

信用等级公告

联合[2014] 1853 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 2015 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

2015 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

二零一四年十月十日



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

2015 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: 偿还债务、补充营运资金、项目建设

评级时间: 2014 年 10 月 10 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	778.18	849.25	938.60	994.65
所有者权益(亿元)	212.55	214.57	235.60	265.30
长期债务(亿元)	183.93	209.04	208.82	239.13
全部债务(亿元)	292.71	301.36	323.67	353.92
营业总收入(亿元)	213.71	219.01	223.44	116.20
利润总额(亿元)	7.96	12.03	27.26	18.05
EBITDA(亿元)	40.34	44.18	63.12	--
经营性净现金流(亿元)	-23.14	51.61	2.94	20.20
营业利润率(%)	15.58	19.75	26.60	29.96
净资产收益率(%)	2.13	3.76	8.73	--
资产负债率(%)	72.69	74.73	74.90	73.33
全部债务资本化比率(%)	57.93	58.41	57.87	57.16
流动比率(%)	73.57	65.92	72.39	76.69
全部债务/EBITDA(倍)	7.26	6.82	5.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.48	3.60	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.03	4.42	6.31	--

注: 2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

贺苏凝 王 慧

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、水泥行业产能过剩导致的价格下滑挤压水泥板块利润空间, 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融结合转变, 有助于公司业务的协调发展, 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. 同力水泥定向增发成功, 公司建立了与中联水泥的竞合关系, 规模效益增强。
4. 中原证券完成在香港 H 股上市, 同时公司积极参与中原银行组建, 金融板块业务进

一步推进。

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和经营活动现金流对本期中期票据保障程度强。

关注

1. 近年来，受小机组关停以及省内非统调机组发电量上升挤占公司发电量的影响，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. 中原银行设立后，公司的经营和财务状况、未来对中原银行的持股情况及会计核算方法有待进一步关注。
4. 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。

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。

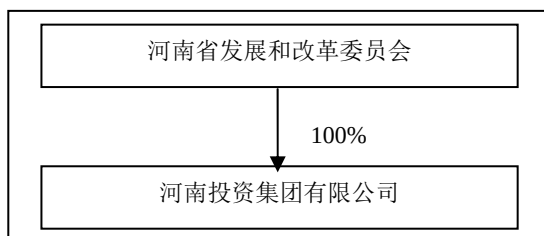
五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由河南投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、河南投资集团有限公司 2015 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发行人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 2014 年 6 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。

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 2014 年 6 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 42 家(见附件 2),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 2014 年 6 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 2013 年底,公司(合并)资产总额 938.60 亿元,所有者权益(含少数股东权益 70.67 亿元)为 235.60 亿元;2013 年公司实现营业总收入 223.44 亿元,利润总额 27.26 亿元。

截至 2014 年 6 月底,公司(合并)994.65 亿元,所有者权益(含少数股东权益 91.66 亿元)265.30 亿元;2014 年上半年,公司实现营业总收入 116.20 亿元,利润总额 18.05 亿元。

公司注册地址:郑州市农业路东 41 号投资大厦。公司法人:朱连昌。

二、本期中期票据概况

公司于 2014 年拟注册中期票据 10 亿元,本期计划发行 2015 年度第一期中期票据(下称“本期中期票据”),发行额度 10 亿元,本期中期票据无担保。公司计划将募集资金中的 2 亿元用于本部补充营运资金及偿还债务;5 亿元用于下属子公司补充营运资金和偿还银行贷款,其中鹤壁丰鹤发电有限责任公司 2 亿元,河南安彩高科股份有限公司 1 亿元,驻马店市白云纸业有限公司 1 亿元,濮阳龙丰纸业有限公司 1 亿元;其余 3 亿元用于新乡中益发电有限公司和鹤壁同力发电有限责任公司的项目建设。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,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。

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网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

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运

输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，

房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，截至2014年6月底，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。

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2014年6月底，公司参控股电力企业总装机容量1762万千瓦，权益容量930.51万千瓦，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 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 25.8 万吨；公司控股运营高速公路 3 条，通车里程 254.47 公里；同时控股和参股多家金融公司，中原证券和中原信托经营规模不断扩大、投资方式多样化，同时积极参与中原银行组建。

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。

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 2014 年 6 月底，公司本部在职员工 127 人，整体学历较高，119 人具有大学本科以上学历，其中博士 7 人，硕士 67 人，具有

中级职称的 58 人，高级职称的 51 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。2013 年河南省全年生产总值 32155.86 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。

2013 年，河南省全部工业增加值 15960.60 亿元，同比增长 9.9%。规模以上工业增加值增长 11.8%，高出全国平均水平 2.1 个百分点，在中部六省的位次稳居第 3 名。2013 年，河南省全年全社会固定资产投资 26220.92 亿元，比上年增长 22.2%。全年全社会建筑业增加值 1845.79 亿元，比上年增长 11.8%。全省具有资质等级的建筑企业利润总额 274.35 亿元，增长 17.8%；税金总额 247.00 亿元，增长 17.1%。

2013 年，河南省一批重大项目建成投产，郑州富士康航空港区项目、连霍高速河南段改扩建工程、郑州城市轨道交通一号线一期工程等重点项目建设进展顺利。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，由各资产管理部门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负责人进行调查后，经部门负责人和分管领导审查同意后交企业策划部评审，由企业策划部组织投资评审会研究，评审会通过提交公司党政联席会决策，并由董事会审议批准。如属重大项目，需呈报省发改委审批。如审批决策同意该投资项目，则由公司有关资产管理部门、计

划部门、财务部门等有关部门办理合同、拨款手续。另外，作为政府投资主体，公司受省政府委托，代表政府投资从事一些重大项目投资和处置省内资产重组事宜，此类项目的决策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 2011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	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年上半年		
	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	165.99	78.97	12.65	163.51	75.73	17.00	155.26	70.57	21.18	74.78	63.81	24.38
-电力行业	90.55	43.08	4.46	78.63	36.41	14.33	67.87	30.85	19.64	31.84	27.17	28.21
-造纸行业	27.62	13.14	10.14	35.16	16.28	6.18	37.78	17.17	13.42	18.33	15.64	11.70
-水泥行业	40.64	19.34	25.01	41.81	19.37	22.70	39.67	18.03	21.08	19.56	16.69	21.70
-交通行业	7.18	3.42	55.56	7.92	3.67	61.39	9.93	4.52	61.65	5.05	4.31	56.73
现代金融业	20.25	9.64	70.93	24.23	11.22	75.07	34.93	15.88	77.19	12.43	10.60	80.35
-金融行业	20.25	9.64	70.93	24.23	11.22	75.07	34.93	15.88	77.19	12.43	10.60	80.35
其他产业	23.94	11.39	-2.09	28.18	13.05	-0.50	29.81	13.55	7.21	29.98	25.59	26.84
合计	210.19	100.00	16.58	215.92	100.00	21.23	220.01	100.00	28.18	117.19	100.00	30.95

资料来源：公司提供

注：2014 年上半年的各板块收入包含内部抵消部分（待抵消收入约为 2.74 亿元），所以收入合计超过利润表（合并）的营业总收入；下文如无特别说明，2014 年上半年的各板块数据均沿用上表。

