

信用等级公告

联合[2018] 2097 号

联合资信评估有限公司通过对国家开发投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持国家开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“14 国开投 MTN001”、“14 国开投 MTN002”、“14 国开投 MTN003”、“15 国开投 MTN001”、“15 国开投 MTN002”、“16 国开投 MTN001”和“17 国开投 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十七日



国家开发投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 国开投 MTN001	45 亿元	2021/6/16	AAA	AAA
14 国开投 MTN002	40 亿元	2019/8/27	AAA	AAA
14 国开投 MTN003	40 亿元	2024/11/5	AAA	AAA
15 国开投 MTN001	25 亿元	2025/5/26	AAA	AAA
15 国开投 MTN002 ¹	30 亿元	2020/6/16	AAA	AAA
16 国开投 MTN001	30 亿元	2026/7/11	AAA	AAA
17 国开投 MTN001	20 亿元	2022/7/21	AAA	AAA

评级时间: 2018 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	915.86	854.96	842.83	1045.22
资产总额(亿元)	4955.30	4671.16	4935.52	5283.96
所有者权益(亿元)	1411.48	1346.71	1557.03	1588.66
短期债务(亿元)	442.80	362.13	391.90	481.10
长期债务(亿元)	1841.72	1782.96	1861.49	2003.58
全部债务(亿元)	2284.51	2145.09	2253.38	2484.68
营业收入(亿元)	1042.40	870.45	894.03	257.19
利润总额(亿元)	165.13	180.23	182.36	40.74
EBITDA(亿元)	360.86	355.00	353.47	--
经营性净现金流(亿元)	311.57	218.38	11.11	-54.83
营业利润率(%)	32.17	31.79	28.81	27.01
净资产收益率(%)	9.30	10.43	9.38	--
资产负债率(%)	71.52	71.17	68.45	69.93
全部债务资本化比率(%)	61.81	61.43	59.14	61.00
流动比率(%)	99.72	102.43	110.57	116.62
经营现金流流动负债比(%)	18.81	14.50	0.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.33	6.04	6.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	4.09	3.96	--

注: 1. 2018 年一季度财务数据未经审计; 2. 将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入公司短长期债务。

¹ 注: “15 国开投 MTN002” 为永续中票, 在第 5 个和其后每个付息日, 国家开发投资集团有限公司有权按面值加应付利息赎回“15 国开投 MTN002”。

评级观点

国家开发投资集团有限公司(以下简称“公司”)作为中央企业中的大型国有投资控股公司,在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面,承担一定国有资产结构调整职能,公司资本实力雄厚,受国家大力支持。公司目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块。跟踪期内,公司整体资产和收入规模较大,多元化业务结构更为均衡,基础产业板块依旧保持较强规模优势,金融板块业务实现较好发展,盈利能力保持较好水平。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“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或对公司经营带来不利影响。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,维持“14 国开投MTN001”、“14 国开投MTN002”、“14 国开投MTN003”、“15 国开投MTN001”、“15 国开投MTN002”、“16 国开投MTN001”和“17 国开投MTN001”信用等级为AAA。

优势

1. 公司作为国资委下属中央企业中的大型国有投资控股公司,跟踪期内公司资产规模稳步增长,资本实力雄厚,得到国家的大力支持。
2. 跟踪期内,公司多元化业务结构更为均衡,其中基础产业板块规模优势明显,市场地位高,竞争实力较强。未来随着在建电力、港口等项目投入运营,业务规模将进一步扩大、综合成本或将进一步下降。
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,基础产业与金融服务业相互支撑,业务协同效应逐步发挥,抵御风险的能力将得到提升。
4. 跟踪期内,公司收入规模较大,利润总额

有所增长，盈利能力较强。公司 EBITDA 和经营现金流入量对存续期中期票据覆盖程度很高。

关注

1. 公司债务规模较大，债务负担较重；且随着公司在建项目的推进，面临较大的资本支出压力。
2. 公司投资收益对营业利润贡献较大，受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等因素影响，面临一定波动风险。

分析师

黄露 李晨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

声 明

一、本报告引用的资料主要由国家开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、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。

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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

国家开发投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于国家开发投资集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”），原名“国家开发投资公司”，公司根据国务院国函[1994]84号文批准，于1994年开始筹备，并于1995年5月正式成立，初始注册资本为58亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。后历经数次增资，公司注册资本增至224.14亿元。2017年11月，经国务院国资委出具国资改革[2017]1174号文批准，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，改制后更为现名，同时以2016年底经审计的净资产出资（公司所增113.86亿元实收资本来源为资本公积22.08亿元（其中29.44亿元已转实收资本）、盈余公积90.74亿元、未分配利润30.48亿元。），公司注册资本增至338.00亿元。截至2018年3月底，公司实收资本为338.00亿元，由国务院国资委全额出资，国务院国资委是公司的实际控制人。

公司经营范围为：经营国务院授权范围内的国有资产并开展有关投资业务；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；资产管理；经济信息咨询；技术开发、技术服务。

截至2017年底，公司本部下设办公厅（董事会办公室）、人力资源部、战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部等9个职能部门；公司纳入合并报表范围内的二级子公司共计21家。

截至2017年底，公司合并资产总额4935.52亿元，所有者权益（含少数股东权益839.64亿元）1557.03亿元；2017年公司实现营业总收入894.03亿元，利润总额182.36亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额5283.96亿元，所有者权益（含少数股东权益861.96亿元）1588.66亿元；2018年1~3月，公司实现营业总收入257.19亿元，利润总额40.74亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，经联合资信评定的公司存续债券募集资金均已按规定用途使用完毕。截至2018年3月底，尚需偿还债券本金合计230亿元（见表1），公司均已按期支付存续债券利息。

表1 截至2018年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	存续期限	募集资金用途
14 国开投 MTN001	45	45	2014/6/16-2021/6/16	18 亿元用于补充流动资金；27 亿元用于偿还到期债务
14 国开投 MTN002	40	40	2014/8/27-2019/8/27	20 亿元用于补充流动资金；20 亿元用于偿还到期债务
14 国开投 MTN003	40	40	2014/11/5-2024/11/5	20 亿元用于补充流动资金；20 亿元用于偿还到期债务
15 国开投 MTN001	25	25	2015/5/26-2025/5/26	10 亿元用于偿还存量融资；15 亿元用于补充营运资金
15 国开投 MTN002	30	30	2015/6/16-	10 亿元用于偿还下属企业雅砻江流域水电开发有限公司产期贷款；20 亿元用于补充两河口水电站项目建设资金
16 国开投 MTN001	30	30	2016/7/11-2026/7/11	20 亿元用于补充发行人营运资金；10 亿元用于偿还贷款
17 国开投 MTN001	20	20	2017/7/21-2022/7/21	全部用于补充发行人营运资金

合计	230	230	--	--
----	-----	-----	----	----

资料来源：公司提供

注：“15 国开投 MTN002”为永续中票，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回“15 国开投 MTN002”。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改

善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服

装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在

高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

（一）电力行业

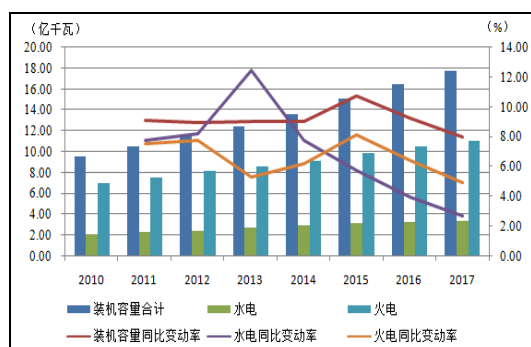
1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增

装机274万千瓦)，分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

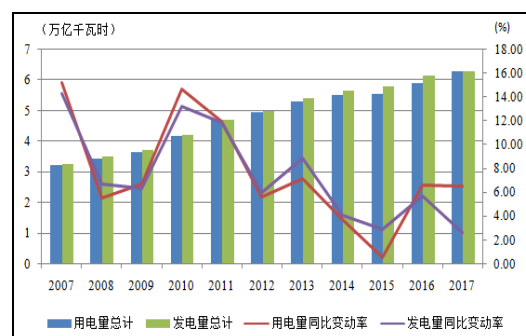
图1 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定，设备利用小时数有望走出趋势性回升。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。

图2 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至670元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问

