

信用等级公告

联合〔2019〕3247号

联合资信评估有限公司通过对国家开发投资集团有限公司及其拟发行的 2019 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定国家开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，国家开发投资集团有限公司 2019 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



国家开发投资集团有限公司

2019 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行金额：

品种一：20 亿元；品种二：10 亿元，品种一与品种二可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种最终发行额度合计为 30 亿元

本期中期票据期限：

品种一：3 年；品种二：5 年

偿还方式：按年付息、到期一次还本

募集资金用途：补充营运资金，偿还公司债务

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2019 年 11 月 18 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	2
		经营分析	1
财务风险	F2	资产质量	4
		资本结构	2
		盈利能力	1
		现金流量	3
		偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级
--			--

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担一定国有资产结构调整职能，公司资本实力雄厚，得到国家大力支持。公司整体资产和收入规模较大，多元化业务结构较为均衡，目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块。公司基础产业板块规模优势明显，盈利能力保持较好水平；金融板块业务齐全，前瞻战略性新兴产业收入快速增长。同时，联合资信也关注到公司债务负担较重，资本支出压力较大，投资收益存在一定不稳定性；此外，公司国际业务收入对收入贡献度较高，国际政治风险发生或对公司经营带来不利影响。

公司 EBITDA 和经营性现金流入量对本期中期票据保障能力极强。

未来，伴随公司在建及拟建大型水电项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司是国务院国资委下属中央企业中的大型国有投资控股公司，承担部分国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资任务和国有资产结构调整职能，得到相关政策大力支持。2018 年根据国资委安排，

分析师：黄露 李晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

中国医药集团有限公司20.26%股份划转至公司，推动公司资本实力进一步增强，投资收益规模进一步提升。

2. 公司业务多元化发展，基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力强。未来伴随在建电力项目投入运营，公司业务规模将进一步扩大。
3. 伴随投资布局逐步完善，公司产业链一体化布局逐步完整，基础产业与金融服务业相互支撑，业务协同效应逐步发挥，抵御风险的能力将得到提升。
4. 公司整体资产和收入规模较大，盈利能力较强，偿债能力极强。
5. 公司EBITDA和经营性现金流入量对本期中期票据保障能力极强。

关注

1. 受金融市场行情低迷影响，公司金融及服务业盈利水平下滑；同时，受近年多项资管新规陆续出台，公司金融业务受到一定影响。
2. 公司国际业务收入规模较大，对营业收入贡献度较高，由于国际业务受对方国家政治环境、国家政策及经济形势影响较大，存在一定政治风险。
3. 公司债务规模较大，债务负担较重；伴随公司在建项目的推进，面临较大的资本支出压力。
4. 公司投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，投资收益面临一定波动风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	854.96	842.83	941.63	1188.53
资产总额(亿元)	4671.16	4935.52	5822.83	6150.61
所有者权益(亿元)	1316.87	1527.18	1848.74	1914.07
短期债务(亿元)	362.13	391.90	656.83	931.70
长期债务(亿元)	1782.96	1861.49	2154.97	2206.76
全部债务(亿元)	2145.09	2253.38	2811.80	3138.45
营业总收入(亿元)	870.45	894.03	1213.80	315.78
利润总额(亿元)	180.23	182.36	193.38	57.69
EBITDA(亿元)	355.00	353.47	390.84	--
经营性净现金流(亿元)	218.38	11.11	48.22	65.06
营业利润率(%)	31.79	28.81	24.16	23.92
净资产收益率(%)	10.43	9.38	8.80	--
资产负债率(%)	71.17	68.45	68.25	68.88
全部债务资本化比率(%)	61.43	59.14	60.33	62.12
流动比率(%)	102.43	110.57	104.37	113.38
经营现金流动负债比(%)	14.50	0.75	2.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.96	3.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.04	6.38	7.19	--

公司本部(母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	868.15	966.88	1223.20	1262.25
所有者权益(亿元)	390.66	466.27	589.45	602.12
全部债务(亿元)	433.43	480.76	615.05	609.79
营业收入(亿元)	4.05	3.44	3.61	0.96
利润总额(亿元)	39.63	76.96	23.78	-1.67
资产负债率(%)	55.00	51.78	51.81	52.30
全部债务资本化比率(%)	52.59	50.76	51.06	50.32
流动比率(%)	63.37	139.71	127.10	96.08
经营现金流动负债比(%)	-2.26	-9.13	-10.53	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入公司短长期债务；3. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/31	黄露 李晨	工商企业信用评级方法总论 (2018 年 12 月)	阅读全文
AAA	稳定	2014/3/18	于浩洋 胡岩 史延	联合资信工商企业主体评级方法 (2013 年 6 月)	阅读全文

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



声 明

一、本报告引用的资料主要由国家开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性和完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

国家开发投资集团有限公司 2019 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”，原名“国家开发投资公司”），公司根据国务院国函〔1994〕84 号文批准，于 1994 年开始筹备，并于 1995 年 5 月正式成立，初始注册资本为 58 亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。后历经数次增资，公司注册资本增至 224.14 亿元。2017 年 11 月，经国务院国资委出具国资改革〔2017〕1174 号文批准，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，改制后更为现名，同时以 2016 年底经审计的净资产出资¹，公司注册资本增至 338.00 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司实收资本为 338.00 亿元，由国务院国资委全额出资，国务院国资委为公司实际控制人。

公司主要经营国务院授权范围内的国有资产并开展有关投资业务，涉及能源、交通运输、化肥、高科技产业、金融服务、咨询、担保、贸易、生物质能源、养老产业、大数据、医疗健康、检验检测等领域的投资及投资管理。

截至 2018 年底，公司本部设办公厅（董事会办公室）、人力资源部（党组组织部）、战略发展部、运营与安全生产监督部和财务部等 9 个职能部门；公司纳入合并报表范围内的一级子公司合计 22 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 5822.83 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1003.68 亿元）1848.74 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 1213.80 亿元，利润总额 193.38 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额

6150.61 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1037.83 亿元）1914.07 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 315.78 亿元，利润总额 57.69 亿元。

注册地址：北京市西城区阜成门北大街 6 号国际投资大厦；法定代表人：王会生。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2019 年在注册额度内²发行 2019 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行额度为 30 亿元，用于补充营运资金及偿还公司债务。

本期中期票据设置品种一和品种二，品种一和品种二基础发行规模分别为 20 亿元和 10 亿元。公司与簿记管理人有权根据集中簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计为 30 亿元。

本期中期票据品种一期限为 3 年，品种二期限为 5 年。本期中期票据还本付息方式为每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济

¹ 公司所增 113.86 亿元实收资本来源为资本公积 22.08 亿元（其中 29.44 亿元已转实收资本）、盈余公积 90.74 亿元和未分配利润 30.48 亿元

² 中市协注〔2018〕DFI〔60〕号

增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支

出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

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

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

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

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

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

镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业分析

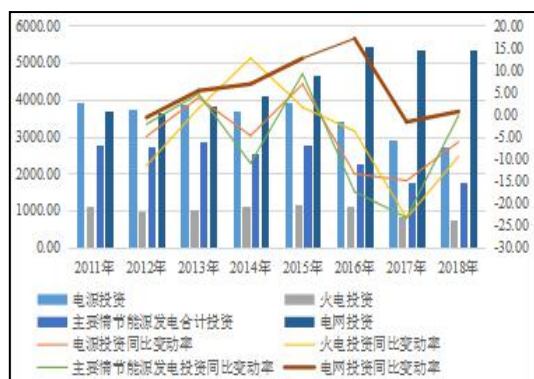
1. 行业概况

根据中电联统计数据³，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。2019年1—9月，中国电源和电网建设投资趋势有所回转。电源基本建设投资同比增长6.0%至1797亿元，其中水电和风电投资同比增幅较大，火电和核电投资仍同比下降；同期，电网基本建设投资合计完成2953亿元，同比下降12.5%。

³ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

图1 近年中国电源及电网投资情况

(单位: 亿元、%)

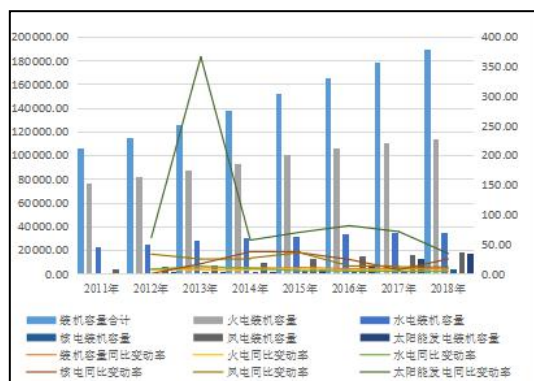


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。截至2019年9月底，中国6000千瓦及以上电厂发电设备装机容量合计18.63亿千瓦，其中清洁能源发电装机约占37.19%。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图2 近年中国发电装机容量变动情况

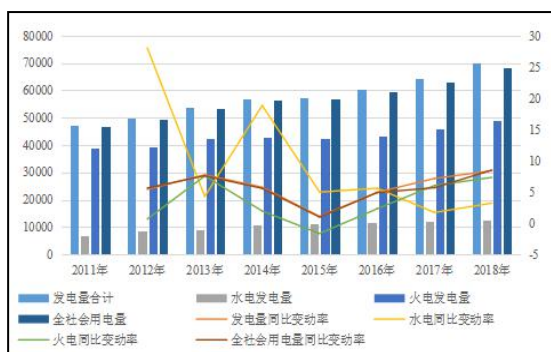
(单位: 万千瓦、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。2019年1—9月，中国全口径发电设备发电量52967亿千瓦时，同比增长3.0%，仍主要由火电（占71.78%）和水电（占16.87%）构成，核电发电量虽占比偏小，但增幅较高，为21.1%；同期，中国全口径发电设备累计平均利用小时数为2857小时，同比下降48小时。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源: 中电联, 联合资信整理

近年来, 中国全社会用电量保持增长, 且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时, 同比增长8.49%。分产业看, 第一产业用电量728亿千瓦时, 同比增长9.80%; 第二产业用电量47235亿千瓦时, 同比增长7.17%; 第三产业用电量10801亿千瓦时, 同比增长12.75%; 城乡居民生活用电量9685亿千瓦时, 同比增长10.35%。2018年全社会用电量保持快速增长, 一是由于宏观经济运行总体稳中有进, 工业生产总体平稳, 企业效益改善, 为用电量增长提供了最主要支撑, 尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下, 第二产业用电量实现较快增长, 成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长, 新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大, 市场活力持续迸发, 以及国内消费保持平稳较快增长, 拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响, 随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高, 天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显, 年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。2019年1—9月, 中国全社会用电量53442亿千瓦时, 同比增长4.4%。

整体看, 2018年以来, 伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化, 中国电

力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进, 非化石能源发电量快速增长; 各类电源结构设备利用小时均同比提高, 弃风弃光问题得到进一步改善; 电网投资比重提高, 跨区跨省送电量快速增长等。

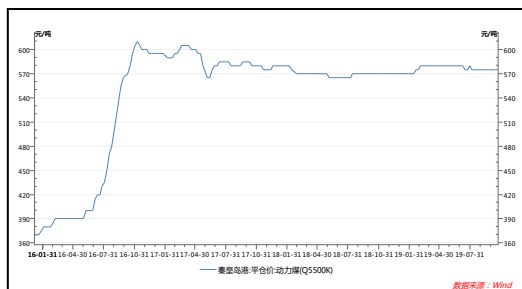
2. 行业关注及政策调整

(1) 煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

燃煤作为火电行业的主要原料, 其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分, 因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响, 煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏, 截至 2016 年 11 月 7 日, 秦皇岛港动力煤 (Q5500k) 现货成交均价 (平仓交货) 达到最高点 700 元/吨。2017 年至今, 秦皇岛港动力煤 (Q5500k) 现货成交均价 (平仓交货) 始终保持在 550 元/吨至 700 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后, 受天气、运输、节日等多方面因素影响, 煤炭市场供不应求, 导致煤炭价格居高不下, 部分煤电企业煤炭库存下降快, 易引发保供问题。目前, 煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段, 后续行业整合将更加深入, 但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征, 每年 7—8 月是动力煤的需求旺季, 9 月后将迎来冬储煤的需求, 而截至 2018 年 10 月底, 沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨, 为 2014 年以来最高点, 且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行, 对煤价支撑力度有限。整体看, 2017 年以来动力煤价格保持高位震荡, 截至 2019 年 10 月 23 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 575 元/吨。