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。2011~2013 年，

公司主营业务收入年均复合增长 2.31%，2013 年为 220.01 亿元；综合毛利率持续上升，2013 年为 28.18%。2013 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 70.57%和 15.88%；其中传统优势产业由电力（占主营业务的 30.85%）、造纸（占 17.17%）、水泥（占 18.03%）和交通（占 4.52%）四大板块构成。近三年，公司造纸、交通、金融板块收入持续增长，毛利率也整体呈上升态势（造纸行业为波动上升）；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；水泥板块收入小幅波动，受水泥行业产能过剩、价格下滑的影响，毛利率持续下滑，但 2013 年降幅趋缓。

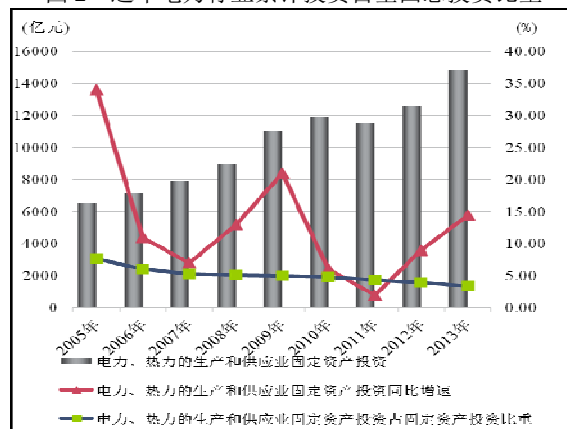
2014 年上半年，公司实现主营业务收入（不含抵消部分）114.45 亿元²，同比增长 15.89%；综合毛利率（不含抵消部分）为 32.34%，延续近年来的上升趋势。

电力板块

（1）行业概况

电力行业是国民经济和社会发展的基础能源行业和支柱产业。从电力投资和建设来看，2004 年~2013 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，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2013 年，全国固定资产投资（不含农户）为 436528 亿元，增速延续回落态势，名义增长 19.6%（扣除价格因素实际增长 19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资 14823 亿元，同比增长 14.5%，增速增加 4.1 个百分点；在固定资产总投资额中占比稳中有降，为 3.40%。

图 2 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind 资讯、中电联电力工业统计快报

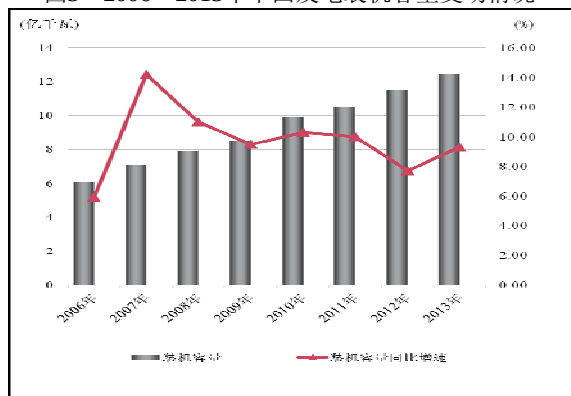
注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增长是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

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。2013 年，全国电源基本建设完成投资 3717 亿元，同比下降 0.4%；电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 75.1%，同比提高 1.7 个百分点。2013 年，全国电源投资主要投向水利发电（占 33.52%）和火力发电（占 24.97%），但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大，为 21.72%，在电源总投资中占比 16.38%。2013 年，全国风电投资增长相对迅速，2013 年完成投资 638 亿元，同比增长 3.74%，在电源总投资中占 17.16%。

2013 年，全国电力装机容量持续提升，清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机 5829 万千瓦、占总新增装机比重提高至 62%。截至 2013 年底，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到 12.47 亿千瓦，同比增长 9.2%。其中水电装机容量达到 2.80 亿千瓦，同比增长 12.3%，占 22.45%；火电装机容量 8.62 亿千瓦，同比增加 5.7%，占 69.13%。

² 为便于与上年同期比较，此处采用利润表（合并）的主营业务收入金额，为剔除内部抵销后的金额。

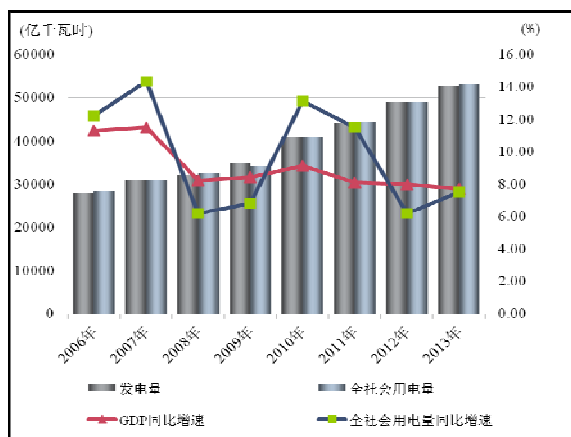
图3 2006~2013年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图4 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

煤炭价格方面，燃煤作为火电行业主要原料，其景气程度对火电行业的盈利能力影响显著，但由于中国特有的“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，煤炭价格变动造成了发电企业盈利的不稳定。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行

业面临较大成本压力。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（下称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起取消重点合同和电煤价格双轨制”，完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来，煤价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场持续低迷，煤炭价格大幅下滑，2014年9月10日环渤海动力煤平均价格为482元/吨，较2013年底下降23.61%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

行业发展方面，经过近年的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电源扩张的紧迫性得到缓解；但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩。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；但中国工业化和城市化进程的推进仍引导对电力行业的持续性需求。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。

(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2014年6月底，公司总装机容量1762万千瓦，权益容量930.51万千瓦，其中可控装机容量760万千瓦；公司拥有控股电力企业8家、参股电力企业7家。

表2 2014年6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	1900	83.43	1322.40
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	1800	97.15	1715.50
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	180	100.00	180.00
河南新中益电力有限公司	440	64.00	281.60
焦作天力电力投资有限公司	440	100.00	440.00
新乡中益发电有限公司	1200	99.17	1190.00
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	17620		9305.10

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。2012年以来, 鹤壁鹤淇 2*60 万千瓦项目和新乡中益 2*60 万千瓦项目已经进入建设期, 濮阳龙丰 2*60 万千瓦项目已于 2013 年 2 月获国家能源局批复、开展前期工作, 待国家发改委核准后开工建设, 大机组的投产将有利于电力板块资产质量的提升。截至 2014 年 6 月底, 公司 60 万千瓦级以上的超大型燃煤机组在运 4 台、在建 4 台, 达 480 万千瓦, 占总装机容量的 27.24%; 22 万千瓦以下小机组合计 150 万千瓦, 占总装机容量的 8.51%。整体看, 公司电力资产整体质量处于河南省中等偏上水平; 小机组所占比重相对不高, 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。2011~2013 年, 公司控股电力企业发电量分别为 284.45 亿千瓦时、240.02 亿千瓦时和 223.75 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。2011 年内经历两次电价上调, 2012 年电价无调整, 2013 年 9 月经历一次下调, 2013 年实际结算含税电价平均为 447.14 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, 2012 年控股电力企业单位燃料成本由上年的 294 元/千千瓦时下降至 273.03 元/千千瓦时 (降幅为 7.13%), 2013 年再降至 236.88 元/千千瓦时 (降幅为 13.24%)。2014 年上半年, 公司完成发电量 110.09 亿千瓦时, 为 2013 年全年水平的 49.20%, 同比略有增长; 单位燃料成本平均为 195.43 元/千千瓦时 (较 2013 年下降 17.50%), 实际结算含税电价平均为 442.36 元/千千瓦时 (较上年略有回落), 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
2014 年上半年	1100927	1021382	442.36
2013 年	2237466	2084714	447.14
2012 年	2400228	2243064	450.25
2011 年	2844501	2663482	423.61

