

信用等级公告

联合[2016] 912 号

联合资信评估有限公司通过对国家开发投资公司及其拟发行的
2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

国家开发投资公司
主体长期信用等级为
AAA

国家开发投资公司
2016 年度第一期中期票据信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

国家开发投资公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 30 亿元

本期中期票据期限: 10 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款、补充营运资金

评级时间: 2016 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	3481.20	4617.26	4955.30	4887.41
所有者权益(亿元)	1005.06	1196.43	1411.48	1445.67
长期债务(亿元)	1561.04	1821.27	1841.72	1886.30
全部债务(亿元)	2027.16	2300.49	2275.17	2259.10
营业总收入(亿元)	986.48	1126.20	1042.40	208.28
利润总额(亿元)	115.18	145.38	165.13	40.01
EBITDA(亿元)	292.98	387.20	360.86	--
经营性净现金流(亿元)	212.65	407.35	311.57	25.62
营业利润率(%)	25.58	28.46	32.17	33.09
净资产收益率(%)	9.55	10.03	9.30	--
资产负债率(%)	71.13	74.09	71.52	70.42
全部债务资本化比率(%)	66.85	65.79	61.71	60.98
流动比率(%)	64.22	93.34	99.72	100.85
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	5.94	6.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	3.10	3.41	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	9.77	12.91	12.03	--

注: 1. 2016 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长短期债务。

分析师

黄露 贺苏凝 郭昊
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对国家开发投资公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为大型国有投资控股公司之一,在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面,承担一定国有资产结构调整职能,长期得到国家的大力支持。公司电力、煤炭、化肥、港口等实业板块规模优势明显,产业链协同效应逐步发挥,盈利能力强。同时,联合资信也关注到近年公司债务负担较重、资本支出压力大等因素对其经营及偿债能力带来的不利影响。

近年,公司电力装机规模快速增长,电源结构进一步优化。未来,随着在建拟建大型水电和火电项目建成,公司电力装机规模将进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营性现金流对本期中期票据保障能力很强。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国内大型国有投资控股公司之一,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,得到国家的大力支持。
2. 公司电力、煤炭、化肥、港口等实业板块规模优势明显,市场地位高,竞争实力强,未来随着在建项目投入运营,业务规模将进一步扩大。
3. 随着投资布局逐步完善,公司产业链一体化布局逐步完整,实业产业与金融服务业相互支撑,业务协同效应逐步发挥。
4. 公司盈利及获现能力很强,EBITDA、经

营性现金流对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 持续大规模的投资导致公司债务规模较大，债务负担较重。
2. 公司电力、煤炭、港口等板块投资项目较多，未来面临一定的资本支出压力。
3. 煤炭价格持续低位盘整，一定程度上压缩公司整体利润水平。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与国家开发投资公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与国家开发投资公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由国家开发投资公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、国家开发投资公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

国家开发投资公司（以下简称“公司”或“国投公司”）是根据国务院国函[1994]84号文批准，于1994年开始筹备，并于1995年5月正式成立，注册资本58亿元，国务院国有资产监督和管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。公司成立之初，业务基础主要是承接了原国家六大专业投资公司约540个划转项目。公司集中精力清理风险项目资产和债权债务纠纷，明晰产权，奠定发展基础。1996年初，基于原有项目资产基础和国家产业政策，公司确立了电力、煤炭、桥路港、建筑材料、化肥、汽车零部件、化纤及化纤原料、电子、医药等重要产业板块，初步整合集团公司资产，形成了以资产为纽带的母子公司架构。公司注册资本共发生五次变动：1995年成立时公司注册资本58亿元，2005年6月增加至158亿元，2007年11月增加至161.69亿元，2009年1月增加至184.19亿元，2009年11月增加至194.71亿元；2013年和2014年，国务院国资委分别转增公司实收资本19.44亿元和10.00亿元；截至2016年3月底，公司实收资本为224.14亿元，由国务院国资委100%出资，国务院国资委是公司的实际控制人。

公司经营范围为：从事能源、交通、原材料、机电轻纺、农业、林业以及其他相关行业政策性建设项目的投资；办理投资项目的股权转让业务；办理投资项目的咨询业务；从事投资项目的产品销售；物业管理；自营和代理除国家组织统一联合经营的16种出口商品和国家实行核定公司经营的14种进口商品以外的其他商品及技术的进出口业务；进料加工和“三来一补”业务；对销贸易和转口贸易。

截至2016年3月底，公司本部下设办公厅、人力资源部、战略发展部、经营管理部、财务会计部、安全生产管理部等14个职能部

门，拥有30家2级子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额4955.30亿元，所有者权益（含少数股东权益701.61亿元）1411.48亿元；2015年公司实现营业总收入1042.40亿元，利润总额165.13亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额4887.41亿元，所有者权益（含少数股东权益716.68亿元）1445.57亿元；2016年1~3月，公司实现营业总收入208.28亿元，利润总额40.01亿元。

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2016年在注册额度内发行2016年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为30亿元。本期中期票据发行期限为10年，所募集资金将用于偿还银行贷款以及补充公司营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导

致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

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

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建

设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

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

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

（一）电力行业

1. 行业概况

2005 年~2015 年电力行业投资规模不断

扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

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

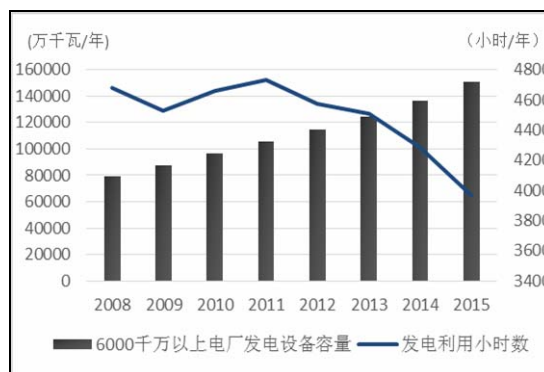
行业运行

2015 年，全国主要电力企业合计完成投资 8694 亿元、同比增长 11.4%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划(2015~2020 年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资 4603 亿元、同比增长 11.7%；完成电源投资 4091 亿元、同比增长 11.0%。全国净增发电装机容量 1.4 亿千瓦，创年度投产规模历史新高。其中风电新增投产超预期、达到历史最大规模。

截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量 15.1 亿千瓦、同比增长 10.5%，供应能力充足；全口径发电量 5.60 万亿千瓦时、同比增长 0.6%；全国发电设备利用小时 3969 小时、同

比降低 349 小时，已连续三年下降。截至 2015 年底，非化石能源发电装机容量和发电量占比分别比 2010 年提高 8.1 和 8.3 个百分点，非化石能源发电装机比重提高到 35.0%，电力供应结构逐年优化。

图 2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：Wind 资讯

电力供需

图 3 近年国内发电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

2015 年，全国全口径发电量 56045 亿千瓦时，同比增长 0.6%，增速较上年回落 3.5 个百分点，为有统计数据以来最低增速。2015 年，全国全口径水电发电量 11143 亿千瓦时，占全部发电量的 19.9%，较上年增长 0.9 个百分点；2015 年，火电发电量 40972 亿千瓦时，占全国发电量的 73.1%，比上年降低 2.2 个百分点，其中燃煤发电量占火电发电量比重 91.9%，燃气发电量占火电发电量比重 4.0%；2015 年，核电、并网风电和太阳能发电量分别为 1695 亿千瓦时、1851 亿千瓦时和 383 亿千瓦时，占全国发电量的比重分别为 3.02%、

3.3%和 0.68%，比上年分别提高 0.6、0.4 和 0.3 个百分点。具体看，近年来电力供应主要特点有：

一是水电投资连续两年下降，水电发电量较快增长，设备利用小时保持较高水平。

“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3200 万千瓦，全年水电投资同口径同比下降 17.0%，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至 2015 年年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3664 和 3669 小时）。

二是并网风电、太阳能装机及发电量快速增长。主要受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；2015 年全年发电量 1851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1728 小时、同比降低 172 小时。近几年国家密集出台了一系列扶持政策，极大促进了太阳能发电规模化发展，东部地区分布式光伏在加快增长，西北地区光伏大基地呈规模化增加，这是“十二五”期间新能源建设发展的亮点。受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响，西北、东北部分风电和太阳能比重较高省份“弃风”、“弃光”问题比较突出。

三是核电投产规模创年度新高，发电量高速增长。2015 年全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2608 万千瓦、同比增长 29.9%。“十二五”时期，核电装机容量净增 1526 万千瓦、年均增长 19.2%。全年核电发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7350 小时、同比降低 437 小时。

四是火电装机大规模投产，发电量连续两年负增长，利用小时创新低。2015 年全年

净增火电装机 7202 万千瓦（其中煤电 5186 万千瓦），为 2009 年以来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4329 小时，同比降低 410 小时。火电设备利用小时持续下降，主要是电力消费增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

2015 年，受国内经济增长放缓、产业结构调整 and 工业转型升级等因素影响，我国全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.2 个百分点。

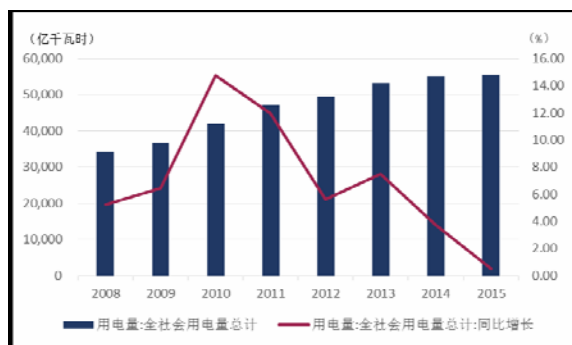
2015 年一、三产业和城乡居民生活用电增速均回升。2015 年，我国用电结构继续优化。第三产业用电比重连续 5 年提高，比上年上升 0.83 个百分点；第一产业和城乡居民生活用电量比重均有所增加，分别比上年增加 0.04 和 0.56 个百分点。第二产业用电占全社会用电比重 72.15%，比上年降低 1.43 个百分点，连续 4 年下降，但仍是拉动全社会用电增长的决定因素。具体来看：2015 年，第一产业用电量 1020 亿千瓦时，同比增长 2.5%，增速比上年上升 2.6 个百分点；2015 年，第二产业用电量 40046 亿千瓦时，同比下降 1.43%，增速较上年回落 5.1 个百分点。受工业增加值增速回落，主要耗电产品产量下降影响，第二产业用电出现负增长；2015 年，第三产业用电量 7158 亿千瓦时，同比增长 7.47%，增速较上年上升 1.07 个百分点；2015 年，城乡居民生活用电量 7276 亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年提高 2.74 个百分点。

受居民用电水平提高以及气温影响，城乡居民生活用电量增速回升。

随着我国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征。电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换挡、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现由高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。