图4 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近50%，一般省份也接近40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时段煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

(2) 上网电价调整

① 光伏电价调整

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

2019年4月30日，国家发改委发布的《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号）表示，持续多年的地面光伏电站标杆上网电价成为历史，取而代之的是市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业

分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

② 风电电价调整

为落实国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014—2020）》关于风电2020年实现与煤电平价上网的目标要求，科学合理引导新能源投资，实现资源高效利用，推动风电产业健康可持续发展，国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

③煤电电价调整

2004年以来,燃煤发电标杆上网电价及煤电价格联动机制逐步建立,并成为上网侧电价形成的重要基准。近年来,随着电力市场化改革的不断深化,竞争性环节电力价格加快放开,现行燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展,突出表现为不能有效反映电力市场供求变化、电力企业成本变化,不利于电力上下游产业协调可持续发展,不利于市场在电力资源配置中发挥决定性作用等。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》《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》精神,加快推进电力价格市场化改革,有序放开竞争性环节电力价格,提升电力市场化交易程度,2019年10月21日,国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》(发改价格规〔2019〕1658号,以下简称“《指导意见》”)。《指导意见》提出将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制,基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定,浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%,对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易,可不受此限制;国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整;暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》将于2020年1月1日起实施,并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份,2020年暂不上浮,确保工商业平均电价只降不升,燃煤发电上网电价形成机制改革后,现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将一定程度推动电力价格市场化,但在全社会用电需求相对平稳,并确保用户端用电成本相对稳定的前提下,电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看,受环保限产等因素影响,煤炭成本持续

高位盘整,“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式,补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时,随电费收取。但是随着装机规模的不断增长,补贴资金缺口持续扩大。此外,电力企业需先进入可再生能源补贴名录后,才能获得相应电量补贴,由于补贴名录审批流程复杂、时间长,导致补贴落实周期长,一定程度上影响电力企业现金流。中国光伏行业协会统计数据显示,2018年中国可再生能源补贴缺口已超过1400亿元。2019年5月24日,财政部发布《关于下达可再生能源电价附加补助资金预算的通知》(财建〔2019〕275号),根据其所附的《可再生能源电价附加补助资金预算汇总表》统计,风电、光伏项目补贴约为42亿元以及30.8亿元。其中,光伏扶贫、自然人分布式和光伏电站及工商业分布式分别为0.37亿元、0.48亿元和29.97亿元。内蒙古各类可爱生能源补贴合计71亿元,占比约88%。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担,另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降,受此影响,可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月,国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区,已基本具备与燃煤标杆上网电价平价(不需要国家补贴)的条件。为促进可再生能源高质量发展,提高风电、光伏发电的市场竞争力,该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外,对于需要国家补贴的光伏发电项目,除国家政策特殊支持的项目外,原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

(4) 限电问题

近年来,发电机组装机容量持续增长,但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善,部分发电企业机组经营效率受到限制。对此,国家陆续出台相关政策,以平衡可再生能源发电量,保障其机组利用水平。2017年11月和2018年12月,国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划(2018—2020年)》,积极采取措施加大力度消纳可再生能源,特别是国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、内蒙古电力(集团)有限责任公司等采取多种技术和运行管理措施,不断提升系统调节能力,优化调度运行,使可再生能源利用率显著提升,弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年,全国全年弃水电量约691亿千瓦时,在来水好于2017年的情况下,全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时,平均弃风率7%,同比下降5个百分点;大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转,其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点,内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点;弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古,弃风率分别为23%、19%和10%。2018年,全国全年弃光电量54.9亿千瓦时,同比减少18亿千瓦时,平均弃光率3%,同比下降2.8个百分点;弃光主要集中在新疆和甘肃,弃光率分别为16%和10%,同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看,2018年全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

根据中电联发布《2018—2019年度全国电力供需形势分析预测报告》,综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响,预计2019年全社会用电量增速将平稳回落,在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下,预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时,预计2019年新能源发电装机将持续

增加;第三产业和居民生活用电比重持续提高,将拉大系统峰谷差,导致时段性系统调峰能力不足;此外,由于电煤价格高位运行,发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下,预计全年全国电力供需总体平衡,局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测,未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开:

(1) 坚持落实发展战略规划,深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标,积极开展电力发展战略规划专项研究,统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标,做好各战略目标与规划目标衔接;深化中长期电网网架规划研究,推动电网与互联网深度融合,着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

(2) 坚持深化供给侧结构性改革,提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标,统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制,打破省间壁垒,推进跨省区发电权置换交易;着力提升电网调节能力,完善调峰辅助服务补偿机制,提高机组改造积极性,全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月,国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划(2018—2020)》,明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏;加快电力市场化改革,发挥市场调节功能;加强宏观政策引导,形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时,特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高,弃风率控制在合理水平。

(3) 坚持推进电力市场化改革,提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改革试点项目落地;推动建立市场化的电价传导机制,鼓励电力用户和发电企业自主协商,推行“基准电价+浮动机制”,签订电力市场化交易合同,形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制;加大电能替代力度,完善峰

谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。2019年1—9月，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为15010.4亿千瓦时，占全社会用电量比重为28.1%。其中，省内电力直接交易电量合计为13930.9亿千瓦时，省间电力直接交易（外受）电量合计为1079.6亿千瓦时，分别占全国电力市场中长期电力直接交易电量的92.8%和7.2%。

（4）坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是由国务院国资委代表国家出资设立

的中央直属企业，截至2019年3月底，公司实收资本为338.00亿元，国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争实力

公司在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面，承担一定的国有资产结构调整职能，国家对其支持力度较大。公司目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融服务业以及国际业务四大战略业务单元。公司业务多元化发展，其中基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力强；伴随投资布局逐步完善，公司产业链一体化布局逐步完整，业务协同效应逐步发挥，抵御风险的能力将得到提升。

基础产业

公司基础产业主要包括电力、矿业和交通等业务，是公司的经营重点以及主要收入来源，也是公司长期稳定和长远发展的基础。

电力方面，公司装机容量较大，电力装机分布于全国15个省（市、自治区），截至2018年底，公司全年装机容量3405.50万千瓦。其中，火电装机容量为1575.60万千瓦，水电装机容量为1672.00万千瓦，风电装机容量为110.10万千瓦，光伏发电装机容量为47.80万千瓦。

矿产板块主要由公司全资子公司国投矿业投资有限公司负责，从事战略性、稀缺性矿产资源及相关产业的投资。公司下属的国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）拥有年产160万吨硫酸钾生产装置和年产10万吨硫酸镁生产装置，是目前国内最大的硫酸钾生产企业，也是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。

交通板块主要由公司全资子公司国投交通控股有限公司负责，公司已形成以港口为基础，以煤炭运输为主线，以环渤海地区、东南沿海、海南、北部湾和长江干线为重点的港口布局。

截至 2018 年底，公司港口吞吐能力达 2.38 亿吨，同比增长 29.50%。

前瞻性战略性新兴产业

公司前瞻战略板块主要系针对新兴产业的股权投资，重点业务主要分布在先进制造业、生物能源、大健康、城市环保、大数据和互联网+、检验检测等产业；大力发展股权投资基金，积极推动基金投资与控股投资融合联动。

金融及服务业

公司金融及服务业板块主要包括金融业务、资产管理、咨询业务、工程服务、创投业务和物业服务等。金融业务涉足信托、证券投资基金、证券、银行、财务公司、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域。此外，公司作为渤海银行 5 家发起成立董事单位之一，截至 2018 年底，公司持有渤海银行 11.67% 股份，为其重要股东。

国际业务

公司国际业务主要包括境外项目的直投，国际进出口贸易，对外承包工程和政府援助项目等国际合作业务。

整体看，公司业务框架清晰，主业突出，随着投资布局逐步完善，公司产业链一体化布局逐步完整，基础产业与金融服务业相互支撑，业务协同效应逐步发挥，抵御风险的能力将得到进一步提升。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司拥有高级管理人员共 9 人，包括总经理 1 人、党组副书记 2 人（其中 1 名由公司总经理兼任）、总会计师 1 人、副总经理 3 人、纪检组组长 1 人、总法律顾问 1 人、董事会秘书 1 人。

公司总经理施洪祥先生，1960 年出生，江苏人，大学学历，高级工程师；北京市政协委员；历任水电部基建司、水电建设局干部，国家能源投资公司水电项目部工程师、综合处副处长，国家开发投资公司能源业务部水电处处长、电力事业部综合处处长、副主任，国家开

发投资公司发展研究部副主任、战略发展部主任，国家开发投资公司金融投资部代总经理，国家开发投资公司副总裁、党组成员，国家开发投资公司副总裁、党组副书记，国家开发投资公司董事、总裁、党组副书记，国家开发投资集团有限公司董事、总裁、党组副书记。

截至 2018 年底，公司合并口径职工人数 45359 人。其中，具有研究生及以上学历的人数 4853 人（占 10.70%），具有本科学历的人数 17554 人（占 38.70%）。公司本部职工人数共 494 人。其中，研究生及以上学历 192 人（占 38.87%），本科学历 199 人（占 40.28%）。

总体上看，公司管理层素质高，从业经验丰富，能够给公司未来发展提供有力支持；员工整体文化素质能够满足公司现阶段运营需要。

六、管理分析

1. 公司治理

公司是由国家出资设立的中央直属企业，国务院国资委代表国家履行出资人职责。

公司不设股东会，由国务院国资委依据国家法律、法规的规定，代表国务院履行股东职责。国务院国资委维护公司依法享有的经营自主权，并依照有关规定授权公司董事会行使股东部分职权，决定公司重大事项。

公司根据公司章程建立了规范的董事会。公司目前董事会共 7 人，其中外部董事 4 名，职工董事 1 名。非职工董事由国务院国资委委派或更换。职工董事由公司职工代表大会选举产生。公司董事每届任期不超过 3 年，任期届满，经国务院国资委委派或者公司职工代表大会选举可以连任。董事会会议分为定期会议和临时会议。定期董事会会议每年至少举行 4 次。董事会对国资委负责，依照《公司法》及国资委授权行使《公司章程》规定的相关职权，例如：制定增、减资方案；决定公司的投资方案；批准额度以上的投资和退出项目、重大资产购置及处置、

非主业投资项目、对外并购重组、重大资本运作事项（需报国资委批准的事项经董事会审议通过后上报）；批准公司年度融资计划，额度以上单项间接融资；批准额度以上单项重大资产损失处置、资产抵押、质押和对外担保等。董事会决定公司重大问题，应当事先听取公司党组的意见。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会，各专门委员会成员全部由董事组成；其中战略委员会负责组织研究公司发展战略、中长期发展规划、投融资、重组、转让公司所持股权、企业改革等重大决策，研究需由董事会批准的重大投资等事项。

公司设立党组，保证监督党和国家方针政策在公司的贯彻执行，落实党中央、国务院重大战略决策，国资委党委及上级党组织有关重要工作部署，同时，按规定设立纪检组。

公司原实行外派监事会制度，由国务院国资委代表国务院向公司派驻监事会。监事会主席由国务院任命，监事会中的职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。监事会依据国家法律、法规的规定，履行监督职责，检查公司财务，监督公司重大决策和关键环节以及董事会、经理层履职情况；监事会不参与、不干预公司经营管理活动；监事会主席根据监督检查的需要，可以列席或者委派监事会其他成员列席公司重要会议。根据 2018 年十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案，国有重点大型企业监事会的职责划入审计署，目前公司相关改组工作正推进中。

经理层是公司执行机构，负责执行董事会决策，负责公司日常经营管理活动。公司的高级管理人员是指公司总经理、副总经理、总会计师、总法律顾问、董事会秘书等。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。公司设董事会秘书 1 名，对公司董事会负责。董事会秘书由董事长提名，董事会决定聘任或解聘。