资料来源: 公司提供

2011~2013 年, 公司电力板块实现收入分别为 90.55 亿元、78.63 亿元和 67.87 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 4.46%、14.33%和 19.64%, 2011 年受两次电价上调、电力板块扭亏为盈; 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。2014 年上半年, 板块实现收入 31.84 亿元, 燃料成本进一步下降, 毛利率增至 28.21%。

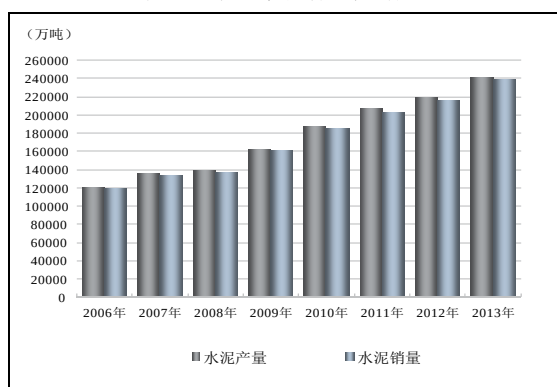
总体看, 公司电力板块装机容量规模大, 近年通过“压小上大”提升了公司电力资产质量; 受煤炭价格持续下降的影响, 单位燃煤成本下降, 盈利能力逐年增强。同时, 省内发电机组结构调整导致公司发电量下降, 未来随着大机组逐步投产, 收入规模有望企稳。

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（见图 5），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。

图 5 中国水泥行业产销量



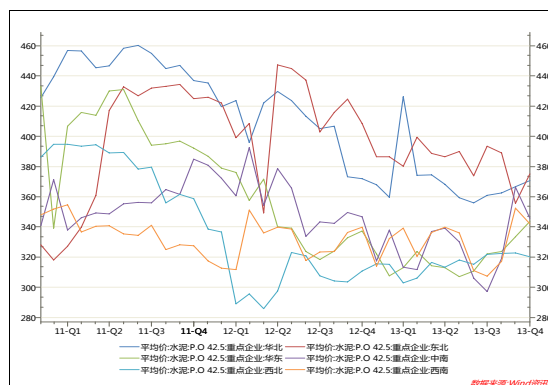
资料来源：Wind 资讯

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%。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明显改善。

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的趋势，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 年三季度末跌至最低水平；但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降。

图 6 2011~2013 年中国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2014 年 1-5 月全国水泥产量累计 9.08 亿吨，同比增长 4.06%，受房地产投资低迷以及气候影响工程进度，水泥产量增速较上年回落 4.84 个百分点。2014 年上半年水泥价格呈单边下跌走势，截至 5 月底，全国高标号水泥均价 351.9 元/吨，较年初下跌 29.8 元/吨，累计跌幅近 8%。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。随着国家限

制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动,水泥价格有望企稳,同时区域龙头企业加大对行业的整合,也将有利于未来水泥价格的提升,行业供求关系有望改善。

近年来,河南省固定资产投资快速增长,2013年为26220.92亿元,比上年增长22.2%;其中固定资产投资(不含农户)25321.52亿元,增长23.2%。2013年,河南省水泥产量1.68亿吨,位居全国第二位,占全国总量的7%。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49%以上。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2014年6月底,同力水泥实收资本为47479.93万元,公司持股58.74%。截至2014年6月底,同力水泥总资产48.68亿元,所有者权益合计26.28亿元(含少数股东权益5.58亿元)。2013年,同力水泥实现营业收入40.01亿元,利润总额2.47亿元。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。中联水泥和同力水泥的熟料产能合计占全省产能的比例接近30%,通过合作可以将两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。

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2014年6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%。2011~2013年,公司熟料生产煤耗小幅上升,2013年为106.59kg/t;熟料生产电耗和水泥分布电耗呈波动上升态势,2013年分别为65.88kwh/t和35.64kwh/t,但整体变动幅度不大。近年来水泥行业产能过

剩、景气度不佳，公司回转窑运转率波动下行，2013 年为 84.43%，较 2012 年有所回升、仍低于 2011 年；但熟料和水泥产量均实现不同程度的增长，2013 年分别为 1293 万吨和 1353 万吨。2014 年上半年，公司熟料生产煤耗、熟料生产电耗和水泥分布电耗均略有上升，回转窑运转率为 81.83%；熟料和水泥产量分别为 667 万吨和 614 万吨，分别为 2013 年全年产量的 52%和 45%。

表 4 近年来公司水泥板块主要生产指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年
熟料标准煤耗(kg/t)	105.26	105.38	106.59	106.61
熟料电耗(kwh/t)	65.65	64.86	65.88	67.37
水泥分布电耗(kwh/t)	34.52	36.8	35.64	35.89
回转窑运转率(%)	91.46	65.66	84.43	81.83
熟料产量(万吨)	1159	1218	1293	667
水泥产量(万吨)	973	1205	1353	614

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司水泥板块收入相对稳定，分别为 40.64 亿元、41.81 亿元和 39.67 亿元（年均复合变动率为-1.20%），2013 年略有下滑主要受水泥行业产能过剩导致的价格下滑；受价格下滑因素的影响，近三年板块毛利率也处于下行态势，分别为 25.01%、22.70%和 21.08%。2014 年上半年，水泥板块收入和毛利率分别为 19.56 亿元和 21.70%，由于水泥平均售价有所恢复，板块毛利率略有回升。未来，公司和中联水泥展开联合市场开发，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，是公司第二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。

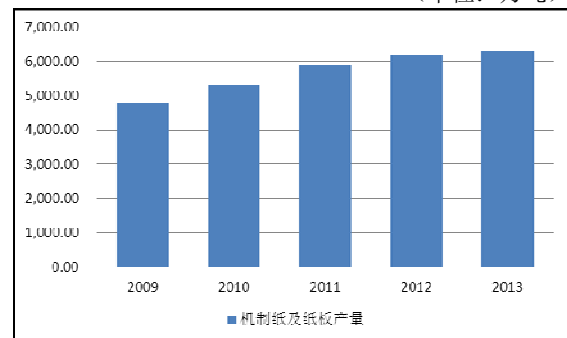
造纸板块

（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；但受造纸化趋势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，2013 年全国纸及纸板生产企业约 3400 家，全国纸及纸板生产量 10110 万吨，较上年下降 1.37%；消费量 9782 万吨，较上年下降 2.65%，人均年消费量 72 千克（13.61 亿人）；2004-2013 年，机制纸板生产量年均增长 8.26%，消费量年均增长 6.74%，消费增速略低于产量增速。从生产布局与集中度来看，2013 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 76.9%，比上年提高 1.5 个百分点；中部地区 9 个省（区）比例占 16.9%，比上年降低 1.5 个百分点；西部地区 10 个省（区、市）比例占 6.2%，与上年持平。

图 7 2009~2013 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，2013 年规模以上造纸生产企业 2934 家；主营业务收入 7575 亿元，同比增长 5.91%；工业增加值增速 5.40%；产成品库存 298 亿元，同比下降 4.33%；利润总额 374 亿元，同比增长 6.95%；资产总计 9015 亿元，同比增长 8.02%；负债总额 5247 亿元，同比增长 4.83%；在统计的 2934 家造纸生产企业中，亏损企业有 401 家，占 13.67%。