2015 年，全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余，省级电网中，山东、江西、河南、安徽个别时段存在错峰，海南 8 月前电力供应偏紧。

图 4 近年国内用电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大

发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

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

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

2. 行业关注

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。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011 年 11 月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012 年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至 2013 年三季度，2013 年 9 月环渤海动力煤价为 546 元/吨，较 2012 年底下降 13.88%。2013 年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013 年底为 631 元/吨，同比下降 0.47%。进入 2014 年，煤炭市场低迷，煤价继续下跌，2014 年 12 月环渤海动力煤价下降至约 525 元/吨，较 2013 年底下降约 17%。进入 2015 年，该

指数继续下跌，截至2015年12月底下跌至约370元/吨，较2014年底跌幅约达30%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》(以下简称“《意见》”)，明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省(区)降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》(发改价格【2015】3105号)规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

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

《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

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

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力

行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

（二）煤炭行业

1. 行业概况

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快

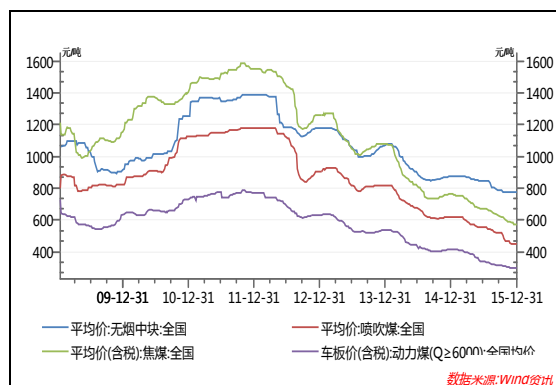
速扩大。2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨。

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪 90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，2011 年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于 2011 年 11 月达至危机后高点。2012 年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为 2000 年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图 5 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

2014 年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据 Wind 资讯统计，截至 2014 年 12 月 12 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 620 元/吨、761 元/吨、872 元/吨和 414 元/吨，同比分别下跌 24.11%、29.47%、17.89% 和 22.76%，较 2012 年同期分别下跌 31.49%、39.56%、26.10% 和 34.39%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 47.41%、50.97%、37.27% 和 46.51%。截至 2015 年 12 月 31 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是 449 元/吨、573 元/吨、774 元/吨和 297 元/吨，分别较 2014 年底下降 27.58%、24.70%、11.24% 和 28.26%。

2. 行业关注

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在 2009 年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在 2012～2014 年。

整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或

关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤

炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、

大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（三）港口行业

1. 行业现状

港口作为国民经济和社会发展的重要基础设施，其发展与国民经济发展水平密切相关。近年来随着中国社会经济的快速发展，港口行业发展较为迅速，货物吞吐能力和吞吐量持续上升。2011 年中国港口保持了相对稳定的运行状况，完成货物吞吐量 100.41 亿吨，同比增长 12.4%，增速较 2010 年略有回落。2012 年受欧债危机持续以及中国宏观经济增速趋缓影响，港口货物吞吐量增速趋于回落。2012 年中国港口完成货物吞吐量 107.76 亿吨，同比增长 7.3%，增速同比下滑 5.1 个百分点。2013 年随着全球经济的缓慢复苏以及中国经济的稳定增长，中国港口吞吐量增速有所企稳回升，2013 年中国港口完成货物吞吐量 117.67 亿吨，同比增长 9.2%，增速同比上升 1.9 个百分点。2014 年受中国宏观经济下行压力加大影响，中国港口完成货物吞吐量 124.52 亿吨，比上年增长 5.8%，增速较上年下滑 3.4 个百分点，其中，沿海港口完成 80.33 亿吨，同比增长 6.2%；内河港口完成 44.19 亿吨，同比增长 5.1%。2015

年经济下行压力依然没有得到有效缓解，

图6 沿海及内河港口货物吞吐量累计同比走势
(单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体来看,港口行业与宏观经济发展状况相关程度极高。2014 年以来,受欧债危机后全球经济复苏缓慢以及中国宏观经济增速趋缓影响,中国港口行业总体运行平稳,货物吞吐量保持相对稳定增长但增速有所回落。

2. 行业经营管理模式

经过多年的改革,目前中国沿海港口管理体制包括一港一企、一港多企、多城共港、多城多港和一企多港等模式。一港一企(一政一企)模式是现阶段中国沿海各港口最主要的运营模式,即港口所在地人民政府按照法律的要求设置港口行政管理部门(港务管理局),由其行使地方政府对港口的行政管理职能,并通过建立自主经营、自负盈亏的港务集团公司的方式从形式上进行港务管理。一港一企模式从实质上仍然未能完全摆脱政企不分的状况,部分港口企业仍存在比较严重的地方保护主义、港口重复建设和经营管理效率低下等问题。另外,部分改制后港口企业肩负着较多社会职能,下属医院、公安、消防等非营利性机构每年相关经费支出较大,影响了港口企业的盈利水平

港口相关费用主要包括码头经营公司向货主收取的货物装卸(包干)费和货物堆存费、向船主收取的船舶使费(包括引航费、拖轮费、停泊费等)、理货和代理公司向货主和船东收取的理货费和代理费以及其他多项

费用(包括解系缆、开关舱、港口建设费等)。上述费用标准主要依据《中华人民共和国港口收费规则(内贸部分)》(交通部令2005年第8号)和《中华人民共和国交通部港口收费规则(外贸部分)(修正)》(交通部2001年交通部令第11号)以及交水发[2005]34号《关于调整港口内贸收费规定和标准的通知》的相关规定,按照费用类别分别以政府定价、政府指导价、自行定价等方式收取。

货物装卸(包干)费和货物堆存费是港口企业最主要的业务收入来源,按照集装箱及散杂货分类收取;其中散杂货费率按照各货种政府指导价上下浮动;内资集装箱码头按照交通部指导费率上浮15%,下浮不限;外资参股集装箱码头可以根据市场情况自行定价。收费标准呈现外贸货物高于内贸货物;集装箱高于干散货的现状。

近年来,中国沿海港口收费费率一直维持在相对较低的水平。主要原因包括:(1)规模较大的世界航运公司(如中国远洋运输(集团)总公司、中国海运(集团)总公司、A.P.Moller-Maersk(马士基集团)、瑞土地中海航运、法国达飞航运等)议价能力较强;(2)目前多数沿海港口除提供货物装卸及货物堆存服务外,还致力于打造新型物流园区,采取综合收费的办法,压低了港口费率;(3)同一腹地范围内的不同港口之间竞争较为激烈。总体来看,目前由于港口间竞争格局不同,港口收费费率存在较大差异。

2014年12月,交通运输部、国家发改委联合下发《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》,决定进一步完善港口收费政策,对竞争性服务收费标准实行市场调节,新规于2015年1月1日起正式执行。根据通知,港口劳务性收费和船舶供应服务收费均由政府指导价、政府定价统一改为市场调节;同时简化收费项目,对内外贸集装箱、散杂货装卸作业费(不含堆存保管费),国际客运码头作业费等各类劳务性收费,由现行按作业环节单独设项收费改为包干收费,综合计收港口作业包干

费，国际客运码头作业包干费统一由国际客运和旅游客运运营企业支付，不得再向旅客收取。港口收费新规的出台将促进行业迈向市场化、健康化的发展路径，定价权收归企业本身有利于竞争实体根据自身情况自行调节经营策略。但鉴于国内部分港口（如丹东港）一直以来便实行包干费统一收费模式，收费标准的调整可能对此类港口影响不大，同时由于港口定价需要综合各方因素尤其是参考竞争对手的费用标准，在短期内竞争性较强区域的港口或不会出现价格迅速调整的情况。

3. 行业发展趋势

根据中港网发布数据显示，2015 年世界港口吞吐量排名前十位中，除第三名、第九名和第十名外，其余座次全部被中国港口包揽，中国港口所完成的货物吞吐量在全球十大货港中所占的比重，由 2014 年的 81.51% 下降至 2015 年的 73.69%，反映出在中国在经济结构转型升级和去产能等供给侧改革等大背景下，中国港口货物吞吐量增长受到影响，出现结相应结构性变化。中国是世界上拥有亿吨港口数量最多的国家。2015 年全国沿海规模以上港口完成货物吞吐量 78.4 亿吨，同比增长 1%，增幅比上年同期回落 4.6 个百分点，其中外贸完成 32.5 亿吨，同比增长 0.7%，增幅比上年同期回落 5.2 个百分点。

随着中国对外开放的深化和市场经济的发展，中国政府在政策上放宽了对外商投资港口的股权限制，并取消了港口用码头的中方控股要求，港口投资主体的多元化步伐逐步加快。近年来大型航运公司、码头运营商以及货主企业参与港口投资、运营，与港口企业实现战略合作，谋求保障其物流链的畅通。其中大型航运公司和码头运营商主要集中于收益较高的集装箱码头或参股港口运营企业；货主企业主要集中于投资专业化铁矿石、原油、煤炭等散货码头。目前在中国沿海港口布局的世界上规模较大的航运公司和码头运营商包括中国远洋运输（集团）总公

司、中国海运（集团）总公司、招商局集团、A.P.Moller-Maersk（马士基集团）、和记黄埔有限公司、新加坡港务集团、迪拜环球港务集团等。货主企业包括首钢集团、宝钢集团、鞍钢集团、神华集团和中国石油、中国石化、华能集团等国内大型钢铁企业和能源类企业。对于港口企业来讲，投资主体的多元化有助于拓展航线和货源，保证吞吐量的增长，拓宽港口建设的融资渠道；但另一方面，由于参与港口投资的航运公司和码头运营商在资金技术和管理水平方面具有明显优势，其进入货运仓储装卸等行业后，必然会加剧港口行业的竞争。

2006年由国务院审议通过的《全国沿海港口布局规划》对中国港口资源进行了一次合理规划，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级。近年来，随着市场化改革不断深入和港口的快速发展，港口之间的竞争也日趋激烈，港口资源整合趋势加快。目前，中国沿海的各大港口已经完成，或在进行或酝酿资产整合，另外部分沿海和内河港口也互相寻求合作共谋发展。相邻或相近的港口实现一体化运营，沿海和内河港口之间的联姻，同一港区不同经营主体相互合作都将成为未来中国港口行业资源整合的主要趋势。港口资源整合有利于港口行业避免资源浪费和同质化竞争；有助于实现集约化发展，提升中国港口在世界上的地位和影响。

依托沿海港口，在内陆省份建起“无水港”已成为中国沿海港口转变发展方式的重要途径。“无水港”是指建立在内陆地区的、具有同沿海港口基本相似功能的货物集散中心。“无水港”配备有海关、检验检疫等通关部门，货物完成通关手续后通过海铁联运、海陆联运和多式联运等方式到港口直接装船，实现了港口后移、就地办单、海铁联运、无缝对接的大通关目标。目前，天津、青岛、大连、营口、宁波、深圳等港口相继建设了内陆无水港，初步搭建起覆盖内陆地区的物

