

信用评级公告

联合〔2021〕7780号

联合资信评估股份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国家开发投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第三期）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 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第三期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年八月六日

国家开发投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）

本期公司债券期限：品种一为 3 年期债券；品种二为 10 年期债券。本期公司债券设置品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权

偿还方式：每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付

募集资金用途：拟将 15 亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于补充流动资金，不用于新股配售、申购，或用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等交易及其他非生产性支出

评级时间：2021 年 8 月 6 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
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评估股份有限公司官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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直属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、金融及服务业务等多个战略业务单元，业务结构多元，整体资产规模大，具备极强的盈利能力和偿债能力。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以及中国国内经济形势及国际政治环境变动等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司 EBITDA 及经营活动现金流对本期公司债券拟发行最高金额覆盖程度很高。

公司基础产业规模优势明显，未来伴随在建及拟建电力项目建设完成，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业务及前瞻性战略性板块的发展创造良好条件。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公司债券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，本期公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. **公司系国家核心央企集团，国家支持力度很强。**公司是国务院国有资产监督管理委员会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重任和国有资产结构调整职能，政府对公司重视程度高，支持力度很强。
2. **公司整体业务规模很大且结构多元，综合实力极强。**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，竞争实力很强。未来伴随在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

3. 公司整体经营业绩持续提升，盈利能力极强。2018—2020 年，公司营业总收入分别为 1213.80 亿元、1419.46 亿元和 1530.79 亿元；同期，公司实现利润总额分别为 193.42 亿元、200.82 亿元和 220.98 亿元。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期公司债券的覆盖程度很高。2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本期公司债券拟发行最高金额 30 亿元的 14.62 倍、66.47 倍和 7.47 倍。

关注

1. 中国国内及国际经营环境与贸易结构压力所造成的不利影响。2020 年以来新冠肺炎疫情致国内及国际经济形势下行压力增大，需关注国内经济形势及国际政治环境变动等因素对公司经营带来的不利影响。
2. 公司债务负担较重，未来仍有资本支出压力。截至 2020 年底，伴随对外融资规模扩大，公司全部债务规模较年初增长 5.04% 至 3509.37 亿元；同期，公司在建工程尚需投资额较大，仍存在一定资本支出压力。

分析师：李晨 余瑞娟

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

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	1055.01	1201.03	1261.60	1633.91
资产总额(亿元)	5792.96	6322.12	6822.70	7130.48
所有者权益(亿元)	1818.86	1953.86	2180.78	2239.84
短期债务(亿元)	953.62	942.78	1162.15	1434.63
长期债务(亿元)	2179.78	2398.27	2347.22	2266.00
全部债务(亿元)	3133.41	3341.05	3509.37	3700.63
营业总收入(亿元)	1213.80	1419.46	1530.79	397.73
利润总额(亿元)	193.42	200.82	220.98	74.96
EBITDA(亿元)	390.88	418.74	438.62	--
经营性净现金流(亿元)	48.22	127.65	223.98	178.61
营业利润率(%)	24.16	23.33	23.68	21.28
净资产收益率(%)	8.95	8.24	8.11	--
资产负债率(%)	68.60	69.09	68.04	68.59
全部债务资本化比率(%)	63.27	63.10	61.67	62.30
流动比率(%)	111.07	126.42	120.50	120.92
经营现金流动负债比(%)	2.72	6.57	10.00	--
现金短期债务比(倍)	1.11	1.27	1.09	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.66	4.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.02	7.98	8.00	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	1223.20	1411.38	1457.25	1470.85
所有者权益(亿元)	589.45	625.95	687.81	707.46
全部债务(亿元)	615.05	744.15	740.31	744.82
营业收入(亿元)	3.61	4.61	4.23	0.80
利润总额(亿元)	23.78	36.12	52.47	20.72
资产负债率(%)	51.81	55.65	52.80	51.90
全部债务资本化比率(%)	51.06	54.31	51.84	51.29
流动比率(%)	127.10	56.75	27.58	33.83
经营现金流动负债比(%)	-10.53	-5.18	-3.85	--

注: 公司 2021 年一季度财务报表未经审计; 合并口径公司其他流动负债及长期应付款中有息部分已分别记入短、长期债务和全部债务中进行指标计算; 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

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	2021/06/28	李晨 余瑞娟	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读报告
AAA	稳定	2014/03/18	于浩洋 胡岩 史延	工商企业主体评级方法(2013年)	阅读报告

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债项，有效期为本次（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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

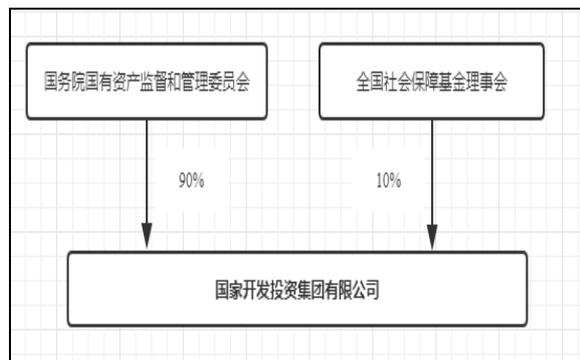
国家开发投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

一、 主体概况

根据国务院国函〔1994〕84号文批准，国家开发投资集团有限公司（原名“国家开发投资公司”，以下简称“公司”）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”）为公司出资人。自成立之日起至2010年，历经数次增资，公司注册资本由58.00亿元增至2010年末的194.71亿元。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，国务院国资委以截至2016年底公司经审计的净资产出资，将公司注册资本增至338.00亿元。

2019年8月，财政部、人力资源社会保障部、国资委联合发布《财政部 人力资源社会保障部 国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等35家中央企业部分国有资本有关问题的通知》，将公司10%的股权一次性无偿划转给全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）持有。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为338.00亿元，国务院国资委持有公司90%的股权，社保基金会持有公司10%的股权，国务院国资委为公司实际控制人。

图1 截至2021年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2021年3月底，公司本部设战略发展部、运营与风险管理部、财务部、法律合规部和审计部等职能部门（详见附件1-1）。

截至2020年底，公司合并资产总额6822.70亿元，所有者权益合计2180.78亿元（含少数股东权益1200.99亿元）；2020年，公司实现营业收入1530.79亿元，利润总额220.98亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额7130.48亿元，所有者权益合计2239.84亿元（含少数股东权益1228.78亿元）；2021年1-3月，公司实现营业总收入397.73亿元，利润总额74.96亿元。

注册地址：北京市西城区阜成门北大街6号—6国际投资大厦；法定代表人：白涛。

二、 本期公司债券概况

1. 本期公司债券概况

本期公司债券名称为“国家开发投资集团有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”，发行规模为不超过人民币30亿元（含30亿元）。本期公司债券共设两个品种，品种一为3年期债券，品种二为10年期债券。本期公司债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权（即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%）。

本期公司债券票面金额为100元，按面值平价发行；还本付息方式为单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金

一起支付。

本期公司债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期公司债券的募集资金扣除发行费用后，拟将 15 亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于补充流动资金，不用于新股配售、申购，或用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等交易及其他非生产性支出。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2018 - 2021 年一季度中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末, M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增

速(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培

元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、 行业分析

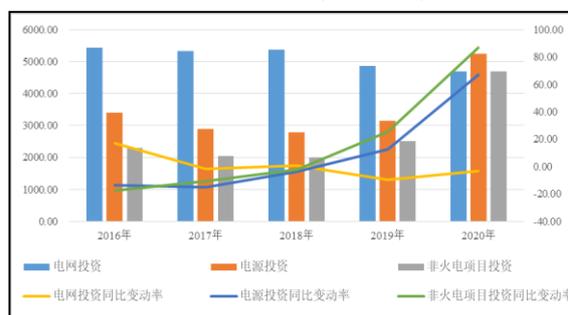
1. 火电行业概况

2016年以来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基

建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据¹，2016年以来，全国电力投资额波动增长，其中电源投资增速较高，而电网投资有所下滑。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图2 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）



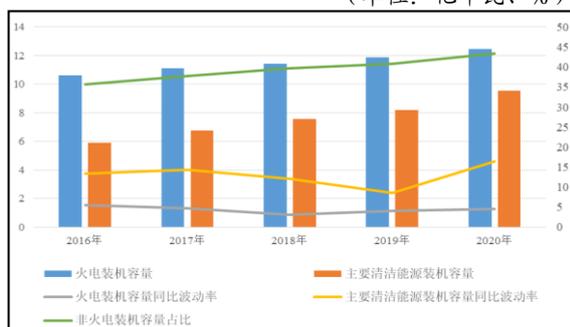
资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016—2019年装

¹ 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

机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

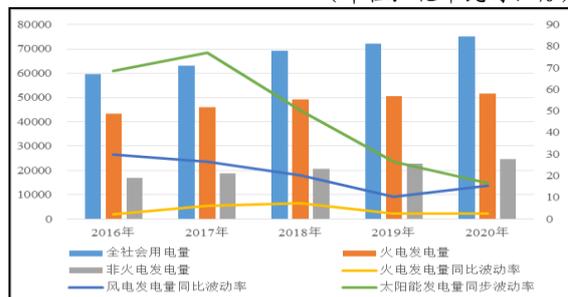
图3 近年中国发电装机容量变动情况
(单位: 亿千瓦、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2020年一季度，受新冠肺炎疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

2. 火电行业关注及政策调整

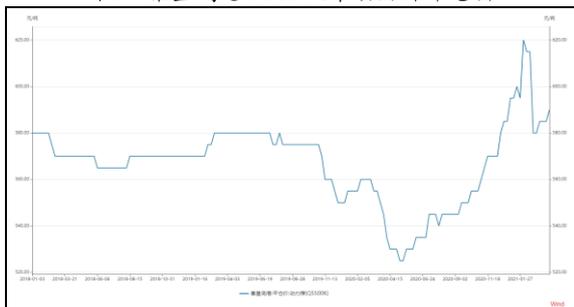
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格提高一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

(1) 煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤(Q5500k)平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年底，秦皇岛港动力煤(Q5500k)平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短

期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自2月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 煤电上网电价调整

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，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，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》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，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施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，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

(3) 碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019—2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步

提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 火电行业展望

预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020—2021 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