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，2013 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 55.00%）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（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 2014 年 6 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。2013 年，公司的成品纸和杨木化机浆分别实现销量 63.52 万吨和 22.01 万吨；2014 年上半年，成品纸和杨木化机浆的销量分别为 2013 年的 46.65%和 45.98%。

2011~2013 年，公司造纸板块收入持续增长，分别为 27.62 亿元、35.16 亿元和 37.78 亿元；2012 年实现同比 27.27%的大幅增长，主要由于公司的白云二期文化纸项目于当年 5 月投产对销量的拉动；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。近三年的毛利率分别为 10.14%、6.18%和 13.42%，2012 年下滑明显，主要是纸品售价降低所致；2013 年明显回升、超过 2011 年 3.28 个百分点，一方面，纸类产品订单充足、消耗了部分之前年度的库存（2013 年底的库存保有量已降至 20 天量），另一方面，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。2014 年上半年，公司造纸板块收入和毛利率分别为 18.33 亿元和 11.70%。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，2013 年为 2934 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，实现了收入的持续增长、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、银行业。

① 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 2013 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 2013 年底,115 家证券公司总资产为 2.08 万亿元,净资产为 7538.55 亿元,净资本为 5204.58 亿元;2013 年,115 家证券公司全年实现营业收入 1592.41 亿元,实现净利润 440.21 亿元,104 家公司实现盈利,占证券公司总数的 90.43%。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大市场竞争力。

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。

②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 2013 年末,信托公司信托资产总规模为 10.91 万亿元。

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。

③银行业

银行业的经营行为已经在社会经济发展的各个领域体现,并形成了银行业与社会经济运行的高度正相关性。根据中国银监会 2013 年度监管统计数据,截至 2013 年底,中国银行业金融机构境内外本外币资产总额为 151.4 万亿元,同比增长 13.3%,其中大型商业银行资产总额 65.6 万亿元(占比 43.3%,同比增长 9.3%)、股份制商业银行资产总额 26.9 万亿元(占比 17.8%,同比增长 14.5%);负债总额为 141.2 万亿元,同比增长 13.0%,其中大型商业银行负债总额 61.2 万亿元(占比 43.3%,同比增长 9.0%)、股份制商业银行负债总额 25.3 万亿元(占比 18.0%,同比增长 14.1%)。2013 年,商业银行实现净利润 1.42 万亿元,同比增长 14.5%;平均资产利润率为 1.3%,比上年同期下降 0.01 个百分点;平均资本利润率 19.2%,比上年同期下降 0.7 个百分点。

随着产业结构调整、利率市场化、市场资金波动性加大,银行业市场风险越发凸显,银行业面临的较大的挑战。但未来中国经济的增长,居民收入水平的稳步提高,资产管理需求随之增加,将为银行业的发展提供重要机遇。

(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%),重组开封市商业银行股份有限公司(下称“开封商行”,持股 27.89%),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);同时公司参股交通银行、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 2014 年 6 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)
中原信托有限公司	48.42	150000.00
中原证券股份有限公司	33.10	263161.57
开封市商业银行股份有限公司	27.89	72600.00
河南创业投资股份有限公司	61.90	10500.00
河南投资集团担保有限公司	100.00	100000.00
北京新安财富创业投资有限责任公司	98.00	20000.00
河南中原海云股权投资基金管理有限公司	49.00	4000.00

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的主要来源于中原证券的佣金收入、中原信托的信托业务收入以及开封商行的经营收入。①中原证券为全国综合性综合类证券公司，目前业务覆盖投行业务 IPO/再融资、并购重组和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³”，代码“01375”），发行 5.981 亿股，融资 15.01 亿港元。2013 年中原证券营业收入和净利润分别为 12.50 亿元（同比增长 23.98%）和 2.46 亿元（同比增长 34.29%），2014 年上半年分别为 5.54 亿元和 1.84 亿元。截至 2014 年 6 月底，中原证券拥有 49 家省内经营机构和 13 家省外营业部，证券经纪业务客户总数 135.4 万户，托管客户资产 1133 亿元（包含限售股市值 313 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资至 15 亿元，目前公司仍在积极推进中原信托进一步增资扩股。2013 年中原信托实现营业收入和净利润 9.67 亿元（同比增长 60.67%）和 5.58 亿元，期末信托规模达 1175 亿元；2014 年上半年营业收入和净利润分别为 4.98 亿元和 2.90 亿元，期末信托规模增至 1229 亿元。③自成立以来，开封商行定位为“服务地方经济、服务中小企业、服务

城市居民”，截至 2014 年 6 月底，其注册资本为 72600 万元，总资产 230.77 亿元，所有者权益 19.37 亿元；2013 年和 2014 年上半年分别实现净利润 0.74 亿元和 2.03 亿元。根据河南省人民政府组建地方法人金融机构的要求，开封商行计划与许昌、安阳等 12 家城市商业银行组建中原银行，截至 2014 年 6 月底，组建中原银行的清产核资和资产评估工作正在进行中。

2011~2013 年，公司金融板块收入持续增长，分别为 20.25 亿元、24.23 亿元和 34.93 亿元；毛利率分别为 70.93%、75.07%和 77.19%，盈利能力强。2014 年上半年，公司金融板块实现收入 12.43 亿元，毛利率为 80.35%。

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。2013 年以来，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。未来看，中原信托增资及公司参与中原银行组建，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，2013 年中国公路建设投资 13692.20 亿元，同比增长 7.7%；其中高速公路建设完成投资 7297.76 亿元，同比增长 0.8%。在国家积极财政政策的推动下，中国高速公路通车里程由 1998 年底的 6258 公里发展为 2013 年底的 10.44 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。

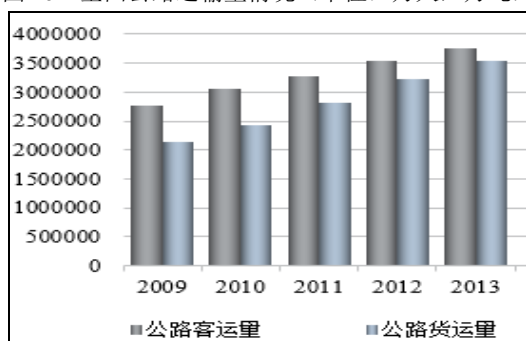
A. 高速公路运输

公路运输经济运行状况与 GDP 增速高度

³ 为避免重名，中原证券在 H 股市场更名为中州证券。

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。2013 年，国内公路客运量和货运量分别同比增长 5.3% 和 11.3%；公路客运周转量和货运周转量分别为 19705.60 亿人公里和 67114.5 亿吨公里，分别同比增长 6.7% 和 12.7%。

图 10 全国公路运输量情况（单位：万人，万吨）



资料来源：交通运输部

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。

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。

（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⁴（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

⁴ 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。

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 6.55 亿元、7.82 亿元和 8.90 亿元，分别占当年交通板块收入的 91.25%、98.78%和 89.60%，是公司重要的路产；安林高速公路通行费分别为 0.51 亿元、0.62 亿元和 0.65 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（目前尚未完成竣工决算，但实现的通行费已计入营业收入）；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 年，林长高速公路取得通行费收入 0.25 亿元（包含 1~5 月计入工程成本的 305 万元）。

2011~2014 年上半年，公司交通板块分别实现收入 7.18 亿元、7.92 亿元、9.93 亿元和 5.05 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 55.56%、61.39%、61.65%和 56.73%，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。2011~2013 年，公司其他板块分别实现收入 23.94 亿元、28.18 亿元和 29.81 亿元；2014 年上半年受益于房地

