亿元，同比增长 32.87%，近年随着营业收入的企稳和原材料价格下降，公司电力板块盈利能力提高；同时随着公司金融板块业务规模逐渐扩大，公司主业盈利水平提升明显。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率同比增长 5.17 个百分点至 34.69%，净资产收益率和总资产收益率同比分别下降 0.57 个百分点和 0.60 个百分点至 9.87%和 5.46%。总体看，公司整体盈利能力稳步提升。

2016年1~3月，公司实现营业总收入58.23亿元；实现利润总额9.18亿元；同期，营业利润率为26.18%。

总体看，公司营业总收入规模保持稳定，主业盈利能力不断增强，政府补助对利润总额贡献较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 229.65 亿元，同比下降 28.64%；收到其他与经营活动有关的现金为 61.67 亿元，同比增长 27.92%。2015 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，为 250.71 亿元，同比下降 16.57%。同期，公司经营活动现金流量净额为 42.37 亿元，同比下降 40.97%，主要系受下属子公司中原证券

佣金、手续费、回购、融资融券等资本中介业务波动影响所致。收入实现质量来看，2015 年公司现金收入比为 90.98%，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，2015 年为 126.85 亿元，同比下降 51.11%，主要系公司金融板块中的中原证券、开封商行会根据市场行情运用资金，导致该项目金额波动幅度较大；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，2015 年为 177.73 亿元。同期，公司投资活动现金流呈现净流出，为-50.88 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 74.61 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 11.43 亿元，现金收入比为 226.31%，较 2015 年大幅增加 135.33 个百分点；投资活动产生的现金流量净额为-2.82 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-28.25 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。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1151.39 亿元，同比增长 18.68%；其中流动资产占 48.07%，非流动资产占 51.93%。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 553.48 亿元，同比增加 22.59%，流动资产以货币资金（占比 42.34%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 11.00%）、其他流动资产（17.80%）和存货（占比 7.68%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 234.35 亿元，同比增长 41.42%，主要系中原证券代理买卖证券款增加所致，其他货币资金主要为子公司的银行承兑汇票保证金，受限资金为 9.29 亿元。

截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 60.90 亿元，主要为投资于债券的交易性金融资产（2015 年占 63.04%），公司交易性金融资产为中原证券和中原信托所持有。2015 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中原证券结构化主体（资产管理计划）合并范围变动导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增长。

截至 2015 年底，公司买入返售金融资产为 68.27 亿元，同比大幅增长，主要由中原证券股份有限公司持有，为购买的债券和银行信贷资产。

截至 2015 年底，公司应收账款为 21.45 亿元，同比增长 13.50%，已计提坏账准备 1.31 亿元（计提比例 5.75%）。采用账龄分析的应收账款余额中，账龄 1 年以内的占 91.31%。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。

截至 2015 年底，公司存货原值 44.02 亿元，以原材料（占比 26.69%）、库存商品（占比 17.90%）、自制半成品及在产品（占比 52.89%）为主；2015 年公司共计提跌价准备 1.51 亿元，存货账面价值 42.52 亿元。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动资产为 1.74 亿元，同比大幅下降，主要是一年内到期的长期委托贷款下降 29.85 亿元所致。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 98.50 亿元，主要是存出保证金、短期委托贷款、融资融券业务融出资金和待抵扣税费，较 2014 年底增长 12.18%，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。

截至 2015 年底，公司非流动资产 597.91 亿元，主要由长期股权投资（占 14.21%）、固定资产（占 50.50%）和可供出售金融资产（占 10.75%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产

64.30 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。2015 年底公司可供出售金融资产同比增长 59.18%，主要系中原信托持有的信托项目投资和中原证券持有的资产管理计划投资大幅增加所致。

截至 2015 年底，公司长期应收款为 49.41 亿元，主要是贷款及长期委托款，2015 年底同比增长 59.46%，主要系贷款及长期委托贷款的增加及新增 BT 项目所致。2015 年共计提减值准备 2.29 亿元，其中针对贷款全部计提减值准备 0.76 亿元，针对长期委托款计提减值准备 1.53 亿元。

截至2015年底，公司长期股权投资为84.96亿元，同比增长 17.89%。公司长期股权投资主要以电力、能源、金融和民航产业为主，2015 年共获得现金红利 8.31 亿元。