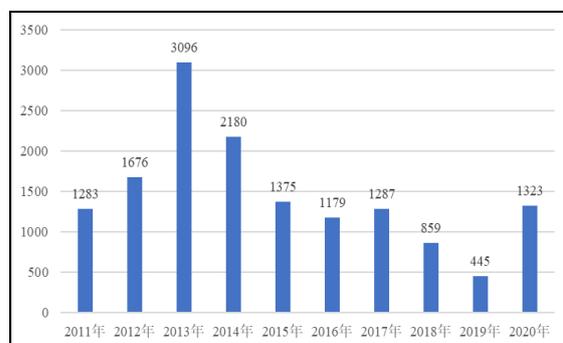
“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市

场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

4. 水电行业分析

自 2013 年以来，我国水电新增装机整体呈下降趋势，2019 年更达到十年最低点，2020 年有所上扬。2020 年，我国水电新增装机 1323 万千瓦，较上年多投产 878 万千瓦。2020 年新增装机较多的省份为四川（413 万千瓦）、云南（340 万千瓦）和安徽（136 万千瓦），占全部新增装机的 67.13%。截至 2020 年底，我国水电装机规模 37016 万千瓦，占我国总装机的 17%。

图 6 2011 - 2020 年水电新增装机情况(单位: 万千瓦)



资料来源：北极星电力网

2020年水电设备利用小时3827小时，历来首次突破3800小时，同比提高130小时。2020年，全国主要流域弃水电量约301亿千瓦时，较去年同期减少46亿千瓦时。水能利用率约96.61%，较上年同期提高0.73个百分点。弃水主要发生在四川省，其主要流域弃水电量约202亿千瓦时，较去年同期减少77亿千瓦时，主要集中在大渡河干流，约占全省弃水电量的53%；青海省弃水较去年有所增加，弃水约40亿千瓦时，比去年同期增加18.5亿千瓦时；其他省份弃水电量维持较低水平。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为338.00亿元，国务院国资委持有公司90%的股权，社保基金会持有公司10%的股权，国

务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司系核心大型央企集团，国家支持力度很强。公司目前形成了基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业相互支撑、协同发展的多元化业务格局，业务范围覆盖全球，具备极强的规模优势，综合竞争力极强。

公司作为国务院国资委下属的中央直属企业，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，政府对公司重视程度高，支持力度很强。公司业务范围涵盖基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）和金融服务业等业务板块。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。未来伴随在建项目投入运营，公司业务规模将进一步扩大。

（1）基础产业

公司基础产业主要包括电力、矿业和交通物流等业务，是公司的经营重点以及主要收入来源。

电力业务方面，公司电力装机分布于全国十多个省（市、自治区），近年来公司装机容量持续提升，截至2021年3月底，公司可控装机容量3149.28万千瓦。其中，火电控股装机容量1188.08万千瓦，水电装机容量1675.00万千瓦，风电装机容量178.00万千瓦，光伏发电装机容量108.20万千瓦。

矿业业务方面，公司目前主要从事化肥业务，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，是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。

交通物流业务方面，公司围绕国家能源运输需求，以煤炭上、下水码头建设为切入点，全力推进铁路、港口资源的整合，逐步形成以环渤海、海西和北部湾等沿海布局 and 以国家干线铁路煤炭运输通道为重点的铁路布局，打造能源物流网络，2020年公司港口吞吐量为13478

万吨。

（2）前瞻性战略性新兴产业

前瞻性战略性新兴产业推动基金投资与控股投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。其中，中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）系公司前瞻性战略性新兴产业投资平台，以促进公司创新发展和转型升级为定位，主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至2021年3月底，国投高新已控参股多家新兴产业领域上市公司，基金管理规模达1516亿元，是管理国家级政府引导基金支数最多的股权基金投资管理机构，是央企中从事股权基金业务最早、品种最全、规模最大的股权基金投资管理机构之一。

（3）金融及服务业

公司金融及服务业务板块主要包括金融业务、资产管理业务、工程服务业务以及国际贸易等业务。其中，金融业务以国投资本股份有限公司（以下简称“国投资本”）作为金融控股平台，涉及信托、证券、基金、银行、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域，多元化程度较高，盈利能力较强，风险相对可控，可为公司整体发展提供一定支撑。

3. 人员素质

公司高管管理经验丰富，履职能力强；员工平均学历水平高，可满足公司正常生产经营需要。

公司现任董事长、党组书记白涛，研究生学历，经济学博士，高级经济师；历任中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）项目信贷部副总经理，工商银行吉林省分行副行长、党委委员，工商银行湖南省分行副行长、党委副书记、行长、党委书记，工商银行风险管理部总经理，工商银行内部审计局局长，中国人寿保险(集团)公司副总裁、党委委员，中国投资有限责任公司副总经理、党委委员兼中央汇金投资有限责任公司执行董事、总经理，中国人民保险集团股份有限公司副董事长、总

裁、党委副书记兼人保投资控股有限公司董事长、人保资本投资管理有限公司董事长。

公司现任总会计师、党组成员李汝革，研究生学历，高级会计师；历任山东沾化发电厂技术员、副科长、科长、副总经济师，山东菏泽发电厂副厂长、厂长，山东电力工业局燃料公司总经理、山东电力工业局财务部主任，国网山东省电力公司副总会计师、总会计师、副总经理，国家电网有限公司财务部主任兼资金管理中心主任、副总会计师，国家电网有限公司总会计师、党组成员，华润（集团）有限公司总会计师、党委委员、华润电力控股有限公司董事局主席。

从在职员工学历构成方面看，截至2020年末，公司合并口径职工人数47504人。其中，具有研究生及以上学历的职工人数5298人（占11.15%），具有本科学历的人数19711人（占41.49%）。同期，公司本部在职员工数共360人。其中，研究生及以上学历职员198人（占55%），本科学历154人（占42.78%）。

根据公司于2021年1月发布的公告，公司原董事、总经理、党组副书记施洪祥退休离任。截至本报告出具日，公司总经理职位空缺，但公司相关职务任免均按有关法律与章程规定办理，相关人员变更不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生重大影响。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司本部无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

六、 管理分析

1. 公司治理

公司作为国家出资设立的中央直属企业，建立了完善的法人治理结构。

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。公司董事会由7~13名董事组成，其中职工董事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。董事会对国务院国资委负责，依照《公司法》及国务院国资委授权行使《公司章程》规定的相关职权，例如：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。党组设党组书记1名，其他党组成员若干名。董事长、党组书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记，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。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，目前公司监事会相关职责由审计署人员负责。

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。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。

2. 管理水平

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。

对子公司管理方面，公司实行母子公司管理体制，公司对子公司的管理坚持集团化、专业化的指导原则，并将公司内部管理程序与法人治理结构运转有效结合。按照《公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规及公司相关管理制度和流程，公司对投资企业委派或任免董事、监事，结合经济、社会环境按照财务年度和任期对经营管理层实施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。公司财务部为资金集中管理工作的归口管理部门，负责组织、协调、指导和监督公司整体的资金集中管理工作，制定资金集中管理的相关制度、实施集团企业银行账户管理工作，编制资金平衡计划、制定资金调度方案和融资方案、审核内部资金借贷行为，并指导、监督资金管理平台的业务运作。国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）、融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）是公司资金集中管理的服务机构，致力于加强资金集中管理，提高资金使用效率；为内部各

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，根据《债务融资管理暂行办法》，公司实行“统筹平衡、分类授权、分级实施、严控风险”的融资管理模式。公司制定集团债务融资管理模式、整体债务目标结构，结合资产负债率控制目标，确定年度债务融资规模与方案，统筹配置内外部融资资源。公司财务部根据董事会审议结果，确定整体年度债务融资计划，并向各子公司批复板块年度债务融资计划，批准国投财务、融实国际年度贷款发放规模。此外，公司还制定了《非金融企业债务融资工具信息披露管理办法》等制度，进一步完善了公司在融资信息披露方面的管理。

投资管理方面，公司按照国有资本投资公司试点改革的要求，采用分级分层授权的投资决策管理体系。公司董事会是公司重大项目的投资决策机构。公司董事会将部分投资决策权限交由公司董事长办公会行使。公司董事长办公会将符合主业发展方向、无需总部出资且资本金出资额在一定额度内的投资项目决策权限，授权子公司董事会决策。对超出授权决策范围的投资项目，由公司总部职能部门、投资委员会、总部决策机构对项目投资方案从多方面评估论证后进行决策。

担保管理方面，公司制定了《债务融资担保业务管理办法》，实行预算控制、集中审批、分级负责的担保管理模式。公司财务部为担保归口管理部门，负责制定担保管理制度、审核年度担保预算规模及具体担保事项、监控担保执行情况；公司子公司作为专业化管理单位，负责管理所属各级控股企业的担保业务及风险。担保业务纳入公司年度全面预算管理。其中，公司负责审批的担保事项包括公司提供担保及子公司或各级控股企业提供预算外担保；子公司负责审批的担保事项包括子公司或所属各级控股企业提供预算内担保，以及子公司或所属各级控股企业提供安慰函、承诺函、维好

协议等隐性担保事项。子公司审批完成后，需将担保审核过程及意见等一并提交公司财务部备案。

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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业总收入规模大，收入构成以基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融及服务业务为主；投资收益对营业利润贡献大，但存在一定波动风险。同时联合资信也关注到，公司业务规模大，国际政治环境、国家政策及经济形势的变动，易对公司整体业务的经营状况产生影响。

公司整体经营规模大，业务范围覆盖国内外。公司业务可以划分为基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融及服务业务等板块。其中，基础产业板块具体包括电力、矿业和交通物流业务，前瞻性战略性新兴产业业务主要系针对新兴产业的股权投资，金融及服务业务包括了金融类业务以及境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等部分国际业务。2018—2020年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长12.30%；2020年实现营业总收入1530.79亿元，同比增长7.84%。2018—2020年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长6.89%；2020年利润总额为220.98亿元，同比增长10.04%。