题。

针对上述问题，2018年1月22日，华能、大唐、华电和国家电投四大国家发电集团联名向国家发改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，报告指出当前煤价过高、运力紧张、库存吃紧，发电行业板块亏损严重，保供形势严峻等重要问题。鉴于此，秦皇岛下令限价，自2018年2月5日起，不允许有高于750元/吨的煤炭进港。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于2016年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。为缓和电力企业的经营压力，2016年11月，在发改委牵头下，煤、电企业再次签定了量价均有约束的长协合同。2017年，煤炭去产能计划进入严格执行的第二年，煤炭价格在全年大部分时间中高位运行。当年11月，发改委再次出台《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，明确要求2018年中长期合同数量应达到自有资源或采购量的75%以上，而且要求全年合同履约不低于90%。这种限量限价的长协合同，一定程度上限制了煤炭成本的过快增长。

此外，2017年6月16日发改委正式下发文件，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金、将重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。随后各省纷纷出台新的火电标杆电价，除少数部分省份未调整外，全国火电标杆电价平均上涨了近1分/千瓦时，在煤价高企的情况下缓解了火电企业的经营困难。

可再生能源电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再

生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，

一定程度上影响电力企业现金流。2018年6月15日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源绿色电力证书交易制度，用绿证的自由交易价格，替代固定财政补贴，探索解决可再生能源补贴缺口问题的有效模式。绿色电力证书制度有望于2018年适时启动强制性约束交易。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃光率22%，同比下降9.3个百分点；甘肃弃光电量18.5亿千瓦时，弃光率20%，同比下降9.8个百分点。整体看，2017年全国发电机组限电率有所下降，但部分地区整体限电量依旧偏高。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，

更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。2017年8月28日，中国国电集团公司(以下简称“国电集团”)收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》(国资改改革[2017]146号)，同意国电集团与神华集团有限责任公司(以下简称“神华集团”)合并重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司(以下简称“国家能投集团”)，作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登记(备案)，国电集团和国家能投集团于2018年2月5日签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。本次合并的实施尚需履行必要的程序及获得其他有权机构必要的批准、核准及同意。但其首次尝试跨行业、上下游一体化重组的强强联手的整合模式，开创煤电央企重组先河，对火电行业的整合提供了可供复制的案例，示范效应凸显。

(二) 港口行业

港口作为国民经济和社会发展的基础设施，其发展与国民经济发展水平密切相关。2017年，中国经济已由高速增长阶段转向高质

量发展阶段，中国国内生产总值(GDP)达到827,122亿元，首次超过80万亿元，较上年增长为6.9%，增速较上年增加0.2个百分点，实现了2010年以来经济增长首次提速。2017年，中国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，较上年增长14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。国内外贸易稳步向好，发展潜力逐步释放，进而也推动了国内港口货物吞吐量的快速增长。2017年全国规模以上港口完成货物吞吐量126.44亿吨，较上年增长6.4%，增速较上年增加3.2个百分点；其中外贸货物吞吐量为40.02亿吨，较上年增长5.7%；集装箱吞吐量为2.37亿TEU，较上年增长8.3%。

港口分布上，中国逐渐确定了中国沿海将形成环渤海、长三角、东南沿海、珠三角、西南沿海等5个集合规模化、集约化、现代化的港口群，强化群体内综合性、大型港口的主体作用，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等8个运输系统的布局。目前在全国沿海初步形成的五大区域港口群中，最主要的三大港口群分别是以上海港为中心，宁波港、连云港港、南通港、张家港为辅助性港口的长江三角洲港口群；以大连港、天津港、青岛港为中心港口，营口港、秦皇岛港、日照港、烟台港为辅助性港口的环渤海港口群；以香港、广州港、深圳港为中心的珠江三角洲港口群。

2017年7月，交通运输部会同国家发改委对《港口收费计费办法》进行了修订(交水发[2017]104号)，调整完善了港口收费指标，改革拖轮费计费方式，将拖轮费由按拖轮马力和使用时间计收调整为按被拖船舶的大小和类型计收，统一制定拖轮费艘次单价；此外优化船舶引航收费结构，增设一档(8万净吨~12万净吨)，并对12万净吨以上的大船引航费实行固定标准上限封顶；进一步减少政府定价收费项目，将国内客运和旅游船舶港口作业费纳入港口作业包干费范围；理货服务费实行市场调节价，不再对国际航线船舶多点挂靠停泊费优惠

和免费堆存保管期统一规定。市场化、规范化的港口收费体系进一步完善。

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。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。此外，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，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，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。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，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，随着中国经济稳中向好发展，港口吞吐量稳步增长，未来随着中国宏观经济的持续增长以及出口产品结构的转变，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。

六、基础素质

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

公司目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块。跟踪期内，公司多元化业务结构更为均衡，基础产业板块依旧保持较强规模优势，金融板块业务实现较好发展。

基础产业

公司基础产业是公司的经营重点以及主要利润来源。公司重点发展以电力为主的能源产业，战略性稀缺性矿产资源开发以及以港口为重点的交通业务。通过优化调整现有基础产业的业务结构，实现电力业务由境内向境外发展，矿业业务由煤炭向战略性稀缺矿产资源开发转型，交通业务加大港口资源整合，进一步夯实发展基础。

前瞻性战略性新兴产业

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

金融及服务业

公司金融及服务业板块主要包括金融业务、资产管理、咨询业务、工程服务、创投业务和物业服务等。金融业务涉足信托、证券投资基金、证券、银行、财务公司、担保、PE、期货、财产保险等多个金融领域。此外，公司作为渤海银行 5 家发起成立董事单位之一，目前是渤海银行的第二大股东。

国际业务

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

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

七、管理分析

2017 年 11 月，经国务院国资委出具国资改革[2017]1174 号文批准，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，改制后公司更为现名，同时以 2016 年末经审计的净资产出

资，公司注册资本增至 338.00 亿元。

2017 年以来，公司管理团队存在一定变动。2017 年 8 月，经国务院决定，同意余剑锋为公司总经理，冯士栋不再担任公司总经理职务；2018 年 2 月，经国务院决定，同意施洪祥为公司总经理，余剑锋不再担任公司总经理职务。

施洪祥，男，1960 年出生，江苏人，大学本科学历，工学学士，高级工程师，北京市政协委员。1983 年 7 月参加工作，1986 年 8 月加入中国共产党。历任水电部基建司、水电建设局干部，国家能源投资公司水电项目部工程师、综合处副处长，公司能源业务部水电处处长、电力事业部综合处处长、副主任，公司发展研究部副主任、战略发展部主任，公司金融投资部代总经理，公司副总经理、党组成员，公司副总经理、党组副书记，现任公司董事、总经理、党组副书记。

公司总经理变动均为正常人事变动，现任公司总经理具有较丰富的管理经验，不会对公司日常管理和经营造成不利影响。

组织结构方面，为贯彻落实国务院国资委关于公司改组为国有资本投资公司的改革要求，公司对总部职能重塑优化；优化后，公司总部设办公厅（董事会办公室）、战略发展部（内设政策研究室）、财务部、法律合规部、监察部（巡视工作办公室）、审计部（内设审计中心）等 9 个职能部门，32 个处室；公司组织结构图如附件 1 所示。2017 年，公司主要内控制度、和管理制度未发生重大变化；公司在公司治理和内部控制等方面，均不存在违反《公司法》、《公司章程》规定的情况。

总体看，跟踪期内，公司管理团队正常变动，对公司经营无影响，改制后公司对总部组织架构进行了优化，公司治理及内控保持稳定。

八、生产经营

1. 经营现状

公司整体经营规模较大，2017 年，公司经

营业绩平稳提升，全年实现营业总收入 894.03 亿元，实现利润总额 182.34 亿元，同比分别增长 2.71%和 1.18%。从公司营业总收入构成来看，公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入三部分构成。其中，营业收入是公司营业总收入的主要来源，2017 年，公司营业收入为 793.87 亿元，同比增长 3.79%，在营业总收入中的占比小幅增至 88.80%。公司手续费及佣金收入主要来自安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”），2017 年，受证券市场行情影响，公司手续费及佣金收入为 62.98 亿元，同比下降 10.96%，在营业总收入中占比为 7.04%。公司利息收入对营业总收入贡献度仍较低，2017 年占比为 4.16%。