截至 2015 年底，固定资产账面价值合计 503.26 亿元，以机器设备（占比 60.36%）和房屋及建筑物（占比 22.34%）为主要构成部分。2015 年公司固定资产累计计提折旧 193.54 亿元，计提减值准备 7.76 亿元，账面原值合计 301.96 亿元。较 2014 年底增长 27.58%，主要因为新乡中益电力项目由在建工程转入固定资产所致。

截至 2015 年底，公司在建工程为 13.57 亿元，同比下降 71.63%，主要系中益和鹤淇 2*600MW 机组工程项目转固所致。2015 年底在建工程金额较大的项目为中开线项目（发展燃气）、2*660MW 级发电机组建设项目（豫能发电）和高端玻璃产业园项目。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 36.65 亿元，同比下降 10.03%，主要包括抵债资产、待处置资产包、预付征地款和预付工程项目款项等。

截至2016年3月底，公司总资产1136.46亿元，较2015年底下降1.30%，从资产构成来看，流动资产占比47.16%，非流动资产占比52.84%，较2015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。

所有者权益和负债

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 370.50 亿元（含少数股东权益 137.37 亿元），归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占 51.47%）、资本公积（占 24.26%）和未分配利润（占 16.61%）为主。其中，截至 2015 年底，公司资本公积 56.57 亿元，同比增长 27.04%，主要系资本溢价所致；公司未分配利润为 38.73 亿元，同比增长 80.45%，主要系随着煤价下跌、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，公司经营情况持续向好所致。

截至2016年3月底，公司所有者权益383.91亿元（含少数股东权益140.31亿元），较上年底增长3.62%，主要源于未分配利润的增长。所有者权益结构较2015年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年底，公司负债总额 780.89 亿元，其中流动负债占 60.17%，非流动负债占 39.83%，公司负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计为 469.86 亿元，以短期借款（占比 4.76%）、应付账款（占比 7.77%）、卖出回购金融资产款（占比 10.03%）、代理买卖证券款（占比 31.64%）、其他流动负债（16.84%）为主要构成部分。

截至 2015 年底，公司短期借款为 22.38 亿元，同比下降 33.32%，主要是公司通过其他融资手段来取代原有的短期借款以降低财务成本所致。2015 年底，公司短期借款主要为信用借款（占 49.64%）和保证借款（占 37.35%）。

截至 2015 年底，公司卖出回购金融资产款为 47.13 亿元，同比下降 15.65%，主要系融出资金债权收益权大幅下降所致，其中证券占 89.39%、融出资金债券收益权占 10.61%。

截至 2015 年底，公司代理买卖证券款为

148.67 亿元，主要系 2014 年下半年以来证券市场行情呈持续向上趋势，中原证券持有的代理买卖证券款大幅增加所致，其中个人客户占 96.41%。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 79.13 亿元，同比增长 33.95%，主要系 2015 年公司短期融资券和超短期融资券增加 31.66 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 311.03 亿元，同比增长 16.09%，主要由长期借款（占比 56.37%）和应付债券（占比 36.67%）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，截至 2015 年底，公司长期借款 175.33 亿元，同比增长 6.76%；截至 2015 年底，公司应付债券 114.04 亿元，同比增长 32.79%，主要系公司子公司中原证券发行 14 亿元“15 中原 01”和 20 亿元“15 中原 02”次级债券所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 752.55 亿元，较 2015 年底下降 3.63%，主要系公司兑付超短期融资券所致。从结构来看，2016 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 55.09%和 44.91%，非流动负债占比较 2015 年底略有增加。

从债务结构看，截至 2015 年底，公司全部债务 477.39 亿元，同比增长 20.16%，其中短期债务和长期债务分别占 34.74%和 65.26%，以长期债务为主；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 67.82%、56.30%和 45.68%。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务增加至 499.08 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占 31.16%和 68.84%；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 66.22%、56.52%和 47.23%，债务负担较 2015 年底变化不大。

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. 偿债能力

短期偿债能力方面，2015 年公司流动比率和速动比率分别同比增长 7.74 个百分点和 11.00 个百分点至 117.80%和 108.75%，2016 年 3 月，公司流动比率和速动比率分别为 130.27%和 121.31%，均较 2015 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 0.60%、17.50%和 9.02%，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，2015 年，公司 EBITDA 为 83.62 亿元，同比大幅增长；同期，EBITDA 利息倍数上升至 8.57 倍，EBITDA 对利息覆盖能力不断增强；公司全部债务/EBITDA 降至 5.71 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。总体看，作为河南省政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，公司是河南省地方经营性投资活动的主体，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司合并范围对外担保 12.86 亿元，对外担保比率（3.47%）很低，主要是对参股企业和中国石化中原石油化工有限责任公司的担保，公司或有负债风险低。