产项目收入结转，收入增至 29.98 亿元。其他业务板块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 2014 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 2014 年 6 月底，安彩高科总资产 28.72 亿元，所有者权益合计 10.90 亿元；2013 年分别实现营业总收入和净利润 17.56 亿元和 0.16 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 2014 年 6 月底，天地置业待开发土地面积约 66 万平方米，目前尚无具体开发计划。2011~2013 年，天地置业分别实现收入 1.07 亿元、4.71 亿元和 0.86 亿元，2014 年上半年实现收入 13.46 亿元，收入的大幅增长主要由于部分项目竣工验收，已售房款可结转收入。

2.经营效率

2011~2013 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 9.03 次、3.66 次、0.26 次，2013 年分别为 9.01 次、3.11 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。考虑到中原银行正式成立后资产规模将超千亿元、净资产规模将超百亿元，公司由于持有一定比例中原银行的股权，届时资产、权益规模将提升。

截至 2014 年 6 月底，中原银行的组建正处于清产核资和资产评估阶段，其设立后的经营、财务状况以及公司未来对其的持股情况、会计核算方法等因素尚不明确。联合资信将进一步关注上述事件的进展及其对公司的经营、财务、综合地位等方面产生的影响。

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新乡中益 2*600MW 机组项目、鹤壁鹤淇 2*600MW 机组项目、中原油田-开封-薛店输气管道项目和新乡平原同力水泥灰渣资源综合利用项目，规划总投资 123.48 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 83.90%，分别预计于 2015 年 6 月和 12 月建设完成。截至 2014 年 6 月底，在建项目已累计完成投资规划的 28.90%，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 22.09%和 77.91%，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濮阳 2*60 万千瓦燃煤发电机组和唐河-平顶山-伊川输气管道项目，建设期覆盖 2014~2016 年；规划投资总额 72.20 亿元，其中自筹和银行贷款分别占比 23.01%和 76.99%，以银行贷款为主。公司拟建项目现阶段仍处于前期工作投入和设备定购阶段。

表 6 截至 2014 年 6 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		截至 14 年 6 月底累计投资	未来投资计划	
		自有资金	银行贷款		2014 年	2015 年
新乡中益 2*600MW 机组工程项目	516226	103245	412981	260992	258113	107336
鹤壁 2*600MW 机组工程项目	519779	104000	415779	75500	200000	299015
中原油田-开封-薛店输气管道项目	165163	53802	111361	14751	35498	5719
平原同力灰渣资源综合利用项目	33620	11767	21853	5551	28069	-
合 计	1234788	272814	961974	356794	521680	412070

资料来源：公司提供

注：1.上表中的截至 2014 年 6 月底累计投资数据，包含预付的少量设备款和工程款（计入“预付款项”科目）以及转入“在建工程”和“工程物资”科目的部分。

2.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 2014 年 6 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	2014 年	2015 年	2016 年
濮阳 2×60 万千瓦燃煤发电机组	国能电力（2013）35 号	528156	105631	422525	105631	316894	105631
唐河-平顶山-伊川输气管道项目	豫发改能源（2012）1306 号	193800	60500	133300	5000	60000	128800
合 计		721956	166131	555825	110631	376894	234431

资料来源：公司提供

综上所述，公司预计 2014~2015 年的年投资规模将达到 63.23 亿元和 78.90 亿元，为项

目投资的集中期；资金来源主要以银行贷款为主，存在的较大的融资需求。

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，支持中原信托的进一步增资扩股，逐步取得全牌照业务资格；积极参与组建中原银行，计划成为包括银行、信托、证券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，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，公司主动融入以郑州航空港经济综合实验区为战略突破口的中原经济区建设，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 2011~2013 年财务数据已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，为三年连审财务报表，并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，2012 年合并范围新增 7 家（河南投资集团资产管理有限公司、河南绿原林产品有限公司等 6 家为投资成立的公司和

濮阳市农工商总公司），减少 3 家；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 年上半年新增 1 家（中原海云股权投资基金管理有限公司），同时，公司以持有的龙丰纸业和瑞丰纸业股权对大河纸业增资，龙丰纸业和瑞丰纸业由二级子公司变为三级子公司。总体看，合并范围变动对财务报表可比性影响不大。

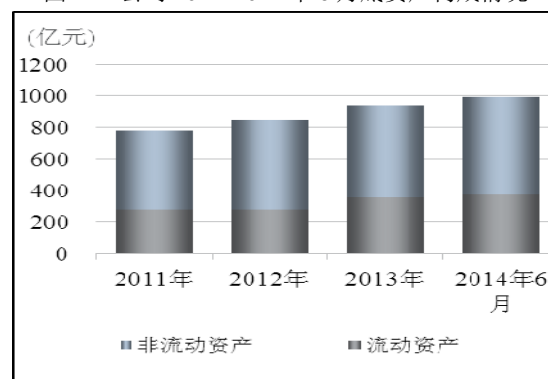
会计估计变更事项方面，根据财政部《关于印发〈金融企业准备金计提管理办法〉的通知》（财金【2012】20 号），自 2013 年 1 月 1 日起，除合并范围内子公司外，公司对发放的委托贷款计提减值准备的比例，对正常类贷款从 0%调整为 1.5%，关注类贷款从 2%调整为 3%，次级类贷款从 25%调整为 30%，可疑类贷款从 50%调整为 60%，损失类贷款计提比例不变，仍为 100%。此次会计估计变更对公司无重大影响。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 938.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益 70.67 亿元）为 235.60 亿元；2013 年公司实现营业总收入 223.44 亿元，利润总额 27.26 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 994.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益 91.66 亿元）为 265.30 亿元；2014 年 1~6 月公司实现营业总收入 116.20 亿元，利润总额 18.05 亿元。

2. 资产质量

图 11 公司 2011~2014 年 6 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,2011~2013年复合增长率9.82%。截至2013年底,公司合并资产总额938.60亿元,同比增长10.52%;其中流动资产占37.84%,非流动资产占62.16%,以非流动资产为主。

流动资产

2011~2013年,公司流动资产不断增长。2013年为355.19亿元,以货币资金(占比36.78%)、交易性金融资产(占比10.78%)和存货(占比15.76%)为主。

2011~2013年,公司货币资金分别为122.16亿元、135.38亿元和130.66亿元,额度较高且相对稳定,主要为银行存款⁵, (2013年占比94.42%);其中使用受限的资金(保证金、结算备付金等)分别是24.81亿元、15.71亿元和34.78亿元,2013年的增长主要由于开封商行和中原证券由于准备金要求及业务拓展需要导致。近三年,公司交易性金融资产年均增长4.23%,截至2013年底为38.28亿元,主要是公司和中原证券持有的交易性债券和其他交易性金融资产。近三年,公司剔除受限资产后的现金类资产(货币资金+交易性金融资产+应收票据)分别为142.10亿元、165.19亿元和145.62亿元,占流动资产的51.09%、59.38%和41.00%,流动性较好。

2011~2013年,公司买入返售金融资产主要为开封商行和中原证券持有,额度分别为17.34亿元、8.08亿元和28.15亿元,波动性较大,2013年的大幅上升主要由于持有的票据类资产增加14.98亿元。2013年底的28.15亿元中,主要由票据(占53.22%)、证券(占22.23%)和其他金融资产(占24.54%)组成。

2011~2013年,公司应收账款波动上升,年均复合变动率为2.54%。截至2013年底,应收账款为16.99亿元(同比增长33.08%),已计提坏账准备0.87亿元,较2012年计提金