从公司营业收入结构来看，2017 年，公司基础产业板块实现收入 385.73 亿元，同比下降 10.30%，主要系 2016 年划拨煤炭板块后矿业板块收入大幅减少所致，其在营业收入中的占比亦降至 48.59%；公司前瞻性战略性新兴产业发展较好，全年实现收入 82.25 亿元，同比增长 7.47%，在营业收入中的占比为 10.36%，变化不大；公司金融及服务业实现收入 80.47 亿元，同比增长 33.52%，在营业收入中的占比有所增长，为 10.14%；伴随国际经济和贸易环境景气度回暖，2017 年公司国际业务收入为 252.47 亿元，同比增长 19.26%，其在营业收入中的占比由上年末的 27.68%增至 31.80%，仍是公司营业收入的重要组成部分。

从毛利率情况来看，2017 年，公司基础产业板块毛利率水平为 41.46%，同比变化不大，其中电力业务受煤炭价格上升及电价下降影响，毛利率降至 40.58%，矿业业务随着硫酸钾销售价格上涨，毛利率大幅增至 59.71%；因 2017 年毛利率较低的物流板块未确认收入，交通物流业务毛利率增至 25.66%；前瞻性战略性新兴产业毛利率水平均变化不大，2017 年为 17.57%；受证券市场行情波动影响，公司金融及服务业毛利率水平为 20.48%，同比有所下降；公司国际业务毛利率水平为 5.68%，仍处

于较低水平。受电力业务和金融板块毛利率下降影响，2017 年公司整体毛利率水平为 25.08%，同比下降 3.61 个百分点，整体毛利率水平一般。

表 2 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务板块		2015 年度			2016 年度			2017 年度		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础产业	电力	332.64	38.13	50.66	292.71	38.27	48.41	316.45	39.86	40.58
	矿业	156.96	17.99	17.61	95.60	12.50	35.74	40.28	5.07	59.71
	交通物流	33.07	3.79	35.35	41.83	5.47	15.71	29.00	3.65	25.66
	小计	522.67	59.91	39.76	430.13	56.24	42.42	385.73	48.59	41.46
前瞻性战略性产业		75.33	8.63	17.06	76.53	10.01	17.26	82.25	10.36	17.57
金融及服务业		65.74	7.54	22.46	60.27	7.88	26.59	80.47	10.14	20.48
国际业务		260.73	29.89	5.00	211.70	27.68	6.37	252.47	31.80	5.68
其他（板块间抵消）		-34.95	--	-4.01	-13.75	-2.33	41.24	-7.05	-1.32	86.67
合计		872.37	100.00	27.78	764.88	100.00	28.70	793.87	100.00	25.08

资料来源：公司提供

公司投资收益规模较大，对公司营业利润影响较大，2017 年公司投资收益同比增长 20.47%至 104.57 亿元，主要系金融产品投资收益和处置部分股权投资收益增长所致；公司投资收益占营业利润的比重为 57.35%，占比同比上升 6.50 个百分点，对营业利润的贡献度进一步增加，处于较高水平。公司投资收益受宏观经济环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 257.19 亿元，实现营业收入 233.76 亿元，分别同比增长 29.51%和 31.19%。从结构看，各板块对公司收入的贡献较 2017 年变化不大。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，营业收入构成仍以基础产业、前瞻性战略性新兴产业和国际业务为主，公司整体毛利率水平尚可。公司投资收益对营业利润贡献较大，面临一定波动风险。

2. 基础产业板块

基础产业板块是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产的主要构成以及利润的重要来源。2016 年，公司完成了对煤炭资产的划拨。2017 年，公司基础产业板块主要包括电力板块、矿业板块和交通物流板块。

（一）电力板块

公司电力板块经营主体主要为控股子公司国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”），截至2017年底，公司持有国投电力49.18%股份。国投电力是上交所上市公司（股票代码：600886.SH），拥有雅砻江流域水电开发有限公司、国投大朝山水电开发有限公司、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。2017年，公司电力板块实现收入为316.45亿元，同比增长8.11%，主要系公司装机容量与发售电量增长所致。

表 3 截至 2018 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
	湄州湾一期	78.60		51.00	控股
	湄州湾二期	200.00		51.00	控股
	北海	64.00	广西	55.00	控股
	钦州	326.00		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	60.00	控股
	小计	1375.60	--	--	--
风电	捡财塘	9.45	甘肃	64.89	控股
	酒泉一风电	9.90		42.18	控股
	酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	青海风电	9.90	青海	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
	景峡风电	10.00		64.89	控股
	烟墩风电	10.00		64.89	控股
	吐鲁番风电	4.95		64.89	控股
	东川风电	9.60	云南	58.40	控股
	武定风电	4.80		58.40	控股
	小计	98.60	--	--	--
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
	宾川	2.00	云南	64.89	控股
	会理	2.00	四川	26.52	控股
	冕宁	1.00	四川	31.20	控股
	小计	15.80	--	--	--

资料来源：公司提供

从装机容量上看,伴随项目新增投产,2017年公司装机容量进一步增长,全年装机容量为3162.00万千瓦,同比增长7.98%,主要系火电与风电装机增长所致。公司全面涉足水、火、风、光等各个发电结构领域,电力业务布局完善,并以水电和火电为主,其中水电主要分布在四川、云南等地,火电主要分布在天津、甘肃、福建、广西等地。截至2017年底,公司水

电装机容量为1672.00万千瓦,火电控股装机容量为1375.60万千瓦,风电装机容量为98.60万千瓦,光伏发电装机容量为15.80万千瓦,2017年公司装机规模为全国第10位。截至2018年3月底,公司装机容量相较2017年无变动。总体看,公司电源结构均衡,全国布局能较大范围抵御季节波动以及局部市场供求风险,抗风险能力较强。

发售电量方面，2017 年公司发电量及售电量均有所增长，全年发电量为 1289.49 亿千瓦时，同比增长 7.07%；售电量为 1255.31 亿千瓦时，同比增长 7.02%。随着售电量增加，2017 年公司电力板块实现收入 316.45 亿元，同比增长 8.11%，收入规模较大。2018 年一季度，公司发电量为 335.88 亿千瓦时，为 2017 年全年的 26.05%；同期售电量为 325.78 亿千瓦时，为 2017 年全年的 25.95%。

表 4 公司主要电力经营指标

(单位：万千瓦、亿千瓦时)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
装机容量	2885.50	2928.45	3162.00	3162.00
发电量	1261.19	1204.36	1289.49	335.88
售电量	1235.61	1173.02	1255.31	325.78

资料来源：公司提供

从电厂平均设备利用小时数来看，受国家倡导清洁能源等政策带动下下游产业需求增长影响，2017 年公司水电平均设备利用小时数小幅增至 4965.00 小时，公司火电平均设备利用小时数由 2016 年的 3700.58 小时降至 3543.00 小时；风电平均设备利用小时数为 1759.00 小时，同比增长 27.42%；光电平均设备利用小时数为 1499.00 小时，同比基本持平。

表 5 公司控股电厂平均设备利用小时数(单位：小时)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
水电	4599.74	4822.39	4965.00	1087.00
火电	3272.26	3700.58	3543.00	1080.00
风电	1360.22	1380.52	1759.00	504.00
光电	1598.06	1520.85	1499.00	392.00

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，2017 年，受政府价格调控影响，公司水电、风电和光电平均销售价格均有一定程度下降，但受煤炭价格上升影响，火电销售价格有所上升；具体看，水电、风电和光电的销售价格分别降至 0.2514 元/千瓦时、0.4730 元/千瓦时和 1.0097 元/千瓦时；而火电销售价格则从 2016 年的 0.3383 元/千瓦

时增长至 2017 年的 0.3574 元/千瓦时。2018 年一季度，公司各版块电力平均销售价格相较 2017 年均有增长，水电、火电、风电与光电的平均销售价格分别增至 0.2904 元/千瓦时、0.3748 元/千瓦时、0.4915 元/千瓦时和 1.0304 元/千瓦时。目前宏观经济仍处于转型调整期间，电力销售价格大幅上升的可能性不大。

表 6 公司主要电力平均销售电价(单位：元/千瓦时)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
水电	0.2903	0.2624	0.2514	0.2904
火电	0.2682	0.3383	0.3574	0.3748
风电	0.5628	0.4873	0.4730	0.4915
光电	1.1127	1.0474	1.0097	1.0304