截至 2016 年 3 月底，公司本部共获得银行授信额度合计人民币 783.51 亿元，尚未使用额度 535.96 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。

5. 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 2016 年 6 月 13 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。

6. 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。

九、存续期内债券偿债能力

截至 2016 年 3 月底，公司存续期内的债券合计 49 亿元，分别是“12 豫投资 MTN1”15 亿元、“13 豫投资 MTN001”7 亿元、“14 豫投资 MTN001”7 亿元、“15 豫投资 MTN001”10 亿元和“16 豫投资 MTN001”10 亿元，偿还期分布平均。

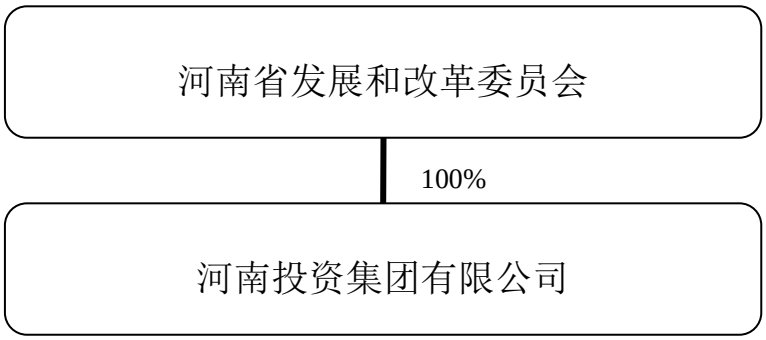
截至目前，公司存续期中期票据合计 49 亿元，其中，“12 豫投资 MTN1”为一年以内到期债券，为 15 亿元；“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”和“16 豫投资 MTN001”均为一年以上到期债券，合计 34 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产扣除受限资金后，为 292.51 亿元，为一年以内到期的“12 豫投资 MTN1”的 19.50 倍，公司现金类资产对“12 豫投资 MTN1”的保障能力好。2015 年，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额、EBITDA 分别为存续期内中期票据本金的（“13 豫投资 MTN001”7 亿元、“14 豫投资 MTN001”7 亿元、“15 豫投资 MTN001”10 亿元和“16 豫投资 MTN001”10 亿元，共计 34 亿元）的 8.62 倍、1.25 倍和 2.46 倍。

总体看，公司目前存续的中期票据分别于 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年及 2021 到期，由于分散偿还，公司对存续期内的中期票据的保障能力强。

