

信用等级公告

联合[2019]430 号

国家开发投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国家开发投资集团有限公司主体长期信用状况和 2019 年拟面向合格投资者公开发行的公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

国家开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

国家开发投资集团有限公司 2019 年拟面向合格投资者公开发行的公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

国家开发投资集团有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20.00 亿元（含）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，
最后一期利息随本金一起支付

评级时间：2019 年 5 月 8 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	4,671.16	4,935.52	5,822.83
所有者权益（亿元）	1,346.71	1,557.03	1,848.74
长期债务（亿元）	1,782.96	1,861.49	2,159.59
全部债务（亿元）	2,312.50	2,504.33	3,104.28
营业总收入（亿元）	870.45	894.03	1,213.80
净利润（亿元）	140.50	145.97	162.75
EBITDA（亿元）	378.23	375.35	420.07
经营性净现金流（亿元）	218.38	11.11	48.22
营业利润率（%）	26.38	23.44	21.57
净资产收益率（%）	10.19	10.05	9.56
资产负债率（%）	71.17	68.45	68.25
全部债务资本化比率（%）	63.20	61.66	62.67
流动比率（倍）	1.02	1.11	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	3.43	3.38	3.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.14
EBITDA/本期发债额度（倍）	18.91	18.77	21.00

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；财务数据均为合并口径；除特别说明外，均指人民币；
2、EBITDA/本期发债额度指标中本期发债额度按 20 亿元进行计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“国投集团”）的评级反映了公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块，其中基础产业板块规模优势明显，金融板块业务齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重，资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性；此外，公司国际业务收入对收入贡献度较高，国际政治风险发生或对公司经营带来不利影响。

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

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国资委下属中央企业中的大型国有投资控股公司，承担部分国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资重任和国有资产结构调整职能，得到国家的大力支持。

2. 公司业务多元化发展，其中基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力强。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。

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，业务协同效应逐步发挥，抵

御风险的能力将得到提升。

4. 公司资产和权益规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。

关注

1. 近年来，受经济周期和国内外经济环境的不利影响，公司基础产业收入持续下滑，未来收入增长面临一定不确定性。

2. 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。

3. 近年来，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。

4. 公司国际业务收入规模较大，对营业收入贡献度较高，由于国际业务受对方国家政治环境、国家政策及经济形势影响较大，存在一定政治风险。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”或“国投集团”），原名“国家开发投资公司”，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4月正式成立，初始注册资本58.00亿元，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。公司成立之初，业务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，初步整合公司资产，形成了以资产为纽带的母子公司管理架构。

自公司成立之日起至2010年，历经数次增资，公司注册资本由58.00亿元增至2010年末的194.71亿元。2017年11月，经国务院国资委出具国资改革[2017]1174号文批准，公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，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。截至2018年底，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。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）。

截至2018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一级子公司共计22家。

截至2018年底，公司合并资产总额5,822.83亿元，负债合计3,974.09亿元，所有者权益合计1,848.74亿元，其中归属于母公司的所有者权益845.06亿元。2018年，公司实现营业总收入1,213.80亿元，净利润162.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润61.94亿元；经营活动产生的现金流量净额48.22亿元，现金及现金等价物净增加额-26.43亿元。

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

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“国家开发投资集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过20.00亿元（含），票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券期限为3年，票面利率采用固定利率形式，将由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人与簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券面向《管理办法》规定的合格投资者公开发行，不向发行人股东优先配售。本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

三、行业分析

公司业务经营受电力和港口行业整体运行情况、行业政策影响较大，本报告重点对电力行业和港口行业进行分析。

1. 电力行业

(1) 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业。世界电力工业经过一百余年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了变化，形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性特征。依据动力不同，目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2017 年末，我国 1,000MW 超临界机组超过 97 台，五大电力公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。同时，清洁能源装机容量连续保持较高增速，电源结构逐步优化。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》，2018 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,094 亿元，同比减少 1.8%；其中，电源工程建设完成投资 2,721 亿元，同比下降 6.2%；电网工程建设完成投资 5,373 亿元，同比减少 0.6%。

总体看，目前电力结构以火电为主，近年来我国火力发电技术水平快速提高，同时新能源机组占比及发电规模大幅增长；配电网建设仍存在较大发展空间；电源工程投资增速大幅放缓。