总体看，公司作为国家出资设立的中央直属企业，建立了相应的法人治理结构。

2. 管理水平

对子公司管理方面，公司实行总部-子公司-投资企业三级管理。总部作为战略决策中心、投资决策中心、营运监管中心和信息共享服务中心，负责公司发展战略、经营目标、对外投资等重大事项的决策，监督子公司、投资企业经营管理，提供支持服务。子公司作为专业化经营平台，负责投资企业的经营管理，寻找投资机会，推进业务发展，促进投资企业提高营运绩效。投资企业作为业务营运单位，负责具体业务的直接经营管理。公司投资企业全部建立了规范的法人治理结构。按照《公司法》的规定，公司对投资企业委派或任免董事、监事，按照财务年度和任期对经营管理层实施经济、社会和环境的综合业绩考核和监督。

资金管理方面，公司实施资金集中管理，以资金计划管理为基础，借助银企直联网络技术和财务软件，以内部财务公司作为平台，对各单位的资金（证券板块资金不予归集）进行统一归集、合理调度、专业运作和统筹管理，从而发挥集团资金规模优势，公司总部财务部为集团资金集中管理工作的归口管理部门。集团财务公司是集团资金集中管理的服务机构，致力于加强集团资金集中管理，提高集团资金的使用效率；为集团内部各单位提供存贷款、交易款项结算收付、票据承兑与贴现、担保等内部金融服务，并适时开展同业拆借、保险代理、发行债券、投资理财等外部金融业务。

融资管理方面，集团总部财务部依据汇总平衡的年度资金计划，研究并提交全年对外融资方案，报集团总部领导审批后，负责具体落实或督办。各成员单位有融资需求时，优先向集团申请借款。对于各成员单位的借款申请，由各成员单位逐级上报集团总部财务部，由集团总部财务部根据集团资金平衡计划与实际情况统筹安排，一般采用内部委托贷款、财务公

司自营贷款、外部融资等方式。集团成员单位10亿元以上对外项目融资，由集团总部牵头进行银团招标融资。此外，公司还制定了《国家开发投资公司（集团）资金集中管理暂行办法》《国投集团成员企业重大融资业务指导意见》等制度，进一步完善了公司在企业融资方面的运作。

投资管理方面，公司对集团内成员单位的对外投资决策进行总部统一管理，各成员单位有对外投资机会，编制投资方案上报集团总部。总部战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部和法律合规部从财务评价、风险分析、公司战略发展等方面提出独立意见，重大投资项目要通过投资决策委员会审议后提交公司总裁办公会进行决策。

担保管理方面，公司制定了《国家开发投资公司担保业务管理办法》，担保审批从严控制、一事一议、专项审批。担保业务属于财务重要事项，审批决策权集中于总部。控股、参股企业对外提供担保，须由相关子公司履行总部决策审批流程，经批准后方可在董事会或股东大会上发表决策意见。相关董事会或股东会决议应报总部财会部备案。担保方式原则上优先选用权利质押、资产抵押等担保方式，严格控制保证（信用）担保方式；规定提供担保的单位负责人为本单位担保管理第一责任人，有关担保业务出现损失的，应对责任人进行责任追究。

关联交易管理方面，公司就关联方识别、关联交易类型、关联交易审批程序、关联交易信息披露等内容作出了规定，明确公司应采取积极有效措施，防止关联方通过关联交易或其他方式违规占用或转移资金、资产及其他资源，侵害公司的利益，防止国有资产流失；公司与关联方之间的交易事项（包括销售货物、接受劳务、委托贷款等）均参照市场交易价格，由双方协商定价，保证关联交易事项遵循公开、公平、公正的商业原则。

安全生产管理方面，公司确立了总部监督、

协调和服务，子公司专业化管理，投资企业具体落实的统一领导、分级管理、逐级负责的安全生产管理模式，构建了与公司发展相适应、符合公司经营特点的集团化安全生产管理体系。公司总部、子公司及投资企业都成立了安全生产管理委员会，建立了安全生产管理机构。投资企业董事会把安全生产作为专项内容列入议事日程。公司制定了《安全生产管理规定》《安全生产业绩考核办法》等制度，严格落实安全生产责任制，明确各级主要负责人为安全生产第一责任人，形成了总部、子公司及投资企业各负其责，一级对一级负责的安全生产责任体系。

总体看，公司根据其业务特点制定一系列管理制度，管理模式基本适应目前公司业务运营的需要；但多元化的经营格局对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

七、经营分析

1. 经营现状

公司整体经营规模较大，目前业务可以划分为基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业和国际业务四大板块，公司经营以基础产业板块为主，具体包括电力、矿业和交通板块。

2016—2018年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长18.09%；同期利润总额逐年增长，年均复合增长3.58%。2018年，公司经营业绩平稳提升，全年实现营业总收入1213.80亿元，实现利润总额193.38亿元，同比分别增长35.77%和6.04%。从公司营业总收入构成来看，公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入三部分构成。其中，营业收入是公司营业总收入的主要来源，近三年占比均在87%以上，且呈逐年上升趋势。2018年，公司营业收入为1129.04亿元，同比大幅增长42.22%，在营业总收入中的占比同比增长4.22个百分点至93.02%。公司利息收入和手续费及佣金收入对营业总收入贡献度较低，2018年占

比分别为 3.06% 和 3.92%。公司手续费及佣金收入主要来自安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”），2018 年，受证券市场行影

响，公司手续费及佣金收入为 47.58 亿元，同比下降 24.45%；同期公司利息收入为 37.19 亿元，同比略有增长。

表 2 公司营业总收入构成情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	764.88	87.87	793.87	88.80	1129.04	93.02
利息收入	34.84	4.00	37.18	4.16	37.19	3.06
手续费及佣金收入	70.73	8.13	62.98	7.04	47.58	3.92
营业总收入	870.45	100.00	894.03	100.00	1213.80	100.00

注：尾数差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

从公司营业收入结构来看，2016—2018 年，公司基础产业板块收入水平波动增长，三年分别为 430.13 亿元、385.73 亿元和 496.50 亿元。2017 年同比下降，主要系售电量波动和电价下降致电力板块收入减少，以及 2016 年划拨煤炭板块导致矿业板块收入大幅下降所致；2018 年同比增长主要系电力板块收入增长带动。基础产业在营业收入中的占比伴随公司多元化发展而逐年下降，近三年分别为 56.23%、48.59% 和 43.98%。2016—2018 年，公司前瞻性战略性新兴产业发展较好，收入呈逐年增长趋势，年均复合增长 51.28%，2018 年实现收入 175.15 亿元，同比增长 112.95%，占营业收入的比例由 2016 年的 10.01% 逐年提升至 2018 年的 15.51%。2016—2018 年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长 48.70%，对营业收入贡献度逐年提升，在营业收入中的占比分别为 7.88%、10.14% 和 11.80%。受国际经济和贸易环境景气度影响，2016—2018 年，公司国际业务收入逐年增长，年均复合增长 27.25%，2018 年公司国

际板块收入同比增长 35.77%，主要系板块内子公司贸易额增加所致，国际业务收入是公司营业收入的第二大组成部分，近三年占比分别为 27.68%、31.80% 和 30.36%，呈波动增长态势。

从毛利率情况来看，2016—2018 年，公司整体毛利率水平逐年下降，分别为 28.69%、25.08% 和 23.31%，主要系受电力板块、国际业务板块和金融及服务业板块毛利率下滑影响，公司整体毛利率水平尚可。分板块来看，公司基础产业板块毛利率水平小幅波动，分别为 42.42%、41.46% 和 41.65%。其中，电力板块毛利率水平分别为 48.41%、40.58% 和 40.41%，公司电力板块毛利率水平有所下降主要系煤价自 2016 年大幅上升所致；公司前瞻性战略性新兴产业毛利率水平分别为 17.26%、17.57% 和 16.97%，2018 年小幅下降；受金融市场行情低迷影响，近年来公司金融及服务业毛利率逐年下滑，分别为 26.58%、20.48% 和 12.94%；近三年公司国际业务毛利率水平逐年下滑，分别为 6.37%、5.68% 和 4.80%。

表 3 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务板块		2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础 产业	电力	292.71	38.27	48.41	316.45	39.86	40.58	410.11	36.32	40.41	101.15	34.93	39.78
	矿业	95.60	12.50	35.74	40.28	5.07	59.71	47.98	4.25	60.94	28.08	9.70	21.55
	交通	41.83	5.47	15.71	29.00	3.65	25.66	38.41	3.40	30.85	14.58	5.03	29.08
	小计	430.13	56.24	42.42	385.73	48.59	41.46	496.50	43.98	41.65	143.81	49.65	35.14
前瞻性 战略性新兴产业		76.53	10.01	17.26	82.25	10.36	17.57	175.15	15.51	16.97	47.75	16.49	16.61

金融及服务业	60.27	7.88	26.58	80.47	10.14	20.48	133.27	11.80	12.94	19.71	6.81	14.10
国际业务	211.70	27.68	6.37	252.47	31.80	5.68	342.78	30.36	4.80	79.20	27.35	3.26
其他 (板块间抵消)	-13.75	-1.81	--	-7.05	-0.89	--	-18.67	-1.65	--	-0.85	-0.30	--
合计	764.88	100.00	28.70	793.87	100.00	25.08	1129.04	100.00	23.31	289.62	100.00	21.78

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司实现营业总收入315.78亿元，实现营业收入289.62亿元，分别同比增长22.78%和23.90%。从收入构成看，各板块对公司收入的贡献程度较2018年变化不大。同期，公司综合毛利率较2018年下降1.53个百分点至21.78%。其中，矿业板块毛利水平大幅下降，主要系公司新投产国投金城冶金有限公司毛利率较低所致。

公司投资收益规模较大，对公司营业利润影响较大，公司投资收益主要来源于包括权益法核算的长期股权投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益等。2016—2018年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长13.99%。2018年，公司投资收益同比增长7.85%至112.78亿元，主要系国资委将中国医药集团有限公司20.26%的股权划转至公司所致；公司投资收益占营业利润的比重为61.48%，占比同比上升4.16个百分点，对营业利润的贡献度进一步增加，处于较高水平。公司投资收益受宏观经济环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。

公司营业总收入规模较大，收入构成以基

础产业、前瞻性战略性新兴产业和国际业务为主；公司整体毛利率水平尚可；公司投资收益对营业利润贡献较大，存在一定波动风险。

2. 基础产业板块

基础产业板块是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产和利润的重要来源。2016年，公司完成了对煤炭资产的划拨。截至目前，公司基础产业板块主要包括电力板块、矿业板块和交通板块。

(一) 电力板块

公司电力板块经营主体主要为控股子公司国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”），截至2018年底，公司持有国投电力49.18%股份。国投电力是上交所上市公司（股票代码“600886.SH”），拥有雅砻江流域水电开发有限公司、国投大朝山水电开发有限公司、国投甘肃小三峡发电有限公司、靖远第二发电有限公司、厦门华夏国际电力有限公司、天津国投津能发电有限公司、国投钦州发电有限公司等发电企业。伴随公司装机容量与发售电量增长，2016—2018年，公司电力板块分别实现收入292.71亿元、316.45亿元和410.11亿元，呈逐年上升的趋势且保持较大收入规模。

表4 截至2018年底公司主要电力项目分布情况

类别	项目名称	可控装机容量 (万千瓦)	电厂服务区域	权益占比(%)	控制性质
水电	雅砻江	1470.00	四川、重庆、江苏	52.00	控股
	国投大朝山	135.00	云南	50.00	控股
	国投小三峡	67.00	甘肃	60.45	控股
	小计	1672.00	--	--	--
火电	国投北疆	400.00	天津	64.00	控股
	靖远二电	132.00	甘肃	51.22	控股
	华夏电力	120.00	福建	56.00	控股