资料来源：公司提供

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

(二) 矿业板块

2016 年，公司对煤炭资产进行了划拨。目前，国投矿业投资有限公司是公司旗下专业从事矿产资源及其相关产业投资的全资子公司。2016 年剥离煤炭板块后，公司矿业板块主要为化肥业务。目前公司管理投资企业包括：国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）、国投重庆页岩气开发利用有限公司、国投安徽城市资源循环利用有限公司等企业。其中，国投罗钾拥有钾肥资源 2.50 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。国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾，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。受煤炭板块业务划拨影响，2017 年公司矿业板块收入为 40.28 亿元，同比减少 57.90%。

表 7 公司主要化肥硫酸钾经营指标

(单位: 万吨, 元/吨)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产量	156.98	160.60	168.39	55.53
销量	147.14	155.40	182.17	55.91
均价	2505.91	1942.85	2113.43	2496.80

资料来源: 公司提供

2017 年, 公司硫酸钾产销量均同比增长, 产量和销量分别为 168.39 万吨和 182.17 万吨, 分别同比增长 4.85% 和 17.23%。2017 年, 公司产销率为 108.18%, 处于较高水平。2018 年一季度公司硫酸钾产销量分别为 55.53 万吨和 55.91 万吨, 分别为 2017 年全年总量的 32.98% 和 30.69%。售价方面, 2017 年公司硫酸钾销售均价为 2113.43 元/吨, 同比增长 8.78%; 2018 年一季度销售均价为 2496.80 元/吨, 相较 2017 年价格水平增长 18.14%。随着销量和销售均价增加, 2017 年, 公司钾肥业务实现收入 38.50 亿元, 同比增长 27.53%。

总体看, 2017 年, 随着公司钾肥销量和销售均价增长, 公司钾肥业务收入规模增长, 但受剥离煤炭板块的影响, 公司矿业板块的收入有所下降。

(三) 交通物流板块

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。公司全资子公司国投物流投资有限公司 (以下简称“国投物流”) 主要从事物流领域项目投资与经营管理。公司交通物流板块在公司营业收入中的占比较低, 2017 年, 公司交通物流板块实现收入 29.00 亿元, 同比下降 30.70%, 主要系国投物流下属湄洲湾产业园公司工程未确认收入所致。

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。截至 2017 年底, 公司控股的港口企业有 8 家, 集中在环渤海地区及长江干线地区。2017 年随着宏观经济环境企稳, 公司港口散货吞吐量为 18386.87 万吨, 同比增长

19.95%, 其中镇江港散货吞吐量为 7003.20 万吨、曹妃甸散货吞吐量为 5045.00 万吨、京唐港散货吞吐量为 3955.43 万吨。2018 年一季度, 公司港口散货吞吐量为 5416.39 万吨, 为 2017 年全年的 29.46%, 其中曹妃甸、京唐港和镇江港散货吞吐量分别为 1321.31 万吨、1179.37 万吨和 2096.96 万吨。

表 8 公司主要港口散货吞吐量 (单位: 万吨)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
曹妃甸	4913.18	3841.18	5045.00	1321.31
京唐港	4964.04	3816.18	3955.43	1179.37
洋浦港	803.06	772.40	778.40	189.17
镇江港	5575.30	5891.79	7003.20	2096.76
吞吐量合计	16255.59	14321.92	16782.03	4786.61

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, 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。由于湄洲湾产业园公司尚未确认收入, 2017 年, 国投物流未实现收入。

总体看, 跟踪期内, 伴随宏观经济环境企稳, 公司港口散货吞吐量大幅增长, 但受产业园建设尚未确认收入影响, 公司交通物流板块收入有所下降, 对营业收入贡献度仍较低。

3. 前瞻性战略性板块

公司前瞻性战略性板块主要由中国国投高新产业投资有限公司 (以下简称“高新公司”) 负责, 核心控股子公司包括国投高科技投资有限公司 (以下简称“国投高科”)、国投创业投资管理有限公司 (以下简称“国投创业”)、国投创新投资管理有限公司 (以下简称“国投创新”)、国投创益产业基金管理有限公司 (以下简称“国投创益”)、国投创合 (北京) 基金管理有限公司 (以下简称“国投创合”)、

海峡汇富基金管理公司(以下简称“海峡基金”)等。2017年,公司前瞻性战略性板块实现收入82.25亿元,同比增长7.47%,在营业收入中的占比保持稳定。

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,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。截至2017年底,高新公司资产规模162.02亿元,所有者权益123.07亿元;2017年,高新公司实现营业总收入72.58亿元,利润总额20.33亿元。2017年,高新公司本部完成投资项目6个,投资额4.17亿元;国投创新完成投资项目24个,投资额55.30亿元;国投创业完成投资项目26个,投资额36.59亿元;国投创益完成投资项目36个,投资额35.52亿元;国投创合完成投资项目49个,投资额28.63亿元;2017年,海峡基金未新增投资项目。

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,其主要培育了国投中鲁果汁股份有限公司(以下简称“国投中鲁”)和亚普汽车部件股份有限公司(以下简称“亚普汽车”)等A股上市公司。其中,国投中鲁从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售,主要以苹果清汁为主;2017年,国投中鲁苹果清汁产量为10.47万吨,销量为11.40万吨;全年实现营业收入9.86亿元,同比增长2.25%,实现净利润0.12亿元,同比增长35.43%。亚普汽车主要从事汽车塑料油箱的生产和销售,是国内市场的领军企业,2017年亚普汽车油箱产量和销售数量分别为924万只和950万只,均较上年有所增长。

总体看,跟踪期内,公司积极拓展前瞻性战略性板块相关业务,收入规模实现稳步增长。

4. 金融服务业板块

公司先后通过国投资本股份有限公司(以

下简称“国投资本”)、国投财务有限公司(以下简称“国投财务公司”)、国投资产管理有限公司(以下简称“国投资管”)、中国投融资担保股份有限公司(以下简称“中投保”)等企业搭建金融服务平台,涵盖证券、信托、基金、期货、银行、保险、资产管理、担保等多个金融领域,同时涉及工程设计、咨询、物业等其他业务。历经多年发展,金融及服务板块在公司整体业务结构中发挥着越来越重要的作用。2017年,公司金融及服务板块实现营业收入80.47亿元,同比增长33.52%,对营业收入贡献度进一步增加,占比增至10.14%。

公司通过国投资本间接控股安信证券股份有限公司(以下简称“安信证券”)、国投泰康信托有限公司(原“国投信托投资有限公司”,以下简称“国投信托”)涉足证券、信托业务。截至2017年底,国投资本总资产1424.04亿元,所有者权益393.88亿元;2017年,国投资本实现营业总收入103.34亿元,净利润30.28亿元。

安信证券作为公司下属的全国综合性大型券商,具备较强的综合实力。截至2017年底,安信证券在全国范围内拥有316家证券营业部,全资拥有国投安信期货、安信国际金融控股有限公司、安信乾宏投资有限公司,参股安信基金管理有限责任公司等企业,多项业务排名进入全国前列,行业地位不断提升。截至2017年底,安信证券资产总额1273.24亿元,所有者权益306.92亿元;受证券市场行情波动影响,2017年安信证券实现营业总收入88.16亿元,同比下降1.39%,利润总额30.05亿元,同比下降12.16%。2017年,安信证券净资产收益率为8.59%,在证券公司中排名第13位,处于行业上游水平,盈利能力较好。2017年,安信证券分类评价结果仍维持A类A级,保持较好内控水平。

信托业务方面,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 2017 年底，国投信托管理资产规模 3628.05 亿元，同比增长 33.75%；固有业务投资规模合计 57.44 亿元，同比增长 8.40%，主要投资于基金、长期股权投资和其他投资。截至 2017 年底，国投信托资产规模 76.13 亿元，所有者权益 60.85 亿元；2017 年，国投信托实现营业收入 17.96 亿元，同比下降 2.12%。截至 2017 年底，国投信托净资本为 43.86 亿元，开展信托业务等占用的风险资本为 36.61 亿元，净资本高于各项风险资本之和，且高于净资产的 40%，符合《信托公司净资本管理办法》的风险控制指标。

基金业务方面，国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）是国投信托与瑞银集团联合设立的公募基金管理公司，现已建立起覆盖高、中、低风险等级的较为完整的产品线。截至 2017 年底，国投瑞银共管理 68 只公募基金，公募基金管理规模 1000 亿元人民币，业内排名 29/122，国投瑞银非货币基金管理规模 290.66 亿元，业内排名 45/121，母公司专户规模 203.58 亿元，专户子公司管理规模 610.97 亿元，香港子公司管理规模 65 亿元。截至 2017 年底，国投瑞银资产总额 14.28 亿元，所有者权益 10.25 亿元；2017 年，国投瑞银实现营业总收入 7.56 亿元，净利润 2.47 亿元。