(2) 行业供需

近几年，随着宏观经济增速的下滑，社会用电量增速下降，以及电力装机规模的大幅增长，电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

供给层面，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国火电装机容量增速明显放缓，在整体发电中的占比继续下降，但火电电力的主导地位仍不可动摇。2016~2018 年，全国全口径发电装机容量分别为 16.51 亿千瓦、17.77 亿千瓦和 19.00 亿千瓦，年均复合增长 7.28%；其中，火电装机容量分别为 10.61 亿千瓦、11.05 亿千瓦和 11.44 亿千瓦，年均复合增长 3.83%；但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为 64.28%、62.18%和 60.20%。

2018 年，全国新增发电装机容量 1.2 亿千瓦、同比减少 605 万千瓦；其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的 73.0%。“5·31 光伏新政”出台后，光伏发电增速放缓，全年新增太阳能发电装机容量比上年下降 16.2%；国家加快推进和实施光伏扶贫政策，西部地区新增太阳能发电比重同比提高 7.8 个百分点。东、中部地区新增风电装机占比为 64.2%、太阳能发电装机占比为 72.2%。全国新增煤电 2,903 万千瓦、同比少投产 601 万千瓦，为 2004 年以来的最低水平。发电装机绿色转型持续推进。

图1 全国电力装机容量及同比增长情况（单位：万千瓦，%）

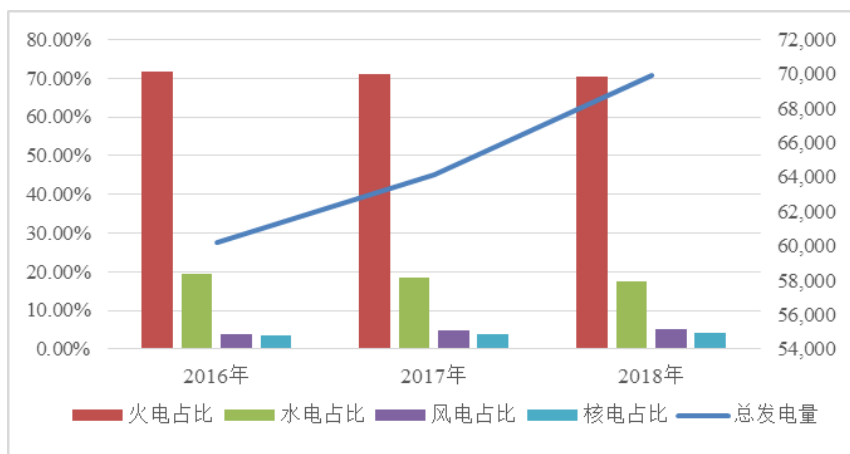


资料来源：中国电力企业联合会（中电联）

电力生产方面，2016~2018年，我国全口径发电量分别为60,248亿千瓦时、64,179亿千瓦时和69,940亿千瓦时，年均复合增长7.76%；其中，2018年我国全口径发电量同比增长8.99%。各类型发电设备利用小时均同比提高；2018年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3,862小时，同比增长73小时；其中，水电3,613小时，提高16小时；火电4,361小时，提高143小时；核电7,184小时，提高95小时；并网风电2,095小时，为2013年以来新高，比上年提高146小时；并网太阳能发电1,212小时，提高7小时。

分类型看，2018年，水电发电量12,329亿千瓦时、同比增长3.2%，火电发电量4.92万亿千瓦时、同比增长7.3%。全国并网太阳能发电、风电、核电发电量分别为1,775亿千瓦时、3,660亿千瓦时和2,944亿千瓦时，同比分别增长50.8%、20.2%和18.6%。我国电力供应方面，非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。新能源发电已成为内蒙古、新疆、河北、山东、宁夏、山西、江苏、黑龙江、安徽、吉林等14个省份第二大发电类型。

图2 2016~2018年中国电力发电总量以及来源占比情况（单位：亿千瓦时，%）



资料来源：中电联

电力消费方面，2016~2018年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量分别为59,187亿千瓦时、63,625亿千瓦时和68,449亿千瓦时，年均复合增长7.07%。其中，2018年，全国全社会用电量同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点；其中，第一产业用电量1,175亿千瓦时，同比增长7.49%；第二产业44,922亿千瓦时，同比增长5.53%；第三产业8,825