流网络，提高了货源承揽能力。“无水港”通过集疏运系统到“有水港”的港口服务延伸了港口腹地服务范围，使中西部地区成为沿海港口的重要货源地，为内陆省份发展外向型经济和国际化进程起到了至关重要的作用。同时，也增强了沿海港口与内陆经济腹地的联系，对区域经济的辐射力、带动力、影响力进一步增强。未来随着竞争的日趋激烈，为提高货源承揽能力，预计中国沿海港口将进一步加快建设内陆“无水港”的步伐。

随着中国对外贸易的发展，国家通过批准建设保税港区、保税物流园区等方式促进临港物流业发展。保税港区作为目前中国对外开放层次最高、政策最优惠、功能最齐全的特殊经济功能区，叠加了保税区和出口加工区税收和外汇政策，由一个海关统一监管，具备集装箱港口装卸功能以及拆拼箱等增值服务和多式联运物流条件，区内可进行产品研发、加工、制造等，在促进地区经济发展的同时也为当地港口的业务发展提供了良好条件。

总体看，近年来，沿海港口以港口物流服务吸引产业转移、促进临港工业发展，通过合资合作、提供全程物流服务等引进对港口货物吞吐拉动作用大的临港工业项目。未来随着中国宏观经济的持续增长以及出口产品结构转变，以保税港区和临港工业园为代表的临港物流区发展前景良好，对所在地港口业务的促进作用将进一步增强。

4. 行业关注

长期来看，集装箱海运市场与全球经济发展形势息息相关，中国港口集装箱业务将随全球经济增长而增长。但由于欧债危机后全球经济复苏缓慢影响，中国对外贸易增速回落，将继续影响港口集装箱吞吐量增速放缓。

考虑到目前中国宏观经济增速逐步趋缓，短期内以铁矿石、煤炭为代表的散杂货需求预计将会减少，部分专业化港口将受到一定影响。长期来看，随着中国逐步进入工业化后期以及产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港

口吞吐量增长将进一步趋缓，而依托先进制造业和新能源产业的天然气、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。

总体看，近年来，中国港口处于建设的高峰期，目前港口吞吐能力已超实际需求的20%~30%。未来随着新增煤炭、铁矿石、原油专业化泊位产能集中释放，假设港口吞吐量增速持续回落，加上在建及待建的码头，未来中国港口供需结构将进一步失衡，港口企业竞争更加激烈。

五、基础素质分析

1. 产权关系

公司为中央直属国有独资企业，由国务院国资委履行出资人职责，国务院国资委是公司的实际控制人。

2. 企业规模与竞争实力

2013年，公司对业务进行了重新划分，由“实业、服务业、国有资产经营”三大板块调整为“国内实业、金融及服务业、国际业务”，实际运营业务未发生变化。

国内实业

公司国内实业主要包括电力、煤炭、交通和高科技等业务，是公司的经营重点以及主要利润来源。

电力方面，截至2016年3月底，公司火电控股装机容量为1224.60万千瓦，水电装机容量为1672.00万千瓦，风电装机容量为64.05万千瓦，光伏发电装机容量为10.80万千瓦。

煤炭方面，截至2016年3月底，公司已建成煤炭矿井减少至16对，核定生产能力3693万吨，公司煤炭项目公司主要分布在安徽、河南、山东、新疆、山西等地。

交通方面，公司是唯一代表国家管理全国中央级港口经营基金的中央企业，其港口业务基本涵盖全国骨干枢纽港，主要码头分布在长江、长江出海口和沿渤海湾地区。截至2016年3月底，公司已经投运控股港口吞

吐能力达 2.03 亿吨，其中曹妃甸 10000 万吨、京唐港 4400 万吨、洋浦港 760 万吨、镇江港 2694 万吨、孚宝洋浦码头 2400 万吨。

高科技方面，该业务主要包括公司除煤、电、港外的新兴产业及境外项目的控股投资及财务性投资。截至目前，公司主要投资项目包括国投中鲁果汁股份有限公司、亚普汽车零部件股份有限公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、国投重庆页岩气开发利用有限公司、瓮福（集团）有限责任公司和广东中能酒精有限公司。

总体看，电力、煤炭、交通是公司目前的主要投资行业，也是公司长期稳定和长远发展的基础和重点。公司在山西、内蒙等地的煤矿，与唐港铁路、蒙晋铁路，以及国投公司曹妃甸港、京唐港等北方煤炭下水码头，组成了上游产业群；运输船队、南方煤炭上水码头以及沿海燃煤电厂，组成了下游产业群。上下游产业群的形成，初步搭建了公司产业链，公司煤、电、港、运产业之间的互补性有了明显增强，抵御风险的能力得以提升。

金融及服务业

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；资产管理业务通过对不良资产及非主业资产集中处置，优化公司资产结构，截至 2015 年底，公司累计退出项目 1205 个，回收资金 27.38 亿元。另外，公司作为渤海银行 5 家发起成立董事单位之一，目前是渤海银行的第三大股东，此外公司还持有中国人寿、工商银行、中国银行等大型金融上市公司的金融类股权。

2013 年 12 月 19 日，公司受让中国证券投资者保护基金有限责任公司所持安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）57.25% 的股权，成为安信证券的控股股东；截至 2016

年 3 月底，公司通过国投安信股份有限公司（以下简称“国投安信”）持有安信证券 46.18% 股份，成为其实际控制人。安信证券拥有证券、直投、期货、基金等多元化经营平台，有利于公司金融板块竞争力的进一步增强。

国际业务

2013 年，公司将国际业务单独列出，包括境外直接投资、国际贸易、国际合作为业务组合。

截至目前，公司已完成的境外直接投资项目包括亚普汽车燃料系统项目和境外糖联投资租赁经营等，正在开展的投资项目为在印尼西巴布亚省分两期建设 2*3200T/D 新型干法水泥生产线及其配套设施，可年产硅酸盐水泥熟料 105 万吨。

国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目，经营主体为中成集团和电子院。中成集团组织实施成套设备出口和工程承包项目主要分布在亚、非、拉多个国家，涉及建筑、化工、轻工、电力等多个行业，2015 年，中成集团新签合同额总计 47.13 亿元。

国际贸易业务覆盖全球 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、煤炭及矿产品、羊毛化纤、食品等，尤其是棉纱、羊毛、铬矿和部分高端油脂油籽等商品进口额位居国内前列。

整体看，公司调整后的业务框架更为清晰，主业突出，实业投资与服务相互支撑、协同发展的效应开始显现，有力地推动了公司的发展。

3. 人员素质

公司拥有董事长、总裁、副总裁、总裁助理等高级管理人员 9 人。

公司董事长王会生先生，1956 年出生，黑龙江人，大学学历，高级工程师，历任国家计委投资司处长，国家开发银行综合计划局副局长，公司综合计划部主任、总经理助

理兼综合计划部主任、总工程师兼综合计划部主任，公司副总经理、党组成员，公司总裁、党组书记，公司董事长、党组书记，兼任中国投资协会副会长、国有投资公司委员会会长。

公司总裁冯士栋先生，1956 年出生，辽宁人，工学硕士，高级工程师，历任煤炭部办公厅秘书，中国统配煤矿总公司办公厅秘书，国家能源投资公司办公厅秘书，国能煤炭实业开发公司副总经理，国投煤炭公司副总经理、总经理，公司煤炭投资部总经理，国投电力公司总经理，公司副总裁、党组成员，公司总裁、党组成员。

截至 2015 年底，公司职工人数为 74058 人，其中具有研究生及以上学历的占比 4.50%；具有本科学历的占比 20.21%。

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；员工构成合理，能够满足公司运营的需要。

六、管理分析

1. 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。国务院向公司派驻国有重点大型企业监事会，依法对公司的国有资产保值增值状况实施监督。

公司根据公司章程建立了规范的董事会。公司章程规定董事会由 5-13 名董事组成，其中外部董事超过半数，职工董事 1 名。董事会由 8 名董事组成，外部董事 5 名，非外部董事 3 名（其中包括 1 名职工董事）。董事会是公司最高决策机构，董事长是公司法定代表人。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。经理层是公司执行机构，负责支持和执行董事会决策，负责公司日常经营管理活动。

2. 管理水平

对子公司管理方面，公司建立起以资本为纽带的母子公司管理体制，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。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，以集团内部财务公司作为平台，对各单位的资金进行统一归集、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。集团总部财务会计部为集团资金集中管理工作的归口管理部门，负责组织、协调、指导和监督集团整体的资金集中管理工作，制定集团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，编制集团资金平衡计划、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、监督财务公司的业务运作。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，集团总部财务会计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会计部，由集团总部财务会计部根

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、经营管理部、财务会计部和法律事务部从财务评价、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》，一是规定担保对象仅限于公司股权投资企业，且经营正常，相关财务指标符合制度要求。公司严禁对无股权关系的集团外企业提供担保，对参股企业担保实施严格控制。二是担保审批从严控制、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。三是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。四是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，公司跟据《企业会计准则36号-关联方披露》等有关规定，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。

人力资源管理方面，按照分类管理原则，公司建立了母公司—子公司—投资控股企业三个层次的人力资源管理框架和管理机制。母公司直接管理总部部门所属员工和全资、控股子公司等二级机构领导班子成员，其中，二级机构领导班子成员选聘、考核等管理工作由公司党组直接负责，人力资源部具体组织实施。全资、控股子公司等二级机构均相应建立了人力资源管理机构，按照母公司的人力资源管理政策，负责本单位各类人力资源的管理。对三级投资控股企业人力资源的管理，公司按照法人治理结构，通过董事会、监事会等治理机构进行管理；公司根据《控股投资企业要素管理纲要》、《子公司人力资源管理流程》、《项目经理工作手册》、《控股投资企业负责人管理指导意见》、《控股投资企业负责人绩效考核和薪酬管理指导意见》等制度，明确了总部、子公司和控股企业在人力资源管理主要职能上的权限划分和责任。

节能减排管理方面，公司高度重视节能减排工作，通过推进节能减排组织体系、统计监测体系、考核体系，全面提升节能减排水平。集团总部及各级成员单位于2007年4月相继成立节能减排工作领导小组，落实分级负责的工作责任，并建立了能源消耗、主要污染排放三级统计报表体系，对能源消耗、污染排放情况按季度进行统计分析。公司制定了“十一五”节能减排总体目标，将年度节能减排考核指标逐级分解下达并纳入年度绩效考核，根据监测统计结果每年对各成员单位进行考核。

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。但近年来，公司经营规模扩张速度快，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