	湄洲湾一期	78.60	广西	51.00	控股
	湄洲湾二期	200.00		51.00	控股
	国投北部湾	64.00		55.00	控股
	国投钦州	326.00		61.00	控股
	国投宣城	129.00	安徽	51.00	控股
	国投盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	国投伊犁	66.00	新疆	60.00	控股
	小计	1575.60	--	--	--
风电	国投白银风电	9.50	甘肃	64.89	控股
	国投酒泉一风电	9.90		42.18	控股
	国投酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	国投青海风电	9.90	青海	51.65	控股
	国投哈密三塘湖风电	4.95	新疆	64.89	控股
	哈密淖毛湖风电	4.95		64.89	控股
	景峡风电	10.00		64.89	控股
	烟墩风电	10.00		64.89	控股
	国投吐鲁番风电	4.95		64.89	控股
	东川风电	9.60	云南	58.40	控股
	国投楚雄武定三月山风电	4.80		58.40	控股
	龙门风电	4.50	广西	64.89	控股
	Afton	5.00	英国	100.00	控股
	小计	110.10	--	--	--
光电	国投敦煌	2.80	甘肃	64.89	控股
	国投格尔木	5.00	青海	64.89	控股
	国投石嘴山	3.00	宁夏	64.89	控股
	国投大理	4.00	云南	64.89	控股
	南庄	30.00		100.00	控股
	会理	2.00	四川	26.52	控股
	冕宁	1.00		31.20	控股
	小计	47.80	--	--	--

注：国投电力于 2018 年 10 月完成对英国 Afton 的 5 万千瓦陆上风电项目的收购，该项目经营状况良好，2019 年 1—3 月共计完成发电量 0.41 亿千瓦时

资料来源：公司提供

从装机容量上看，伴随项目新增投产，2016—2018 年，公司装机容量逐年增长，年均复合增长 5.16%。截至 2018 年底，公司装机容量为 3405.50 万千瓦，同比增长 7.70%，主要系火电与光电装机增长所致。公司全面涉足水、火、风、光等各个发电结构领域，电力业务布局完善，并以水电和火电为主。其中，水电主要分布在四川、重庆等地；火电主要分布在新疆、甘肃、福建、广西等地。截至 2018

年底，公司水电装机容量为 1672.00 万千瓦，火电控股装机容量为 1575.60 万千瓦，风电装机容量为 110.10 万千瓦，光伏发电装机容量为 47.80 万千瓦。伴随在建风电和光伏的陆续投产运营以及收并购的完成，公司非水新能源装机占比由 2017 年底的 3.62% 增长至 2018 年底的 4.63%，装机结构多元化且持续优化。总体看，公司电源结构均衡，全国布局能较大范围抵御季节波动以及局部市场供求风险，抗风险

能力较强。

截至 2018 年底，公司在建项目主要为电力板块项目，包括两河口水电站、杨房沟水电站和湄洲湾电厂二期，计划总投资额 885.82 亿元。项目建设规模较大，截至 2018 年底，已投资 424.36 亿元，尚需投资 461.46 亿元；公司还在雅砻江沿岸签订了风、光、水互补新能源项目协议，整体规划装机约 3000 万千瓦；另外，公司还计划在境内收购部分资产优质的风、光项目，境外开发建设离岸海上风电项目，未来存在较大的对外融资需求。伴随电力项目建成投产，公司装机容量将进一步增加，公司发电能力将进一步增强，综合抗风险能力也将继续增强。

表 5 截至 2018 年底公司主要在建工程情况

(单位：亿元)

项目名称	项目总投资		截至 2018 年底已投资	2019 年投资计划
	自有资金	外部融资		
两河口水电站	132.91	531.66	305.21	50.49
杨房沟水电站	40.01	160.02	60.91	15.03
湄洲湾电厂二期	21.22	43.09	58.24	0.90
合计	194.14	691.68	424.36	66.42

资料来源：公司提供

发售电量方面，2016—2018 年，公司发售电量均呈逐年增长趋势，发电量年均复合增长 12.22%，售电量年均复合增长 12.02%。2018 年，公司发电量及售电量均有所增长，全年发电量为 1516.64 亿千瓦时，同比增长 17.62%；售电量为 1471.99 亿千瓦时，同比增长 17.26%。市场化交易方面，2018 年公司完成市场化交易电量 423.54 亿千瓦时，占总售电量的 28.77%，占比同比增长 5.68 个百分点，公司电力业务市场化程度不断加深。伴随发售电量增加，2018 年公司电力板块实现收入 410.11 亿元，同比增长 29.60%，收入规模较大。2019 年一季度，公司发电量为 378.66 亿千瓦时，售电量为 367.14 亿千瓦时，分别同比增长 12.74% 和 12.70%。

表 6 公司主要电力经营指标

(单位：万千瓦、亿千瓦时)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
装机容量	2928.45	3162.00	3405.50	3408.40
发电量	1204.36	1289.49	1516.64	378.66
售电量	1173.02	1255.31	1471.99	367.14

资料来源：公司提供

另外，公司还在全国 10 个省份开展售电业务，2018 年完成售电量 21.8 亿千瓦时，同比增长 78%；2019 年，公司将继续布局江苏、安徽等地的售电业务。

从电厂平均设备利用小时数来看，近年来受国家倡导清洁能源等政策带动下下游产业需求增长影响，2016—2018 年，公司水电、火电、风电的平均设备利用小时数均呈增长态势，年均复合增长率分别为 2.31%、8.63% 和 20.27%；光电平均设备利用小时数逐年小幅下降，年均复合下降 2.09%。2018 年，公司水电平均设备利用小时数小幅增至 5048 小时；公司火电平均设备利用小时数同比增长 23.26% 至 4367 小时；风电平均设备利用小时数同比增长 13.53% 至 1997 小时；光电平均设备利用小时数为 1458 小时，同比有所下降。

表 7 公司控股电厂平均设备利用小时数

(单位：小时)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
水电	4822	4965	5048	1187
火电	3701	3543	4367	1091
风电	1381	1759	1997	553
光电	1521	1499	1458	427

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，近年来，受政府价格调控影响，公司水电、光电平均销售价格均呈逐年下降趋势；受煤炭价格上升影响，火电销售价格波动上升；风电价格亦呈波动上升趋势。2017 年受政府价格调控影响风电价格有所下降；2018 年价格较同期变化不大，受益于新投产的广西风电以及哈密景峡、烟墩风电电价相对较高，公司风电机组平均售电价同比增

长，但受市场竞价以及电价调整政策的影响，公司火电机组和光伏机组平均售电价同比均有所下降；2019 年一季度除光电外销售均价均较 2018 年略有增长。目前国内宏观经济仍处于转型调整期间，电力销售价格大幅上升的可能性不大。

表 8 公司主要电力平均销售电价（单位：元/千瓦时）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
水电	0.262	0.251	0.247	0.254
火电	0.338	0.357	0.341	0.360
风电	0.487	0.473	0.479	0.488
光电	1.047	0.998	0.960	0.867

资料来源：公司提供

总体看，公司电力板块业务保持较大规模，未来伴随公司在建、拟建项目的投产，公司电源结构有望进一步优化，发电能力有望提升，综合抗风险能力持续增强。但联合资信同时也关注到，公司电力价格受宏观经济及政府调控影响较大等因素或给公司电力板块带来一定不利影响。

（二）矿业板块

目前，矿产板块主要由公司全资子公司国投矿业投资有限公司负责，从事战略性、稀缺性矿产资源及相关产业的投资。2016 年剥离煤炭板块后，公司矿产资源开发业务主要为化肥业务。目前公司管理投资企业包括：国投罗钾、国投金城冶金有限责任公司、国投重庆页岩气开发利用有限公司等企业。2016—2018 年，公司矿业板块收入分别为 95.60 亿元、40.28 亿元和 47.98 亿元，年均复合下降 9.36%。2017 年矿业板块收入大幅下降主要系 2016 年划拨了煤炭板块业务所致；2018 年收入同比增长 19.12%，主要系硫酸钾市场价格上升所致。

截至 2018 年底，公司已探明的 KCl（122b+332+333）给水度资源储量 1.18 亿吨，是目前国内最大的硫酸钾生产企业，是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾，截至 2018 年底，公司拥有年产 160 万吨硫酸钾生产装置

和年产 10 万吨硫酸镁生产装置，产品面向国内硫酸钾市场销售，在一定程度上改变了国内钾肥市场依靠进口的格局。

表 9 公司主要化肥硫酸钾经营指标

（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
产量	160.60	168.39	175.10	58.62
销量	155.40	182.17	173.10	28.54
均价	1942.85	2113.43	2613.22	2792.00

资料来源：公司提供

受益于产能提升，2016—2018 年，公司硫酸钾产量逐年增长，年均复合增长 4.39%；同期销量波动增长，年均复合增长 5.51%；2016—2018 年，公司产销率呈波动增加态势，分别为 96.76%、108.18%和 98.86%，处于较高水平。2016—2018 年，公司硫酸钾销售均价持续增长，分别为 1942.85 元/吨、2113.43 元/吨和 2613.22 元/吨，年均复合增长 15.97%。2016—2018 年，受硫酸钾销售均价波动的影响，公司钾肥业务实现收入分别为 30.19 亿元、38.50 亿元和 45.20 亿元，年均复合增长 22.36%。2019 年一季度，公司硫酸钾产销量分别为 58.62 万吨和 28.54 万吨，分别为 2018 年全年总量的 33.50%和 16.50%；同期销售均价为 2792 元/吨，相较 2018 年价格水平进一步增长 6.85%。

另外，公司还通过控股子公司国投金城冶金有限公司从事处理含铜复杂难处理金精矿原料的专业化黄金冶炼，目前生产线可日处理复杂金精矿 2000 吨，年可处理精矿 66 万吨，生产精炼铜 10 万吨，黄金 12.6 吨、白银 270 吨以及精矿中含有的其他稀贵金属。国投金城冶金有限公司系新投产项目，毛利水平较低。

总体看，伴随钾肥销售价格持续走高以及 2019 年新投产冶金业务，公司矿业板块收入水平大幅增长；未来伴随稀有金属产能逐步投产，公司营收有望进一步增长。

（三）交通板块

公司交通板块主要由全资子公司国投交

通控股有限公司（以下简称“交通公司”）从事港口和相关配套项目的开发、经营和管理，以及全资子公司国投物流投资有限公司（以下简称“国投物流”）从事物流领域项目投资与经营管理。公司交通板块在公司营业收入中的占比较低，2016—2018 年，公司交通板块收入有所波动，分别为 41.83 亿元、29.00 亿元和 38.41 亿元，2018 年同比增长 32.45%，主要系港口业务吞吐量增长所致。

公司港口业务主要以散货业务为主，集装箱业务吞吐量较小。2018 年 12 月，公司将镇江港出售转让；截至 2018 年底，公司控股的港口企业有 7 家，主要集中在环渤海地区、东南沿海、海南、北部湾及长江干线地区，包括曹妃甸港和京唐港等。伴随宏观经济环境企稳和新港口投入使用，2016—2018 年，公司港口散货吞吐量呈逐年增长趋势，分别为 15327 万吨、18386 万吨和 23810 万吨，2018 年同比增长 29.49%。其中，镇江港散货吞吐量为 7003 万吨、曹妃甸散货吞吐量为 7305 万吨、京唐港散货吞吐量为 5138 万吨。

表 10 公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

名称	2016 年	2017 年	2018 年
镇江港	5891	7003	8516
曹妃甸	3896	5045	7305
京唐港	3820	3955	5138
洋浦港	772	778	664
重庆果园港	807	758	109
孚宝洋码头	141	354	743
湄洲湾	--	493	924
钦州港	--	--	411
合计	15327	18386	23810

资料来源：公司提供

国投物流是负责物流领域投资与管理的专业性公司，开展煤炭集运等业务，为公司内部相关投资企业构建物流环节，合理配置资源，促进公司煤、电、港、运业务的有效衔接。2016 年，国投物流实现营业收入 20.48 亿元，实现净利润 1.87 亿元。2017 年以来，国投物流除下属湄洲湾产业园公司的建设项目外，暂

未运营其他业务，伴随湄洲湾产业园建设项目完工，2019 年公司中止物流业务。2018 年，国投物流实现营业收入 578.90 万元，预计 2019 年土地收储款全部回收完毕。