亿千瓦时，同比增长 10.69%；城乡居民生活 8,703 亿千瓦时，同比增长 7.74%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，我国电力投资规模、发电量增速均出现了一定程度的下降，同时，电力生产延续绿色低碳发展趋势，高质量发展成效初步显现。

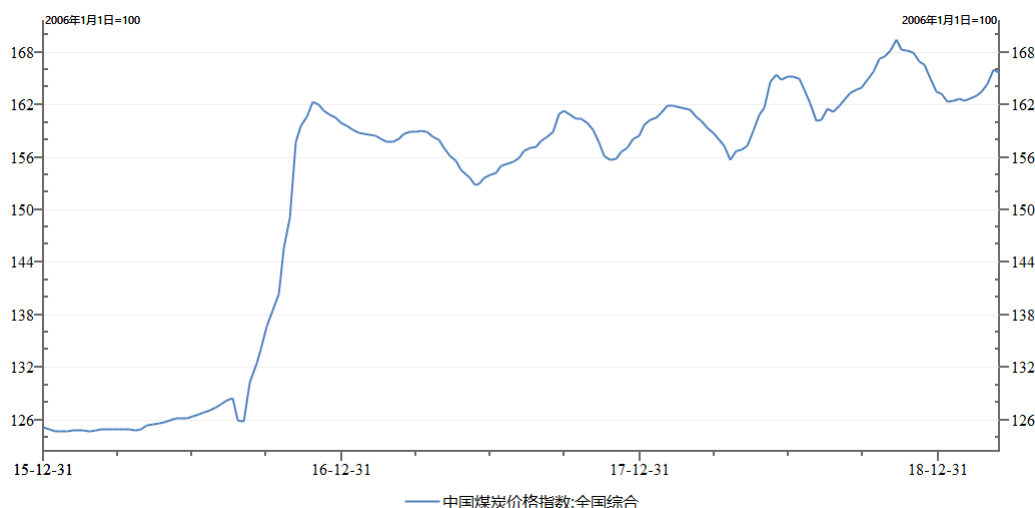
（3）电煤价格

受煤炭行业去产能政策的影响，2016 年，我国煤炭产量进一步下滑，我国全年生产原煤 33.64 亿吨，同比下降 8.71%，供求关系紧张带动煤价持续上涨。为保证煤炭供给并抑制煤价过快上涨，2016 年 9 月，发改委制定《稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案》，旨在保证煤炭稳定供应和抑制煤价快速增长，允许先进产能企业释放产能（恢复 330 工作日生产），从而使得原煤产量增加。2017 年，全国原煤产量 35.20 亿吨，同比增长 3.20%。

具体看，2016 年 2 月，供给侧改革颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，2016 年 9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017 年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017 年，煤炭价格同比大幅上升，但环比相对稳定，整体呈波动下降趋势；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

2018 年，电力燃料供需总体平衡，地区性时段性偏紧，煤电企业经营仍比较困难。反映电煤采购成本的 CECI 5500 大卡综合价波动区间为 571-635 元/吨，各期价格均超过国家发展改革委等《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号）规定的绿色区间（价格正常）上限，国内煤电企业采购成本居高不下。2018 年，全年全国火电企业亏损面仍近 50%。

图3 近年来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源: Wind

总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，煤炭价格高位波动。电煤价格的高位运行将给电力企业成本控制带来较大压力。

（4）行业竞争

近年来，火电行业装机规模不断扩大，但行业整体竞争格局保持稳定。具体看来，2002 年电力

体制改革后形成“五大发电集团¹+非国电系国有发电企业²+地方电力集团+民营及外资”的格局。其中，神华集团与国电集团于 2017 年 8 月实施重组，形成我国第一大一次能源及二次能源生产巨头。

对于规模较大的发电集团，全国性电力集团的装机容量占总装机容量在行业中处于领先地位，同时部分省属区域性电力集团也拥有较大规模的装机规模，但与全国性电力集团相比差距较大。考虑到火电行业对于资源、技术、人员等的较高要求，预计未来具备较强竞争实力的火电企业规模将继续保持优势地位，行业规模排序将不会发生显著变化，竞争格局将保持稳定。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约：区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。此外，在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。同时，区域电力上网政策对辖区内电力企业的生产运营影响显著，如部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

总体看，总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，使得大型电力企业具有明显竞争优势；在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要手段。