七、重大事项

经证监会《关于中国证券投资者保护基金公司推出持有安信证券股权方案有关事宜的函》、财政部财金函【2013】111 以及深圳证监局深证局许可字【2013】188 号批准，2013 年 12 月 19 日，国家开发投资公司受让中国证券投资者保护基金有限责任公司所持安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）57.25%的股权，成为安信证券的控股股东。

经深圳证监局深证局机构字【2014】26 号批准，2014 年 4 月 30 日，国家开发投资公司受让浙江金桥创业投资有限公司等 3 家公司合计持有的安信证券 0.75%的股权，完成上述股份转让后，公司持有安信证券 58.01%的股权。

2014 年 11 月 17 日，中纺投资发展股份有限公司（后更名为国投安信股份有限公司，

以下简称“国投安信”）与安信证券全体股东签署了《关于中纺投资发展股份有限公司发行股份购买资产协议》，安信证券全部股东拟以持有的安信证券 100%股份认购国投安信非公开发行的新增 A 股股份。2015 年 2 月 13 日，国投安信发行股份购买安信证券 100%股份并募集配套资金重大资产重组事项，并已完成安信证券 100%股份的过户手续及相关工商备案登记事宜。本次股权变更后，安信证券股东由原来国家开发投资公司等 14 家公司变更为国投安信。

截至 2016 年 3 月底，公司通过国投安信持有安信证券 46.18%股份。安信证券拥有证券、直投、期货、基金等多元化经营平台，有利于公司金融板块竞争力的进一步增强。

八、经营分析

1. 经营现状

2013 年，公司对业务进行了重新划分，由原“实业、服务业、国有资产经营”三大业务板块调整为“国内实业、金融及服务业、国际业务”。

受宏观经济增速放缓、煤炭价格下跌影响，公司主营业务收入规模波动下降。从主营业务构成看，实业板块和国际业务板块是公司收入的重要来源，2015 年，上述板块收入分别占主营业务收入的 65.10%和 31.85%。实业板块中，电力和煤炭业务收入占比高。2014 年，随着装机容量的扩张，公司发电量有所增长，电力板块收入较 2013 年增长 16.15%至 409.25 亿元；但 2015 年，主要因为公司对北京三吉利能源股份有限公司（以下简称“三吉利”）控制力有限，三吉利于 2015 年不再纳入公司合并范围，导致公司装机容量减少，发电量减少，加之上网电价下调，公司电力板块收入同比减少 20.57%至 325.08 亿元。同期，煤炭价格持续低位盘整，导致公司煤炭板块业务收入持续下降，近三年分

别为 176.86 亿元、167.66 亿元和 119.07 亿元。公司 2014 年受让安信证券，但安信证券营业收入主要为利息收入及手续费收入，其并入对公司金融服务板块收入影响有限，近三年该板块收入波动上升，2015 年为 72.49 亿元，占主营业务收入的 8.31%。

毛利率方面，受近年煤炭价格持续下跌影响，一方面，公司电力板块成本持续走低，毛利率不断增长，2015 年为 50.98%，同比上涨 4.69 个百分点。另一方面，公司煤炭项目投资进度有所放缓，煤炭产量及销售均价均

有所下降，毛利率持续下跌，2015 年为 3.87%，同比下降 4.52 个百分点。公司金融及服务业快速发展，2014 年公司启动安信证券与中纺投资的重大资产重组，实现安信证券的整体上市等，壮大公司资金实力，拓宽业务空间，2014 年公司金融与服务业板块实现毛利率 41.97%；此外，由于受宏观经济形势影响，电子院工程设计院及国投安信毛利率下降，导致 2015 年该板块毛利率大幅下降至 28.42%。受上述因素影响，公司整体毛利率小幅增长，2015 年为 27.78%。

表 1 公司主营业务收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务板块		2013 年度			2014 年度			2015 年度			2016 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
实 业 板 块	电力	352.35	36.17	38.84	409.25	38.98	46.29	325.08	37.26	50.98	71.19	39.01	52.72
	煤炭	176.86	18.15	20.55	167.66	15.97	8.39	119.07	13.65	3.87	27.37	15.00	24.41
	交通	39.11	4.01	49.12	39.04	3.72	46.77	32.54	3.73	35.74	5.35	2.93	19.63
	物流	8.84	0.91	-4.86	5.81	0.55	-15.83	0.53	0.06	11.32	--	--	--
	化肥	42.77	4.39	60.74	42.24	4.02	60.32	37.99	4.35	60.59	6.67	3.65	56.07
	高科	48.16	4.94	14.37	50.44	4.80	15.31	52.70	6.04	17.36	13.60	7.45	39.41
	小计	668.09	68.58	33.66	714.44	68.04	35.56	567.91	65.10	37.71	124.18	68.04	43.78
金融及服务 业板块		63.44	6.51	23.39	62.55	5.96	41.97	72.49	8.31	28.42	15.35	8.41	48.27
国际业务板 块		277.15	28.45	5.92	316.04	30.10	4.78	277.82	31.85	5.62	57.40	31.45	2.49
板块间抵消		-34.49	-3.54	--	-43.01	-4.10	--	-45.85	-5.26	--	-14.42	-7.90	--
合计		974.19	100.00	25.98	1050.02	100.00	27.07	872.37	100.00	27.78	182.51	100.00	31.52

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 182.51 亿元，占 2015 年全年的 20.92%。从结构看，各板块对公司收入的贡献较 2015 年变化不大；同期，受国投新集强化内部管理，加强成本管控，毛利率大幅增长影响，公司煤炭板块毛利率大幅增长，带动公司主营业务毛利率较 2015 年底上涨 3.74 个百分点至 31.52%。

总体看，公司主营业务收入规模较大，收入构成以电力、煤炭及国际业务为主，公司整体盈利水平稳步提升。

2. 国内实业板块

实业板块是公司的经营重点以及主要利润来源，也是公司长期稳定和长远发展的基础和重点。公司坚持开发与收购并举之路，努力打造煤、电、港、运产业链。

（一）电力业务

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（截至 2015 年底，公司持股 51.34%，以下简称“国投电力”）及全资子公司国投哈密发电有限公司。国投电力是上交所上市公司，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、甘肃小三峡水电公司、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。

表 2 截至 2016 年 3 月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
	大朝山	135.00	云南	50.00	控股
	小三峡	67.00	甘肃	60.45	控股
	小计	1672.00	-	-	-
火电	北疆	200.00	天津	64.00	控股
	靖远二电	132.00	甘肃	51.22	控股
	嵩屿	120.00	福建	56.00	控股
	昔阳安平	30.00		51.00	控股
	福建太平洋	78.60		51.00	控股
	北海	64.00	广西	55.00	控股
	钦州	126.00		61.00	控股
	宣城	129.00	安徽	51.00	控股
	盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	伊犁	66.00	新疆	100.00	控股
	哈密发电	132.00	新疆、河南	100.00	控股
	国投大同	27.00	山西	95.00	控股
	晋城热电	60.00		99.82	控股
	小计	1224.60	-	-	-
风电	白银风电	9.45	甘肃	64.89	控股
	酒泉一风电	9.90	甘肃	42.18	控股
	酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	青海风电	4.95		64.89	控股
	哈密风电	9.90		64.89	控股
	吐鲁番风电	4.95	新疆	64.89	控股
	东川风电	4.80	云南	64.89	控股
	小计	64.05	-	-	-
光电	敦煌	2.80	甘肃	64.89	控股
	格尔木	5.00	青海	64.89	控股
	石嘴山	3.00	宁夏	64.89	控股
	小计	10.80	-	-	-
合计		2971.45			

资料来源：公司提供

从发电结构上看，公司电源结构逐步优化，截至 2015 年底，公司可控装机容量减少至 2885.50 万千瓦，主要因为公司对三吉利控制力有限，三吉利于 2015 年不再纳入公司合并范围，导致公司火电装机容量减少。截至 2016 年 3 月底，主要因雅砻江桐子林电站一台机组和

哈密风电淖毛湖一期机组投产，公司可供装机容量较年初有所增长，为 2971.45 万千瓦。截至目前，公司全面涉足水、火、风、光各个发电结构领域，电力业务布局完善。其中，火电控股装机容量为 1224.60 万千瓦，水电装机容量为 1672.00 万千瓦，风电装机容量为 64.05

万千瓦，光伏发电装机容量为 10.80 万千瓦。

表 3 公司主要电力经营指标

(单位: 万千瓦、亿千瓦时)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
装机容量	2860.30	3321.75	2885.50	2971.45
发电量	1228.38	1396.83	1261.19	283.30
售电量	1183.02	1348.23	1235.61	274.12

资料来源: 公司提供

发售电量方面, 随着公司装机容量波动变化, 公司发售电量均呈现波动增长趋势。2015 年公司发电量 1261.19 亿千瓦时, 同比减少 9.71%, 一方面由于公司装机容量同比有所减少, 另一方面由于电力需求增速放缓, 导致公司发电量的减少。同期, 公司售电量为 1235.61 亿千瓦时, 同比下降 8.35%。2016 年 1~3 月, 公司实现发电量 283.30 亿千瓦时, 售电量 274.12 亿千瓦时, 分别占 2015 年全年的 22.46% 和 22.18%。

表 4 公司主要电力经营指标 (单位: 元/千万时)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
火电电价	0.4221	0.4155	0.3713	0.3096
水电电价	0.2791	0.2942	0.2903	0.3109
风电电价	0.5347	0.5548	0.5628	0.5740
光伏电价	1.1162	1.1156	1.1127	1.1230

资料来源: 公司提供

电价方面, 受益于节能减排政策的落实, 国家积极扶持清洁能源发电项目, 近年来, 水电、风电和光伏上网电价均呈现小幅上涨趋势; 但由于同期, 政府多次下调火电上网定价, 且公司电力板块中火电占比较高, 其上网电价的下调一定程度上压缩公司电力板块利润。

总体看, 公司电力板块规模较大, 电源结构良好且未来增长潜力较大。未来随着公司在建、拟建项目的投产发电, 公司电源结构将继续优化, 发电能力将有所提升, 综合抗风险能力将继续增强。

(二) 煤炭业务

煤炭板块经营实体主要有全资子公司国投

煤炭有限公司、国投煤炭投资(北京)有限公司及控股子公司国投新集能源股份有限公司(截至 2015 年底持股 35.21%, 以下简称“国投新集”), 经营业务包括煤炭项目投资开发、煤炭开发开采、洗选加工、销售, 以及相关高新技术开发、煤炭工业的节能、节材的综合利用。

截至 2016 年 3 月底, 公司已建成煤炭矿井 16 对, 核定生产能力 3693 万吨。

随着近年来煤炭价格的持续下跌, 市场对煤炭需求有所减弱, 公司也随之减缓了煤矿项目进程速度, 2013~2015 年, 公司控股煤矿企业原煤产量及商品煤销量均呈现下降趋势, 2015 年分别为 2764.35 万吨和 2369.48 万吨, 同比分别下降 12.97% 和 14.04%。2016 年 1~3 月, 公司控股煤矿企业生产原煤 617.52 万吨, 商品煤销量 563.29 万吨, 分别占 2015 年全年的 22.34% 和 23.77%。