期货业务方面，国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）通过做大做强机构客户、开发专业投资者客户，优化了公司的客户结构，保持并提高市场占有率。截至 2017 年底，国投安信期货共有 13 家分支机构，期货保证金规模达到 103.08 亿元；资产总额 123.97 亿元，所有者权益 17.76 亿元。2017 年，国投安信期货实现营业总收入 12.11 亿元，净利润 1.71 亿元。

担保业务方面，中投保经营范围为担保及相关服务、实业项目投资及投资策划、资产受托管理等，目前中投保积极推进风险较低的保

本投资、公共融资等金融担保业务。截至 2017 年底，中投保担保余额 1263.98 亿元，融资性担保业务放大倍数为 2.39 倍。在严格风险管理与控制下，中投保担保代偿率较低，2017 年代偿率为 0.07%，担保损失率保持为 0.00%。截至 2017 年底，中投保资产规模 191.65 亿元，所有者权益 100.29 亿元；2017 年，中投保实现营业收入 6.96 亿元，净利润 6.85 亿元。

国投财务是公司及下属投资企业（国投集团本部持股 35.60%，集团内一致行动人持股合计 100%）成立的一家金融企业，为集团成员企业提供共享金融平台。截至 2017 年底，成员企业在国投财务公司开户 308 家，2017 年新增户数 36 家。2017 年，国投财务公司全年月均资金归集率为 72.05%；日均吸收存款余额 187.23 亿元；日均投放贷款规模为 166.34 亿元。截至 2017 年底，国投财务公司资产规模 273.08 亿元，所有者权益 69.91 亿元；2017 年，国投财务公司实现营业总收入 9.25 亿元，净利润 4.61 亿元。

国投资管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。2017 年度，国投资管销号项目 25 个，回收资金 1.82 亿元。

中国电子工程设计院有限公司（以下简称“电子院”）定位为公司科技创新的平台，承担了多项科研课题，在海水淡化、云计算、新能源和节能环保方面均取得了显著成果。2017 年，电子院设计咨询业务收入 10.00 亿元，同比增长 10.74%；其中设计业务收入 8.80 亿元，咨询业务收入 1.20 亿元；工程承包业务实现收入 51.68 亿元。

总体看，公司金融及服务板块业务较为齐全，跟踪期内收入规模有所增长，在营业收入中的占比呈增长趋势。

5. 国际业务板块

公司国际业务以境外直接投资、国际贸易、

国际合作为业务组合。2017 年，国际经济、贸易环境景气度有所回升，公司国际业务板块收入同比增长 19.26%至 252.47 亿元，在营业收入中的占比增至 31.80%，仍系公司营业收入的重要组成部分。

公司境外直接投资业务主要由融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）负责。融实国际是公司重点打造的海外投融资平台和公司“走出去”战略的重要运营载体，通过对接国际资本，筹建国际并购股权投资基金，针对全球投资机会及企业的并购重组，关注前瞻性、战略性产业，寻找符合国家“一带一路”战略的资源开发机会。

国际贸易方面，该业务主要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，业务覆盖全球 100 多个国家和地区，主要贸易商品包括棉花棉纱、粮食饲料、油脂油籽、煤炭矿产品、羊毛化纤、食品等。2017 年，国投贸易实现进出口额 11.90 亿美元，同比增长 16.32%，其中进口额 11.64 亿美元，出口额 0.26 亿美元，以进口为主；此外，实现转口贸易额 0.83 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负责，业务范围包括国际合作（援外、国际承包工程、劳务、成套设备出口及相关服务业务）、境外糖业的投资与租赁经营（包括以糖联业务为基础的产业链

延伸）等。境外糖业投资与租赁经营业务是中成公司国际合作与投资业务的重点，目前在马达加斯加、塞拉里昂、贝宁、牙买加等国共有 8 家糖联企业。2017 年，白糖产量和销量分别为 12.49 万吨和 12.65 万吨。

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

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2015~2017 年，公司销售债权周转次数与存货周转次数呈增长趋势，总资产周转次数波动下降。2017 年公司销售债权周转次数、存货周转次数与总资产周转次数分别为 10.31 次、7.80 次和 0.19 次，同比均有增长。总体看，公司整体经营效率尚可。

7. 在建工程

公司在建及拟建投资计划主要方向为电力、港口项目等。其中，电力板块包括两河口、杨房沟等水电及火电项目，随着电力项目建成投产，公司装机容量将进一步增加，综合抗风险能力也将继续增强。截至 2017 年底，公司在建项目计划总投资合计 1116.82 亿元，已投资 475.48 亿元，尚需投资 641.34 亿元，未来存在较大的对外融资需求。

表 9 截至 2017 年底公司在建拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资		截至 17 年底已投资	投资计划		
	自有资金	外部融资		2018 年	2019 年	2020 年
两河口水电站	132.91	531.66	255.24	49.95	50.00	50.00
杨房沟水电站	40.01	160.02	46.57	14.13	12.00	12.00
北疆电厂二期	23.82	95.28	63.44	5.40	5.00	5.00
湄洲湾电厂二期	22.33	45.34	58.26	4.20	--	--
小计	219.07	832.30	423.51	73.68	67.00	67.00
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	5.94	0.07	--	--
果园港项目	12.02	17.63	21.27	4.38	--	--
小计	13.90	22.01	27.21	4.45	--	--
罗钾 120 万吨钾肥扩能	8.86	20.68	24.76	0.31	--	--
小计	8.86	20.68	24.76	0.31	--	--
合计	241.83	874.99	475.48	78.44	67.00	67.00

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模大，存在较大筹资需求和资本支出压力。

8. 未来发展

2016~2020 年规划期内，公司将通过创新发展，灵活运用资本市场，加大并购重组和“走出去”步伐，全面深化改革，着力补齐发展短板，夯实公司发展基础，促进公司转型升级，使公司四大战略业务单元（基础产业板块、前瞻性战略性板块、金融及服务业板块和国际业务板块）的布局更加合理，促进投资收益水平不断提升。依据行业发展预测、国资委任期考核要求、各业务单元前五年经营情况以及公司总体目标，确定四大战略业务单元“十三五”规划指标。

预计到 2020 年，公司基础产业、金融及服务业、前瞻性战略性产业三大战略业务单元资产总额比例为 5: 3: 2，利润总额比例为 5: 3: 2；国内业务和国际业务资产总额比例为 8: 2，利润总额比例为 8: 2。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况看，2017 年，公司新纳入合并范围的主体为 19 家，不再纳入合并范围主体 19 家，由于变化的总体规模一般，公司财务数据可比性尚可。

会计政策变更方面，2017 年，公司会计政策变更²仅为损益科目列示的调整且不影响当

期收入及净利润，对财务数据可比性影响较小。2017 年，公司未发生会计差错更正。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 4935.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益 839.64 亿元）1557.03 亿元；2017 年公司实现营业总收入 894.03 亿元，利润总额 182.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 5283.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益 861.96 亿元）1588.66 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 257.19 亿元，利润总额 40.74 亿元。

2. 资本及债务结构

资产

伴随公司业务稳步发展，截至 2017 年底，公司资产总额为 4935.52 亿元，同比增长 5.66%；资产构成中，流动资产占 33.17%，非流动资产占 66.83%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2017 年底，公司流动资产为 1637.28 亿元，同比增长 6.13%。截至 2017 年底，公司流动资产构成以货币资金（占 30.27%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 19.64%）、其他流动资产（占 19.01%）、买入返售金融资产（占 7.55%）、结算备付金（占 6.59%）和存货（占 5.32%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金余额为 495.56 亿元，同比减少 16.35%，主要系受证券市场行情波动影响导致安信证券客户资金存款有所减少。公司货币资金以银行存款为主，其中，安信证券客户存款为 265.86 亿元，占 53.65%。截至 2017 年底，公司自有资金 226.70 亿元，其中受限货币资金合计 22.05 亿元，占自有资金的比例为 9.73%，主要系存放在中央银行法定准备金和一般风险准备金专户资金。

号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》；于 2017 年度修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，公司执行上述相关规定。

²财政部分别于 2016 年 12 月 3 日发布了《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号）；于 2017 年度发布了《企业会计准则第 42