总体看，近年来，受到国内经济转型和外贸形势等因素的多重影响，公司交通板块收入有所波动，在营业收入中的占比较低。

3. 前瞻性战略性板块

公司于 2016 年规划前瞻性战略性板块并积极拓展相关业务，中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）是国内最早专业从事股权投资和创业投资的国有投资公司之一。作为公司前瞻性战略性新兴产业板块的核心企业，国投高新以基金为主要抓手，在先进制造业、健康产业、环保产业和信息技术产业等前瞻性战略性新兴产业领域进行积极探索，促进基金业务与控股业务的融合联动，并发挥国有资本的引领带动作用，服务国家战略和国投战略。2016—2018 年，公司前瞻性战略性新兴产业板块分别实现收入 76.53 亿元、82.25 亿元和 175.15 亿元，呈快速增长趋势，年均复合增长 31.78%，在营业收入中的占比亦逐年提升。

2018 年 11 月，国投高新完成对神州高铁技术股份有限公司（以下简称“神州高铁”，证券代码“SZ.000008”）要约收购，持有神州高铁已发行股份的 20%，成为其控股股东。神州高铁主要从事提供轨道交通运营检修维护的全产业链系统及装备，并以此为依托，从事轨道交通规划投资、线路营运及商业管理服务。2018 年，受益于机车车辆、信号等核心产品业务的稳步发展，神州高铁新签合同量 28.82 亿元，同比增长 30.00%；同期实现营业总收入 25.65 亿元，同比增长 10.04%，整体业务运营保持增长态势。

目前，国投高新管理企业主要包括国投高科技投资有限公司（以下简称“国投高科”）、国投创业投资管理有限公司（以下简称“国投创业”）、国投创新投资管理有限公司（以下

简称“国投创新”)、国投创益产业基金管理有限公司(以下简称“国投创益”)、国投创合(北京)基金管理有限公司(以下简称“国投创合”)、海峡汇富基金管理公司(以下简称“海峡基金”)、亚普汽车部件股份有限公司(以下简称“亚普汽车”)、国投中鲁果汁股份有限公司(以下简称“国投中鲁”)等。其中,国投创业主要从事环保、生物医药、信息等领域的 VC 投资业务;国投创新主要从事先进制造、移动互联等领域的 PE 投资业务;国投创益主要从事涉农类、政府引导专项基金的投资业务;国投创合主要从事新兴产业股权投资、创业投资母基金和政府引导基金的投资业务;海峡基金主要从事海西地区大资管及外币股权基金的投资业务。截至 2018 年底,国投高新共管理基金 33 只,包括先进制造业基金、京津冀协同发展基金、科技成果转化基金、央企扶贫基金、新兴产业创业投资引导基金、军民融合基金等国家级政府引导基金,基金管理规模合计 1591.80 亿元,完成投资额 493 亿元,是央企中基金管理规模最大、管理社会资本最多、管理社保基金最多的股权基金投资机构。

国投高科是公司从事综合性投资业务的子公司,投资行业涉及化肥、汽车零部件、现代农业、电子信息等,同时在节能环保、新能源等领域进行探索。国投高科形成了“股权投资-股权管理-股权经营”和“资产经营与资本经营相结合”的运作模式,先后投资和培育了亚普汽车、浙江医药等 A 股上市公司。

亚普汽车主要从事汽车塑料油箱的生产和销售,生产能力为 1715 万只/年,是国内市场的领军企业,国内排名第一,在世界排名第三。2018 年,亚普汽车油箱产量为 993 万只,同比略有增长;同期销量为 1005 万只,同比增长 5.79%。

国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售,主要以苹果清汁为主。2018 年,国投中鲁果汁产量为 12.01 万吨,销量 13.28 万吨,主

要以苹果清汁为主。2018 年,国投中鲁实现营业收入 9.63 亿元,同比减少 2.29%,实现净利润 1019 万元,同比减少 16.78%。

国投健康产业投资有限公司(以下简称“国投健康”),主要负责养老产业、医疗健康及相关产业等业务发展和经营管理,探索发展以养老产业为核心,上下游联动的大健康产业,目前国投健康已建设、运营多个中心城区健康养老机构。

国投生物科技投资有限公司(以下简称“国投生物”),主要从事投资管理以及涉及生物科技、新能源科技专业领域内的技术开发、转让、咨询和服务等。2018 年 9 月,国投生物完成吉林酒精工业集团有限公司(以下简称“吉林酒精”)的股权接收,截至 2018 年底,吉林酒精拥有酒精生产基地 3 个,酒精产能达 167 万吨/年。国投生物研究开发燃料乙醇,截至 2018 年底,燃料乙醇产能达 115 万吨/年。

2018 年 1 月,国资委将中国医药集团有限公司(以下简称“中国医药集团”)20.26%股权无偿划转至公司,公司合计持有其 36.86%股权。中国医药集团主要从事中成药等药品生产批发以及进出口等,截至 2018 年底,中国医药集团资产总额为 3438.86 亿元,所有者权益为 1322.06 亿元;2018 年,实现营业总收入 3911.43 亿元,净利润 138.97 亿元。另外,2018 年 12 月,公司自中信产业基金收购中国水环境(集团)有限公司(以下简称“中国水环境”)43.00%股权,中国水环境为国内领先的综合水环境投资营运服务商,截至 2018 年底,中国水环境下沉式再生水厂规模超过 300 万吨/日;同期末中国水环境资产总额为 255.45 亿元,所有者权益 94.42 亿元;2018 年,实现营业总收入 71.42 亿元,净利润 9.98 亿元。

总体看,公司于 2016 年重新规划前瞻性战略性板块后积极拓展相关业务,通过收并购实现了业务的快速发展,控股直投业务发展潜力很大;中国医药集团股份划转至公司,推动

公司资本实力进一步增强；近年该板块收入收入逐年增长，在营业收入中的占比亦有所提升。

4. 金融服务业板块

公司先后通过国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）、国投财务有限公司（以下简称“国投财务公司”）、国投资产管理股份有限公司（以下简称“国投资产”）、中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）等企业搭建金融服务平台，涵盖证券、信托、基金、期货、银行、保险、资产管理、担保等多个金融领域，同时涉及工程设计、咨询、物业等其他业务。历经多年发展，金融及服务业板块在公司整体业务结构中发挥着越来越重要的作用。2016—2018 年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长 48.70%，对营业收入贡献度逐年提升；2018 年，公司金融及服务业实现收入 133.27 亿元，同比大幅增长 65.61%，在营业收入中的占比略有增长至 11.80%。此外，各金融子公司产生的利息收入和手续费及佣金收入对于公司营业总收入亦起到一定补充作用。

公司通过国投资本间接控股安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）、国投泰康信托有限公司（原“国投信托投资有限公司”，以下简称“国投泰康”）涉足证券、信托业务。截至 2018 年底，国投资本总资产 1554.60 亿元，所有者权益 398.00 亿元；2018 年，国投资本实现营业总收入 105.14 亿元，净利润 20.25 亿元。

安信证券作为公司下属的全国综合性大型券商，具备较强的综合实力。截至 2018 年底，安信证券在全国范围内拥有 333 家证券营业部，全资拥有国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）、安信国际金融控股有限公司、安信乾宏投资有限公司，参股安信基金管理有限责任公司等企业，多项业务排名进入全国前列，行业地位不断提升。截至 2018

年底，安信证券资产总额 1388.37 亿元，所有者权益 309.82 亿元；2018 年，安信证券实现营业总收入 90.35 亿元，净利润 15.16 亿元。

信托业务方面，国投泰康在传统银信业务受限的情况下，通过加强与银行、券商的沟通合作，快速复制银证信合作模式；审慎开展房地产信托业务，并与社保基金战略合作投资于保障房建设；成立了首只能源矿产类信托产品，发行了首只黄金挂钩型信托产品，设立了首只财产信托型艺术品基金。截至 2018 年底，国投泰康管理资产规模 2693.34 亿元，受其主动收缩通道业务影响，公司信托规模同比下降 25.76%，其中主动管理规模为 772.23 亿元。截至 2018 年底，国投泰康资产总额为 85.73 亿元，所有者权益 66.95 亿元，2018 年，国投泰康实现营业收入 15.04 亿元，净利润 6.52 亿元。

基金业务方面，国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）是国投信托与瑞银集团联合设立的公募基金管理公司，现已建立起覆盖高、中、低风险等级的较为完整的产品线。截至 2018 年底，国投瑞银共管理 70 只公募基金，规模 772.52 亿元人民币，业内排名 40/131，非货币基金规模 394.31 亿元，业内排名 37/131；公司管理各类资产规模合计约 1347.00 亿元（含公募、专户、香港子公司、专户子公司）。截至 2018 年底，国投瑞银资产总额 14.65 亿元，所有者权益 12.05 亿元；2018 年，国投瑞银实现营业总收入 5.93 亿元，净利润 1.95 亿元。

期货业务方面，近几年，国投安信期货通过做大做强机构客户、开发专业投资者客户，优化了公司的客户结构，保持并提高市场占有率。截至 2018 年底，国投安信期货共有 14 家分支机构，期货保证金规模达 97 亿元；资产总额 117.06 亿元，所有者权益 19.61 亿元；2018 年，国投安信期货实现营业总收入 29.04 亿元，净利润 1.88 亿元。

担保业务方面，中投保经营范围为担保及相关服务、实业项目投资及投资策划、资产受

托管理等，目前中投保积极推进风险较低的保本投资、公共融资等金融担保业务。截至 2018 年底，中投保担保余额 678.98 亿元，同比大幅下降 46.28%，主要系部分项目提前到期、新增担保规模较小所致。截至 2018 年底，中投保融资担保放大倍数为 4.25 倍，担保代偿率为 0.0013%。截至 2018 年底，中投保资产规模 204.53 亿元，所有者权益 101.27 亿元；2018 年度，中投保实现营业总收入 28.74 亿元，净利润 18.61 亿元。

国投财务是公司及下属投资企业（国投集团本部持股 35.60%，集团内一致行动人持股合计 100%）成立的一家金融企业，为集团成员企业提供共享金融平台。截至 2018 年底，集团成员企业在国投财务公司开户 293 家，全年月均资金归集率为 31.30%；日均吸收存款余额 174.65 亿元；日均贷款余额为 175.25 亿元。截至 2018 年底，国投财务公司资产规模 295.62 亿元，所有者权益 72.03 亿元；2018 年，国投财务公司实现营业总收入 9.64 亿元，净利润 5.34 亿元。

国投资产是公司专门从事资产管理业务的全资子公司，通过对不良资产和非主业资产进行集中处置，有效支持公司主营业务，在公司资产结构持续优化方面发挥了积极作用。2018 年度，国投资产公司销号项目 8 个，回收资金 888 万元。

中国电子工程设计院有限公司（以下简称“电子院”）定位为公司科技创新的平台，承担了多项科研课题，在海水淡化、云计算、新能源和节能环保方面均取得了显著成果。2018 年度，电子院设计咨询业务收入 10.02 亿元；工程承包业务实现收入 87.22 亿元。

总体看，公司金融及服务板块业务较为齐全，收入规模有所增长，在营业收入中的占比呈增长趋势。同时联合资信关注到，公司金融及服务板块整体受金融市场环境影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。

5. 国际业务板块

公司国际业务板块主要由融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）、中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）、中国成套设备进出口集团有限公司（以下简称“设备进出口公司”）等企业负责，重点开展境外直接投资、国际贸易、国际工程承包等业务。2016—2018 年，公司国际业务收入逐年增长，年均复合增长 27.25%。国际业务收入是公司营业收入第二大来源，2018 年，伴随公司国际业务板块子公司贸易额增加，公司国际业务收入同比增长 35.77%至 342.78 亿元，仍系公司营业收入的重要组成部分。

融实国际作为国投集团境外资金管理平台，是国投“走出去”战略的重要运营载体，负责国投集团境外资金业务开展与管理。国投融资租赁有限公司是融实国际投资设立的全资子公司，注册资本 2 亿美元，以“立足集团、面向市场”为经营宗旨，结合国投集团主业特点和优势，在基础实业、节能环保、高端设备制造、健康医疗等众多领域开展融资租赁及相关业务。