额大幅下降,主要是由于2012年应收华飞彩色显示系统有限公司的2.02亿元应收账款由于债务人已经破产,公司全额计提坏账准备。采用账龄分析的应收账款余额中,账龄1年以内的占94.62%,1~2年占1.74%,2年以上的占1.35%,公司应收账款以1年以内的为主。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。

2011~2013年,公司存货年复合增长14.62%,截至2013年底,公司存货原值56.96亿元,其中原材料、库存商品(产成品)、自制半成品及在产品分别占22.41%、8.28%和60.35%;2013年共计提跌价准备1.00亿元,存货账面价值55.96亿元。

2013年底,公司一年内到期的非流动资产大幅增至15.06亿元,主要是将于一年内到期的长期委托贷款增加14.89亿元所致;其他流动资产大幅增至37.93亿元,主要是本年增加融资融券业务融出资金增加22.59亿元所致。

非流动资产

2011~2013年,公司非流动资产稳步增长,年均复合增长8.01%。2013年底的非流动资产为583.41亿元,主要由发放贷款及垫款(占20.20%)、持有至到期投资(占5.98%)、长期应收款(占6.82%)、长期股权投资(占10.03%)和固定资产(占43.12%)构成。

2011~2013年,公司发放贷款及垫款逐年增长,年复合增长26.51%,截至2013年底,公司发放贷款及垫款余额117.83亿元,主要由中原证券和开封市商行所持有,主要投向是企业贷款、贴现和其他贷款。从担保方式来看,发放的贷款及垫款主要是保证贷款、附担保物贷款和质押贷款,相对降低了款项的到期违约风险。2013年,公司逾期贷款合计0.24亿元,占发放贷款及垫款的比例极低。2013年,公司计提贷款损失准备3.79亿元,占总额的3.12%。

2011~2013年,公司持有至到期投资波动增长,年均复合增长23.03%;截至2013年底,持有至到期投资为34.86亿元,主要由开封市

⁵ 公司银行存款中包含开封商行持有的存放中央银行准备金以及中原证券持有的结算备付金。

商业银行股份有限公司所持有，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。2013 年提取持有至到期投资减值准备 0.32 亿元。

2011~2013 年，公司长期应收款分别为 9.26 亿元、56.65 亿元和 39.79 亿元。2012 年底的大幅增长主要源于应收河南铁路投资有限责任公司（下称“铁投公司”）的委托贷款⁶；2013 年有所降低，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）。2013 年底，公司对长期委托贷款共计提减值准备 2.21 亿元，由于会计估计变更事项，公司对委托贷款计提减值准备的比例有所调整，减值准备相比上年略有增加（2012 年为 1.26 亿元）。截至 2014 年 6 月底，公司累计收到利息 7.80 亿元（自 2012 年初）。

2011~2013 年，公司长期股权投资波动下降，分别为 84.68 亿元、44.79 亿元和 58.53 亿元。2012 年同比大幅降低 47.68%，主要由于期内处置铁投公司的长期股权投资所致；2013 年同比增长 30.68%，主要是增加对联营企业（华能沁北发电有限责任公司、河南光大金控产业投资基金（有限合伙）、中石化中原天然气有限公司等）的投资。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，2013 年共获得现金红利 2.16 亿元；共计提长期投资减值准备 4.59 亿元（其中对已成立清算组的河南新中益电力有限公司、焦作天力电力投资有限公司和北京安彩星通科技有限公司共计提

1.82 亿元），占账面原值的 7.28%。

2011~2013 年，公司固定资产变动不大（年均复合增长 6.34%），2013 年底在总资产中的比重为 43.12%。截至 2013 年底，固定资产为账面原值 392.99 亿元，其中以机器设备（占比 56.05%）和房屋及建筑物（占比 22.77%）为主要构成部分；2013 年公司固定资产累计折旧 138.78 亿元，计提减值准备 2.68 亿元。近三年，在建工程快速下降，年均复合下降 31.91%，截至 2013 年底为 16.45 亿元，主要是由于 2013 年在建工程转入固定资产 35.12 亿元，同时，新增投资 21.49 亿元，主要源于新乡中益 2*600MW 机组工程项目和鹤壁鹤淇 2*600MW 机组工程项目增加投资所致。

2014 年 6 月底，公司总资产 994.65 亿元，其中流动资产占比 37.37%，非流动资产占比 62.63%，资产构成与 2013 年相比变化不大。

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货币资金、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

2011~2013 年，公司所有者权益小幅上升，年均复合增长 5.28%，其中少数股东权益年均复合增长 11.50%，归属于母公司所有者权益年均复合变动率为 2.92%，未分配利润逐年改善（2013 年底已转为正数），资本公积呈下降趋势。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 235.60 亿元（同比增长 9.80%），其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 50.93%、14.55%、3.63%和 30.00%。其中，资本公积出现下降，2012 年减少的 4.94 亿元主要由于持有的铁投公司股权转出（根据豫发改投资【2011】2319 号文件）导致，2013 年减少的 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；公司以前年度（2008 年）经营亏

⁶ 根据《河南省发展和改革委员会关于河南投资集团有限公司终止河南铁路投资有限公司出资人有关问题的意见》（豫发改投资【2011】2319 号），经河南省政府同意，公司不再作为河南铁路投资有限公司（以下简称“铁投公司”）的出资人。根据该《意见》，公司与铁投公司于 2012 年 1 月 10 日签订了《变更出资协议》，协议约定公司 53.3 亿元的出资中 46.6 亿元通过委托贷款方式转为债权，差额部分 6.7 亿元从省财政拨付给公司的 18.5 亿元资本金中核减，同时从 18.5 亿元中再拨付 5 亿元给铁投公司。根据相关文件和协议，公司于 2011 年 12 月 31 日确认了对铁投公司 6.7 亿元减资，同时减少资本公积 6.7 亿元；2012 年 3 月 30 日公司拨付铁投公司剩余资金 5 亿元，46.6 亿元股权转为委托贷款。

损且亏损金额较大导致未分配利润持续为负，随着近年盈利情况逐渐向好对未分配利润的贡献，2013 年底未分配利润增至 8.55 亿元。

2014 年 6 月底，公司所有者权益合计 265.30 亿元，较上年底增长 12.61%，主要源于未分配利润和少数股东权益的增长，由于同力股份定向增发以及中原证券 H 股上市。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2011~2013 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 11.48%，2013 年底为 703.01 亿元，其中流动负债占 69.79%，非流动负债占 30.21%，公司负债以流动负债为主。

2011~2013 年，受合并范围内中原证券和开封商行经营规模扩大影响，公司流动负债持续增长，年复合增长率为 13.92%。截至 2013 年底，公司流动负债合计为 490.64 亿元，以短期借款（占比 9.29%）、吸收存款及同业存放（占比 36.93%）、卖出回购金融资产款（占比 8.53%）、代理买卖证券款（占比 10.18%）为主要构成部分。

2011~2013 年，公司短期借款波动下降，年均复合变动率为-7.32%，2013 年底为 45.56 亿元，主要为质押借款、保证借款和信用借款；随着开封商行经营规模逐步扩大，公司吸收存款及同业存款持快速增长，近三年复合增长 33.20%，2013 年底为 181.19 亿元；卖出回购金融资产款为中原证券和开封商行持有，近三年波动下降，年均下降 5.99%，2013 年底为 41.83 亿元，其中证券占 64.17%、票据占 35.83%；代理买卖证券款主要由中原证券持有，近三年中原证券持有的代理买卖证券款基本保持稳定（年均复合变动率为-2.45%），2013 年为 49.96 亿元；其他流动负债近三年波动增长，年均复合增长 23.16%，2013 年底为 26.27 亿元，是 2012 年的 4.92 倍，主要是 2013 年母公司发行短期融资券 12 亿元，子公司中原证券发行短期融资券 8 亿元。