表2 公司近年营业总收入概况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
基础产业小计	496.50	40.90	41.65	581.36	40.95	35.04	557.92	36.45	37.14	147.63	37.12	33.78
其中：												
电力	410.11	33.79	40.41	424.33	29.89	39.08	391.26	25.56	44.59	91.94	23.12	40.28
矿业	47.98	3.95	60.94	120.11	8.46	21.59	139.95	9.14	17.24	48.63	12.23	21.22
交通物流	38.41	3.16	30.85	36.92	2.60	32.35	26.72	1.75	32.22	7.06	1.78	35.69
前瞻性战略性新兴产业	176.80	14.57	17.74	263.68	18.58	19.55	252.99	16.53	21.63	53.47	13.44	19.15
金融及服务业务	567.05	46.72	15.34	641.71	45.21	16.68	759.68	49.63	16.61	205.36	51.63	15.09
板块间抵消	-30.26	-2.49	--	-72.07	-5.08	--	-44.10	-2.88	--	-9.54	-2.40	--
其他	3.71	0.31	--	4.78	0.34	--	4.29	0.28	--	0.80	0.20	--
合计	1213.80	100.00	25.77	1419.46	100.00	24.75	1530.79	100.00	24.93	397.73	100.00	22.49
其中：国际业务	380.52	31.35	5.76	538.01	37.90	16.55	254.69	16.64	14.58	--	--	--

注：合计差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

在收入结构方面，基础产业是公司重要收入来源之一，2018—2020年，公司该板块收入规模波动增长，年均复合增长6.00%，收入主要来自电力业务。2018—2020年，公司电力业务收入波动下降，年均复合下降2.33%，主要系出售相关电力资产所致；受2019年新增冶金业务收入因素带动，矿业业务收入快速增长，2020年收入同比增长16.52%至139.95亿元，对基础产业收入贡献度提升至25.08%；交通物流业务对基础产业收入贡献相对较少，近年来收入持续下降，2020年收入同比下降27.63%至26.72亿元。公司前瞻性战略性产业发展较好，2018—2020年，该板块收入波动增长，年均复合增长19.62%，其对营业总收入的贡献度波动增加；2019年该板块收入同比增长49.14%，主要系国投高新所投资的企业收入增加所致；2020年该板块收入同比小幅下降4.05%至252.99亿元。2018—2020年，公司金融及服务业务收入逐年增长，年均复合增长率为15.75%。2018—2020年，公司金融及服务业务收入分别为567.05亿元、641.71亿元和759.68亿元，占营业总收入的比重均保持在45%以上。国际业务方面，2018—2020年，公司国际业务收入波动下降，年均复合下降18.19%；2020年，公司国际业务收入同比大幅下降52.66%至254.69亿元，主要是系受新冠肺炎疫情疫情影响，国际经济状况持续低迷，致公司相关国际业务收入大幅下降；国际业务占公司营业总收入比重分别为31.35%、37.90%和16.64%。

在业务盈利水平方面，2018—2020年，公司整体毛利率水平较为稳定，2019年毛利率降至24.75%，主要系当期矿业业务中新增利润率较低的冶金业务所致；2020年毛利率小幅增长至24.93%，主要系电力业务毛利率回升所致。

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。2018—2020年，公司投资收益先降后

增，年均复合增长18.07%；2020年，公司实现投资收益157.22亿元，同比大幅增长54.42%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致。公司投资收益规模较大，2018—2020年分别占当期净利润的69.28%、63.21%和88.88%，对公司利润水平影响大。考虑到公司投资收益易受宏观经济环境、所投企业经营状况等因素影响，公司面临一定投资收益波动风险。

2021年1—3月，公司营业总收入397.73亿元，同比大幅增长51.23%，主要受金融及服务业务收入增长影响；公司实现投资收益47.74亿元，同比大幅增长117.24%；同期，公司实现利润总额74.96亿元，同比大幅增长161.83%。

2. 基础产业板块

基础产业板块是公司资产主要构成和利润的重要来源。目前，公司基础产业主要包括电力、矿业和交通物流业务。

(1) 电力板块

公司电力业务经营主体为控股子公司国投电力，业务布局完善，以水电和火电装机为主，机组利用程度高，经济性运营能力强。未来伴随在建、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，综合抗风险能力将持续增强。同时，联合资信也关注到，在建电力项目未来计划投资规模仍较大，存在较大资本支出需求。

公司电力业务经营主体主要为控股子公司国投电力，截至2021年3月底，国投电力实收资本69.66亿元，公司持股47.91%。国投电力为上海证券交易所上市公司（股票代码“600886.SH”），已形成以电力建设运营为核心，逐步开拓市政、环保等多领域综合发展的业务格局。得益于公司电力项目的陆续投产，2019年，公司电力业务收入同比增长3.47%至424.33亿元；2020年，受公司出售部分火电资产影响，电力收入同比下降7.79%至391.26亿元。

公司电源结构丰富，已涵盖水力发电、火力发电、风力发电和光伏发电模式。公司水力发电设施主要在四川、云南、甘肃等地，火电主要分布在天津、福建、广西等地。在装机规模方面，截至 2020 年底，公司可控装机容量 3182.68 万千瓦，较上年底有所下降，主要系出售伊犁、靖远等地部分火力发电设施所致。在具体装机构成方面，公司发电设施以水力发电和火力发电为主，截至 2020 年底，公司水力发电装机 1677.45 万千瓦，火电控股装机 1188.08 万千瓦，分别占公司总装机的 52.71% 和 37.33%，风力发电及光伏发电装机规模相对较小但持续增长，分别为 213.95 万千瓦和 103.20 万千瓦，占公司总发电装机规模的 6.72% 和 3.24%。截至 2021 年 3 月底，公司可

控装机容量 3149.28 万千瓦。其中，火电控股装机容量为 1188.08 万千瓦，水电装机容量为 1675.00 万千瓦，风电装机容量为 178.00 万千瓦，光伏发电装机容量为 108.20 万千瓦公司，公司主要电力资产情况详见表 3。2018—2020 年，受出售火电机组影响，公司发、售电量均小幅波动下降，发电量年均复合下降 1.05%，售电量年均复合下降 0.87%。

表 3 公司电力板块主要经营指标
(单位: 万千瓦、亿千瓦时)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
装机容量	3405.50	3406.23	3182.68
发电量	1516.64	1623.27	1485.10
售电量	1471.99	1573.89	1446.46

资料来源: 公司提供

表 4 截至 2021 年 3 月底公司主要电力项目分布情况 (单位: 万千瓦、%)

类别	项目名称	可控装机容量	电厂服务区域	国投电力权益占比	控制性质
水电	雅砻江水电	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	70.00	甘肃	60.45	控股
	小计	1675.00	--	--	--
火电	国投北疆	400.00	天津	64.00	控股
	华夏电力	120.00	福建	56.00	控股
	湄洲湾	278.60		51.00	控股
	国投钦州	326.00	广西	61.00	控股
	国投盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	贵州新源	2.50	贵州	60.00	控股
	创冠环保	0.98	泰国	60.00	控股
	小计	1188.08	--	--	--
风电	国投白银风电	9.45	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
	切吉风电场	5.00		51.65	控股
	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 5A 风电	30.00		64.89	控股
	景峡 5B 风电	10.00		64.89	控股
	烟墩风电	20.00		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
	武定风电	4.80	58.40		控股

	宁夏中宁风电场	5.00	宁夏	64.89	控股
	宁河风电场	5.00	天津	64.89	控股
	广西龙门风电	19.40	广西	64.89	控股
	Afton	5.00	英国	100.00	控股
	小计	178.00	--	--	--
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
	南庄建水	30.00	云南	100.00	控股
	会理光伏	2.00	四川	26.52	控股
	冕宁光伏	1.00		31.20	控股
	托克逊光伏	14.00	新疆	100.00	控股
	湖州光伏	10.00	浙江	100.00	控股
	横峰光伏	5.00	江西	95.00	控股
	定边光伏	10.00	陕西	100.00	控股
	靖边光伏	5.00	陕西	100.00	控股
	恒能光伏	10.00	江苏	100.00	控股
	永能光伏	2.00	江苏	100.00	控股
	沽源光伏	2.40	张家口	100.00	控股
	察北光伏	2.00	张家口	100.00	控股
	小计	108.20	--	--	--

注：公司火电装机包含3.48万千瓦垃圾发电装机
资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，2020年，公司平均上网电价为0.301元/千瓦时，同比增长0.67%。公司发电设备的有效利用程度高，2020年，公司发电设备平均综合利用小时数为4781小时，同比增加60小时。其中，公司水电平均设备利用小时数同比增加122小时至5278小时；公司火电平均设备利用小时数同比增加66小时至4645小时；风电平均设备利用小时数同比增加84至2239小时；光电平均设备利用小时数为1434小时，同比减少103小时。

表5 公司控股电厂平均设备利用小时数
(单位：小时、%)

类别	2018年	2019年	2020年	年均复合增长率
水电	5048	5156	5278	2.25
火电	4367	4579	4645	3.13
风电	1997	2155	2239	5.89
光电	1458	1537	1434	-0.83

资料来源：公司提供

在建工程方面，公司在建项目主要系电力板块项目，如表6所示。截至2021年3月底，公司在建电力项目计划总投资为869.11亿元，项目建设规模较大，已投资金额534.01亿元，尚需投资335.10亿元，仍存在较大资金需求。伴随电力项目建成投产，公司未来装机容量将进一步增加，公司发电能力将进一步增强，电源结构将持续优化，综合抗风险能力亦将持续增强。

表6 截至2021年3月底公司主要在建工程情况
(单位：亿元)

项目名称	项目计划总投资额	截至2021年3月底已投资金额	2021年年度投资计划
两河口水电	664.57	423.33	48.98
杨房沟水电	200.03	109.39	19.86
阜新光伏	4.51	1.29	4.28
合计	869.11	534.01	73.12

资料来源：公司提供

(2) 矿业板块

公司矿业业务主要为硫酸钾等产品的生产和销售，2019 年新增冶金产能，带动矿业板块整体收入的增加。

矿业业务主要由公司全资子公司国投矿业投资有限公司（以下简称“国投矿业”）负责。国投矿业是公司专业从事矿产资源及其相关产业投资的全资子公司，截至 2021 年 3 月底注册资本为 20.00 亿元，经营范围主要包括油气、金属、非金属、水气等矿产资源和再生资源、危废资源、新能源、建材及相关配套产品设施的投资开发。公司近年管理投资企业主要包括：国投罗钾、国投金城冶金有限公司（以下简称“金城冶金”）、国投重庆页岩气开发利用有限公司等。2019 年，公司新增冶金业务后，带动板块收入大幅提升；2018—2020 年，公司矿业业务收入年均复合增长 70.79%；2020 年实现收入 139.95 亿元，同比增长 16.52%。

钾肥业务方面，截至 2021 年 3 月底，公司已探明的氯化钾（122b+332+333）给水度资源储量 0.84 亿吨。国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾，是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。截至 2021 年 3 月底，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，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。