（5）行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，近三年以来主要政策如下表所示：

表 1 近年来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	提出未来将大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016 年 7 月
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	计划到 2020 年，我国能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内；非化石能源消费比重提高到 15% 以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58% 以下；单位国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时 310 克标准煤以下。我国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局。	2017 年 1 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75% 以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	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，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后	2017 年 6 月

1 五大发电集团指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”）。

2 非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等。

知》		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。	
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并网发电。	2017 年 9 月
《解决弃水弃风弃光问题实施方案》	发改委、能源局	明确采取有效措施提高可再生能源利用水平，推动解决弃水弃风弃光问题取得实际成效	2017 年 11 月
《关于规范开展第二批增量配电业务改革试点的通知》	发改委、能源局	就规范开展增量配电业务改革试点提出了 5 项要求，并确定秦皇岛经济技术开发区试点项目等 89 个项目为第二批增量配电业务改革试点，覆盖全国 23 个自治区和新疆生产建设兵团。	2017 年 11 月
《关于 2018 年光伏发电项目价格政策的通知》	国家发改委	明确降低 2018 年光伏发电价格，积极支持光伏扶贫，逐步完善通过市场形成价格的机制等具体政策。同时，针对分布式光伏发电项目的补贴标准四年来首次下调。	2017 年 12 月
《关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知》	国家能源局	严格落实电力送出和消纳条件，推行竞争方式配置风电项目，优化风电建设投资环境，积极推进就近全额消纳风电项目。	2018 年 5 月
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	确提出了下一步推进电力市场化交易的重点措施，对深化电力体制改革，完善电力市场交易机制具有重要的推动作用。	2018 年 7 月
《可再生能源电力配额及考核办法（第二次征求意见稿）》	国家能源局	通过向各省级行政区下达年度可再生能源占电力消费量比重指标，要求各类售电公司、参与电力直接交易的电力用户和拥有自备电厂的企业共同完成可再生能源电力消纳任务。	2018 年 9 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点，此外，现阶段我国政府通过加快电网建设、化解过剩产能及电力市场改革等举措，积极化解我国电力供需不平衡以及火电产能相对过剩情况，可保证我国电力行业的稳定、向好发展。

（6）行业关注

宏观经济下行引起发电力需求侧疲软

电力生产行业具有相当强的周期性。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中近七成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

我国政府为降低用电企业的用电成本，连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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。2012 年，由于宏观经济增速的放缓，上半年对煤炭的需求减少，煤炭价格出现了较大幅度的下跌，发电企业的盈利能力显著好转。进入 2013 年，国家正式取消重点合同，取消电煤双轨制，电煤价格由企业双方自主协商确定，使得电煤价格符合市场要求，改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014 年以来，煤炭价格震荡下跌，进一步缓解了电力行业的成本压力。2016 年煤炭价格回升，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

总体看，目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定影响，上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业盈利能力影响较大。

（7）未来发展

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“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”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。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

2. 港口行业

（1）行业概况

港口是具有水陆联运设备和条件，供船舶安全进出和停泊的运输枢纽，是水陆交通的集结点和枢纽，是工农业产品和外贸进出口物资的集散地，是船舶停泊、装卸货物、上下旅客、补充给养的场所。

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。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。2015 年，全国港口完成货物吞吐量 127.50 亿吨，较上年增长 2.4%，增速持续下滑，其中，沿海港口完成 81.47 亿吨，内河港口完成 46.03 亿吨，分别较上年增长 1.4%和 4.2%。2016 年，全国港口全年完成货物吞吐量 132.01 亿吨，较上年增长 3.5%，增速小幅回升。其中，沿海港口完成 84.55 亿吨，较上年增长 3.8%，增速有所反弹。内河港口完成 47.46 亿吨，较上年增长 3.1%，增幅再创新低。据交通部统计，2016 年，全国规模以上港口货运吞吐量 118.89 亿吨，较上年增长 3.7%。

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，我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%。

2018 年 1~9 月，全国规模以上港口累计完成货物吞吐量 99.51 亿吨，同比增长 2.8%；完成集装箱吞吐量 1.86 亿吨，累计同比增长 4.9%。

(2) 港口分布及竞争

根据原交通部和国家发改委编制并于 2006 年 9 月经国务院审议通过的《全国沿海港口布局规划》(以下简称《港口规划》)相关内容,沿海港口建设与发展进入快速格局化发展的新阶段,并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。