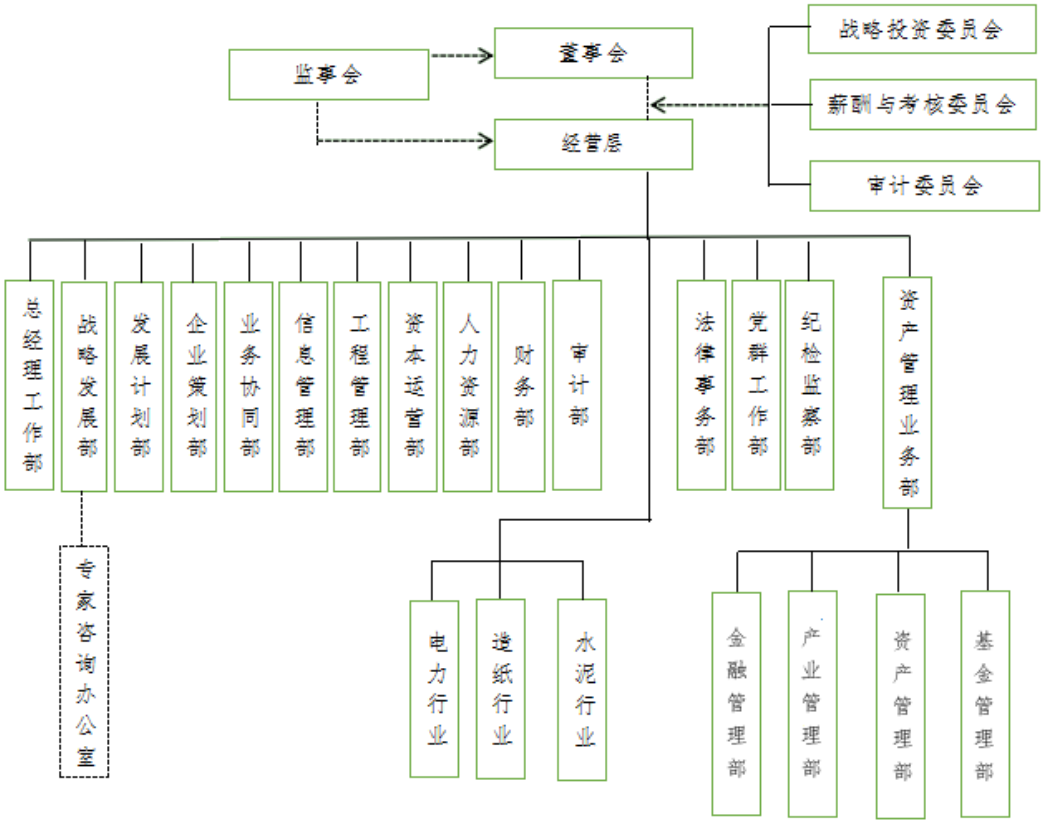
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“12 豫投资 MTN1”、“13 豫投资 MTN001”、“14 豫投资 MTN001”、“15 豫投资 MTN001”和“16 豫投资 MTN001”的信用等级为 AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3　截至 2016 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	60.52
	鹤壁万和发电有限责任公司	电力生产经营、电力项目开发等	19537.58	100.00
	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	6050.00	100.00
	郑州热电厂	批发、零售：粉煤灰及制品等；电机变压器修理；	3144.00	100.00
	濮阳豫能发电有限责任公司	承担 2X600MW 级发电机组项目建设	49050.00	100.00
	郑州新力电力有限公司	电力、热力及相关产品的生产与销售	73379.00	50.00
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	58.83
	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	322373.47	27.02
	中原信托有限公司	信托业务	250000.00	48.42
	河南创业投资股份有限公司	投资；投资咨询，中介服务	10500.00	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
	河南豫投政府与社会资本合作发展投资基金（有限合伙）	从事非证券类股权投资活动及相关咨询服务	20000.00	99.95
	河南投资集团汇融基金管理有限公司	管理或受托管理非证券类股权投资及相关咨询服务	5000.00	50.00
	中原豫泽融资租赁（上海）有限公司	融资租赁业务；租赁业务等	30000.00	100.00
其他	河南安彩高科股份有限公司	光伏玻璃的生产和销售、天然气输送管网建设的管理	69000.00	59.11
	河南安彩太阳能玻璃有限责任公司	太阳能玻璃、节能玻璃的研发、制造与销售，太阳能光伏产品的研发、生产和销售	24000.00	100.00
	河南颐城控股有限公司	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
	河南城市发展投资有限公司	机电设备进出口及租赁、厂房的投资建设及租赁	5000.00	100.00
	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
	河南兴豫人力资源管理有限公司	职业中介，就业指导，职业供求信息服务，人力资源管理咨询服务等。	100.00	100.00
	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

资料来源：公司提供

附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	180.40	216.34	301.80	333.74
资产总额(亿元)	938.60	970.15	1151.39	1136.46
所有者权益(亿元)	235.60	292.01	370.50	383.91
短期债务(亿元)	114.84	133.78	165.85	155.49
长期债务(亿元)	208.88	263.52	311.54	343.58
全部债务(亿元)	323.67	397.30	477.39	499.08
营业总收入(亿元)	223.44	241.83	252.42	58.23
利润总额(亿元)	27.26	38.19	50.74	9.18
EBITDA(亿元)	63.12	67.95	83.62	--
经营性净现金流(亿元)	2.94	71.78	42.37	11.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.01	9.28	9.77	2.97
存货周转次数(次)	3.11	3.08	3.37	1.39
总资产周转次数(次)	0.25	0.25	0.24	0.07
现金收入比(%)	113.84	133.07	90.98	226.31
营业利润率(%)	26.60	29.52	34.69	26.18
总资本收益率(%)	6.81	6.06	5.46	--
净资产收益率(%)	8.73	10.44	9.87	--
长期债务资本化比率(%)	46.99	47.44	45.68	47.23
全部债务资本化比率(%)	57.87	57.64	56.30	56.52
资产负债率(%)	74.90	69.90	67.82	66.22
流动比率(%)	72.39	110.06	117.80	130.27
速动比率(%)	60.99	97.75	108.75	121.31
经营现金流动负债比(%)	0.60	17.50	9.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.60	6.02	8.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.13	5.85	5.71	--

注：1.2016 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　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期