2018—2020 年，公司硫酸钾产量持续下降，销量波动下降；2020 年，公司硫酸钾产量及销量分别为 135 万吨和 159 万吨，产销率水平高。从价格来看，2018—2020 年，公司硫酸钾销售均价持续下降；2019 年下半年以来硫酸钾市场整体供大于求，以致产品价格下降；2020 年，硫酸钾销售均价较上年下降 1.24%至 2469 元/吨，均价降幅较上年收窄。2021 年 1—3 月，公司硫酸钾产品实现产量与销量均为 62 万吨；同期硫酸钾产品均价回升至 2565 元/吨。

表 7 公司主要化肥硫酸钾经营指标

（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
产量	170	164	135	62
销量	169	139	159	62
均价	2613	2500	2469	2565

资料来源：公司提供

另外，公司还通过控股子公司金城冶金从事稀有金属产销业务，金城冶金生产线可日处理复杂金精矿 2000 吨，年可处理综合矿粉 70 万吨，年产金锭 15 吨、白银 300 吨、阴极铜 10 万吨、硫酸 50 万吨，并副产粗硒 60 吨、粗碲 80 吨和硫酸镍 500 余吨等产品。金城冶金系新投产项目，毛利水平较低。

(3) 交通物流板块

受到国内经济转型、外贸形势及港口转让等因素的多重影响，公司交通物流业务收入持续下降，在营业收入中的占比较低。

公司交通物流板块主要由全资子公司国投交通控股有限公司来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。公司交通物流业务在公司营业收入中的占比较低，2018—2020 年，公司交通物流业务收入持续下降，年均复合下降 16.59%；2019 年收入为 36.92 亿元，同比下降 3.88%，主要系镇江港转让导致港口收入减少；2020 年收入同比下降 27.63%至 26.72 亿元，主要系终止物流业务所致。

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；2019 年 12 月，重庆果园港因公司进行股权置换，不再纳入公司合并范围。截至 2021 年 3 月底，公司控股港口企业 6 家。由于镇江港的出售转让以致公司港口散货吞吐量大幅下滑，2019 年，公司港口散货吞吐量同比下降 42.52%至 13687 万吨；2020 年，除国投（洋浦）油气储运项目外，其余港口吞吐量同比均有下滑；2021 年一季度，公司主要港口散货吞吐量为 3617 万吨。

表 8 公司主要港口散货吞吐量概况 (单位: 万吨)

名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
洋浦港	664	600	596	163
镇江港	8516	--	--	--
京唐港	5138	4564	4501	1102
曹妃甸港	7305	6739	6567	1912
钦州港	411	566	479	147
国投(洋浦) 油气储运	109	---	141	9
重庆果园港	743	--	--	--
湄洲湾	924	1218	1194	284
合计	23810	13687	13478	3617

注: 镇江港已于 2018 年 12 月转让、重庆果园港已于 2019 年转让
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。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, 公司自 2019 年终止物流业务。

3. 前瞻性战略性板块

伴随前瞻性战略性产业控股直投业务快速发展, 公司近三年前瞻性战略性产业收入呈增长趋势, 在营业收入中的占比亦有所提升。

公司前瞻性战略性产业通过推动基金投资与控股投资融合联动, 重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。公司前瞻性战略性产业收入近三年波动增长, 年均复合增长 19.62%, 对营业总收入贡献度亦有所提升。伴随前瞻性战略性产业控股直投业务快速发展, 2019 年, 公司该板块实现收入 263.68 亿元, 同比大幅增长 49.14%; 2020 年, 公司该业务实现收入 252.99 亿元, 同比下降 4.05%。

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, 国投高新以促进公司创新发展和转型升级为定位, 主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至 2021 年 3 月底, 国投高新控参股多家新兴产业领域上市公司, 基金管理规模达 1516 亿元, 是管理国家级

政府引导基金支数最多的股权基金投资管理机构。

国投高新股权基金业务目前拥有国投创业投资管理有限公司、国投创新投资管理有限公司、国投创合(北京)基金管理有限公司和海峡汇富产业投资基金管理有限公司 4 家基金管理公司, 形成了覆盖 VC、PE、FOF、政策性专项基金、区域性基金的多元格局。

国投高新控股直投业务主要投向先进制造及信息技术、医药医疗及生命科学、环保及新材料等领域, 主要投资控股企业包括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”)和神州高铁技术股份有限公司(以下简称“神州高铁”; 证券代码“000008.SZ”)等。

亚普汽车成立于 1988 年, 并于 2018 年在 A 股上市(证券代码“603013.SH”)。亚普汽车是专业从事汽车燃油燃料系统的研发、制造和销售的全局燃料系统供应商, 系国家高新技术企业、国家认定企业技术中心、国家扬州汽车零部件产业基地骨干企业, 其国内乘用车市场占有率达到近 40%, 全球市场占有率约为 10%, 国内行业排名第一、全球第三, 业务分布范围广泛。2018—2020 年, 亚普汽车油箱产销量逐年下降, 分别年均复合下降 5.25% 和 6.02%; 2020 年, 亚普汽车油箱产量及销量分别为 890.96 万只和 887.99 万只; 2021 年一季度, 亚普汽车油箱产量及销量分别为 231.22 万只和 217.25 万只。

国投中鲁成立于 2001 年并于 2004 年在 A 股上市(证券代码“600962.SH”), 主营业务为浓缩果汁生产和销售, 是国内浓缩果汁行业大型企业之一。国投中鲁作为国内最早从事浓缩苹果汁加工的企业, 在行业内拥有良好的口碑和形象, 是中国食品土畜进出口商会副会长单位、果汁分会理事长单位, 中国饮料工业协会果蔬汁分会副会长单位和国家首批农业产业化重点龙头企业。2018—2020 年, 国投中鲁果汁产量及销量均呈波动增长, 年均复合增长率分别为 24.88% 和 10.04%; 2020 年, 国投中鲁产量为 18.73 万吨, 销量为 16.08 万吨; 2021 年 1—3

月，国投中鲁产量为 0.33 万吨，销量为 4.32 万吨，主要为浓缩果蔬汁。

神州高铁作为轨道交通运营维护智能装备提供商和运营及维保服务提供商，是轨道交通运营维护领域唯一一家涵盖全产业链的主板上市公司，是中国高铁及城轨运营检修维护装备制造产业的领军企业。神州高铁为中国全部 85 个高铁动车检修基地、60 余个机车和车辆检修基地、14 个高铁焊轨基地、40 余条城市轨道交通线路和 330 余个货站提供了核心检修装备，为 2600 余个高铁车站和地铁车站提供了信号控制联锁系统，为包括复兴号在内的各种高铁、地铁车辆提供了各类车载核心装备。截至 2020 年底，神州高铁资产总额 128.28 亿元，所有者权益 66.69 亿元；2020 年，神州高铁实现营业总收入 19.18 亿元，实现净利润-8.92 亿元。截至 2021 年 3 月底，神州高铁资产总额 131.77 亿元，所有者权益 65.82 亿元；2021 年一季度，神州高铁实现营业总收入 1.49 亿元，实现净利润-0.87 亿元。

公司于 2016 年 11 月全资设立国投健康产业投资有限公司（以下简称“国投健康”），注册资本 20.00 亿元。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。

公司于 2017 年 3 月全资设立国投生物科技投资有限公司（以下简称“国投生物”），注册资本 33.18 亿元。国投生物结合国投集团对前瞻性战略性新兴产业的发展要求，国投生物重点发展绿色、低碳生物能源，以做优做强燃料乙醇业务为主攻方向，并逐步向高附加值的生物科技产品拓展。

4. 金融服务业板块

公司金融及服务业务较为齐全，收入规模逐年增长，对营业总收入贡献度较高。联合资信也关注到，公司金融及服务业务整体受宏观经济以及金融市场环境等因素影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。同时，公司海外业务

占公司营业总收入的比重较大，海外相关国家政治环境、政策及经济形势波动，易对公司海外业务的经营业绩状况产生影响。

公司金融及服务业包括了金融类业务以及境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等部分国际业务，该业务收入占营业总收入比例较高。2018—2020 年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长 15.75%；2020 年，公司金融及服务业收入同比增长 18.38%至 759.68 亿元，占营业总收入的 49.63%，同比提升 4.42 个百分点。

公司在适度范围内不断加大金融产业的投资力度，现已覆盖证券、信托、证券投资基金、银行、担保、财务公司、期货、财产保险、保险经纪等多个金融领域。国投资本系公司金融业务投资与管理的专业化平台。截至 2020 年底，国投资本资产总额 2187.43 亿元，所有者权益合计 503.03 亿元；2020 年度，国投资本实现营业总收入 141.37 亿元，净利润 47.06 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投资本总资产 2366.30 亿元，所有者权益 514.43 亿元；2021 年一季度，国投资本实现营业总收入 35.80 亿元，净利润 12.04 亿元。

证券业务方面，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”）。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 2021 年 3 月底，安信证券在全国各省市设有 326 家营业部，47 家分公司；全资持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，行业竞争力较强。截至 2020 年底，安信证券资产总额 1988.76 亿元，所有者权益 431.99 亿元；安信证券 2020 年度实现营业总收入 117.49 亿元，净利润 35.12 亿元。截至 2021 年 3 月底，安信证券资产总额 2164.49 亿元，所有者权益 441.21 亿元；安信证券 2021 年一季度实现营业总收入 31.32 亿元，净利润 9.86 亿元。

期货业务方面，国投安信期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、投资咨询业务和资产

管理业务。截至 2020 年底，国投安信期货共设有 16 家分支机构，并设有全资风险管理子公司；国投安信期货保证金规模达到 236.70 亿元；资产总额 273.04 亿元，所有者权益 30.96 亿元；2020 年度，国投安信期货实现营业总收入 17.50 亿元，净利润 2.80 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投安信期货分支机构增加至 17 家，国投安信期货保证金规模达到 271.60 亿元；资产总额 310.15 亿元，所有者权益 31.76 亿元。