目前中国港口行业竞争仍较为激烈,随着国内港口企业面临恶性竞争加剧,2016 年全国港口收费下调的趋势,其中除珠三角港口群外,其他四大港群收费整体呈下降趋势,为更好整合港口资源,缓解竞争加剧局面,部分省份逐渐开始区域内港口资源整合,优化港口货种布局,集中港口企业规模优势,在港口企业仍存在较大规模投资支出的背景下,降低综合融资成本,提高港口企业竞争优势。在“一带一路”倡议和长江经济带战略大力推进的背景下,主要区域港口正迎来整合大潮,2016~2017 年江苏、辽宁、福建、广东、海南及山东相继开启了港口整合进程。

表 2 《全国沿海港口布局规划》中的重点港口情况

港口群	腹地辐射范围及区域内重点港口
环渤海区域	津冀沿海 以天津北方国际航运中心和秦皇岛港为主,包括唐山、黄骅等港口组成;主要服务于京津、华北及其西向延伸地区。
	辽宁沿海 以大连东北亚国际航运中心和营口港为主,包括丹东、锦州等港口组成;主要服务于东北三省和内蒙古东部地区。
	山东沿海 由青岛、日照、烟台及威海等港口组成;主要服务于山东半岛及其西向延伸的部分地区。
长江三角洲	依托上海国际航运中心,以上海、宁波、连云港港为主,服务于长江三角洲以及长江沿线地区的经济社会发展。
珠江三角洲	以香港、广州、深圳、珠海、汕头港为主,服务于华南、西南部地区,加强广东省和内陆地区与港澳地区的交流。
西南沿海	以湛江、防城、海口港为主,服务于西部地区开发,为海南省扩大与岛外的物资交流提供运输保障。
东南沿海	以厦门、福州港为主,服务于福建省和江西等内陆省份部分地区的经济社会发展和对台“三通”的需要。

资料来源:依据《全国沿海港口布局规划》整理

收费方面,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(包括解系统、开关舱、港口建设费等)。上述费用标准主要依据交通运输部和国家发改委印发的《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》和《港口收费计费办法》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。

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,港口收费费率存在一定差异。

总体看,鉴于国内部分港口一直以来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）行业政策

为扶持港口行业发展，中国政府相继制定了《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》、《国务院关于加快长江等内河水运发展的意见》、《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》等一系列政策法规，引导港口进行资源整合及发展格局的优化升级，对港口行业的中长期发展将起到一定促进作用。

内河水运方面，认真贯彻落实《国务院关于加快长江等内河水运发展的意见》，实施长江干线航道系统治理，加快以高等级航道为重点的内河航道建设，加快内河港口规模化、专业化港区建设，推进内河船型标准化，加强航道养护管理。具体目标是：内河航道通航条件显著改善，“两横一纵两网十八线”1.9万公里高等级航道70%达到规划标准，高等级航道里程达到1.3万公里，河水运得到较快发展，运输优势进一步发挥。

2014年12月，交通运输部与国家发展改革委员会发布《关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》，规定包含放开港口劳务性和船舶供应服务收费标准、规范劳务性收费计费方式、简化港口收费项目、加强港口收费行为监管和完善港口收费规则，进一步完善了港口收费政策和对竞争性服务收费标准实行市场调节。交通运输部同时印发《关于明确港口收费有关问题的通知》，此两部通知中的规定进一步完善了港口收费政策，并对竞争性服务收费标准实行市场调节，此两部通知中的规定于2015年1月1日起执行。2015年1月5日，交通运输部发布了《关于加快现代航运服务业发展的意见》，提出到2020年基本形成功能齐备、服务优质、高效便捷、竞争有序的现代航运服务业体系。2015年7月23日，交通运输部与国家发改委联合印发《关于调整港口船舶使费和港口设施保安费有关问题的通知》，完善港口船舶使费收费政策，降低港口设施保安费收费标准。

2015年12月，交通运输部和国家发改委印发了关于《港口收费计费办法》的通知，确定港口收费包括实行政府定价、政府指导价和市场调节价的经营服务性收费，其中实行政府定价的港口收费包括货物港务费、港口设施保安费、国内客运和旅游船舶港口作业费；实行政府指导价的港口收费包括引航（移泊）费、拖轮费、停泊费、驳船取送费、特殊平舱费和围油栏使用费；实行市场调节价的港口收费包括港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费，以及提供船舶服务的供水（物料）服务费、供油（气）服务费、供电服务费、垃圾接收处理服务费、污水水接收处理服务费。