截至 2017 年底，公司结算备付金为 107.97 亿元，同比减少 21.73%，客户备付金、自有备付金和信用备付金均有所减少；其中客户备付金占 74.49%，自有备付金占 17.42%，信用备付金占 8.08%。

截至 2017 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 321.53 亿元，同比增长 32.11%，主要系公司金融板块新增较大规模的债务工具投资所致；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以债务工具为主，占比为 67.52%，其余主要是基金等。

截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 123.57 亿元，同比大幅增长 79.06%，主要系子公司安信证券股票质押回购业务规模增长所致；公司买入返售金融资产中股票占比 73.60%。截至 2017 年底，公司买入返售金融资产共计提减值准备 0.27 亿元，计提比例为 0.22%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 87.05 亿元，同比增长 19.47%，主要系国投贸易存货增加所致；公司存货中原材料占 20.84%，库存商品占 42.60%，自制半成品及在产品占 7.58%，工程施工占 6.52%；公司对存货计提跌价准备 5.14 亿元，计提比例为 5.57%，计提较为充分；公司存货中受限部分账面价值为 1.71 亿元，主要用于短期借款质押。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 311.21 亿元，同比增长 10.86%；其他流动资产主要由安信证券融出资金构成，占比为 81.98%，其中期限在 3 个月内的占 50.79%，3~6 个月的占 15.26%，6 个月以上的占 33.95%；其余部分主要系待抵扣进项税、转融通担保资金、理财产品、存出保证金等，占比较小。

非流动资产方面，截至 2017 年底，公司非流动资产为 3298.24 亿元，同比增长 5.43%；非流动资产构成以固定资产（占 50.75%）、在建工程（占 15.38%）、可供出售金融资产（占 14.13%）和长期股权投资（占 10.57%）为主。

受证券市场行情波动影响，截至 2017 年

底，公司可供出售金融资产为 466.03 亿元，同比略有增长；公司可供出售金融资产中可供出售权益工具占 49.91%，可供出售债务工具占 16.82%，基金、信托等其他工具占 33.27%。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 348.77 亿元，同比增长 41.73%，主要系考虑到渤海银行作为公司重要联营企业，公司对其经营具有较大影响，因此将渤海银行由成本法转为权益法核算所致。公司长期股权投资以联营企业投资（占 89.04%）和合营企业投资（占 10.94%）为主。

截至 2017 年底，公司固定资产净额为 1673.82 亿元，同比增长 9.17%，主要系国投电力项目结转固定资产所致；从构成来看，固定资产以房屋及建筑物（占 63.55%）和机器设备（占 35.22%）为主，公司固定资产成新率为 70.35%，成新率较好。

截至 2017 年底，公司在建工程为 507.32 亿元，同比减少 19.69%，主要系在建工程结转为固定资产所致；公司在建工程以水电站和港口等工程为主。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产规模 5283.96 亿元，较 2017 年底增长 7.06%，主要系流动资产增长所致，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较 2017 年底增长 40.77%至 452.62 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司资产构成中，流动资产占 36.76%，非流动资产占 63.24%，资产结构较 2017 年底变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产构成仍以非流动资产为主；公司流动资产中自有货币资金和融出资金占比较大，流动性较好；非流动资产中固定资产占比较大，考虑到公司固定资产主要来自电力板块，能带来较为稳定现金流，整体看，公司整体资产质量较好。

所有者权益

伴随公司留存利润增加及转增实收资本，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 1557.03

亿元，同比增长 15.62%；其中，归属于母公司的所有者权益占 46.07%，少数股东权益占 53.93%（主要系合并范围内非全资子公司较多所致）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 47.12%，资本公积占 7.53%，其他综合收益占 5.65%，未分配利润占 32.20%。公司所有者权益中少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 1588.66 亿元，相较 2017 年底增长 2.03%，主要系资本公积增长 1.33%至 54.71 亿元，未分配利润增长 4.72%至 241.94 亿元；权益结构较 2017 年底变化不大，少数股东权益占比仍高。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，规模很大，但权益结构整体稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 3378.49 亿元，同比变化不大，其中，流动负债占 43.83%，非流动负债占 56.17%，公司负债构成中非流动负债占比略高。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债合计 1480.74 亿元，同比略有减少；公司流动负债主要由代理买卖证券款（占 23.60%）、其他应付款（占 13.97%）、一年内到期的非流动负债（占 13.30%）、卖出回购金融资产款（占 12.15%）、应付账款（占 7.27%）、短期借款（占 9.61%）和预收款项（占 5.71%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 142.35 亿元，同比增长 14.07%，主要系信用借款增长所致；公司短期借款主要由信用借款构成，占比 97.83%。

公司应付账款主要是应付工程款，截至 2017 年底应付账款为 107.67 亿元，同比下降 26.92%，主要系支付了上海办公楼购楼款所致；从账龄来看，应付账款账龄在 1 年以内（含 1 年）占 61.81%，1~2 年（含 2 年）占 27.54%。

截至 2017 年底，公司预收款项为 84.59 亿元，同比增长 38.34%，主要系国投贸易、国投罗钾预收货款增加所致；公司预收款项账龄以

1 年以内（含 1 年）的为主，占比 84.71%。

截至 2017 年底，公司卖出回购金融资产款为 179.94 亿元，同比大幅增长 118.34%，主要系国债、企业债等债券投资大幅增加所致；公司卖出回购金融资产款以债券（占 50.02%）和债权收益权（占 48.35%）为主。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 206.92 亿元，同比下降 9.19%，主要系子公司安信证券应付资管计划份额持有人净资产下降所致；从构成来看，公司其他应付款以应付合并结构化主体的其他投资人权益（占 40.72%）、工程及保证金款（占 24.10%）、往来款（占 8.52%）、信托业保障基金流动性支持款（占 6.08%）和基金及准备金（占 5.58%）为主，其余占比较小。

受证券市场行情波动影响，截至 2017 年底，公司代理买卖证券款为 349.51 亿元，同比减少 18.81%；公司代理买卖证券款以个人客户为主，占比 71.85%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 196.99 亿元，同比大幅增长 41.26%，主要系一年内到期的长期借款增加所致；一年内到期的非流动负债以一年内到期的长期借款（占 67.46%）和一年内到期的应付债券（占 29.64%）为主。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 46.11 亿元，同比减少 39.99%，主要系短期应付债券减少所致；其他流动负债构成以短期收益凭证（占 57.32%）和短期应付债券（占 26.02%）为主。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债为 1897.76 亿元，同比增长 4.36%；构成以长期借款（占 64.43%）和应付债券（占 33.45%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 1222.71 亿元，同比增长 9.77%；公司长期借款主要由信用借款构成，占比 82.47%，利率区间在 0.27%~6.55%。

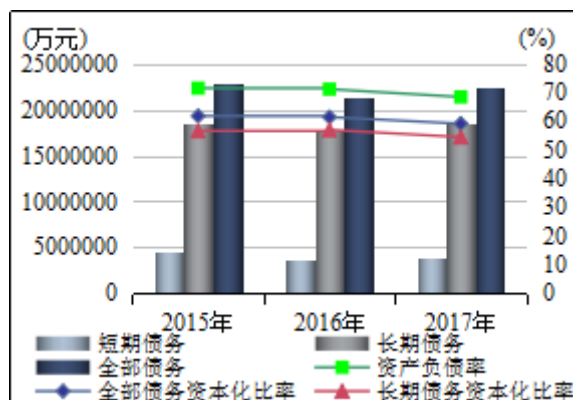
随着公司及下属子公司偿还部分债券，截

至 2017 年底，公司应付债券同比下降 2.82%至 634.73 亿元。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模 2253.38 亿元，同比增长 5.05%。债务构成方面，截至 2017 年底，短期债务占比为 17.39%，长期债务占 82.61%，短期债务比重同比小幅增长，以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。

债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率为 68.45%，同比下降 2.72 个百分点；剔除代理买卖证券款后，公司资产负债率为 66.05%，同比下降 2.19 个百分点，公司负债水平仍较高。近三年公司全部债务资本化比率分别为 61.81%、61.43%和 59.14%，长期债务资本化比率分别为 56.61%、56.97%和 54.45%，公司偿债压力有所下降，但总体债务负担仍较重。