国际贸易方面，该业务主要为从事大宗商品国际贸易业务，由中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）负责。国投贸易成立于 1984 年，主要从事大宗商品国际贸易业务，业务覆盖全球 100 多个国家和地区，主要贸易商品包括：棉花棉纱、粮食饲料、油脂油籽、煤炭矿产品、羊毛化纤、食品等；1999 年以来，被评为中国进出口额最大的 500 强企业、中国服务业 500 强企业、中国国家 A 类进出口企业。

公司的国际工程承包业务主要由设备进出口公司负责，设备进出口公司成立于 1959 年，公司成立后长期受政府委托，统一组织实施国家对外经济技术援助项目，先后建成了坦赞铁路、塞内加尔国家大剧院、中非班吉体育场、牙买加国际会展中心等 1500 多个各类对

外工程及成套项目，分布在亚非拉 50 多个国家和地区。

总体看，公司国际业务的收入规模较大，是公司营业收入的重要组成部分。同时联合资信关注到，国际业务受对方国家政治环境、国家政策及经济形势影响较大，存在一定不确定性，公司国际业务存在一定政治风险。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2016—2018 年，公司销售债权周转次数与存货周转次数波动增长，总资产周转次数逐年增长，上述指标加权均值分别为 10.27 次、7.31 次和 0.20 次；2018 年，上述指标分别为 10.29 次、7.28 次和 0.23 次。总体看，公司整体经营效率尚可。

7. 未来发展

2016—2020 年规划期内，公司将高举习近平新时代中国特色社会主义思想伟大旗帜，贯彻落实国家战略，突出高质量发展的理念，全面深化改革，创新发展，“为美好生活补短板，为新兴产业作导向”，做强做优国有资本，加快建设具有全球竞争力的世界一流资本投资公司。规划到 2020 年，公司资产总额超过 7500 亿元，合并收入达到 1700 亿元，实现利润总额 220 亿元，净利润达到 180 亿元左右，归母净利润 70 亿元，资产负债率控制在 69% 以内；公司基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业基本形成 4：3：3 格局（按利润贡献），前瞻性战略性新兴产业利润贡献率接近 30%；国内业务和国际业务初步形成 9：1 格局；力争在“十三五”末进入世界 500 强。

展望到 2025 年，公司资产超过万亿，利润接近 300 亿元，逐步将公司打造成为具有全球竞争力的世界一流资本投资公司。

总体看，公司对四大业务板块未来发展情况进行了总体布局和规划，在执行良好的条件下，有利于公司优化业务结构，进一步增强综合竞争实力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2017 年，公司新纳入合并范围的主体 19 家，不再纳入合并范围主体 19 家；2018 年，公司新纳入合并范围的主体为 24 家，不再纳入合并范围主体 14 家。近年来，公司合并范围有一定变化，但变化的总体规模一般，公司财务数据可比性尚可。

会计政策变更方面，2017 年，公司会计政策变更⁴仅为损益科目列示的调整且不影响当期收入及净利润，对财务数据可比性影响较小。财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订。公司执行上述规定。2017 年，财政部印发了《企业会计准则第 22 号—24 号》（财会〔2017〕7 号~9 号，以下简称“新金融工具准则”），非上市企业可于 2021 年开始执行，鼓励提前执行。公司部分参股企业渤海银行股份有限公司、中移创新产业基金（深圳）合伙企业（有限合伙）、先进制造产业投资基金（有限合伙）、京津冀产业协同发展投资基金（有限合伙）2018 年执行新金融工具准则，追溯调整期初未分配利润和其他综合收益。根据国务院国资委《关于做好 2018 年度中央企业财务决算管理及报表编制工作的通知》（国资发财管〔2018〕117 号）有关要求，公司权益法核算相应追溯调整年初长期股权投资账面价值及所有者权益。本报告

⁴ 财政部分别于 2016 年 12 月 3 日发布了《增值税会计处理规定》（财会〔2016〕22 号）；于 2017 年度发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》；于 2017 年度修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，公司执行上述相关规定

使用追溯调整后的财务数据进行分析。公司近年未发生会计差错更正。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 5822.83 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1003.68 亿元）1848.74 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 1213.80 亿元，利润总额 193.38 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 6150.61 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1037.83 亿元）1914.07 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 315.78 亿元，利润总额 57.69 亿元。

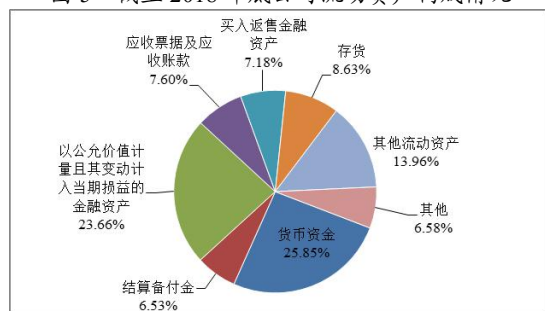
2. 资产质量

2016—2018 年，伴随公司业务发展，公司资产规模逐年增长，三年复合增长 11.65%。截至 2018 年底，公司资产总额为 5822.83 亿元，较上年底增长 17.98%，主要系国资委将中国医药集团 20.26% 股权划转至公司，且金融资产投资规模增加所致。构成方面，截至 2018 年底，公司流动资产占 31.92%，非流动资产占 68.08%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 9.77%，主要系金融资产投资规模增加、股票质押业务规模增长和存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产为 1858.86 亿元，较上年底增长 13.53%；主要由货币资金（占 25.85%）、交易性金融资产（占 23.66%）、存货（占 8.63%）和其他流动资产（占 13.96%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



注：尾数差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 9.93%。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 495.56 亿元，较上年底下降 16.35%，主要系受证券市场行情波动影响导致安信证券客户资金存款有所减少。截至 2018 年底，公司货币资金余额为 480.56 亿元，较上年底下降 3.03%。其中，受限货币资金合计 32.41 亿元，占货币资金的 6.74%，主要系存放在中央银行法定准备金、各类业务保证金、一般风险准备金专户资金等。

2016—2018 年，公司交易性金融资产（重分前为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”）快速增长，年均复合增长 34.42%，主要系公司金融板块新增较大规模的债务工具投资所致。截至 2017 年底，公司交易性金融资产 321.53 亿元，较上年底增长 32.11%；截至 2018 年底，公司交易性金融资产为 439.75 亿元，较上年底增长 36.77%。公司交易性金融资产以债务工具为主，截至 2018 年底，债务工具占比为 67.52%，其余主要是基金等。

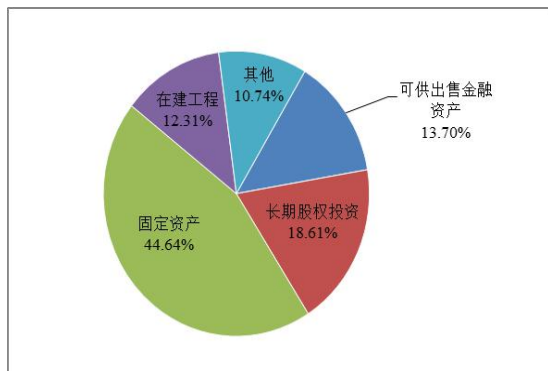
2016—2018 年，公司存货账面价值快速增长，年均复合增长 48.40%。截至 2017 年底，公司存货账面价值较上年底增长 19.47%，主要系国投贸易存货增加所致。截至 2018 年底公司存货 160.48 亿元，较上年底大幅增长 84.34%，主要系子公司国投贸易、国投生物、金城冶金业务规模增加所致；公司存货中原材料占 27.31%，库存商品占 45.99%，自制半成品及在产品占 13.01%，工程施工占 6.02%；公司对存货计提跌价准备 6.39 亿元，计提比例为 3.83%，计提较为充分。

2016—2018 年，公司其他流动资产有所波动，三年分别为 280.73 亿元、311.21 亿元和 259.57 亿元。截至 2018 年底，公司其他流动资产较上年底下降 16.59%，主要系融出资金规模大幅下降所致；其他流动资产主要由安信证券融出资金构成，占比为 80.16%。

非流动资产方面，2016—2018 年，公司非

流动资产规模逐年增加，三年复合增长 12.56%。截至 2018 年底，公司非流动资产余额为 3963.97 亿元，较上年底增长 20.18%；非流动资产主要由固定资产（占 44.64%）、在建工程（占 12.31%）、可供出售金融资产（占 13.70%）和长期股权投资（占 18.61%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

受证券市场行情波动影响，2016—2018 年，公司可供出售金融资产逐年增加，三年复合增长 9.12%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 542.94 亿元，较上年底增长 19.07%，主要系债务工具增加。其中，可供出售权益工具占 40.16%，可供出售债务工具占 30.60%，基金、信托等其他工具占 29.24%。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 73.14%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 348.77 亿元，较上年底增长 41.73%，主要系考虑到渤海银行作为公司重要联营企业，公司对其经营具有较大影响，因此将渤海银行由成本法转为权益法核算所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 737.72 亿元，较上年底增长 111.52%，主要系国资委将中国医药集团 20.26%的股权划转至公司，同时公司增加对中国水环境、Arab Potash Company 等联营企业投资所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资计提减值准备 9.57 亿元，计提比例 1.28%。

2016—2018 年，公司固定资产净额逐年增加，年均复合增长 7.43%。截至 2017 年底，公司固定资产净额为 1673.82 亿元，较上年底增

长 9.17%，主要系国投电力项目结转固定资产所致。截至 2018 年底，公司固定资产净额为 1769.68 亿元，较上年底增长 5.72%，主要系在建项目结转固定资产所致；从构成来看，固定资产主要以房屋及建筑物（占比 62.32%）和机器设备（占比 36.44%）为主，主要来自于电力板块，固定资产成新率为 68.57%，成新率一般。

公司在建工程以水电站工程为主。2016—2018 年，公司在建工程逐年下降，年均复合下降 12.59%，主要系在建工程结转为固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程为 507.32 亿元，较上年底下降 19.69%；截至 2018 年底，公司在建工程为 487.91 亿元，较上年底下降 4.32%；公司在建工程以水电站为主，如两河口和杨房沟水电站等。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产规模 6150.61 亿元，较 2018 年底增长 5.63%，主要系流动资产增长所致。公司流动资产中，货币资金较 2018 年底增长 29.33%至 621.52 亿元，主要系国投电力长期借款增多所致；交易性金融资产较 2018 年底增长 25.05%至 549.93 亿元，主要系债务工具投资增多所致。截至 2019 年 3 月底，公司资产构成中，流动资产占 36.92%，非流动资产占 63.08%，资产结构较 2018 年底变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模较大，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金占比较大，流动性较好；非流动资产中固定资产占比较大，考虑到公司固定资产主要来自电力板块，能带来较为稳定现金流，整体看，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 17.17%，主要系利润留存、资产划拨所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1848.74 亿元，较上年底增长 18.73%，主要系资本公积及留存利润增加所致。其中，

归属于母公司的所有者权益占比 45.71%，少数股东权益占比 54.29%（主要系合并范围内非全资子公司较多所致，部分上市子公司持股比例虽未超过 50%但形成实际控制，故纳入合并报表）。截至 2018 年底，公司资本公积为 162.61 亿元，较上年底大幅增长 201.19%，主要系根据《关于中国医药集团有限公司股权多元化改革有关事项的批复》（国资改革〔2018〕755 号），国资委将中国医药集团 20.26%的股权划转至公司，增加资本溢价 121.98 亿元。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 40.00%，资本公积占 19.24%，未分配利润占 33.03%，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1914.07 亿元，相较 2018 年底增长 3.53%。其中，未分配利润增长 4.54%至 291.79 亿元，其他综合收益大幅增长至 25.57 亿元，少数股东权益增长 3.40%至 1037.83 亿元；权益结构较 2018 年底变化不大，少数股东权益占 54.22%，占比仍高。