信托业务方面，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“国投泰康信托”）主要开展资产管理、财富管理、固有财产投资等业务。近年来，受主动收缩通道业务影响，国投泰康信托管理的信托规模呈下降趋势。截至 2020 年底，国投泰康信托管理信托规模为 1675 亿元，2020 年度，国投泰康信托实现营业总收入 26.35 亿元；净利润 12.78 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投泰康信托管理信托规模为 1567 亿元，2021 年一季度，国投泰康信托实现营业总收入 4.47 亿元，净利润 2.85 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”）是国投泰康信托与瑞银集团联合设立的公募基金基金管理公司。截至 2020 年底，国投瑞银管理资产总规模 1434 亿元。其中，公募基金规模 1102 亿元，专户子公司资管计划 155 亿元。同期，国投瑞银资产总额 19.56 亿元，所有者权益 15.84 亿元；2020 年度，国投瑞银实现营业总收入 7.27 亿元，净利润 2.16 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投瑞银管理资产总规模 1434 亿元。其中，公募基金规模 1098 亿元，专户子公司资管计划 153 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投瑞银资产总额 20.79 亿元，所有者权益 16.39 亿元；2021 年一季度，国投瑞银实现营业总收入 2.04 亿元，净利润 0.55 亿元。

担保业务方面，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）业务包括融资性担保、金融担保和履约类担保。中投保于 1993 年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是以信用担保为主营业务的专业担保机构。截至 2020 年底，中投保担保余额 480 亿元，资产规

模 259 亿元，所有者权益 116 亿元；2020 年度，中投保实现营业总收入 39 亿元，净利润 8 亿元。截至 2021 年 3 月底，中投保担保余额较上年底增长至 490 亿元，主要由融资性担保构成。

国投财务是由公司及下属投资企业共同出资组建（国投集团本部持股 35.60%，集团内一致行动人持股合计 100.00%），为成员企业提供共享金融平台，旨在加强公司资金集中管理能力，提高资金使用效率，降低资金使用成本。截至 2020 年底，国投财务成员企业在国投财务公司开户 365 家，全年月均资金归集率为 96.60%；日均吸收存款余额 196.70 亿元；日均贷款余额为 173.50 亿元。截至 2021 年 3 月底，国投财务成员企业在国投财务公司开户 483 家，2021 年一季度，月均资金归集率为 66.03%（不扣除保证金等专项资金）；日均吸收存款余额 203.02 亿元；日均贷款余额为 202.62 亿元。

国投资产管理有限公司（以下简称“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。2019 年，国投资产销号项目 4 个，回收资金 6134 万元；2020 年度，国投资产公司销号项目 6 个，回收资金 8786 万元。

中国电子工程设计院有限公司（以下简称“电子院”）以设计为龙头，服务范围涵盖前期咨询、规划、环境和节能评价、工程设计、项目管理、工程承包、工程检测评定等全过程。2020 年度，电子院设计咨询业务收入 9.69 亿元；工程承包业务实现收入 79.65 亿元。2021 年一季度，电子院设计咨询业务收入 2.00 亿元；工程承包业务实现收入 15.20 亿元。

国际业务方面，融实国际作为公司境外资金管理平台，负责公司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在上海自由贸易试验区投资设立的专业从事融资租赁及相关业务的全资子公司，注册资本 2.00 亿美元，该公司结合公司主业特点和优势，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。国投贸易主营业务主要分为三大板块:国际国内贸易业务、仓储物流服务及实业投资。国际国内贸易方面,建立了涵盖纺织原料、化工化纤、油脂油料、粮食饲料、食品、葡萄酒等主要商品领域的贸易体系和与贸易业务相配套的信息服务、电子商务及物流平台,贸易业务遍及全球100多个国家和地区;仓储物流方面,在中国主要口岸拥有较为健全完备的仓储、物流、保税设施和完善的服務功能;在实业投资领域,高强PE技术水平及市场占有率处于国内领先地位。2019年,国投贸易实现进出口贸易额24.89亿美元,同比增长20.46%。2020年,国投贸易实现进出口额25.54亿美元。其中,进口额21.27亿美元,出口额1.95亿美元;实现转口贸易额2.31亿美元。

公司的国际工程承包业务主要由中国成套设备进出口集团有限公司(以下简称“中成集团”)负责。中成集团是公司开展国际业务的重要平台,成立于1959年,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。中成集团伴随着新中国援外事业的发展而成长壮大,先后在亚非拉100多个国家和地区建成了坦赞铁路、毛里塔尼亚友谊港、塞内加尔国家大剧院、中非班吉体育场等1600多个各类项目,涉及交通、电力、冶金、化工、轻工、纺织等十多个行业。

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标来看,2018—2020年,公司销售债权周转次数逐年下降,存货周转次数波动下降,总资产周转次数保持稳定,上述指标加权均值分别为9.28次、6.91次和0.23次;2020年,上述指标分别为8.85次、6.92次和0.23次。

表9 公司经营效率指标概况(单位:次)

科目	2018年	2019年	2020年
销售债权周转次数	10.39	9.19	8.85
存货周转次数	7.28	6.48	6.92
总资产周转次数	0.23	0.23	0.23

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

6. 未来发展

公司发展方向及职能定位明确,未来将继续承担一定国有资产结构调整职能,可持续发展条件好。

“十四五”时期,公司工作总体要求是:以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神,深入贯彻习近平总书记关于国资国企改革发展和党的建设的重要论述精神,增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”,立足新发展阶段、贯彻新发展理念、融入新发展格局,坚持稳中求进工作总基调,以推动高质量发展为主题,以改革创新为根本动力,统筹发展和安全,深化试点改革,优化业务布局,提升党建质量,充分发挥国有资本投资公司的引领、带动作用,打造“新国投”,建设世界一流资本投资公司。

八、 财务分析

1. 财务概况

公司2018—2019年财务数据均经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了无保留意见的审计结论;公司2020年财务数据经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了无保留意见的审计结论。

近年来,公司合并范围有一定变化。公司于2019年度执行财政部颁布或修订的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6号文)和《关于修订印发合并财务报表格式(2019版)的通知》(财会〔2019〕16号文)《企业会计准则第7号—非货币性资产交换》《企业会计准则第12号—债务重组》等相关政策,对财务报表和合并财务报表格式进行了修订。公司部分子公司于2019年

度执行《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》等新金融工具准则以及新租赁准则《企业会计准则第21号—租赁》；公司部分子公司于2020年度执行新收入准则《企业会计准则第14号—收入》，相关合并范围变动及会计准则的调整，对公司财务数据的可比性存在一定影响。公司在2020年审计报告中，对2019年相关数据进行了追溯调整，本报告2019年财务数据采用2020年审计报告期初数；2018年财务数据采用2019年审计报告期初数。

截至2020年底，公司合并资产总额6822.70亿元，所有者权益合计（含少数股东权益1200.99亿元）2180.78亿元；2020年，公司实现营业收入1530.79亿元，利润总额220.98亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额7130.48亿元，所有者权益合计（含少数股东权益1228.78亿元）2239.84亿元；2021年1—3月，公司实现营业收入397.73亿元，利润总额74.96亿元。

2. 资产质量

2018—2020年末，公司资产规模大且稳步增长，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金、拆出资金及交易性金融资产占比较高，流动性较好；非流动资产中固定资产占比较大，公司固定资产主要来自电力板块，可为公司带来较为稳定的现金流。

2018—2020年末，伴随业务板块稳步发展，公司资产规模逐年增长，复合增长率为14.62%。截至2020年底，公司合并资产总额6822.70亿元，较年初增长7.92%；构成方面，流动资产占39.57%，非流动资产占60.43%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2018—2020年末，公司流动资产逐年增长，年均复合增长17.16%，主要系货币资金、拆出资金及各类金融资产规模增加所致。截至2020年底，流动资产2699.75亿元，较年初增长10.00%，主要系货币资金增长所致。截至2020年底，公司流动资产构成如表10所示。

表10 公司流动资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
流动资产	1966.75	2454.68	2699.75
其中：货币资金	482.35	650.81	729.02
结算备付金	121.43	128.89	235.98
拆出资金	210.46	306.03	405.00
应收票据及应收账款	138.89	170.08	177.86
存货	160.48	169.39	171.12
买入返售金融资产	133.35	183.84	168.68
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	43.30	58.15	59.24
交易性金融资产	510.34	521.76	503.56

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长22.94%。截至2020年底，公司货币资金729.02亿元，较年初增长12.02%，以银行存款为主。截至2020年底，公司受限货币资金合计68.06亿元，占货币资金的9.34%，主要为定期存单质押、存放在中央银行法定准备金和一般风险准备金专户资金等。

伴随2018年以来证券市场行情回暖，公司结算备付金逐年增长，年均复合增长39.40%。公司拆出资金近三年亦逐年增加，年均复合增长38.72%；拆出资金主要系子公司融资融券业务融出资金，截至2020年底较年初增长32.34%至405.00亿元，计提融出资金减值准备1.53亿元。

公司应收票据及应收账款逐年增加，年均复合增长13.16%。截至2020年底，公司应收票据29.01亿元，较年初变化不大，主要为银行承兑汇票。截至2020年底，公司应收账款账面价值148.84亿元，较年初增长6.51%。截至2020年底，公司账龄1年以内的应收账款占比较高（占68.11%）；公司前五名应收账款合计占比20.89%，包括云南电网有限责任公司、国网新疆电力有限公司哈密供电公司和国家电网公司华北分部等；公司累计已计提应收账款坏账准备30.98亿元，计提比例为17.23%。

2018—2020年末，公司存货逐年增长，年均复合增长3.26%。截至2020年底，公司存货171.12亿元，较年初增长6.31%。其中，库存商品（产成品）占54.40%，原材料占22.16%，自制半成品及在产品占17.83%。截至2020年底，

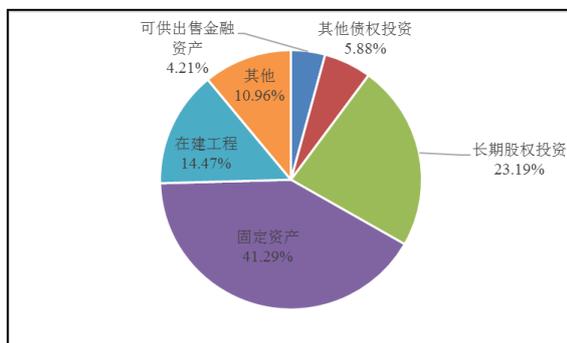
公司计提存货跌价准备 3.80 亿元，计提比例 2.17%。

金融类资产方面，2018—2020 年末，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 12.47%；截至 2020 年底，公司买入返售金融资产 168.68 亿元，构成主要为子公司股票质押回购交易及债券（国债）。2018—2020 年末，公司交易性金融资产逐年下降，年均复合下降 4.63%；截至 2020 年底，公司交易性金融资产 503.56 亿元，较年初减少 3.49%。其中，债务工具占 54.25%、权益工具占 45.14%，其他投资占比低。2018—2020 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产持续增长，年均复合增长 16.97%；截至 2019 年底为 58.15 亿元，较期初增长主要系公司增加信托计划等其他交易性金融资产所致；截至 2020 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产小幅增至 59.24 亿元。