2016年1月，国务院颁布了《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》（国发[2015]72号）（以下简称“意见”），“意见”中指出重点开发开放试验区、沿边国家级口岸、边境城市、边境经济合作区和跨境经济合作区等沿边重点地区是我国深化与周边国家和地区合作的重要平台，是沿边地区经济社会发展的重要支撑，是确保边境和国土安全的重要屏障，正在成为实施“一带一路”战略的先手棋和排头兵，在全国改革发展大局中具有十分重要的地位。“意见”中还指出将提升上述地区公共服务水平、加强公共设施建设、加强口岸基础设施建设、引导支持贸易服务业发展。

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。

总体看，中国政府的相应政策支持有助于促进中国港口行业优化产业结构、扩展产业规模，为

中国港口行业未来发展提供了良好的政策环境保证。

（4）行业关注

全球经济复苏放缓拖累外贸集装箱吞吐量增长

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。但受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。

经济增速放缓影响大宗散货吞吐量

考虑到目前中国宏观经济增速放缓，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期，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的增长点。

港口产能扩张过快、产能过剩风险较大

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，中国港口供需结构将进一步失衡，港口企业竞争更加激烈。

（5）未来发展

投资主体多元化

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、码头经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。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。

港口资源整合

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，或在进行或在酝酿资产整合，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。

“无水港”建设

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。

保税港区和临港工业园快速发展

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 and 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，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是由国务院国资委代表国家出资设立的中央直属企业，资产和权益规模大（截至 2018 年底，公司资产总额为 5,822.83 亿元，所有者权益为 1,848.74 亿元），收入和盈利规模大（2018 年，公司实现营业总收入 1,213.80 亿元，净利润 162.75 亿元）。公司在国家重点投资项目建设、国有资产经营等国有投资方面，承担一定的国有资产结构调整职能，国家对其支持力度较大。目前公司业务可划分为“基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融及服务业和国际业务”四大战略业务单元。

基础产业

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

电力方面，公司装机容量较大，电力装机分布于全国 15 个省（市、自治区），近年来公司装机容量进一步提升，截至 2018 年底，公司全年装机容量 3,405.50 万千瓦，其中，火电装机容量为 1,575.60 万千瓦，水电装机容量为 1,672.00 万千瓦，风电装机容量为 110.10 万千瓦，光伏发电装机容量为 47.80 万千瓦。

矿业方面，公司目前主要从事化肥业务，公司下属的国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司（以下简称“国投罗钾”）拥有年产 160 万吨硫酸钾生产装置和年产 10 万吨硫酸镁生产装置，是目前国内最大的硫酸钾生产企业，也是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。

交通物流方面，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 2018 年底，公司港口吞吐能力达 2.38 亿吨，同比增长 29.50%。

前瞻性战略性新兴产业

公司前瞻性战略性新兴产业主要由中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）负责，国投高新是国内最早专业从事创业投资的国有投资公司之一，截至 2018 年末，国投高新基金管理规

模 1,591.8 亿元，是央企中基金管理规模最大、管理社会资本最多、管理社保基金最多的股权基金投资机构。

金融及服务业

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

国际业务

公司国际业务板块包括境外直接投资、国际贸易和工程承包等业务，并形成了较大的规模。境外直接投资业务目前已投资水泥、汽车零部件和糖厂等项目，投资区域涵盖牙买加、印尼、印度、澳大利亚等多个国家。国际贸易业务覆盖全球 100 多个国家和地区。国际工程承包方面，公司先后承担并建成各类中国政府对外援助项目 1,500 多个，涉及建筑、铁路、公路、电力、化工、机械、纺织、医药、造纸等 30 多个行业和领域，具备一定的行业竞争力。

总体看，公司目前形成了基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业和国际业务相互支撑、协同发展的多元化业务格局，业务范围广泛，业务规模较大，具备很强的规模优势和综合竞争力。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员共 10 人，包括党组书记 1 人、总经理 1 人、党组副书记 2 人（其中 1 名由公司总经理兼任）、总会计师 1 人、副总经理 3 人、纪检组组长 1 人、总法律顾问 1 人、董事会秘书 1 人。