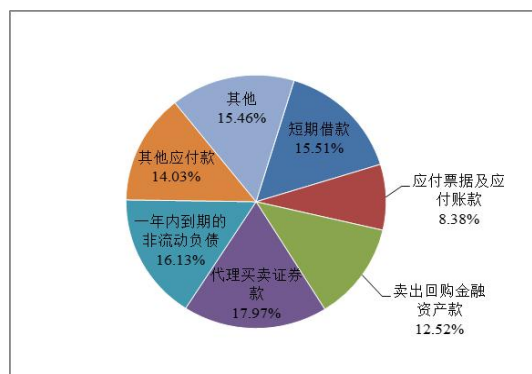
总体看，近年来公司所有者权益逐年增长，规模很大，但权益结构整体稳定性一般。

负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 9.34%。截至 2018 年底，公司负债总额为 3974.09 亿元，较上年底增长 17.63%。其中，流动负债占 44.70%，非流动负债占 55.30%，公司负债构成中非流动负债占比略高。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长 8.61%。截至 2018 年底，公司流动负债 1776.46 亿元，较上年底增长 19.97%；公司流动负债主要由代理买卖证券款（占 17.97%）、其他应付款（占 14.03%）、一年内到期的非流动负债（占 16.13%）、卖出回购金融资产款（占 12.52%）、应付账款（占 6.28%）、短期借款（占 15.51%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 48.60%。截至 2018 年底，公司短期借款为 275.56 亿元，较上年底增长 93.58%。其中，信用借款占比 71.24%，质押借款占比 15.86%，保证借款占比 9.55%。

公司应付账款主要是应付工程款，2016—2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 12.98%。截至 2017 年底，公司应付账款为 107.67 亿元，较上年底下降 26.92%，主要系支付了上海办公楼购楼款所致。截至 2018 年底，应付账款为 111.57 亿元，较上年底增长 3.62%；从账龄来看，应付账款账龄在 1 年以内（含 1 年）占 72.17%，1~2 年占 7.20%，2~3 年占 16.18%，3 年以上占 4.45%。

2016—2018 年，公司卖出回购金融资产款快速增长，年均复合增长 64.30%。截至 2017 年底，公司卖出回购金融资产款为 179.94 亿元，较上年底大幅增长 118.34%，主要系国债、企业债等债券投资大幅增加所致。截至 2018 年底，公司卖出回购金融资产为 222.48 亿元，较上年底增长 23.64%，主要系卖出回购债券规模大幅增长；构成方面，债券占 80.42%、债权收益权占 17.98%。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 1.18%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 206.92 亿元，较上年底下降 9.19%，主要系子公司安信证券应付资管计划份额持有人净资产下降所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 249.28 亿元，较上年底增长

8.19%，主要系往来款增加所致；从构成来看，公司其他应付款中（不含应付利息和应付股利）应付合并结构化主体的其他投资人权益占 40.75%、工程及保证金款占 15.30%、往来款占 14.54%，其余占比较小。

受证券市场行情波动影响，2016—2018 年，公司代理买卖证券款逐年下降，年均复合下降 13.89%。截至 2018 年底，公司代理买卖证券款为 319.18 亿元，较上年底下降 8.68%；公司代理买卖证券款以个人客户为主，占比为 72.11%。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 9.93%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 291.14 亿元，较上年底大幅增长 47.79%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；构成方面，主要为一年内到期的长期借款（占 46.30%）和一年内到期的应付债券（占 51.65%）。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 9.82%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 2193.02 亿元，较上年底增长 15.56%；非流动负债主要由长期借款（占 63.60%）和应付债券（占 34.30%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款规模逐年增长，年均复合增长 11.90%。截至 2018 年底，公司长期借款为 1394.81 亿元，较上年底增长 14.07%；公司长期借款主要由信用借款和质押借款构成，分别占 83.55%和 10.09%。其中，信用借款利率区间在 2.10%~6.55%，质押借款利率区间在 1.70%~6.20%。

2016—2018 年，公司应付债券规模波动增长，年均复合增长 7.32%。截至 2018 年底，公司应付债券 752.19 亿元，较上年底增长 18.51%，主要系当期公司及下属公司新发债务融资工具所致。

有息债务方面，2016—2018 年，伴随对外融资规模扩大，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 14.49%。截至 2018 年底，公司全部债务规模 2811.80 亿元，较上年底增长 24.78%。债务构成方面，截至 2018 年底，短期债务占比为 23.36%，长期债务占 76.64%，短期债务比重较上年底有所提升，以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。

债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率逐年下降，截至 2018 年底，公司资产负债率为 68.25%，较上年底小幅下降 0.20 个百分点；公司自有资产负债率⁵为 65.86%，较上年底略有上升，公司负债水平仍较高。近三年，公司全部债务资本化比率分别为 61.43%、59.14%和 60.33%；长期债务资本化比率分别为 56.97%、54.45%和 53.82%，公司偿债压力有所下降，但总体债务负担仍较重。

图8 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 4236.54 亿元，较 2018 年底增长 6.60%。其中，流动负债占 42.27%，非流动负债占 52.73%，整体结构较 2018 年底变化不大。有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 3138.45 亿元。其中，短期债务占 29.69%，受公司新发行超短期融资券影响，短期债务占比

5 自有资产负债率 = (资产总额 - 代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额) / (负债总额 - 代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额) * 100%

较 2018 年底有所提升，长期债务占 70.31%；同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2018 年底均有增长，长期债务资本化比率略有下降，三项指标分别为 68.88%、62.12% 和 53.55%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；近年来伴随对外融资规模扩大，负债及债务规模均逐年增加；负债结构中非流动负债占比略高，整体债务负担仍较重。

4. 盈利能力

从公司营业总收入构成来看，公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入三部分构成。其中，营业收入是公司营业总收入的主要来源，2016—2018 年，公司分别实现营业收入 764.88 亿元、793.87 亿元和 1129.04 亿元，年均复合增长 21.49%。2018 年，公司营业收入在营业总收入中的占比为 93.02%。公司手续费及佣金收入主要来自安信证券，2018 年，受证券市场行情影响，公司手续费及佣金收入为 47.58 亿元，同比下降 24.45%，在营业总收入中占比为 3.92%。公司利息收入对营业总收入贡献度仍较低，2018 年占比为 3.06%。营业收入逐年增长拉动公司营业总收入逐年增长，2016—2018 年，公司营业总收入年均复合增长 18.09%，2018 年，公司实现营业总收入 1213.80 亿元，同比增长 35.77%。公司营业总成本包含营业成本、利息支出和手续费及佣金支出。伴随营业收入增加，公司营业总成本亦快速增长，近三年年均复合增长 25.06%；2018 年为 900.96 亿元，同比增长 44.52%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 4.62%。2018 年，公司期间费用总额 202.35 亿元，同比增长 12.23%，主要系对外融资规模扩大，财务费用增加所致。其中，销售费用占 30.25%，管理费用占 24.04%，财务费用占 45.72%。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 21.24%、20.17% 和 16.67%，呈逐年下降趋势，公司费用控制能

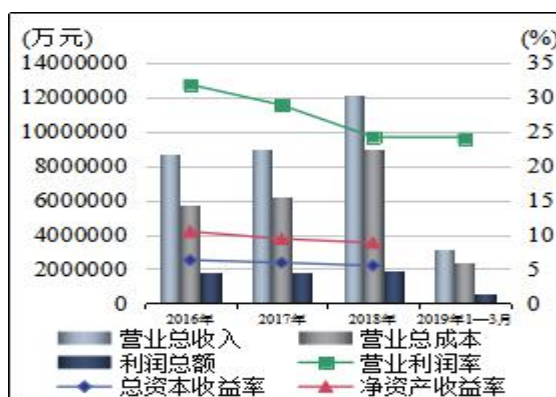
力有所提升。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 3.94 亿元、9.27 亿元和 19.97 亿元。2017 年，公司资产减值损失同比大幅增长，主要系机器设备等固定资产计提的减值损失和可供出售金融资产计提的减值损失增加，且新增计提商誉减值损失所致；2018 年，资产减值损失同比增长 115.50%，主要系坏账损失、存货跌价损失和可供出售金融资产计提减值损失增加，且新增计提无形资产减值损失所致。

非经常性收益方面，公司投资收益主要来自股权处置产生的投资收益以及旗下金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益，规模较大，对公司营业利润影响较大。2016—2018 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 13.99%；2018 年，公司实现投资收益 112.78 亿元，同比增加 7.85%，主要系国资委将中国医药集团 20.26% 的股权划转至公司，导致权益法核算的长期股权投资收益大幅增加所致。公司投资收益对营业利润贡献较高，近三年占比均在 50% 以上。公司投资收益受宏观经济环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。

2016—2018 年，公司分别实现利润总额 180.23 亿元、182.36 亿元和 193.38 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 3.58%。

图9 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2016—2018 年，营业利润率、总资产收益率与净资产收益率均逐年下

降，三项指标加权均值分别为 27.08%、5.77% 和 9.30%；2018 年，公司上述三项指标分别为 24.16%、5.48% 和 8.80%，同比分别下降 4.65 个百分点、0.42 个百分点和 0.57 个百分点。近三年公司盈利指标均呈逐年下降态势，但公司盈利能力仍属较强。

2019 年 1—3 月，公司营业总收入规模 315.78 亿元，为 2018 年全年营业总收入的 26.02%；同期公司实现利润总额 56.75 亿元，为 2018 年全年利润总额的 29.35%；营业利润率为 23.92%，较 2018 年下降 0.24 个百分点，公司盈利能力较强。

总体看，近年来，公司收入和利润规模均保持较好增长，盈利能力较好；但投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为 1095.81 亿元、1065.66 亿元和 1390.14 亿元，年均复合增长 12.63%。同期，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为 877.43 亿元、1054.55 亿元和 1341.91 亿元。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额波动下降，三年分别为 218.38 亿元、11.11 亿元和 48.22 亿元，年均复合下降 94.91%。其中，2017 年同比大幅下降主要系受市场行情影响，金融板块现金流入大幅下降所致。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 91.96%、98.68% 和 100.06%，现金收入质量较好。

从投资活动现金流来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流表现均呈大幅净流出态势，三年资金净流出规模分别为 356.94 亿元、224.00 亿元和 429.39 亿元。其中，2017 年净流出规模同比下降主要系收回投资收到的资金增加所致；2018 年净流出规模增加主要系投资支付的现金流出大幅增加。2016—2018 年，

公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 11.55%，分别为 593.47 亿元、728.90 亿元和 738.46 亿元；同期，投资活动现金流出亦逐年增加，分别为 950.41 亿元、952.89 亿元和 1167.85 亿元。

从筹资活动现金流来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量均呈净流入态势，三年分别为 20.09 亿元、100.39 亿元和 353.52 亿元。2017 年流入净额较 2016 年增长 80.30 亿元，主要系子公司国投资本定向增发 80 亿元所致；2018 年伴随公司对外融资规模扩大，取得借款与发行债券收到现金同比均有增长。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 24.44%，分别为 808.06 亿元、985.45 亿元和 1251.33 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出亦逐年增长，年均复合增长 6.74%，分别为 787.97 亿元、885.07 亿元和 897.82 亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流入 432.51 亿元，经营活动现金净流量 65.06 亿元，同期，公司投资活动现金净流出 52.35 亿元，筹资活动现金净流入 147.49 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流均呈净流入状态，受金融业务现金流出增加影响，2017 年公司经营活动现金流净额大幅下降；投资活动保持较大规模净流出状态；伴随对外融资规模扩大，筹资活动净流入规模快速增加。目前，公司投资活动主要依赖外部融资，随着公司在建工程的持续投入建设，公司仍存在较大外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 102.43%、110.57% 和 104.37%；速动比率分别为 97.59%、104.69% 和 95.36%；经营活动流动负债比分别为 14.50%、0.75% 和 2.71%；现金类资产短期债务比分别为 2.36 倍、2.15 倍和 1.43 倍。2018

年，公司流动比率与速动比率均有所下降，分别下降 6.20 个百分点和 9.34 个百分点；同期，由于经营活动产生的现金流量净额同比增长，公司经营活动流动负债比率同比增长 1.96 个百分点至 2.71%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力有所提升。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 113.38% 和 104.36%。考虑到公司现金类资产较为充裕，公司实际短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 规模波动增长，年均复合增长 4.93%；近三年 EBITDA 利息倍数分别为 4.08 倍、3.96 倍和 3.71 倍；同期公司全部债务/EBITDA 分别为 6.04 倍、6.38 倍和 7.19 倍。2018 年，公司 EBITDA 规模同比增长 10.57% 至 390.84 亿元，全部债务规模同比增长 24.78% 至 2811.80 亿元。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 3.71 倍，EBITDA 对利息的保障倍数仍较高；全部债务/EBITDA 上升至 7.19 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司之一，资产、收入规模很大，政府支持力度很强，公司整体偿债能力极强。