表 5 近年来公司煤炭产销情况 (单位: 万吨)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
原煤产量	3327.39	3176.19	2764.35	617.52
商品煤销量	2973.51	2756.47	2369.48	563.29
煤炭均价	407.46	347.57	269.09	268.98

资料来源: 公司提供

公司在山西、内蒙等地的煤矿, 与唐港铁路、蒙晋铁路, 以及国投公司曹妃甸港、京唐港等北方煤炭下水码头, 组成了上游产业群; 运输船队、南方煤炭上水码头以及沿海燃煤电厂, 组成了下游产业群。上下游产业群的形成, 初步搭建了公司产业链。

安全生产管理是煤炭企业各项工作的基础, 也是公司管理工作的重点。公司实行煤矿安全质量标准化, 控股企业所属生产矿井均达到一级以上安全质量标准化标准, 4 处矿井达到国家级安全质量标准化标准。公司每年对所有生产建设矿井进行检查, 针对安全问题提出安全生产建议及相关要求, 并开展生产及改扩建矿井的安全评价及会诊工作。公司通过组织

召开了煤矿安全生产新技术、新装备应用座谈会，引导下属企业积极应用安全生产新技术、新装备、新工艺。此外公司不断推进瓦斯治理工作，5个煤矿已建成瓦斯治理工作体系建设示范矿井并通过国家煤矿安监局验收。

未来，公司将继续在蒙西、陕西、甘肃等煤炭资源富集的区域探索大块整装的资源，建设大型现代化矿井，同时大力发展煤电一体化和煤化工，向下游延伸产业链。

总体来看，公司煤炭业务收入受市场环境影响有所下降，煤炭销售均价呈持续下降态势，目前煤炭市场需求不振，煤炭业务板块面临一定经营压力。

（三）交通业务

公司全资子公司国投交通控股有限公司（以下简称“交通公司”）主要从事港口、公路（含桥梁、场站）和相关配套项目的开发、经营和管理。2015年底，公司控股的港口企业有7家，集中在环渤海地区及长江干线地区，其中曹妃甸港、京唐港、洋浦港、钦州港、湄洲湾、孚宝洋浦港区码头主要从事沿海港口业务，镇江港主要是内河港口业务。与公司形成竞争关系的主要有秦皇岛港以及长江下游的南通港、太仓港以及海南海口港等。

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。截至目前，公司已经投运控股港口吞吐能力达2.03亿吨，其中曹妃甸10000万吨、京唐港4400万吨、洋浦港760万吨、镇江港2694万吨、孚宝洋浦码头2400万吨。

近年来，公司散货吞吐量合计呈现波动下降趋势，2015年交通公司全年完成货物吞吐量1.63亿吨，同比下降20.70%，主要系宏观经济下行影响，公司各港口吞吐量均有所下降所致，其中曹妃甸港口散货吞吐量同比下降35.67%至4913.18万吨；镇江港港口散货吞吐量同比下降17.59%至5575.30万吨。2016年1~3月，控股港口完成吞吐量3768.82万吨，占2015年全年的23.18%。

表6 公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年 1-3月
曹妃甸	6928.00	7637.29	4913.18	1118.68
京唐港	5335.00	5268.07	4964.04	1017.60
洋浦港	824.00	828.74	803.06	194.58
镇江港	7100.00	6765.00	5575.30	1371.10
吞吐量合计	20187.00	20499.10	16255.59	3768.82

资料来源：公司提供

总体看，公司交通业务板块收入较为稳定，主要港口散货吞吐能力有所增长，但受宏观经济增速放缓影响，2015年，公司主要港口散货吞吐量有所下降。

（四）物流

公司全资子公司国投物流投资有限公司是从事物流领域项目投资与经营管理的专业性公司，开展煤炭集运、陆海运输、仓储服务、中转配送、物资交易、信息咨询等业务，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。受行业景气度低迷影响，公司物流板块毛利率为负，公司进而逐步缩减物流板块业务，2014年物流板块收入同比下降34.28%，至2014年四季度，公司全部转让了航运板块。

（五）高科

国投高科技投资有限公司（以下简称“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，先后投资和培育了国投中鲁果汁股份有限公司（以下简称“国投中鲁”）、浙江医药等A股上市公司、亚普汽车部件股份有限公司（以下简称“亚普汽车”）等龙头企业。

国投高科是国家产业技术研究与开发资金试行创业风险投资和中央财政资金参股设立创业投资基金的受托管理机构。

亚普汽车是国投高科的控股子公司，主要从事汽车塑料油箱的生产和销售，主要因为公

司全年新增 6 条生产线，2015 年生产能力大幅提升至 800 万只/年，是国内市场的领军企业，在世界排名第三。2015 年，亚普公司生产油箱 688.33 万只，同比增长 7.66%；同期，公司全年销售邮箱 670.89 万只。

国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售，2015 年国投中鲁产量为 10.88 万吨，同比增长 11.02%，主要以苹果清汁、梨汁和地瓜汁为主。

(六) 化肥业务

公司控股子公司国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）为公司以股权收购方式取得控股的钾肥生产企业，拥有钾肥资源 2.5 亿吨，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。

中国钾资源相对短缺，总体储量仅占全球储量的 3%，近些年产量有较大的增长，但钾肥对进口的依存度仍然保持在 50%以上。国内现有的钾肥产能主要集中在青海格尔木及新疆罗布泊地区，这些地区也是未来开发的重点。从产量上看，由于钾矿资源主要分布在青海和新疆地区，因此产量集中度较高。

国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾，截至 2015 年底，公司拥有年产 140 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 7 公司硫酸钾经营指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
产量（万吨）	147.06	143.29	157.12	59.30
销量（万吨）	160.33	143.21	147.14	31.52
均价（元/吨）	2608.90	2833.99	2576.75	1987.40

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司硫酸钾产量分别为 147.06 万吨、143.29 万吨和 157.12 万吨，呈波动增长态势；硫酸钾销量分别为 160.33 万吨、143.21 万吨和 147.14 万吨，呈波动下降态势。

2013~2015 年，公司化肥销售均价随市场价格波动较大。产销率情况来看，公司 2013~2015 年公司产销率分别为 109.02%、99.94% 和 93.65%，呈持续下降趋势。

总体看，近年来，公司硫酸钾产量波动增长，销量波动下降，均价波动幅度较大。

3. 金融及服务业

公司金融及服务业板块子公司主要有：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“国投信托”）、国投中谷期货有限公司（以下简称“中谷期货”）、国投财务有限公司（以下简称“国投财务公司”）、中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）、中国高新投资集团公司（以下简称“高新公司”）、中国电子工程设计院（以下简称“电子院”）、海峡汇富产业投资基金管理有限公司及安信证券。

国投信托是国投资本控股的控股企业，近年来，国投信托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 2015 年底，国投信托管理规模达 1206 亿元；截至 2016 年 3 月，国投信託管理规模为 1437 亿元，较 2015 年底有所增长。

国投财务公司是公司及下属投资企业与德国裕宝银行共同出资成立的一家金融企业（国投公司持股 90.41%），该公司的成立为集团成员企业提供了一个共享的金融平台。截至 2015 年底，公司成员企业在国投财务公司开户 242 家，全年月均资金归集率为 88.60%；日均吸收存款余额 162.60 亿元；日均贷款余额为 126.10 亿元。

国投瑞银基金管理有限公司是国投信托（持股 51%）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 2015 年底，国投瑞银管理资产总规模 2176 亿元，较上年增加 1187 亿元，增长 120%，其中公募基金规模 960 亿元，较上年增加 494 亿元，同比增长 106%；专户子公司资管计划 1009 亿元，较上年增加 619 亿元，同比增长 159%。

中谷期货是资本控股的投资企业，共有七家分支机构，基本覆盖了沿海发达地区；并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。2015 年，中谷期货吸收合并安信期货，截至 2015 年底，中谷期货保证金规模达到 30 亿元。

中投保业务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。2013 年，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，审慎开展房地产担保，大力推进政府采购担保和预付卡履约担保，谨慎开展钢贸、汽贸、化肥等物流金融担保业务和工程保证担保业务。截至 2015 年底，中投保担保余额达到 1742 亿元。

高新公司是国内最早专业从事创业投资的国有投资公司之一，是国家创新型试点企业、中国创业投资专业委员会副会长和联席会长单位，重点投资领域包括新医药及生物工程、新材料及资源利用、新能源及节能环保、新模式及先进制造业等战略性新兴产业。2015 年，高新公司完成投资项目 14 个，投资额 1.79 亿元，其中高新投资完成投资项目 3 个，投资额 1.49 亿元，回收资金 1.03 亿元；国投创新完成投资项目 2 个，投资额 0.23 亿元；海峡基金完成投资项目 9 个，投资额 0.06 亿元。

电子院定位为公司科技创新的平台。2014 年，电子院新获批国家、地方及行业科研课题 6 项；主编的国家标准《电子工业工程建设项目设计文件编制标准》发布实施，新获批国家标准主编 2 项，参编 8 项；获得授权发明专利 18 项、实用新型专利 7 项，新申请发明专利 18 项、实用新型专利 22 项，软件著作权 1 项。在

海水淡化方面，“低温多效蒸馏海水淡化技术开发及应用”项目顺利通过了省部级科技成果鉴定，实现了海水淡化关键技术及核心设备的国产化；在云计算方面，亚洲单体建筑面积最大的云计算数据中心鹏博士酒仙桥数据中心项目成功运营；在新能源方面，电子院利用在光伏发电和微电网领域的技术优势，依托吐鲁番新能源示范城市项目，提出了具有前瞻性、创新性的规划设计，为城市规划的体制、机制探索了新的道路；节能环保方面，工业余热综合利用技术被列入国家重大科技成果转化支持项目。2015 年，电子院设计咨询业务收入 10.36 亿元，同比增长 4.74%，工程承包业务受到国内整体投资放缓的影响，业务量出现下滑，实现收入 17.60 亿元，同比下降 11.55%。

安信证券在北京、上海、广州、佛山、汕头等地设有 36 家分公司，在全国范围内拥有 178 家证券营业部，全资拥有安信国际金融控股有限公司、安信期货有限公司、安信乾宏投资有限公司；控股安信基金管理有限公司；参股前海股权交易中心有限公司。截至 2015 年底，安信证券资产总额 1363.07 亿元；2015 年实现营业收入 132.41 亿元，净利润 46.01 亿元。