图3 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 3695.31 亿元，较 2017 年底小幅增长 1.63%，其中，流动负债占比 45.07%，非流动负债占比 54.93%，公司流动负债占比略有增长，整体结构较 2017 年底变化不大。有息债务方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 2484.68 亿元，短期债务占比增至 19.36%，长期债务占 80.64%；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较 2017 年底均有增长，分别增至 69.93%、61.00%和 55.78%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；跟

踪期内公司负债规模变化不大，负债结构中非流动负债占比略高，整体债务负担仍较重。

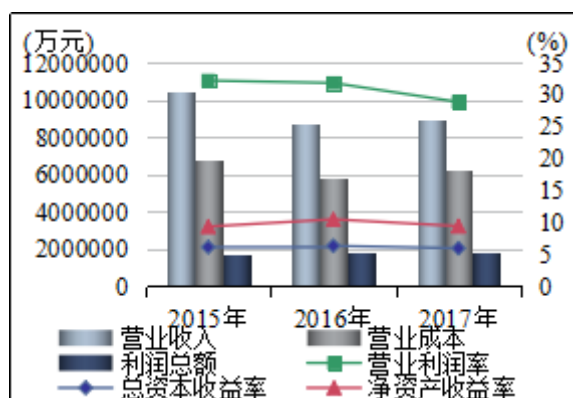
3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 894.03 亿元，实现利润总额 182.36 亿元，同比分别增长 2.71%和 1.18%。公司营业总收入由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入构成。2017 年，公司营业收入为 793.87 亿元，在营业总收入中的占比小幅增至 88.80%；公司手续费及佣金收入为 62.98 亿元，在营业总收入中占比为 7.04%；公司利息收入对营业总收入贡献度仍较低，2017 年占比为 4.16%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计小幅减少至 180.29 亿元，同比下降 2.48%；其中，销售费用为 59.35 亿元，同比下降 2.24%，管理费用为 42.43 亿元，同比下降 6.39%，财务费用为 78.51 亿元，同比下降 0.43%。2017 年，公司费用收入比为 20.17%，同比小幅下降，费用控制能力有所提升。2017 年，公司资产减值损失为 9.27 亿元，同比增长 135.07%，主要系固定资产和可供出售金融资产计提的减值损失增加，且新增计提商誉减值损失所致。

非经常性收益方面，2017 年公司投资收益规模较大，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；2017 年公司实现投资收益 104.57 亿元，同比增长 20.47%，主要系公司处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致；其中处置可供出售金融资产取得的投资收益占比 50.50%，可供出售金融资产等取得的投资收益占 13.61%，处置长期股权投资产生的投资收益占 13.07%，权益法核算的长期股权投资收益占 10.44%，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占 11.07%。2017 年，公司投资收益占营业利润的比重为 57.35%，较 2016 年提升 6.50 个百分点，对营业利润的贡献仍较高。

图4 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为28.81%，同比下降2.98个百分点；总资产收益率和净资产收益率分别为5.91%和9.38%，同比分别下降3.21个百分点和8.23个百分点。

2018年1~3月，公司营业总收入规模257.19亿元，为2017年全年营业总收入的28.77%；同期公司实现利润总额40.74亿元，为2017年全年利润总额的22.34%；营业利润率为27.01%，较2017年小幅下降1.80个百分点，公司盈利能力较强。

总体看，跟踪期内，公司保持了较好的盈利能力，投资收益对营业利润贡献较大，投资收益易受宏观环境、参股企业经营状况和金融市场行情等多重因素影响，面临一定波动风险。

4. 现金流分析及保障

从经营活动来看，2016~2017年，公司经营活动现金流量净额分别为218.38亿元和11.11亿元；2017年同比大幅下降的原因主要系受证券市场交投活跃度低迷影响，安信证券客户资金减少所致。除金融板块外，其他业务板块现金流相对较稳定。2017年，公司经营活动现金流入1065.66亿元，经营活动现金流出为1054.55亿元。2017年，公司现金收入比为98.68%，同比增长6.72个百分点，现金收入质量较好。

从投资活动来看，2016~2017年，公司投资活动现金流量净额均呈大幅净流出态势，净流出规模分别为356.94亿元和224.00亿元；

2017年净流出规模减少主要系收回投资收到的资金增加所致。2017年，公司投资活动现金流入为728.90亿元，投资活动现金流出为952.89亿元。

从筹资活动看，2016~2017年，公司筹资活动现金流量均呈净流入态势，分别为20.09亿元和100.39亿元，2017年较2016年增加80.30亿元，主要系子公司国投资本定向增发80亿元所致。2017年，公司筹资活动现金流入为985.45亿元，筹资活动现金流出为885.07亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入252.54亿元，经营活动现金净流量-54.83亿元，同期，公司投资活动现金净流出121.37亿元，筹资活动现金净流入196.00亿元。

总体看，跟踪期内，受金融业务客户资金流出增加影响，公司经营活动现金净额大幅下降，仍呈净流入状态；投资活动保持较大规模净流出。目前，随着公司在建工程的持续投入建设，公司仍存在一定外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2017年，公司流动比率和速动比率分别为110.57%和104.69%，同比分别小幅增长8.14个百分点和7.10个百分点。同期，由于公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅减少，导致公司经营活动流动负债比率同比大幅下降13.75个百分点至0.75%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力大幅减弱。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至116.62%和110.40%。考虑到公司现金类资产较为充裕，公司实际短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA规模同比下降0.43%至353.47亿元，全部债务规模同比增长5.05%至2253.38亿元。2017年，公司EBITDA利息倍数下降至3.96倍，EBITDA对利息的保障倍数仍较高；全部债务/EBITDA上升至6.38倍，EBITDA对全部债务的

保障程度一般。考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司之一，资产、收入规模很大，政府支持力度很强，公司整体偿债能力极强。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 64.77 亿元（不含子公司中投保）；截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 56.02 亿元（不含子公司中投保），其中对大唐集团担保 25 亿元，国投煤炭有限公司 15 亿元。公司对外担保总额占净资产的比率为 3.53%，总体来看，公

司担保涉及的或有负债风险很低。

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，截至 2017 年底，中投保净资产为 100.29 亿元，对外担保金额为 1263.98 亿元，其中，金融担保金额为 1246.07 亿元，占比约 98.58%。

截至 2018 年 3 月底，公司已获得授信额度 7286.99 亿元，未使用额度 4993.36 亿元，且公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

表 10 截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司名称	担保额度	代偿损失金额	已计入预计负债金额	经营现状	担保方式
大唐集团	250000.00	--	--	正常经营	一般保证
国投煤炭有限公司	150000.00	--	--	正常经营	连带责任保证
国投印尼巴布亚水泥有限公司	78312.39	--	--	正常经营	连带责任保证
中国外运哈尔滨公司大连分公司	400.00	300.00	100.00	非持续经营	连带责任保证
辽阳农副产品大连公司	200.00	111.00	89.00	非持续经营	连带责任保证
大连开发区连城实业公司	155.00	--	155.00	非持续经营	连带责任保证
大连开发区康宁经贸有限公司	100.00	3.30	96.70	非持续经营	连带责任保证
东源曲靖能源有限公司	28323.19	21587.86	28323.19	盈利	一般保证
Beatrice Offshore Windfarm Limited	340.35	--	--	正常经营	连带责任保证
LESTARI LISTRIK PTE. LTD.	60673.65	--	--	正常经营	一般保证
PT Lestari Banten Energi	79235.47	--	--	正常经营	质押
合计	647740.05	22002.16	28763.89	--	--

资料来源：公司财务报告

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，（机构信用代码：G1011010203216520Y），截至 2018 年 7 月 23 日，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。

7. 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。

十、存续债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司及合并范围内其他主体存续期债券合计 855.57 亿元，如考虑最大偿债压力情况，即投资者行使公司全部含权

债券回售选择权，则公司 2018 年到期金额为 70.00 亿元，2019 年到期金额为 159.00 亿元，2020 年到期金额为 242.10 亿元，2021 年到期金额为 177.00 亿元，2022 年及以后到期金额为 207.37 亿元，以 2018 年以及到期最为集中的 2020 年进行讨论。截至 2017 年底，公司现金类资产合计 842.83 亿元；2017 年公司经营活动现金流入量 1065.66 亿元，经营活动现金净流量 11.11 亿元，EBITDA 为 353.47 亿元。现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对 2018 年内即将到期债务保障倍数分别为 12.04 倍、15.01 倍、0.15 倍和 4.84 倍，对 2020 年到期债券保障倍数分别为 3.48 倍、4.38 倍、0.05 倍和 1.44 倍，对存续债券保障能力很强。