非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 8.29%。截至 2020 年底，公司非流动资产 4122.94 亿元，较年初增长 6.60%，主要系长期股权投资和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由其他债权投资（占 5.88%）、长期股权投资（占 23.19%）、固定资产（占 41.29%）和在建工程（占 14.47%）构成。

图 7 截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 13.85%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 956.15 亿元，较年初增长 12.83%，主要系对联营企业投资增加所致。

2018—2020 年末，公司固定资产规模总体较为稳定，年均复合下降 1.92%；截至 2020 年底，公司固定资产 1702.46 亿元，较年初变化不大。公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备、办公设备等，以房屋及建筑物、机器设备为主，截至 2020 年底分别占 70.36%和 29.01%。截至 2020 年底，公司固定资产成新率为 64.75%，成新率尚可。

2018—2020 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 10.61%；截至 2020 年底，公司在建工程 596.59 亿元，较年初增长 17.75%，主要系在建项目追加投资以及新增金茂世纪中心办公楼建设所致，公司在建项目主要为两河口水电站、杨房沟水电站等多个工程。

金融类资产方面，2018—2020 年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 2.72%；截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 173.70 亿元，较年初增长 4.89%，主要系按公允价值计量的可供出售权益工具增长所致，公司计提 12.44 亿元减值准备。截至 2020 年底，公司债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别为 19.10 亿元、242.49 亿元、47.23 亿元和 37.52 亿元。其中，债权投资主要系委托贷款及应收款项类投资，其他债权投资主要系公司债、企业债、地方债、信托等固定收益投资，其他权益工具主要系证券公司收益互换产品，其他非流动金融资产为权益工具投资。

受限资产方面，截至 2020 年底，公司受限资产合计 434.22 亿元，占资产总额的 6.36%，受限比例较低。

表 11 截至 2020 年底公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

项目	期末账面价值	占资产比	受限原因
货币资金	68.06	1.00	定期存单质押、存放中央银行法定准备金、一般风险准备金专户、银行承兑汇票保证金、信用证保证金等
交易性金融资产	65.49	0.96	用于融资类负债质押
应收票据	3.57	0.05	质押
应收账款	33.89	0.50	质押、抵押贷款
应收款项融资	0.74	0.01	票据质押

存货	1.05	0.02	期货质押、抵押借款、仓单质押
其他债权投资	119.16	1.75	用于融资类负债质押
固定资产	131.29	1.92	借款抵押、融资租赁、尚未办妥产权证
在建工程	2.13	0.03	借款抵押
无形资产	8.84	0.13	借款抵押
合计	434.22	6.36	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 7130.48 亿元，较上年底增长 4.51%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 42.90%，非流动资产占 57.10%，流动资产占比较上年底有所提升。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模大且逐年增长，少数股东权益占比高，权益结构整体稳定性一般。

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 9.50%，主要系利润留存、资产划拨以及金融资产公允价值变动使得其他综合收益增加所致。截至 2020 年底，公司所有者权益 2180.78 亿元，较年初增长 11.61%，主要系未分配利润与少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.93%，少数股东权益占 55.07%。截至 2020 年底，公司归属于母公司所有者权益 979.79 亿元。其中，实收资本占 34.54%、资本公积占 18.90%、其他综合收益占 5.84%、未分配利润占 34.80%。公司少数股东权益与未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 2239.84 亿元，较上年底增长 2.71%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 45.14%，少数股东权益占比为 54.86%，所有者权益结构较上年底变动不大。

(2) 负债

伴随对外融资规模扩大，公司负债及债务规模均逐年扩大，负债结构较为均衡。公司整体债务压力较大，但债务结构合理，且银行对公司的认可程度高，整体支持力度强。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.08%。截至 2020 年底，公司负债总额 4641.91 亿元，较年初增长 6.26%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 48.27%，非流动负债占 51.73%，公司负债结构相对均衡，流动负债占比较年初提升 3.82 个百分点。

流动负债

2018—2020 年末，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 12.49%，主要系短期借款、代理买卖证券款及一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2020 年底，公司流动负债 2240.52 亿元，较年初增长 15.40%，流动负债构成如表 12 所示。

表 12 公司流动负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
流动负债	1770.67	1941.40	2240.52
其中：短期借款	356.66	293.32	396.66
应付票据及应付账款	148.86	160.29	148.21
卖出回购金融资产	222.93	191.71	158.08
其他应付款	234.75	241.91	113.02
代理买卖证券款	319.26	449.43	639.80
一年内到期的非流动负债	247.25	323.83	432.22

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 5.46%。截至 2020 年底，公司短期借款 396.66 亿元，较年初增长 35.23%，主要系信用借款（系子公司安信证券收益凭证发行规模增大所致）增长所致。公司短期借款主要由信用借款和保证借款构成，占比分别为 89.52% 和 6.15%。

2018—2020 年末，公司应付票据及应付账款有所波动，年均复合下降 0.22%。截至 2019 年底，公司应付票据 53.38 亿元，较年初增长 43.14%，主要系银行承兑汇票增加所致；同期，公司应付账款 106.91 亿元，账龄主要集中于 1 年以内及 1~2 年。截至 2020 年底，公司应付票据较年初下降 32.79% 至 35.88 亿元，主要系商业承兑汇票减少所致；应付账款较年初增长 5.07% 至 112.33 亿元，账龄仍主要集中于 1 年以内及

1~2年，占比分别为79.93%和9.06%。

2018—2020年末，公司卖出回购金融资产持续下降，年均复合下降15.79%。截至2020年底，公司卖出回购金融资产款158.08亿元，主要由国债、金融债等债券构成。

2018—2020年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降27.62%。截至2020年底，公司其他应付款113.02亿元，较年初大幅减少48.99%，主要系应付合并结构化主体的其他投资人权益减少所致。

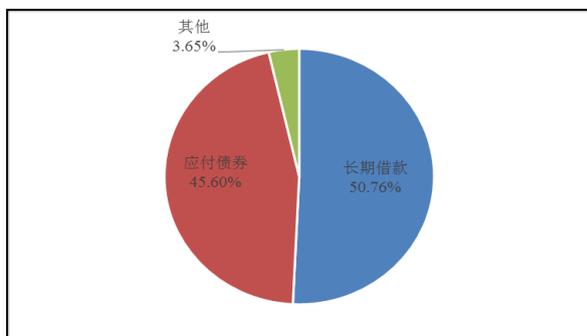
2018—2020年末，公司代理买卖证券款逐年增长，年均复合增长41.56%。截至2020年底，公司代理买卖证券款639.80亿元，较年初增长42.36%，主要系法人客户普通经纪业务量增加所致。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长32.22%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债432.22亿元，较年初增长33.47%，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40.17%）和一年内到期的应付债券（占54.98%）。

非流动负债

2018—2020年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长4.40%，主要系应付债券增加所致。截至2020年底，公司非流动负债2401.39亿元，较年初小幅减少1.05%，主要系长期借款减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占50.76%）和应付债券（占45.60%）构成。

图8 截至2020年底公司非流动负债构成情况



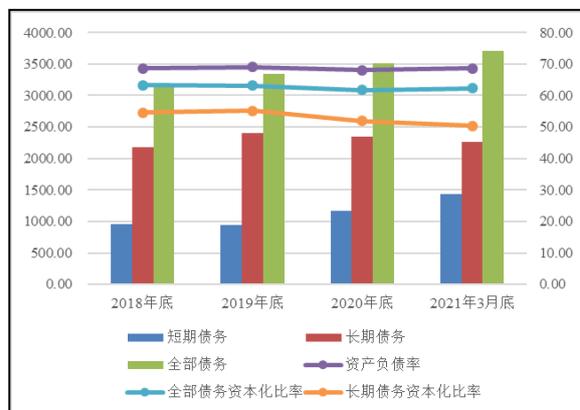
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年末，公司长期借款持续下降，年均复合下降6.64%。截至2020年底，公司长期借款1218.91亿元，较年初下降8.63%；长期借款主要由信用借款和质押借款构成，分别占83.75%和8.02%。2018—2020年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长20.14%。截至2020年底，公司应付债券1094.95亿元，较年初增长6.77%，主要系年内公司债务融资工具发行规模增加所致。

有息债务方面，2018—2020年末，伴随在建项目的不断推进以及对外股权投资的持续增长，公司全部债务逐年增加，年均复合增长率为5.83%。截至2020年底，公司全部债务为3509.37亿元，较年初增长5.04%。其中，短期债务占33.12%，长期债务占66.88%，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。截至2020年底，公司短期债务1162.15亿元，较年初增长23.27%；长期债务2347.22亿元，较年初减少2.13%。

债务指标方面，2018—2020年末，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均呈下降趋势，复合加权均值分别为68.47%、62.42%和53.35%。截至2020年底，公司上述指标值分别为68.04%、61.67%和51.84%，分别较年初下降1.06个百分点、1.42个百分点和3.27个百分点。整体看，公司债务负担较重。

图9 近年公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月底，公司负债总额4890.63亿元，较上年底增长5.36%，主要系流动负债增

长所致。其中，流动负债占 51.73%，非流动负债占 48.27%，公司负债结构相对均衡，流动负债占比较上年底有所提升。截至 2021 年 3 月底，公司流动负债 2529.86 亿元，较上年底增长 12.91%，主要系卖出回购金融资产款增长所致；公司卖出回购金融资产款较上年底大幅增长 109.06%至 330.50 亿元，主要系子公司债券正回购规模增加所致。有息债务方面，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 5.45%至 3700.63 亿元。其中，短期债务占 38.77%，长期债务占 61.23%，公司债务结构仍以长期债务为主。截至 2021 年 3 月底，公司短期债务 1434.63 亿元，较上年底增长 23.45%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 2266.00 亿元，较上年底下降 3.46%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至 2021 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 68.59%、62.30%和 50.29%，较上年底分别提高 0.55 个百分点、提高 0.62 个百分点和下降 1.55 个百分点。