截至 2018 年底，公司合并范围内对外担保余额 64.92 亿元（不含子公司中投保对外担保），占公司 2018 年末合并口径净资产的 3.51%。其中，对大唐集团担保 25.00 亿元，对国投煤炭担保 15.00 亿元，对国投印尼巴布亚水泥担保 8.55 亿元。截至本报告出具日，公司对外担保情况无重大变化；公司担保涉及的或有负债风险不大。

截至 2018 年底，公司合并口径共获得主要银行授信额度人民币 7399.41 亿元，未使用授信额度 4941.52 亿元，且公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

总体看，公司偿债指标表现尚可，考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，政策资金支持力度很大，直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，（机构信用代码：G1011010203216520Y），截至 2019 年 8 月 22 日，公司近年无未结清不良信贷信息记录；总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司口径资产合计 1223.20 亿元，所有者权益合计 589.45 亿元；2018 年，母公司实现营业收入 3.61 亿元，利润总额 23.78 亿元

截至 2019 年 3 月底，公司母公司口径资产合计 1262.26 亿元，所有者权益合计 602.12 亿元；2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.96 亿元，利润总额-1.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司口径资产负债率为 52.30%。有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，母公司口径短期债务 40.00 亿元，长期债务为 569.79 亿元，债务结构以长期债务为主，母公司口径全部债务合计 609.79 亿元。

综合看，公司母公司资本实力雄厚，受投资收益影响盈利能力好，同时得到国家大力支持，公司母公司偿债风险极低。

九、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 2019 年 3 月底，公司长期债务和全部债务分别为 2206.76 亿元和 3138.45 亿元。公司本期中期票据品种一与品种二合计发行额度为 30 亿元，分别占 2019 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.36% 和 0.96%，对公司现有债务影响小。

截至 2019 年 3 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 68.88%、62.12%和 53.55%；本期中期票据发行后，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将分别上升至 69.03%、62.34%和 53.89%，债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据将部分用于偿还公司债务，发行后，公司实际负债水平或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 1095.81 亿元、1065.66 亿元和 1390.14 亿元，分别为本期中期票据品种一与品种二合计发行额度的 36.53 倍、35.52 倍和 46.34 倍；近三年公司经营活动现金净流量分别为 218.38 亿元、11.11 亿元和 48.22 亿元，分别为本期中期票据品种一与品种二合计发行额度的 7.28 倍、0.37 倍和 1.61 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力极强。

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 355.00 亿元、353.47 亿元和 390.84 亿元，分别为本期中期票据品种一与品种二合计发行额度的 11.83 倍、11.78 倍和 13.03 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度极强。

十、结论

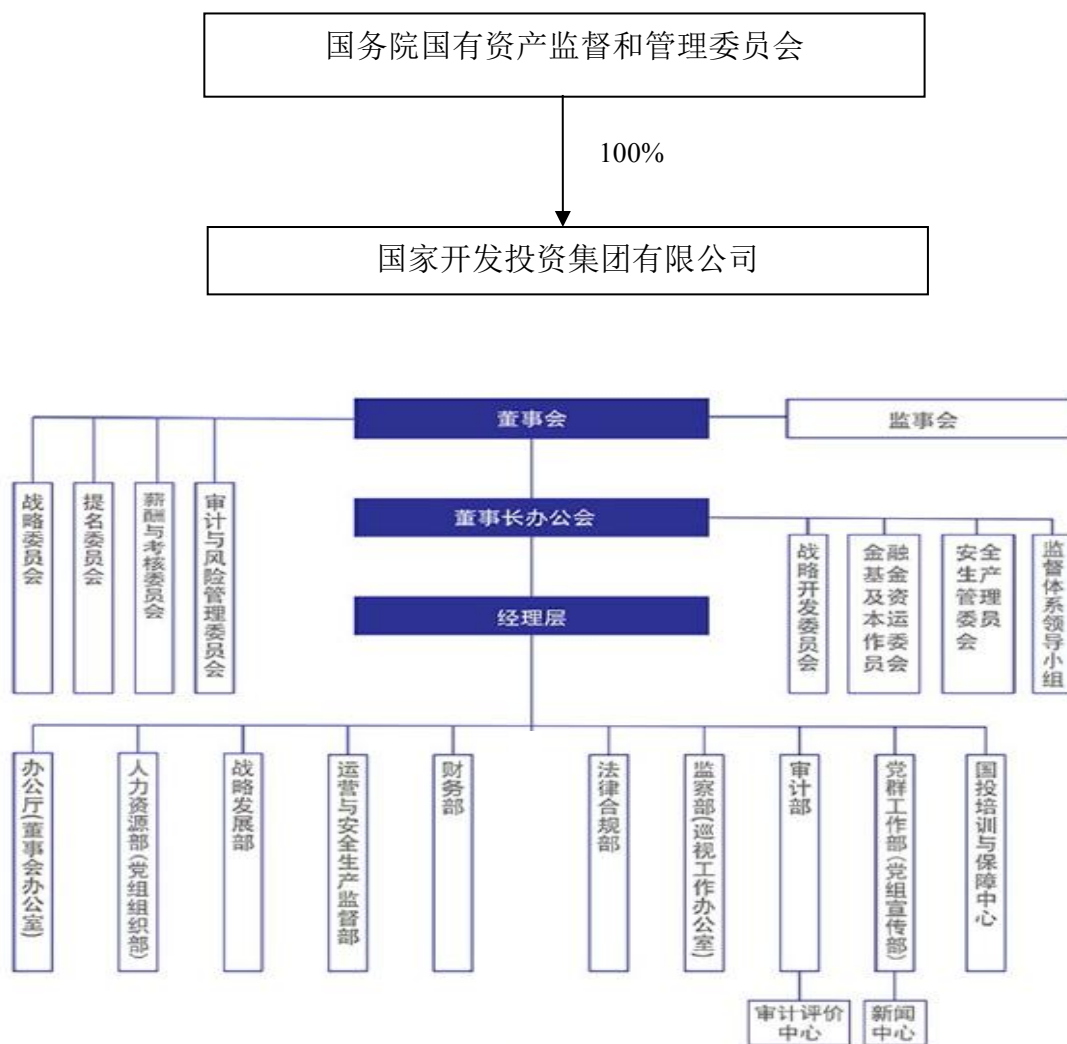
公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担一定国有资产结构调整职能，公司资本实力雄厚，得到国家大力支持。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块，公司整体资产和收入规模较大，基础产业板块规模优势明显，盈利能力保持较好水平，偿债能力极强。同时，联合资信也关注到近年来公司债务负担较重，资本支出压力较大，投资收益存在一定不稳定性；此外，公司国际业务收入对收入贡献度较高，国际政治风险发生或对公司经营带来不利影响。未来，伴随公司在建及

拟建大型水电项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。

公司 EBITDA 和经营性现金流入量对本期中期票据保障能力极强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图与组织架构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司主要子公司情况

序号	公司名称	实收资本（万元）	持股比例/享有表决权（%）
1	国投交通控股有限公司	200000.00	100.00
2	国投交通有限公司	180000.00	100.00
3	国投电力控股股份有限公司	678602.23	49.18
4	国投资产管理有限公司	150000.00	100.00
5	中国国投高新产业投资有限公司	249529.92	100.00
6	中国国投国际贸易有限公司	206000.00	100.00
7	国投资本股份有限公司	422712.97	45.79
8	中国投融资担保股份有限公司	450000.00	47.20
9	中国成套设备进出口集团有限公司	72613.58	100.00
10	北京亚华房地产开发有限责任公司	310000.00	100.00
11	国投财务有限公司	500000.00	100.00
12	国投中鲁果汁股份有限公司	26221.00	44.57
13	中国电子工程设计院有限公司	70000.00	100.00
14	融实国际控股有限公司	30029.12	100.00
15	国投物业有限责任公司	10000.00	100.00
16	国投物流投资有限公司	79858.00	100.00
17	中投咨询有限公司	1600.00	90.00
18	国投矿业投资有限公司	100010.00	100.00
19	国投健康产业投资有限公司	60000.00	100.00
20	国投生物科技投资有限公司	163800.00	100.00
21	国投智能科技有限公司	70000.00	100.00
22	国投人力资源服务有限公司	4000.00	100.00

注：1. 公司拥有中国投融资担保股份有限公司的表决权虽然没有超过 50%，但公司系该公司的第一大股东，能够实施控制，主导其经营活动；2. 公司拥有国投资本股份有限公司、国投电力控股股份有限公司、国投中鲁果汁股份有限公司的表决权虽然没有超过 50%，但公司作为该等 A 股上市公司的大股东，能够实施控制；公司拥有上海国投协力发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）、国投印尼巴布亚水泥有限公司、深圳安信德厚基金管理有限公司半数以上的股权但未能对其形成控制，因此未纳入合并报表范围，公司享有中成南非公司的表决权过半数，但中成南非公司目前停业清理，因此未纳入公司合并报表范围

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	854.96	842.83	941.63	1188.53
资产总额(亿元)	4671.16	4935.52	5822.83	6150.61
所有者权益(亿元)	1316.87	1527.18	1848.74	1914.07
短期债务(亿元)	362.13	391.90	656.83	931.70
长期债务(亿元)	1782.96	1861.49	2154.97	2206.76
全部债务(亿元)	2145.09	2253.38	2811.80	3138.45
营业总收入(亿元)	870.45	894.03	1213.80	315.78
利润总额(亿元)	180.23	182.36	193.38	57.59
EBITDA(亿元)	355.00	353.47	390.84	--
经营性净现金流(亿元)	218.38	11.11	48.22	65.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.17	10.31	10.29	--
存货周转次数(次)	6.65	7.80	7.28	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.19	0.23	--
现金收入比(%)	91.96	98.68	100.06	101.94
营业利润率(%)	31.79	28.81	24.16	23.92
总资本收益率(%)	6.28	5.91	5.48	--
净资产收益率(%)	10.43	9.38	8.80	--
长期债务资本化比率(%)	56.97	54.45	53.82	53.55
全部债务资本化比率(%)	61.43	59.14	60.33	62.12
资产负债率(%)	71.17	68.45	68.25	68.88
流动比率(%)	102.43	110.57	104.37	113.38
速动比率(%)	97.59	104.69	95.36	104.36
经营现金流动负债比(%)	14.50	0.75	2.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	3.96	3.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.04	6.38	7.19	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入公司短长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.83	45.17	52.63	35.82
资产总额(亿元)	868.15	966.88	1223.20	1262.25
所有者权益(亿元)	390.66	466.27	589.45	602.12
短期债务(亿元)	38.00	47.10	55.00	40.00
长期债务(亿元)	395.43	433.66	560.05	569.79
全部债务(亿元)	433.43	480.76	615.05	609.79
营业收入(亿元)	4.05	3.44	3.61	0.96
利润总额(亿元)	39.63	76.96	23.78	-1.67
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.78	-5.78	-7.66	-1.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.16	0.19	0.18	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	7.42	8.72	6.28	0.00
营业利润率(%)	94.45	99.18	98.52	94.84
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	10.15	15.42	4.03	--
长期债务资本化比率(%)	50.30	48.19	48.72	48.62
全部债务资本化比率(%)	52.59	50.76	51.06	50.32
资产负债率(%)	55.00	51.78	51.81	52.30
流动比率(%)	63.37	139.71	127.10	96.08
速动比率(%)	63.37	139.71	127.10	96.08
经营现金流负债比(%)	-2.26	-9.13	-10.53	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

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

附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 (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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 国家开发投资集团有限公司 2019 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

国家开发投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

国家开发投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对国家开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，国家开发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国家开发投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现国家开发投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对国家开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如国家开发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国家开发投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与国家开发投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。