表 11 公司存续债券未来偿付情况（单位：亿元）

债券名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
08 国投债	30.00	--	--	--	--
10 国投债 1	--	--	19.10	--	--
10 国投债 2	--	--	10.00	--	--
11 国投债 1	--	--	--	30.00	--
12 国开投 MTN1	--	30.00	--	--	--
12 国开投 MTN2	--	--	--	--	25.00
14 国开投 MTN001	--	--	--	45.00	--
14 国开投 MTN002	--	40.00	--	--	--
14 国开投 MTN003	--	--	--	--	(2024 年) 40.00
15 国开投 MTN001	--	--	--	--	(2025 年) 25.00
15 国开投 MTN002	--	--	30.00	--	--
16 国投 01	--	--	--	--	(2023 年) 30.00
16 国开投 MTN001	--	--	--	--	(2026 年) 30.00
17 国投 01	--	--	20.00	--	--
17 国开投 MTN001	--	--	--	--	20.00
18 国投 01	--	--	--	30.00	--
18 国投 02	--	--	--	20.00	--
合计	30.00	71.00	79.10	125.00	170.00
公司合并范围内其他主体存续债券未来偿付情况					
16 中保 01	--	15.00	--	--	--
17 中保债	--	--	5.00	--	--
17 中保 Y1	--	--	20.00	--	--
17 中保 Y2	--	--	--	--	5.00
13 国投 01	--	18.00	--	--	--
16 国投电	--	--	--	7.00	--
16 国投控	--	--	--	5.00	--
18 电力 Y1	--	--	--	5.00	--
18 电力 Y2	--	--	--	15.00	--
18 电力 Y3	--	--	--	20.00	--
RONGSHI N2205	--	--	--	--	32.37
RONGSHI N2705	--	--	--	--	(2027 年) 32.42
13 安信债	36.00	--	--	--	--
16 安信债	--	45.00	--	--	--
17 安信 01	--	--	53.00	--	--
17 安信 C1	--	--	30.00	--	--
18 安信 C1	--	--	30.00	--	--
18 安信 C2	--	--	25.00	--	--
安信 1801	--	10.00	--	--	--
北疆绿色短期融资债	2.00	--	--	--	--
兴业银行 1 号 2 年期收益凭证	2.00	--	--	--	--
合计	70.00	159.00	242.10	177.00	207.37

资料来源：wind、公司财务报告、联合资信整理

注：表中数据为按行权期限统计数据，已考虑投资者行使公司全部含权债券回售选择权。

截至本报告出具日，由联合资信进行信用评级的公司存续期债券包括“14 国开投 MTN001”、“14 国开投 MTN002”、“14 国开投 MTN003”、“15 国开投 MTN001”、“15 国开投 MTN002”、“16 国开投 MTN001”和

“17 国开投 MTN001”，上述待偿债务的发行额度合计 230 亿元。如考虑最大偿债压力情况，即投资者行使公司全部含权债券回售选择权，则由联合资信进行信用评级的公司存续期债券中单年最高偿付金额为 45 亿元（2021 年）。

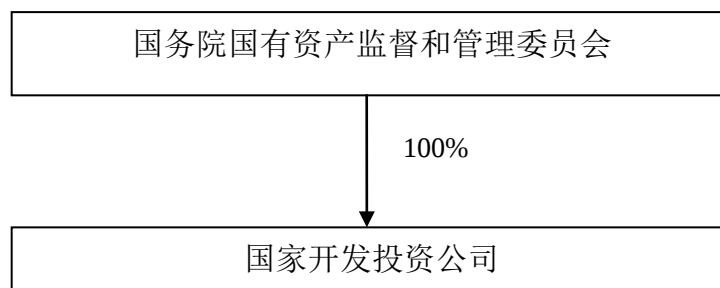
2017 年，公司 EBITDA 为 353.47 亿元，为单年最高偿付金额 45 亿元的 7.85 倍，EBITDA 对存续期中期票据单年最高单年偿付额的覆盖程度很高。2017 年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为 1065.66 亿元和 11.11 亿元，分别为单年最高偿付额 45 亿元的 23.68 倍和 0.25 倍，公司经营活动现金流入量对存续期中期票据最高单年偿付额的覆盖程度很高。

总体看，公司 EBITDA 对存续期债券保障程度很高，经营活动现金流入量对存续期债券保障程度很高。

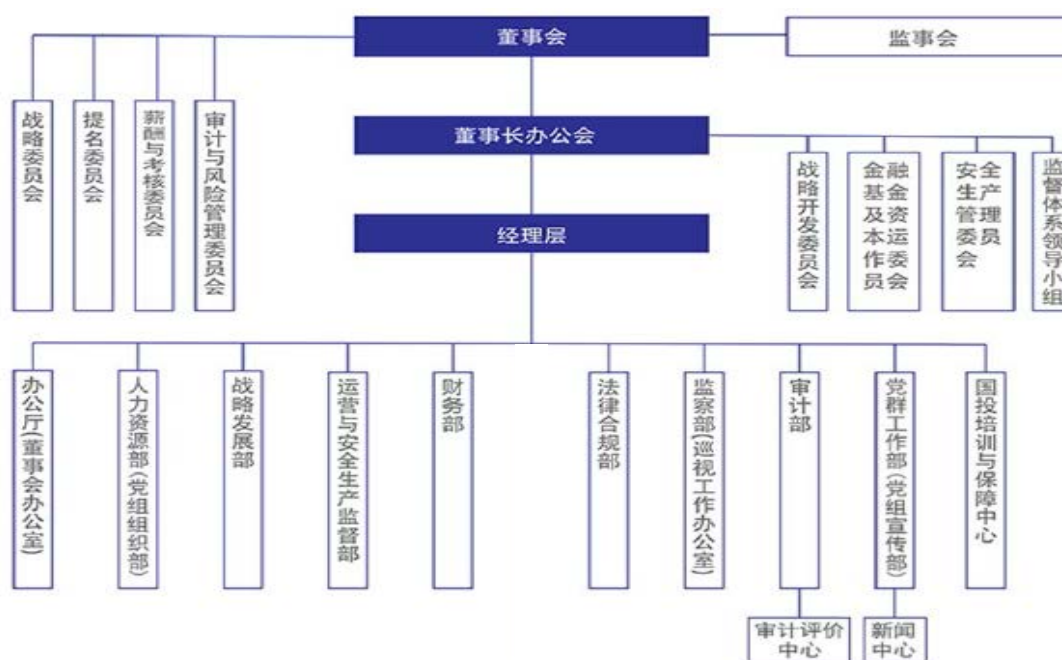
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“14 国开投 MTN001”、“14 国开投 MTN002”、“14 国开投 MTN003”、“15 国开投 MTN001”、“15 国开投 MTN002”、“16 国开投 MTN001”和“17 国开投 MTN001”信用等级为 AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	915.86	854.96	842.83	1045.22
资产总额(亿元)	4955.30	4671.16	4935.52	5283.96
所有者权益(亿元)	1411.48	1346.71	1557.03	1588.66
短期债务(亿元)	442.80	362.13	391.90	481.10
长期债务(亿元)	1841.72	1782.96	1861.49	2003.58
全部债务(亿元)	2284.51	2145.09	2253.38	2484.68
营业总收入(亿元)	1042.40	870.45	894.03	257.19
利润总额(亿元)	165.13	180.23	182.36	40.74
EBITDA(亿元)	360.86	355.00	353.47	--
经营性净现金流(亿元)	311.57	218.38	11.11	-54.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.04	10.17	10.31	--
存货周转次数(次)	6.01	6.65	7.80	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.18	0.19	--
现金收入比(%)	90.26	91.96	98.68	94.71
营业利润率(%)	32.17	31.79	28.81	27.01
总资本收益率(%)	6.08	6.28	5.91	--
净资产收益率(%)	9.30	10.43	9.38	--
长期债务资本化比率(%)	56.61	56.97	54.45	55.78
全部债务资本化比率(%)	61.81	61.43	59.14	61.00
资产负债率(%)	71.52	71.17	68.45	69.93
流动比率(%)	99.72	102.43	110.57	116.62
速动比率(%)	93.66	97.59	104.69	110.40
经营现金流动负债比(%)	18.81	14.50	0.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	4.09	3.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.33	6.04	6.38	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计； 2.将其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别计入公司短长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 (非流动) 负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 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 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 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。