4. 盈利能力

2018-2020 年，公司收入和利润规模逐年扩大。近年来，公司实现投资收益规模大且持续，可对公司利润规模形成持续支持，公司整体盈利能力极强。

2018—2020 年，公司营业总收入²逐年增长，年均复合增长 12.30%。2020 年，公司实现营业收入 1530.79 亿元，同比增长 7.84%。同期，公司实现营业收入 1394.77 亿元，占营业总收入的 91.11%。公司营业总成本³亦逐年增长，2018—2020 年，营业总成本年均复合增长 12.93%；2020 年，公司营业总成本同比增长 7.58%至 1149.09 亿元。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 16.73%。2019 年，公司各项期间费用均同比增长，期间费用总额同比增长 20.31%至 247.93 亿元。2020 年，公司期

间费用总额同比增长 13.26%至 280.79 亿元。从费用构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.31%、52.76%、3.89%和 34.04%，管理费用与财务费用占比较高。其中，销售费用为 26.14 亿元，同比增长 5.54%；管理费用为 148.15 亿元，同比增长 31.46%，主要系职工薪酬提升所致；研发费用为 10.92 亿元，同比增长 22.81%，主要系研发人员人工费用增长所致；财务费用同比下降 5.89%至 95.58 亿元。2020 年，公司期间费用占收入比例为 18.34%，同比提高 0.88 个百分点。

公司各类减值损失（资产减值损失与信用减值损失）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形成。2018—2020 年，公司各类减值损失分别为 19.93 亿元、20.61 亿元和 39.32 亿元。其中，2020 年同比大幅增长 90.78%，主要系坏账损失、可供出售金融资产减值损失、固定资产减值损失增加，以及其他债权投资减值损失增加所致。

表 13 公司盈利概况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入	1213.80	1419.46	1530.79
资产减值损失	19.93	11.88	26.49
信用减值损失	--	8.73	12.83
其他收益	5.78	3.95	4.76
公允价值变动收益	-3.30	30.47	16.87
投资收益	112.78	101.81	157.22
利润总额	193.42	200.81	220.98

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

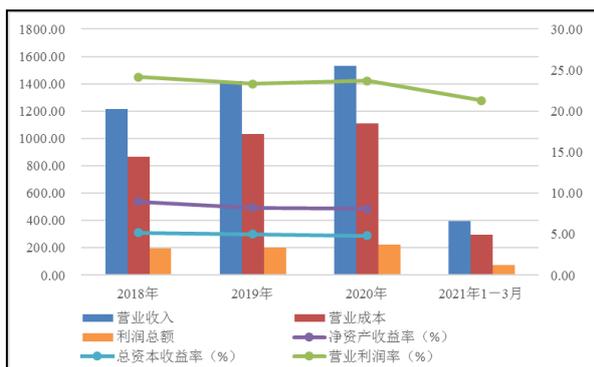
公司投资收益主要来自股权处置产生的投资收益以及旗下金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益，规模较大，对公司营业利润影响较大。2018—2020 年，公司分别实现投资收益 112.78 亿元、101.81 亿元和 157.22 亿元，投资收益对营业利润贡献较高，占比均在 50%以上。公司投资收益受宏观经济环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。

2018—2020 年，公司利润总额分别为 193.42 亿元、200.82 亿元和 220.98 亿元，持续增长，年均复合增长 6.89%。

² 公司营业总收入=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入

³ 公司营业总成本=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出

图 10 近年公司盈利指标情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从主要盈利能力指标看, 2018—2020 年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势, 但公司整体盈利能力仍极强。2020 年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 23.68%、4.81% 和 8.11%, 营业利润率同比增长 0.35 个百分点, 总资本收益率和净资产收益率分别同比下降 0.17 和 0.13 个百分点。

2021 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 397.73 亿元, 同比增长 51.23%; 同期, 实现利润总额 74.96 亿元, 同比大幅增长 161.83%。2021 年 1—3 月, 公司营业利润率较 2020 年下降 2.39 个百分点至 21.28%。

5. 现金流

公司经营活动现金净流入规模快速增长, 投资活动保持较大规模净流出状态, 整体现金流正常。未来伴随目前在建工程的持续投入建设, 公司存在一定外部融资需求。

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流均呈净流入态势, 且净流入规模快速增长, 年均复合增长 115.52%, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金及代理买卖证券收到的现金净额增加所致; 2020 年, 公司经营活动现金净流入 223.98 亿元, 同比大幅增长 75.46%。2020 年, 公司经营活动现金流入 1994.15 亿元, 同比增长 21.13%; 经营活动现金流出 1770.17 亿元, 同比增长 16.56%。同期, 公司现金收入比为 100.22%, 同比下降 1.01 个百分点。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流均呈净流出态势。2020 年, 公司投资活动现金流入 825.28 亿元, 同比下降 30.11%, 主要系收回投资收到的现金下降所致; 投资活动现金流出 928.10 亿元, 同比下降 31.56%, 主要系投资支付的现金下降所致。2020 年, 公司投资活动现金净流出 102.82 亿元, 同比下降 41.33%。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 -381.17 亿元、-47.61 亿元和 121.15 亿元。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入分别为 1251.33 亿元、1408.85 亿元和 1994.49 亿元, 持续增长; 筹资活动现金流出分别为 897.82 亿元、1266.30 亿元和 2001.57 亿元。2018—2020 年, 公司筹资活动现金净额分别为 353.52 亿元、142.55 亿元和 -7.09 亿元, 呈逐年下降趋势。2020 年, 公司筹资活动现金流入 1994.49 亿元, 同比增长 41.57%, 主要系收到其他与筹资活动有关的现金增长所致; 筹资活动现金流出 2001.57 亿元, 同比增长 58.06%, 主要系偿还债务支付的现金增长所致。2020 年, 公司筹资性现金流净额呈净流出状态, 主要系偿债规模增加所致。

表 14 公司现金流量概况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1390.14	1646.32	1994.15	760.72
经营活动现金流出小计	1341.91	1518.66	1770.17	582.11
经营现金流量净额	48.22	127.65	223.98	178.61
投资活动现金流入小计	738.46	1180.78	825.28	141.23
投资活动现金流出小计	1167.85	1356.05	928.10	221.13
投资活动现金流量净额	-429.39	-175.27	-102.82	-79.90
筹资活动前现金流量净额	-381.17	-47.61	121.15	98.71
筹资活动现金流入小计	1251.33	1408.85	1994.49	383.51
筹资活动现金流出小计	897.82	1266.30	2001.57	420.20
筹资活动现金流量净额	353.52	142.55	-7.09	-36.69
现金收入比	100.06	101.23	100.22	104.99

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2021 年 1—3 月, 公司经营现金流量净额为 178.61 亿元, 仍保持较大规模净流入; 现金收入比为 104.99%, 较上年有所提升; 投资活动现金

净流出-79.90 亿元，筹资活动前现金流量净额为 98.71 亿元，公司经营性净流入仍可覆盖其投资支出；同期，公司筹资活动受偿还债务支付的现金影响呈现净流出，为-36.69 亿元。

6. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕，短期偿债能力强。公司作为中央直属大型国有投资控股公司之一，资产、收入规模大，政府支持力度很强，直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，2018—2020 年，公司流动比率与速动比率均波动增长；截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别为 120.50% 和 112.86%，均处于较好水平。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比分别为 2.72%、6.57 和 10.00%；现金短期债务比分别为 1.11 倍、1.27

倍和 1.09 倍。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别较 2020 年底小幅上升至 120.92% 和 113.12%；同期现金短期债务比较上年底提升至 1.14 倍。公司现金类资产较为充足，但短期债务规模较大，整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 390.88 亿元、418.74 亿元和 438.62 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，分别为 3.71 倍、3.66 倍和 4.00 倍，EBITDA 对利息保障程度较高；全部债务/EBITDA 波动下降，分别为 8.02 倍、7.98 倍和 8.00 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较强。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，资产及收入规模大，政府支持力度很强，公司整体偿债能力极强。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	111.07	126.42	120.50	120.92
	速动比率 (%)	102.01	118.12	112.86	113.12
	经营现金流动负债比 (%)	2.72	6.57	10.00	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.11	1.27	1.09	1.14
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	390.88	418.74	438.62	--
	全部债务/EBITDA (倍)	8.02	7.98	8.00	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.71	3.66	4.00	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围对外担保余额 34.54 亿元(不含子公司中投保对外担保 490.00 亿元)。其中，对中国大唐集团有限公司担保 25.00 亿元，对国投印尼巴布亚水泥有限公司担保 8.41 亿元。相关对外担保占公司净资产比重小，担保涉及的或有负债风险低。

截至 2021 年 3 月底，公司在各银行的授信额度合计 8675 亿元，未使用授信额度为 5598 亿元。公司作为国务院国资委直属央企，与国内主要商业银行保持良好合作关系，具有极强的间接融资能力；同时，公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务概况

公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，资产规模持续增长；负债规模呈增长趋势，债务负担有所上升；本部收入主要来源于投资收益，同时得到国家大力支持，偿债风险极低。

2018—2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 9.15%。截至 2020 年底，公司母公司口径资产合计 1457.25 亿元，其中非流动资产占比 96.26%。公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，截至 2020 年底为 85.52%。

公司近年母公司口径负债总额波动增长，年均复合增长 10.19%。截至 2020 年底，公司母公司口径负债总额为 769.44 亿元，较年初增长 2.03%。有息债务方面，2018—2020 年末，公司母公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.71%；截至 2020 年底，公司母公司全部债务 740.31 亿元，有息债务以长期债务（占比为 76.55%）为主。债务指标方面，截至 2020 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.80%、51.84% 和 45.17%，分别较年初下降 2.85 个百分点、2.48 个百分点和 6.71 个百分点。

公司本部利润主要来自于投资收益。2020 年，公司本部实现营业收入 4.23 亿元、投资收益 87.94 亿元（同比增长 32.68%），同期实现利润总额 52.47 亿元，同比增长 45.25%。2020 年，母公司净资产收益率为 7.63%，同比提升 1.86 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 1470.85 亿元，所有者权益为 707.46 亿元，负债总额 763.39 亿元；母公司资产负债率 51.90%；全部债务 744.82 亿元。2021 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.80 亿元，利润总额 20.72 亿元，投资收益为 31.75 亿元。