图 12 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报告

2011~2013 年，公司非流动负债波动上升，年均复合增长 6.40%，2013 年底为 212.37 亿元，主要由长期借款（占比 71.19%）和应付债券（占比 24.44%）构成。随着公司行业收购、整合规模的扩大，公司对中长期资金的需求旺盛，2013 年底长期借款为 151.18 亿元；近三年，公司发行的中长期债券为 3 年期 5 亿元“11 豫投资 MTN1”、5 年期 15 亿元“12 豫投资 MTN1”、5 年期 7 亿元“13 豫投资 MTN001”，截至 2013 年底，公司应付债券 51.91 亿元。

从债务结构看，2011~2013 年，公司全部债务逐年上升（年均复合增长 5.16%），2013 年底为 323.67 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 35.48%和 64.52%，以长期债务为主。近三年公司资产负债率保持上升趋势，2013 年底为 74.90%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动下降，2013 年底分别为 57.87%和 46.99%。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额 729.34 亿元，其中流动负债占比 66.45%（较 2013 年底略降 3.34 个百分点），仍以流动负债为主。截至 2014 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.33%、57.16%和 47.41%，债务负担较重。

总体看，公司债务规模较大，以长期债务为主，债务结构较为合理。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业总收入稳定上升，年均复合增长 2.25%。2013 年公司实现营业收入 223.44 亿元，其中电力、造纸、水泥、交通和金融五大板块合计占比超过 80.00%，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，公司营业成本年均下降 5.18%，使得营业利润率持续上升，2013 年为 26.60%（较 2012 年提升 6.85 个百分点）。

2011~2013 年，公司期间费用持续上升，年均复合增长 18.25%，2013 年公司期间费用为 40.81 亿元（同比增长 5.10%），占营业总收入的 18.26%。

2011~2013 年，公司计提的资产减值损失分别为 1.45 亿元、7.87 亿元和 7.88 亿元，2012 年以来出现明显增长。2012 年资产减值损失的增长主要是对应收焦作天力电力投资有限公司（已成立清算组）等款项计提的坏账损失和长期股权投资减值损失增加所致（主要为对河南新中益电力有限公司计提的减值准备 1.52 亿元，截至目前该公司已成立清算组）；2013 年的增长主要是贷款及委托贷款计提的减值损失，坏账损失和股权投资减值损失有所降低。

2011~2013 年，公司投资收益分别为 2.98 亿元、11.10 亿元和 9.77 亿元，2012 年以来明显增长。2012 年的增长主要源于处置长期股权投资产生的投资收益、持有交易性金融资产期间取得的投资收益、权益法核算的投资收益；2013 年较上年有所下降、但仍保持在较高水平。股权投资收益逐步成为投资收益的主要构成、长期股权投资质量不断优化。

2011~2013 年，公司交易性金融资产受证券市场行情影响较大，导致公允价值变动收益波动较大，分别为-1.24 亿元、0.39 亿元和-0.36 亿元。

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。2013 年公司取得营业外收入 9.58 亿元，其中政府补助占 69.71%。

2011~2013 年，公司实现利润总额分别为 7.96 亿元、12.03 亿元和 27.26 亿元，年均复合增长 85.08%。2011~2012 年，公司利润总额主要来自于投资收益和营业外收入的支撑；2013 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，2011~2013 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈持续上升趋势，2013 年分别为 26.60%、3.75% 和 8.73%。总体看，公司整体盈利能力稳步提升。

2014 年上半年，公司实现营业总收入、投资收益和利润总额分别为 116.20 亿元、7.66 亿元和 18.05 亿元，较去年同期分别增长 16.39%、66.52% 和 62.03%；同期营业利润率为 29.96%，较 2013 年上升 3.36 个百分点。

总体看，公司主营业务收入规模和盈利能力提升，政府支持力度较大；2012 年以来，投资收益明显增长，对利润总额形成有力支撑。

5. 现金流分析

经营活动方面，2011~2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持相对稳定，近三年分别为 256.47 亿元、258.40 亿元和 254.36 亿元；收到其他与经营活动有关的现金波动性较大（年均复合变动率为-24.84%），近三年分别为 90.67 亿元、170.31 亿元和 51.23 亿元，2012 年收到其他与经营活动有关的现金大幅增加主要是开封市商业银行股份有限公司经营性现金流大幅增加所致；2013 年大幅下降，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。2011~2013 年，公司经营活动现金流出规模波动下降，年均下降 9.48%，2013 年为 305.36 亿元，同比下降 19.62%，主要是由于原材料煤炭价格下降和开封商行的买入返售金融资产减少致使支付其他与经营活动有关的现金流出减少。近三年公

公司经营活动现金流量净额波动性较大,分别为-23.14 亿元、51.61 亿元和 2.94 亿元,2011 年体现为净流出主要受证券业务收入下滑和中原信托现金流出量较大两方面因素的影响;2012 年经营活动净现金流大幅增加主要受开封市商业银行股份有限公司经营性现金流大幅增加所致;2013 年经营活动净现金流大幅下降,主要是由于中原证券融资融券等资本中介业务快速发展引起的经营活动现金净流出较大,开封商行保证金存款增长幅度压缩、回购业务规模压缩及贷款投放额增加等所致。收入实现质量来看,公司近三年的现金收入比分别为 120.01%、117.99%和 113.84%,整体收入实现质量较好。

投资活动方面,2011~2013 年,公司投资活动现金流入波动下降(年均复合变动率为-13.68%),分别为 121.47 亿元、338.94 亿元和 90.51 亿元,主要是由于开封商行收回投资收到的现金减少所致。公司近年主要投资集中在电力、造纸、铁路客运专线等建设项目以及对参股公司的委托贷款,近三年投资活动现金流出同样波动下降,分别为 142.65 亿元、388.18 亿元和 109.29 亿元,主要是开封商行投资支付的现金减少所致。近三年,公司投资活动现金流均呈现净流出,分别为-21.18 亿元、-49.24 亿元和-18.78 亿元。

2011~2013 年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-44.32 亿元、2.38 亿元和-15.84 亿元,波动性较大,总体来说,经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口,存在对外融资需求。公司筹资活动主要是以银行借款和发行短券、中票为主,2011~2013 年,筹资活动现金流量净额分别为 10.03 亿元、-6.11 亿元和 3.36 亿元。

2014 年上半年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为 140.56 亿元,较去年同期下降 2.15%;同期经营活动现金流入和现金流量净额分别为 202.72 亿元和 20.20 亿元,现金收入比为 120.96%,较 2013 年上升 7.12 个百分点。

公司投资活动产生的现金流量净额为-30.93 亿元。筹资活动前产生的现金流量净额为-10.73 亿元,公司存在对外融资需求。公司筹资活动产生的现金流量净额 40.17 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,由于公司流动负债增速高于流动资产,流动比率和速动比率波动下降,2013 年分别为 72.39%和 60.99%,2014 年 6 月,以上指标略有上升,为 76.69%和 66.16%。公司经营现金流动负债比波动较大,近三年分别为-6.12%、12.23%和 0.60%。