公司董事长王会生先生，1956 年出生，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，国家开发投资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，国家开发投资公司副总经理、党组成员，国家开发投资公司总经理、党组书记。现任国家开发投资集团有限公司董事长、党组书记，兼任中国投资协会副会长、中国投资协会国有投资公司委员会会长、世界生产力科学院院士、中国企业联合会副会长、海峡两岸关系协会理事、中国国际经济交流中心理事。

公司总经理施洪祥先生，1960 年出生，大学学历，高级工程师，北京市政协委员。历任水电部基建司、水电建设局干部，国家能源投资公司水电项目部工程师、综合处副处长，国家开发投资公司能源业务部水电处处长、电力事业部综合处处长、副主任，国家开发投资公司发展研究部副主任、战略发展部主任，国家开发投资公司金融投资部代总经理，国家开发投资公司副总经理、党组成员。现任国家开发投资集团有限公司董事、总经理、党组副书记。

截至 2018 年末，公司合并口径职工人数 45,359 人，其中具有研究生及以上学历的人数 4,853 人，占比 10.70%，具有本科学历的人数 17,554 人，占比 38.70%；公司本部职工人数共 494 人，其中研究生及以上学历 192 人，占比 38.87%，本科学历 199 人，占比 40.28%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，从业人员整体素质与公司业务结构较匹配，能够满足公司发展需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司是由国家出资设立的中央直属企业，国务院国资委代表国家履行出资人职责。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。

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

公司根据公司章程建立了规范的董事会。公司董事会共8人，设董事长1名，其中外部董事4名，职工董事1名。非职工董事由国务院国资委委派或更换。职工董事由公司职工代表大会选举产生。公司董事每届任期不超过3年，任期届满，经国务院国资委委派或者公司职工代表大会选举可以连任。董事会会议分为定期会议和临时会议。定期董事会会议每年至少举行4次。董事会对国资委负责，依照《公司法》及国资委授权行使《公司章程》规定的相关职权，例如：制定增、减资方案；决定公司的投资方案；批准额度以上的投资和退出项目、重大资产购置及处置、非主业投资项目、对外并购重组、重大资本运作事项（需报国资委批准的事项经董事会审议通过后上报）；批准公司年度融资计划，额度以上单项间接融资；批准额度以上单项重大资产损失处置、资产抵押、质押和对外担保等。董事会决定公司重大问题，应当事先听取公司党组的意见。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会，各专门委员会成员全部由董事组成；其中战略委员会负责组织研究公司发展战略、中长期发展规划、投融资、重组、转让公司所持股权、企业改革等重大决策，研究需由董事会批准的重大投资等事项。

公司设立党组，保证监督党和国家方针政策在公司的贯彻执行，落实党中央、国务院重大战略决策，国资委党委及上级党组织有关重要工作部署。党组设党组书记1名，其他党组成员若干名。董事长、党组书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记，同时，按规定设立纪检组。

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

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

总体看，公司作为国家出资设立的中央直属企业，建立了相应的法人治理结构。

2. 管理及内控

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

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

融资管理方面，集团总部财务部依据汇总平衡的年度资金计划，研究并提交全年对外融资方案，报集团总部领导审批后，负责具体落实或督办。各成员单位有融资需求时，优先向集团申请借款。对于各成员单位的借款申请，由各成员单位逐级上报集团总部财务部，由集团总部财务部根据集团资金平衡计划与实际情况统筹安排，一般采用内部委托贷款、财务公司自营贷款、外部融资等方式。集团成员单位10亿元以上对外项目融资，由集团总部牵头进行银团招标融资。此外，公司还制定了《国家开发投资公司（集团）资金集中管理暂行办法》、《国投集团成员企业重大融资业务指导意见》等制度，进一步完善了公司在企业融资方面的运作。

投资管理方面，公司对集团内成员单位的对外投资决策进行总部统一管理，各成员单位有对外投资机会，编制投资方案上报集团总部。总部战略发展部、经营管理部、财务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》，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。担保方式原则上优先选用权利质押、资产抵押等担保方式，严格控制保证（信用）担保方式；规定提供担保的单位负责人为本单位担保管理第一责任人，有关担保业务出现损失的，应对责任人进行责任追究。

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

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司整体经营规模较大，目前业务可以划分为基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）、金融及服务业和国际业务四大板块，公司经营以基础产业板块为主，具体包括电力、矿业和交通物流板块。