总体看，公司金融及服务板块业务较为齐全，近年来收入规模较为稳定。

4. 国际业务

国际业务以境外直接投资、国际贸易、国际合作为业务组合。

境外直接投资方面，该业务主要是以公司现有产业为基础，投资关系国计民生的基础性、资源性和战略性新兴产业。已完成投资的项目包括亚普汽车燃料系统项目和境外糖联投资租赁经营等项目。目前亚普行业排名中国第一、世界第三，分别在印度、俄罗斯、澳大利亚、捷克等国家设有工厂；在德国、澳大利亚、印度设有工程技术中心。境外糖联业务主要分布在非洲和加勒比地区的多哥、马达加斯加、塞拉利昂、贝宁和牙买加，拥有 8 家投资与租赁

经营糖联企业。印尼西巴布亚水泥项目拟在印尼西巴布亚省分两期建设 2×3200T/D 新型干法水泥生产线（年产水泥 300 万吨）及其配套设施。其中一期工程年产水泥 105 万吨。项目一期总投资估算约为 21.6 亿元人民币。目前厂区、矿区征地等各项开工前准备工作正在稳步推进。

国际贸易方面，该业务主要从事大宗商品国际贸易业务。2000 年以来被评为中国进出口 500 强企业、中国服务业 500 强企业和国家 A 类进出口企业。中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）坚持大宗商品、大市场、大客户的国际贸易格局，并通过专业化、信息化、金融化的融合，构建现代国际贸易经营模式，2015 年进出口额 14.25 亿美元。截至目前，国际贸易业务覆盖全球 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、煤炭及矿产品、羊毛化纤、食品等。其中，棉纱、羊毛、铬矿和部分高端油脂油籽等商品进口额在中国位居前列。

国际合作业务方面，现有国际合作业务包括对外承包工程和政府援助项目，以中国成套设备进出口（集团）总公司（以下简称“中成集团”）和电子院为主。中成集团组织实施成套设备出口和工程承包项目主要分布在亚、非、拉多个国家，涉及建筑、化工、轻工、电力等多个行业，2015 年，中成集团新签合同额总计 47.13 亿元，同比下降 42.30%。援外项目实施是中成集团的传统业务，50 多年来，先后承担并建成各类中国政府对外援助项目 1500 多个，涉及建筑、铁路、公路、电力、化工、机械、纺织、医药、制糖、造纸等 30 多个行业和领域。2014 年，中成集团在建援外项目分布在多哥、塞内加尔等非洲国家，所有境外项目都与所在

国家建立了良好的国际关系。

总体看，公司国际业务规模较大，国际业务的良好发展有利于公司成为“国际一流投资控股公司”的战略目标持续推进。

5. 经营效率

从经营效率指标来看，随着公司营业规模的扩张，公司收入规模有所提高，销售债权周转次数逐年上升，2015 年为 10.04 次；同期，存货周转次数较为平稳，2015 年为 6.01 次；公司总资产规模增幅高于收入增幅，导致总资产周转次数小幅下降，2015 年为 0.22 次。总体看，公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展及投资计划

公司在建投资计划主要方向为电力、煤炭、码头板块。其中，电力板块包括桐子林、两河口等水电项目和天津北疆电厂二期、湄洲湾电厂二期等火电项目，截至 2016 年 3 月底，电力项目计划总投资 1249.74 亿元，已完成投资 353.01 亿元，未来随着电力项目建成投产，公司电源结构将进一步优化，发电能力将进一步增强，综合抗风险能力也将继续增强。煤炭板块受煤价地位盘整影响，公司煤矿建设有所放缓，截至 2016 年 3 月底，公司在建拟建杨村煤矿、板集煤矿等项目，计划总投资 200.25 亿元，已完成投资 88.51 亿元。相比于电力和煤炭项目，公司码头建设投资规模相对较小，计划总投资 51.67 亿元，已完成投资 42.89 亿元，完成度较高，未来投资较小。

表 8 截至 2016 年 3 月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 16 年 3 月底 已投资	投资计划		
	自有资金	外部融资		2016 年	2017 年	2018 年
桐子林水电站	12.51	50.06	51.57	3.54	0.00	0.00
两河口水电站	132.91	531.66	170.9	49.26	55.78	63.22

杨房沟水电站	40.01	160.02	19.74	12.17	10.38	13.22
北疆电厂二期	23.82	95.28	32.16	31.4	29.10	18.30
钦州电厂二期	13.89	55.55	37.65	16.69	7.30	1.50
湄洲湾电厂二期	22.33	45.34	33.38	29.42	3.40	0.90
板集电厂	13.27	53.09	7.61	37.53	0.00	0.00
小计	258.74	991.00	353.01	180.01	105.96	97.14
国投湄洲湾煤炭码头装船泊位及二期一阶段工程	1.88	4.38	2.07	6.00	--	--
钦州港国投煤炭码头工程	4.46	10.4	11.40	2.80	--	--
海南省洋浦港油品码头及配套储运设施工程	10.69	19.86	29.42	0.20	--	--
小计	17.03	34.64	42.89	9.00	--	--
板集煤矿及选煤厂	24.95	40.51	45.13	2.65	2.78	3.15
杨村煤矿及选煤厂	23.07	42.05	21.55	3.68	4.51	3.45
罗钾 120 万吨钾肥扩能	8.86	20.68	18.33	3.41	2.28	1.32
晋城里必煤矿	12.04	28.09	3.50	3.70	3.82	5.82
小计	68.92	131.33	88.51	13.44	13.39	13.74
合计	344.69	1156.97	484.41	202.45	119.35	110.88

资料来源：公司提供

总体看，公司在建拟建项目规模大，计划投资总额 1501.66 亿元，已完成投资 484.41 亿元，预计 2016~2018 年分别投资 202.45 亿元、119.35 亿元和 110.88 亿元，公司未来投资规模大，存在一定筹资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2014 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2015 年财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2014 年公司新纳入投资新设企业 20 家，合并安信证券股份有限公司、福建太平洋电力有限公司和 YFS Automotive System, Inc. 3 家企业，同时有 8 家企业不再纳入合并范围；2015 年公司新增 4 家

企业纳入公司合并范围，同时有 8 家企业不再纳入合并范围。整体看，由于公司 2014 年和 2015 年分别将安信证券和国家核电技术有限公司纳入合并范围，对公司财务报表影响大，财务报表数据较 2013 年不具有连续可比性。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 4955.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益 701.61 亿元）1411.48 亿元；2015 年公司实现营业总收入 1042.40 亿元，利润总额 165.13 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 4887.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益 716.68 亿元）1445.67 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 208.28 亿元，利润总额 40.01 亿元。

2. 资产质量

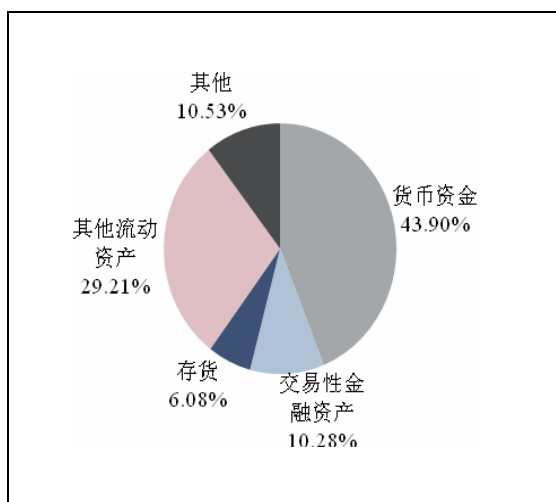
2013~2015 年，受益于经营规模的不断扩大以及公司合并范围的变化，公司资产总额快速增长。截至 2015 年底，公司合并资产总额 4955.30 亿元，其中流动资产占 33.33%，非流动资产占 66.67%，公司资产以非流动资产为主，但非流动资产占比逐年降低。

¹证监会稽查部门已决定对瑞华会计师事务所启动立案调查的行政执法程序。

流动资产

2015 年,受货币资金和其他流动资产快速增长影响,公司流动资产增长较快。截至 2015 年底,公司流动资产合计 1651.68 亿元,主要由货币资金(占 43.90%)、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(占 10.28%)、存货(占 6.08%)和其他流动资产²(占 29.21%)构成。

图7 2015年底公司流动资产构成情况



资料来源:公司审计报告

截至 2015 年底,公司货币资金规模大幅增长至 725.01 亿元,同比增长 35.34%,主要由于银行存款(占比 96.44%)的增长。公司货币资金中,受限资金为 20.77 亿元,受限资金占比小。

2014 年公司受让安信证券,由于安信证券以证券交易、自营和管理为主营业务,交易性金融资产规模大,导致公司交易性金融资产由 2013 年的 8.37 亿元增长至 124.56 亿元。截至 2015 年底,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 169.76 亿元,同比增长 36.29%,主要由于金融性资产的快速增长。

截至 2015 年底,公司应收账款规模小幅波动,账面余额为 91.98 亿元,其中,单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 60.27%,主要为电网(电力)公司应收账款及

应收新能源补贴款,此外,对钢铁、化工、物流和商贸公司的应收账款规模较大,且预计无法全部回收账款而计提 80%以上的坏账准备;组合计提坏账准备的应收账款占 39.04%;单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款占 0.70%;共计提坏账准备 20.72 亿元,计提比例 22.53%,应收账款净额 71.26 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,6 个月以内的占 79.00%,6 个月至 1 年以内的占 5.66%,1~2 年的占 6.84%,2~3 年的占 3.38%,3 年以上的占 5.12%。总体看,公司应收账款账龄结构合理,坏账计提比例尚可,1 年以内应收账款占比高,出现坏账可能性小。

截至 2015 年底,公司存货账面余额为 108.10 亿元,主要由原材料(占 20.84%)和库存商品(占 46.31%)构成;受煤炭价格持续下跌影响,公司 2015 年合计计提存货跌价准备 7.72 亿元,计提比例有所提高。截至 2015 年底,公司存货账面价值为 100.38 亿元,同比下降 20.08%。

2014 年,由于公司将安信证券纳入合并报表,公司融出资金、结算备付金大幅增长,导致公司其他流动资产快速增长。截至 2015 年底,公司其他流动资产 482.45 亿元,其中,融出资金占 57.87%、结算备付金占 30.16%。

非流动资产

近年来,公司非流动资产稳定增长。截至 2015 年底,非流动资产 3303.62 亿元,主要由可供出售金融资产(占 15.26%)、固定资产(占 51.60%)和在建工程(占 19.46%)构成。

2014 年,由于会计准则变更,将公允价值不能可靠计量的投资从长期股权投资中分类至可供出售金融资产核算。2014 年公司可供出售金融资产 342.49 亿元,主要以可供出售的权益工具(152.08 亿元)和集团内各公司购买的理财产品(170.79 亿元)为主。截至 2015 年底,公司可供出售金融资产 504.13 亿元,同比增长 47.20%