长期偿债能力方面,近三年,受利润上升影响,公司的 EBITDA 逐年上升(年均复合增长 25.09%),2013 年为 63.12 亿元;公司全部债务/EBITDA 持续下降,2013 年为 5.13 倍,EBITDA 利息保护倍数波动上升,2013 年为 3.60 倍,EBITDA 对本息的覆盖能力不断加强。公司资产规模较大,受政府支持力度大,整体偿债能力强。

截至 2014 年 6 月底,公司提供对外担保共计 2.74 亿元,对外担保比率(1.03%)很低,公司或有负债风险低。

截至 2014 年 6 月底,公司共获得银行授信额度合计人民币 450.63 亿元,尚未使用额度 211.00 亿元,公司间接融资渠道畅通。公司拥有四家上市公司,拥有直接融资渠道。总体看,公司直接和间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告(银行版)》,截至 2014 年 9 月 26 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 2014 年 6 月底，公司全部债务 353.92 亿元，其中长期债务 239.13 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 4.18% 和 2.83%，对公司现有债务影响不大。

以 2014 年 6 月底财务数据为基础，考虑 2014 年 8 月 25 日发行的“14 豫投资 MTN001”，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由 73.33% 和 57.16% 分别上升至 73.78% 和 58.30%，考虑到本期中期票据部分募集资金用于偿还债务，公司实际债务负担指标可能低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 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 353.51 亿元和 12.33 亿元，对本期中期票据的保护倍数分别为 35.35 倍和 1.23 倍，2013 年分别为 30.83 倍和 0.29 倍；经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强；近三年，公司 EBITDA 分别为 40.34 亿元、44.18 亿元和 63.12 亿元，对本期发债额度的覆盖倍数分别为 4.03 倍、4.42 倍和 6.31 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

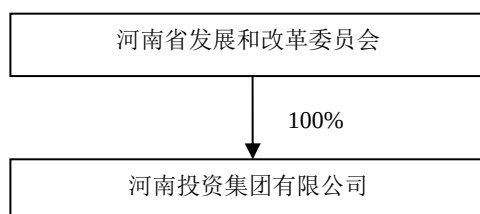
公司是河南省省属国有独资政策性投资公司，投资领域主要包括电力、水泥、造纸、交通、金融等，已经成为以产业资本和金融资本相互支撑的大型投资集团，拥有很强的投资实力和市场影响力。公司经营稳健，各业务板块成长性好，并能够得到政府的大力支持，具有可持续发展的实力。

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。

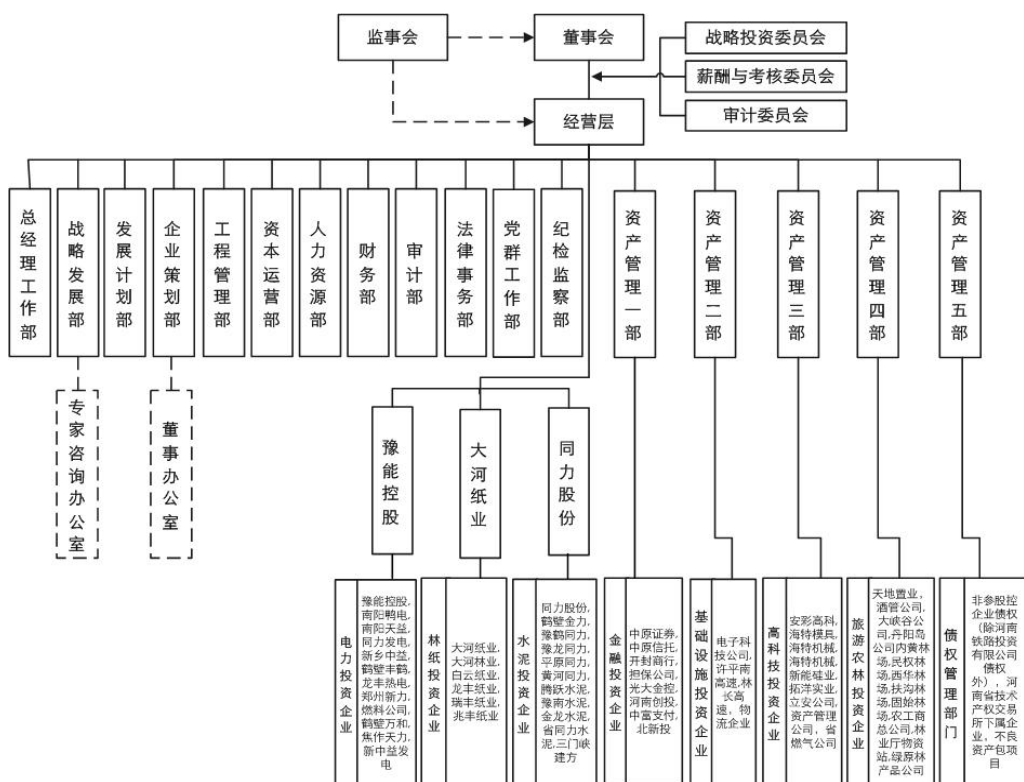
本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司 EBITDA 和经营活动现金流均对本期中期票据保障程度高。

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日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2014 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2014 年 6 月底公司组织机构图



附件 2 截至 2014 年 6 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	62334.69	83.43
	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
	新乡中益发电有限公司	电力生产经营	10000.00	99.59
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	16000.00	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	12000.00	55.00
	商丘兆丰纸业有限公司	木浆、各类纸张的生产及销售	200.00	100.00
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
	开封市商业银行股份有限公司	吸收公众存款；发放贷款；办理国内结算等	72600.00	27.89
	河南创业投资股份有限公司	投资；投资咨询，中介服务	10500.00	70.64
	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	4000.00	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	15000.00	100.00

	处置		
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、医院等）的投资；投资管理。	5000.00	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	125.00	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	1316.00	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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	166.91	180.90	180.40	216.45
资产总额(亿元)	778.18	849.25	938.60	994.65
所有者权益(亿元)	212.55	214.57	235.60	265.30
短期债务(亿元)	108.78	92.32	114.84	114.79
长期债务(亿元)	183.93	209.04	208.82	239.13
全部债务(亿元)	292.71	301.36	323.67	353.92
营业总收入(亿元)	213.71	219.01	223.44	116.20
利润总额(亿元)	7.96	12.03	27.26	18.05
EBITDA(亿元)	40.34	44.18	63.12	--
经营性净现金流(亿元)	-23.14	51.61	2.94	20.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.59	9.36	9.01	--
存货周转次数(次)	4.78	3.84	3.11	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.27	0.25	--
现金收入比(%)	120.01	117.99	113.84	120.96
营业利润率(%)	15.58	19.75	26.60	29.96
总资本收益率(%)	0.90	1.56	3.75	--
净资产收益率(%)	2.13	3.76	8.73	--
长期债务资本化比率(%)	46.39	49.35	46.99	47.41
全部债务资本化比率(%)	57.93	58.41	57.87	57.16
资产负债率(%)	72.69	74.73	74.90	73.33
流动比率(%)	73.57	65.92	72.39	76.69
速动比率(%)	62.30	54.83	60.99	66.16
经营现金流动负债比(%)	-6.12	12.23	0.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	2.48	3.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.26	6.82	5.13	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	34.96	43.15	30.83	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.31	5.16	0.29	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.03	4.42	6.31	--

注：2014 年上半年财务报表未经审计。

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 2015 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。