整体看，公司母公司资本实力雄厚，利润主要来自于投资收益，同时可获得国家大力支持，母公司偿债风险极低。

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。

九、 本期公司债券偿还能力分析

相较公司债务水平，本期公司债券发债规模小，对公司负债水平影响小。公司所有者权益、主要利润指标和经营活动现金流对本期公司债券本金的保障效果均很好。

1. 本期公司债券发行对公司负债影响

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务总额为 3493.45 亿元，如本期公司债券发行规模为最高金额 30 亿元，相对于目前公司债务规模，本期公司债券发债规模小，对公司负债水平影响小。

以 2021 年 3 月底财务数据为基础，假设本期公司债券募集资金金额为 30 亿元，本期公司债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 68.72%、62.48% 和 50.62%，相较发行前分别增长 0.13 个百分点、0.18 个百分点和 0.33 个百分点，债务负担略有增加。考虑到本期公司债券募集资金拟用于调整债务结构，公司实际债务指标值或低于预测水平。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018—2020 年及 2021 年一季度财务数据为基础，按本期公司债券发行最高金额 30 亿元进行计算，公司各项指标对于本期公司债券本金的覆盖倍数如表 16，公司所有者权益、主要利润指标和经营活动现金流对本期公司债券本金的保障效果均很好。

表 16 本期公司债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
所有者权益/本期公司债券发行额度	60.63	65.13	72.69	74.66
利润总额/本期公司债券发行额度	6.45	6.69	7.37	2.50
EBITDA/本期公司债券发行额度	13.03	13.96	14.62	/
经营活动现金流入量/本期公司债券发行额度	46.34	54.88	66.47	/
经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度	1.61	4.26	7.47	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至报告出具日，公司存续债券余额合计 551.11 亿元。其中，2021 年剩余到期债务余额 15.00 亿元，2022 年到期债务余额 155.01 亿元，2023 年到期债务余额 91.10 亿元，2024 年到期债务余额 102.00 亿元，188.00 亿元将于 2025 年及之后到期，公司债务结构较为分散，集中兑付压力小。

表17 公司存续债券概况 (单位: 亿元)

年份	债券名称	发行金额	债券余额	到期兑付日
2021年	18 国开投 MTN001A	15.00	15.00	2021-08-23
	小计	15.00	15.00	--
2022年	21 国开投 SCP001	10.00	10.00	2022-04-23
	12 国开投 MTN2	25.00	25.00	2022-10-23
	17 国投 01	20.00	0.01	2022-08-22
	17 国开投 MTN001	20.00	20.00	2022-07-21
	19 国开投 MTN001A	20.00	20.00	2022-03-15
	19 国投 01	20.00	20.00	2022-05-20
	19 国投 03	10.00	10.00	2022-11-13
	19 国开投 MTN002A	20.00	20.00	2022-08-21
	19 国开投 MTN003A	20.00	20.00	2022-11-27
	20 国投 Y2	10.00	10.00	2022-12-03
小计	175.00	155.01	--	
2023年	08 国投债	30.00	30.00	2023-09-08
	16 国投 01	30.00	30.00	2023-06-03
	18 国开投 MTN001B	15.00	15.00	2023-08-23
	18 国投 02	20.00	1.00	2023-05-16
	18 国投 01	30.00	0.10	2023-03-23
	20 国投 Y1	5.00	5.00	2023-02-20
	20 国投 G1	10.00	10.00	2023-03-10
小计	140.00	91.10	--	
2024年	14 国开投 MTN003	40.00	40.00	2024-11-05
	19 国开投 MTN001B	10.00	10.00	2024-03-15
	19 国开投 MTN002B	10.00	10.00	2024-08-21
	19 国开投 MTN003B	10.00	10.00	2024-11-27
	21 国投 01	20.00	20.00	2024-04-12
	21 国投 03	12.00	12.00	2024-06-10
小计	102.00	102.00	--	
2025年及之后	11 国投债 1	30.00	30.00	2026-03-07
	15 国开投 MTN001	25.00	25.00	2025-05-26
	16 国开投 MTN001	30.00	30.00	2026-07-11
	19 国投 02	20.00	20.00	2029-07-25
	19 国投 04	20.00	20.00	2029-11-13
	19 国投债 01	15.00	15.00	2029-12-11
	20 国投 G2	20.00	20.00	2030-03-10
	21 国投 04	18.00	18.00	2026-06-10
21 国投 02	10.00	10.00	2031-04-12	
小计	188.00	188.00	--	
合计		620.00	551.11	--

注: 1. “18国投02”于2021-05-17完成19亿元回售,回售后余额为1亿元; 2. “19国投03”到期日为2024-11-13,2022-11-13为下一回售日; 3. “20国投Y1”与“20国投Y2”为永续期公司债券,到期日分别对应其首个行权日

资料来源: Wind, 联合资信整理

2020年,公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为未来待偿债券本金峰值(2022年到期债务余额155.01亿元)的12.86

倍和1.44倍;EBITDA为公司未来待偿债券本金的0.80倍。

十、 结论

公司作为中央直属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、前瞻性战略性产业、金融及服务业等多个战略业务单元,业务结构多元,整体资产规模大,具备极强的盈利能力和偿债能力。

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以及国内经济形势及国际政治环境变动等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司EBITDA及经营活动现金流对本期公司债券拟发行最高金额覆盖程度很高。

未来,伴随公司在建及拟建电力项目的建设完成,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以及本期公司债券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,本期公司债券到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司概况

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	中国国投高新产业投资有限公司	344840.35	72.36
2	中国国投国际贸易有限公司	206000.00	100.00
3	北京亚华房地产开发有限责任公司	310000.00	100.00
4	国投物业有限责任公司	10000.00	100.00
5	国投物流投资有限公司	79858.00	100.00
6	国投中鲁果汁股份有限公司	26221.00	44.57
7	国投资产管理有限公司	150000.00	100.00
8	中国投融资担保股份有限公司	450000.00	48.93
9	中投咨询有限公司	1600.00	60.00
10	中国电子工程设计院有限公司	50000.00	100.00
11	国投财务有限公司	500000.00	100.00
12	国投交通有限公司	180000.00	100.00
13	国投电力控股股份有限公司	696587.33	47.91
14	中国成套设备进出口集团有限公司	128265.42	100.00
15	融实国际控股有限公司	30029.12	100.00
16	国投交通控股有限公司	200000.00	100.00
17	国投资本股份有限公司	422712.97	45.87
18	国投矿业投资有限公司	122361.00	100.00
19	国投智能科技有限公司	170000.00	100.00
20	国投健康产业投资有限公司	70000.00	100.00
21	国投生物科技投资有限公司	200000.00	100.00
22	国投人力资源服务有限公司	4000.00	100.00
23	国投创益产业基金管理有限公司	3000.00	100.00
24	国投检验检测认证有限公司	8495.00	100.00
25	电子十院技术服务有限公司	20000.00	100.00
26	山东特种设备检验检测集团有限公司	70907.28	51.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1055.01	1201.03	1261.60	1633.91
资产总额 (亿元)	5792.96	6322.12	6822.70	7130.48
所有者权益 (亿元)	1818.86	1953.86	2180.78	2239.84
短期债务 (亿元)	953.62	942.78	1162.15	1434.63
长期债务 (亿元)	2179.78	2398.27	2347.22	2266.00
全部债务 (亿元)	3133.41	3341.05	3509.37	3700.63
营业总收入 (亿元)	1213.80	1419.46	1530.79	397.73
利润总额 (亿元)	193.42	200.82	220.98	74.96
EBITDA (亿元)	390.88	418.74	438.62	--
经营性净现金流 (亿元)	48.22	127.65	223.98	178.61
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.39	9.24	8.85	--
存货周转次数 (次)	7.28	6.65	6.92	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.23	0.23	--
现金收入比 (%)	100.06	101.23	100.22	104.99
营业利润率 (%)	24.16	23.33	23.68	21.28
总资本收益率 (%)	5.16	4.98	4.81	--
净资产收益率 (%)	8.95	8.24	8.11	--
长期债务资本化比率 (%)	54.51	55.11	51.84	50.29
全部债务资本化比率 (%)	63.27	63.10	61.67	62.30
资产负债率 (%)	68.60	69.09	68.04	68.59
流动比率 (%)	111.07	126.42	120.50	120.92
速动比率 (%)	102.01	118.12	112.86	113.12
经营现金流流动负债比 (%)	2.72	6.57	10.00	--
现金短期债务比 (倍)	1.11	1.27	1.09	1.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.71	3.66	4.00	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.02	7.98	8.00	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；公司其他流动负债及长期应付款中有息部分已分别记入短、长期债务和全部债务中进行指标计算
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	52.63	40.36	27.71	54.86
资产总额 (亿元)	1223.20	1411.38	1457.25	1470.85
所有者权益 (亿元)	589.45	625.95	687.81	707.46
短期债务 (亿元)	55.00	69.10	173.63	213.41
长期债务 (亿元)	560.05	675.05	566.68	531.41
全部债务 (亿元)	615.05	744.15	740.31	744.82
营业收入 (亿元)	3.61	4.61	4.23	0.80
利润总额 (亿元)	23.78	36.12	52.47	20.72
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-7.66	-5.58	-7.60	-1.94
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.33	0.34	0.85	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	*	*	*	--
现金收入比 (%)	6.28	0.89	0.01	0.00
营业利润率 (%)	98.52	93.84	93.34	91.83
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	4.03	5.77	7.63	--
长期债务资本化比率 (%)	48.72	51.89	45.17	42.89
全部债务资本化比率 (%)	51.06	54.31	51.84	51.29
资产负债率 (%)	51.81	55.65	52.80	51.90
流动比率 (%)	127.10	56.75	27.58	33.83
速动比率 (%)	127.10	56.75	27.58	33.83
经营现金流动负债比 (%)	-10.53	-5.18	-3.85	--
现金短期债务比 (倍)	0.96	0.58	0.16	0.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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	(营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-税金及附加) / 营业总收入 ×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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+拆入资金+卖出回购金融资产款+其他流动负债(带息部分)

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款(带息部分)

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大

联合资信评估股份有限公司关于 国家开发投资集团有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年国家开发投资集团有限公司年报公告后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家开发投资集团有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对国家开发投资集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大的事项，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、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，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次（期）债券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次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国家开发投资集团有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。