截至 2015 年底,公司长期股权投资规模小

²将结算备付金、拆出资金、衍生金融资产和买入返售金融资产计入其他流动资产。

幅增至 161.01 亿元，其中，对联营企业投资占 74.91%，对合营企业投资占 30.31%，对子公司投资占 1.53%。公司所投资企业占比较大的为铁路、港口、电力、矿业和金融业企业。2015 年，公司对长期股权投资计提减值准备 4.23 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产原值 2372.50 亿元，累计折旧 6257.28 亿元，计提减值准备 10.47 亿元，账面价值合计 1704.75 亿元。从构成来看，公司固定资产以房屋及建筑物（占 71.25%）和机器设备（占 27.99%）为主，成新率为 71.85%。

随着公司项目投资的不断增长，公司在建工程有所增长，截至 2015 年底，为 642.76 亿元，同比增长 35.07%，主要由于钦州二期工程、国投湄洲湾二期工程、利辛电厂项目、重庆果园港区工程和北疆电厂二期工程新增投资的快速增长。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产规模 4887.41 亿元，较 2015 年底小幅减少 1.37%；其中，流动资产占 30.93%，非流动资产占 69.07%，资产结构较 2015 年底变化不大。

综合看，公司资产构成仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金、存货、应收账款及其他流动资产占比较高；非流动资产以固定资产和在建工程为主，在建工程以电力、港口项目为主。总体看，公司整体资产质量较好，流动性有所提高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 1411.48 亿元，同比增长 17.97%，一方面由于公司少数股东权益的增长，另一方面，公司发行 30 亿元 2015 年度第二期中期票据（永续债），计入所有者权益。2015 年，公司未分配利润为 170.04 亿元，同比减少 25.21%，主要由于未分配利润中提取盈余公积和一般风险准备的大幅增长，进而导致公司同期盈余公积和一般风险准备的增长。截至 2015 年底，归属于母公司权

益合计 709.87 亿元，其中，实收资本占 31.58%、资本公积占 16.32%、盈余公积占 13.69%、未分配利润占 23.95%。公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 1445.67 亿元，较 2015 年底小幅增长 2.42%，结构较 2015 年底变化不大。

整体看，随着公司合并范围的增长以及未分配利润的增长，公司所有者权益规模稳定增长。

负债

受合并范围变化影响，公司负债规模快速增长。截至 2015 年底，公司负债合计 3543.82 亿元，其中流动负债占 46.74%，非流动负债占 53.26%。公司负债以非流动负债为主，但非流动负债占比小幅下降。

2015 年，公司流动负债同比增长 5.59%至 1656.35 亿元，主要由短期借款（占 7.33%）、应付账款（占 8.72%）、其他应付款（占 9.04%）、一年内到期的非流动负债（占 10.34%）和其他流动负债³（占 53.43%）构成。

2015 年，公司短期借款规模同比下降 30.48%，主要由于信用借款的大幅减少。截至 2015 年底，公司短期借款为 121.41 亿元，其中获得信用借款 108.49 亿元，保证借款 0.55 亿元；以房产及土地为抵押物获得借款 0.06 亿元，以人民币保证金、项目应收款以及部分电费收费权为质押物获得借款 12.31 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款小幅增长至 144.36 亿元，主要为未结算的工程款和保证金。从账龄来看，公司应付账款账龄在 1 年以内占比 76.17%；1~2 年占 17.13%；2~3 年占比 3.26%；3 年以上占比 3.44%。其中 1 年以上逾期的大额应付账款 9.74 亿元，主要为未结算的工程款，其中，应付中交天津航道局有限公司 1.24 亿元、应付山东省显通安装有限公司 1.23 亿元、应付乐亭宏达建筑安装工程有限公司 1.11 亿元以及

³将吸收存款及同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款、应付手续费及佣金和代理买卖证券款计入其他流动负债。

应付中煤第三建设（集团）有限责任公司淮南工程处 1.11 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 149.81 亿元，同比减少 4.21%，主要为应付工程及保证金款、应付合并结构化主体的其他投资人权益、往来款及保证金及押金等。公司账龄超过一年的重要其他应付款主要为扣回质量保证金而未到返回时间尚未追偿的应付款项。

受一年内到期的长期应付款的大幅减少影响，截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债同比减少 14.06% 至 171.21 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占比 91.68%）构成。

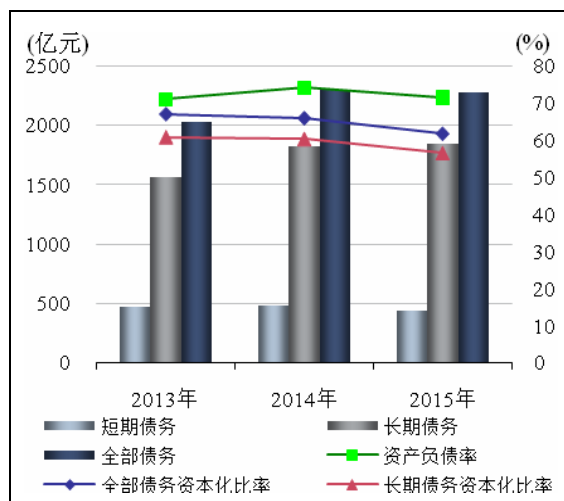
截至 2015 年底，公司其他流动负债 884.93 亿元，同比增长 23.98%，主要由于安信证券以证券交易为主营业务，公司代理买卖证券款规模大幅增长，截至 2015 年底，为 555.81 亿元，同比增长 41.82%。

截至 2015 年底，公司非流动负债同比小幅增长至 1887.47 亿元，主要由长期借款（占比 63.81%）和应付债券（占比 32.91%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款 1204.48 亿元，同比减少 9.00%，主要由信用借款（占比 84.07%）构成。同期，公司应付债券 621.08 亿元，同比大幅增长 41.34%，主要因为 2015 年新增 25 亿元国投集团 2015 年第一期中期票据以及 160 亿元安信证券 2015 年第一期、第二期和第三期短期融资券。

有息债务方面，2015 年公司全部债务规模 2275.17 亿元，其中短期债务占 19.05%，长期债务占比 80.95%，短期债务比重同比小幅下降。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。近三年，公司资产负债率波动上升，三年均值为 72.21%，截至 2015 年底，公司资产负债率为 71.52%；同期，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现下降趋势，三年均值分别为 63.96% 和 58.58%，截至 2015 年底，上述指标分别为 61.71% 和 56.61%。整体看，公司债务规模有所下降，但债务负担依旧较重。

图8 近年公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 3441.74 亿元，较 2015 年底小幅下降 2.88%，其中，流动负债占比 43.56%，非流动负债占比 56.44%，公司流动负债占比小幅下降，整体结构较 2015 年底变化不大。有息债务方面，截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 2259.10 亿元，短期债务占比 16.50%，长期债务占比 83.50%；同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率小幅波动，分别为 70.42%、60.98% 和 56.61%。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可；债务规模有所减少，但整体债务水平偏高，债务负担较重。

4. 盈利能力

公司经营主要以国内实业为主，其中电力板块和煤炭板块收入占比大。2015 年，受宏观经济影响，电力需求增速放缓，煤炭价格持续下跌，导致公司整体营业收入的减少。2015 年，公司实现营业收入 1042.40 亿元，同比减少 7.44%。同期，公司成本同比减少 13.39%，降幅高于收入降幅，导致公司营业利润率同比上升 3.71 个百分点至 32.17%。

期间费用方面，随着业务规模的扩大以及在建项目建设逐步推进，公司的三项费用有所增长。2015 年期间费用合计 225.61 亿元，其

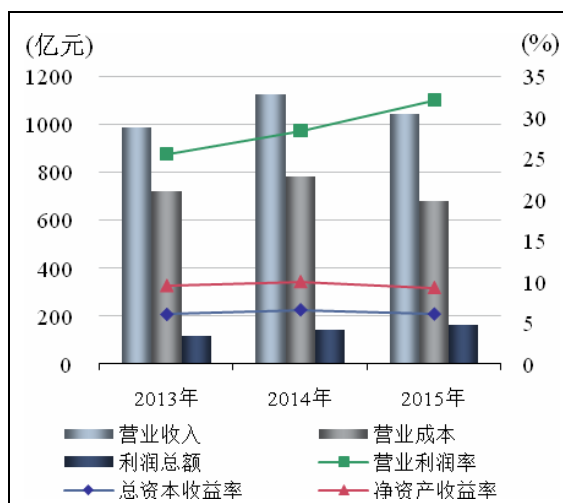
中，由于金融板块在集团内的比重不断扩大，销售人员薪酬增长较快，销售费用快速增长，2015 年为 80.94 亿元，同比增长 68.17%；同期，由于公司长短期债务规模的减少，公司财务费用同比下降 16.39% 至 93.95 亿元。整体看，2015 年，公司期间费用占营业收入的 21.64%，占比小幅提高，期间费用一定程度上侵蚀了公司利润。

2015 年，公司资产减值损失规模快速增长至 32.91 亿元，主要是由于坏账损失（占比 36.71%）、存货跌价损失（占比 14.98%）、固定资产减值损失（占比 14.08%）和在建工程减值损失（占比 14.16%）均大幅增长。

2015 年，受益于投资单位经营情况良好，公司实现投资收益 67.16 亿元，同比增长 24.83%。从构成看，主要为处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益（占比 18.32%）、持有可供出售金融资产期间取得的投资收益（占比 24.39%）以及处置可供出售金融资产取得投资收益（占比 35.38%）等。近年来，公司营业外收入快速增长，2015 年为 235.58 亿元，同比增长 36.40%，主要由于政府补助的快速增长。

受上述因素影响，2015 年公司实现利润总额 165.13 亿元，同比增长 13.59%。

图9 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2013~2015 年，公司总资产

本收益率和净资产收益率有所波动，三年均值分别为 6.24% 和 9.57%；2015 年，上述指标分别为 6.10% 和 9.30%。

2016 年 1~3 月，公司营业总收入规模 208.28 亿元，占 2015 年全年营业收入的 19.98%；同期公司实现利润总额 40.01 亿元，占 2015 年全年利润总额的 24.23%；营业利润率为 33.09%，较 2015 年小幅增长 0.92 个百分点。

总体看，公司业务互补、协同发展，较好地抵御了煤炭市场变化等市场风险。近年，在电力和国际业务等业务推动下，公司利润总额快速增长，营业利润率稳步提升，公司盈利能力进一步增强。

5. 现金流分析

经营活动方面，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入量波动增长。主要由于公司 2014 年受让安信证券，公司销售商品、提供劳务收到的现金、收取利息、手续费及佣金收到的现金以及回购业务资金净增加额均明显增长。但 2015 年，受宏观经济影响，公司电力及煤炭板块收入有所减少，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 17.67%，进而导致公司经营活动现金流入量同比减少 18.23% 至 1318.36 亿元。同期，受煤炭价格下跌影响，公司经营活动现金流出量也有所下降，2015 年为 1006.78 亿元。受此影响，2015 年，公司经营活动产生的现金净流量为 311.57 亿元，同比减少 23.51%。从收入质量看，2013~2015 年公司现金收入比呈下降趋势，2015 年为 90.26%，同比下降 11.21 个百分点，收入实现质量较一般，考虑到公司金融业务收入规模大，公司经营活动获现能力强。未来随着新项目的建成投产，公司经营现金流有望持续稳定增长。

投资活动方面，受收到其他与投资活动收到的现金波动较大影响，公司投资活动现金流入量波动较大，2015 年回落至 627.83 亿元。同期，公司投资活动现金流出主要为购建固定资

产、无形资产等支付的现金及投资支付的现金，2015 年公司投资活动现金流出 848.62 亿元；投资活动现金净流出 220.78 亿元，流出规模大幅增长，公司投资压力有所增强。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款及股权融资的方式获得资金，筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。公司筹资活动现金流入量有所波动。2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 127.49 亿元、109.60 亿元和 160.41 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 247.94 亿元，经营活动现金净流量 25.62 亿元，同期，公司投资活动现金净流出 85.00 亿元，筹资活动现金净流出 57.95 亿元，导致公司货币资金规模减少。

总体看，公司经营净现金流充沛；但由于，公司投资规模较大，存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于 2014 年公司受让安信证券，导致公司流动资产及流动负债均有较大幅度增长，同期公司流动比率和速动比率也有所增长。2015 年，上述指标分别为 99.72% 和 93.66%，同比分别小幅增长 6.38 个百分点和 8.32 个百分点。同期，由于公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，推动公司经营活动流动负债比率同比下降 7.16 个百分点至 18.81%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力有所减弱。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 100.85% 和 94.46%。总体看，公司短期偿债指标均大幅提升，同时考虑到公司充裕的现金类资产以及较大规模的收入和现金流，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，受益于盈利能力的提升，公司 EBITDA 规模波动增长，三年分别为 292.98 亿元、387.20 亿元和 360.86 亿元；2013~2015 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年增

长，2015 年为 3.41 倍，同期，公司全部债务/EBITDA 波动下降至 6.30 倍。公司 EBITDA 对债务和利息的保护程度较高，公司整体偿债能力适宜。

截至 2015 年底，公司对外担保金额 30.04 亿元（不含子公司中投保），占净资产的比率为 2.13%。

表 9 2015 年底对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保方式	反担保方式	担保金额
大唐集团	一般保证	无反担保	250000.00
东源曲靖能源有限公司	一般保证	无反担保	50000.00
大连开发区连城实业公司	一般保证	无反担保	155.00
大连开发区康宁经贸有限公司	一般保证	无反担保	96.70
辽阳农副产品大连公司	一般保证	无反担保	89.00
中国外运哈尔滨公司大连分公司	一般保证		100.00
合计			300440.70

资料来源：公司提供

公司下属子公司中投保属于专业担保机构，其担保业务均为对公司以外的企业担保，2015 年底，中投保净资产为 63.86 亿元，对外担保金额为 1710.66 亿元，其中，金融担保占比约 98.00%。

截至 2016 年 3 月底，公司已获得授信额度 7803.91 亿元，未使用额度 2848.66 亿元，且旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；过往债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司债务履约情况良好。

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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

截至 2016 年 3 月底，公司长期债务和全部债务分别为 1886.30 亿元和 2259.10 亿元。公司本期中期票据发行额度为 30 亿元，分别占 2016 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.59% 和 1.33%，对公司现有债务影响小。

截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.42% 和 60.98%；本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升为 70.60% 和 61.29%，债务负担将进一步加重，但考虑到募集资金将部分用于置换银行贷款，公司发行后的实际债务指标可能低于指标预测值。

2. 本期中期票据的偿债能力

2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 1146.84 亿元、1612.37 亿元和 1318.36 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 38.23 倍、53.75 倍和 43.95 倍；近三年公司经营活动现金净流量分别为 212.65 亿元、407.35 亿元和 311.57 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 7.09 倍、13.58 倍和 10.39 倍。公司经营活动现金流量对本期中期票据保障能力很强。

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 292.98 亿元、387.20 亿元和 360.86 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 9.77 倍、12.91 倍和 12.03 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度很强。

考虑到公司存续期内中期票据包括“14 国开投 MTN001”、“14 国开投 MTN002”、“14 国开投 MTN003”、“15 国开投 MTN001”和“15 国开投 MTN002”，综合上述待偿中期票据，公司全部中期票据的发行额度合计将为 210 亿元。公司中期票据存续期内的偿债高峰期是在 2021 年，最高偿还额度为 45 亿元。2013~2015 年公司经营活动现金流入量分别为 45 亿元中

期票据的 25.49 倍、35.83 倍和 29.30 倍；公司经营活动现金净流量分别为 45 亿元中期票据的 4.73 倍、9.05 倍和 6.92 倍；公司 EBITDA 分别为 45 亿元中期票据的 6.51 倍、8.60 倍和 8.02 倍。整体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对公司中期票据的保障能力很强。

总体看，公司对本期中期票据具备很强的保障能力。

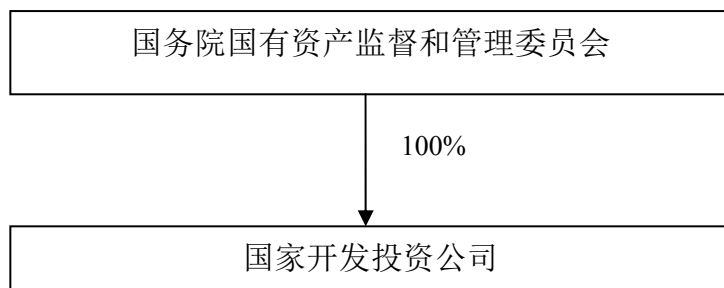
十、结论

作为大型国有投资控股公司之一，公司承担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，得到国家的大力支持。公司电力、煤炭、化肥、港口等主要实业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力强，未来随着在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大。随着投资布局逐步完善，公司产业链协同一体化逐步完整，实业产业与金融服务业相互支撑，业务协同效应逐步发挥。公司电力、煤炭等板块投资项目较多，未来面临一定的资本支出压力。近年，公司电力装机规模快速增长，电源结构进一步优化，未来随着在建拟建大型水电和火电项目建成，电力装机规模将进一步扩大。

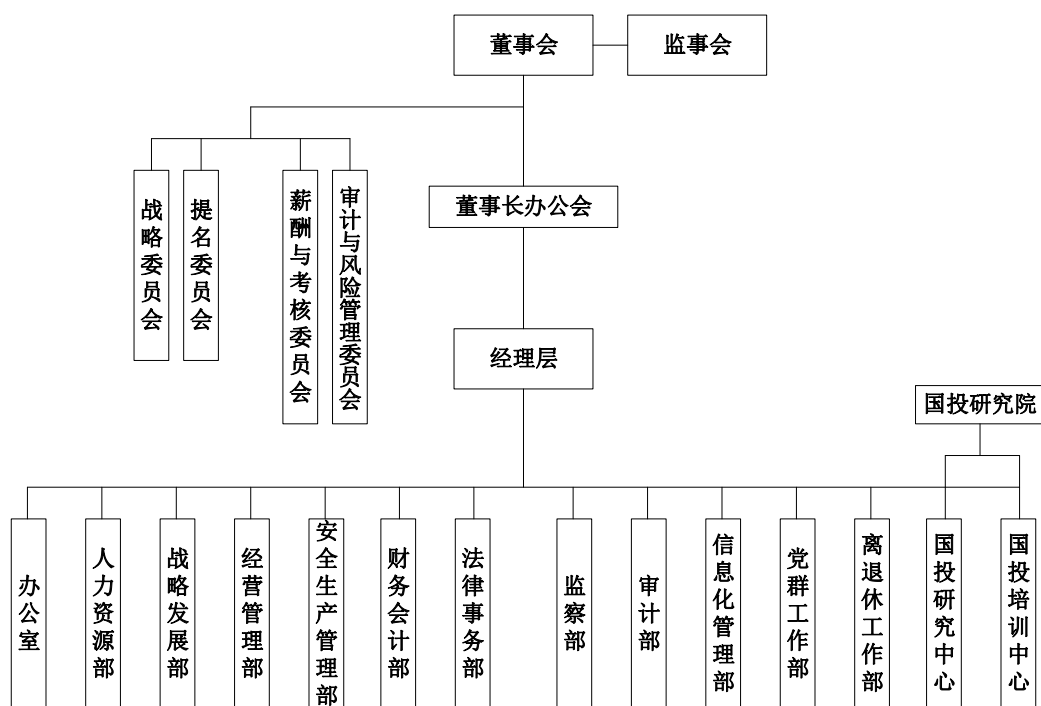
公司经营活动现金流量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	214.87	682.91	915.86	843.15
资产总额(亿元)	3481.20	4617.26	4955.30	4887.41
所有者权益(亿元)	1005.06	1196.43	1411.48	1445.67
短期债务(亿元)	466.13	479.22	433.45	372.79
长期债务(亿元)	1561.04	1821.27	1841.72	1886.30
全部债务(亿元)	2027.16	2300.49	2275.17	2259.10
营业总收入(亿元)	986.48	1126.20	1042.40	208.28
利润总额(亿元)	115.18	145.38	165.13	40.01
EBITDA(亿元)	292.98	387.20	360.86	--
经营性净现金流(亿元)	212.65	407.35	311.57	25.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.32	9.40	10.04	--
存货周转次数(次)	6.01	6.27	6.01	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.28	0.22	--
现金收入比(%)	109.61	101.47	90.26	92.26
营业利润率(%)	25.58	28.46	32.17	33.09
总资本收益率(%)	6.04	6.60	6.10	--
净资产收益率(%)	9.55	10.03	9.30	--
长期债务资本化比率(%)	60.83	60.35	56.61	56.61
全部债务资本化比率(%)	66.85	65.79	61.71	60.98
资产负债率(%)	71.13	74.09	71.52	70.42
流动比率(%)	64.22	93.34	99.72	100.85
速动比率(%)	50.24	85.34	93.66	94.46
经营现金流动负债比(%)	23.89	25.97	18.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	3.10	3.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	5.94	6.30	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	38.23	53.75	43.95	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	7.09	13.58	10.39	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	9.77	12.91	12.03	--

注：1. 2016 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长短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级CCC级（含）以下等级外每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 国家开发投资公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

国家开发投资公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。国家开发投资公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，国家开发投资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公司的经营管理状况及相关信息，如发现国家开发投资公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如国家开发投资公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送国家开发投资公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十七日