2016~2018年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长18.09%，2018年实现营业总收入1,213.80亿元，同比增长35.77%。从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构成。其中，营业收入是公司营业总收入的主要来源，近三年占比均在87%以上，且呈逐年上升趋势；2016~2018年，营业收入逐年增长，年均复合增长21.49%。利息收入和手续费及佣金收入对营业总收入贡献度较低，2018年占比分别为3.06%和3.92%，利息收入近三年年均复合增长3.32%，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”），受证券市场行情影响，近三年呈逐年下降趋势，年均复合减少17.98%。

表3 公司营业总收入构成情况表（单位：亿元，%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	764.88	87.87	793.87	88.80	1,129.04	93.02
利息收入	34.84	4.00	37.18	4.16	37.19	3.06
手续费及佣金收入	70.73	8.13	62.98	7.04	47.58	3.92
营业总收入	870.45	100.00	894.03	100.00	1,213.80	100.00

资料来源：公司提供

从营业收入结构看，2016~2018年，公司基础产业板块收入波动增长，年均复合增长7.44%，2018年收入为496.50亿元，同比增长28.72%，主要系电力板块收入增长带动；基础产业收入主要来自于电力业务，近三年公司电力业务收入逐年增长，年均复合增长18.37%，2018年电力业务收入为410.11亿元，同比增长29.60%；矿业和交通物流业务对基础板块收入贡献相对较少，2018年分别实现收入47.98亿元和38.41亿元。2016~2018年，公司前瞻性战略性新兴产业发展较好，收入呈逐年增长趋势，年均复合增长51.28%，2018年实现收入175.15亿元，同比增长112.95%，占营业收入的比例由2016年的10.01%逐年提升至2018年的15.51%。2016~2018年，公司金融及服务业收入逐年增长，年均复合增长48.70%，对营业收入贡献度逐年提升，在营业收入中的占比分别为7.88%、10.14%和11.80%。2016~2018年，公司国际业务收入逐年增长，年均复合增长27.25%，2018年国际板块收入同比增长35.77%，主要因为板块子公司贸易额增加所致，国际业务收入是公司营业收入的第二大组成部分，近三年分别为27.68%、31.80%和30.36%，呈波动增长态势。

表4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块		2016年			2017年			2018年		
		营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
基础产业	电力	292.71	38.27	48.41	316.45	39.86	40.58	410.11	36.32	40.41
	矿业	95.60	12.50	35.74	40.28	5.07	59.71	47.98	4.25	60.94
	交通物流	41.83	5.47	15.71	29.00	3.65	25.66	38.41	3.40	30.85
	小计	430.13	56.23	42.42	385.73	48.59	41.46	496.50	43.98	41.65

前瞻性战略性新兴产业	76.53	10.01	17.26	82.25	10.36	17.57	175.15	15.51	16.97
金融及服务业	60.27	7.88	26.58	80.47	10.14	20.48	133.27	11.80	12.94
国际业务	211.70	27.68	6.37	252.47	31.80	5.68	342.78	30.36	4.80
其他 (含板块间抵消)	-13.75	-2.33	--	-7.05	-1.32	--	-18.67	-1.65	--
合计	764.88	100.00	28.69	793.87	100.00	25.08	1,129.04	100.00	23.31

资料来源：公司提供

注：上表“其他”项主要系板块间收入抵消，均为负值，故无毛利率。

从营业收入的毛利率情况来看，2016~2018年，公司整体毛利率水平呈逐年下降态势，分别为28.69%、25.08%和23.31%，主要系受电力板块、国际业务板块和金融及服务业板块毛利率下滑影响，公司整体毛利率水平尚可。分板块来看，公司基础产业板块毛利率水平小幅波动，分别为42.42%、41.46%和41.65%，其中电力板块毛利率水平分别为48.41%、40.58%和40.41%，2017~2018年电力板块毛利率降幅较大主要系煤价较2016年大幅上升所致；公司前瞻性战略性新兴产业毛利率水平分别为17.26%、17.57%和16.97%，2018年小幅下降；受金融市场行情低迷影响，近年来公司金融及服务业毛利率逐年下滑，分别为26.58%、20.48%和12.94%；近三年公司国际业务毛利率水平逐年下滑，分别为6.37%、5.68%和4.80%，处于较低水平。

公司投资收益主要来源于包括权益法核算的长期股权投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益等。2016~2018年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长13.99%，2018年取得投资收益112.78亿元，同比增长7.85%。公司投资收益规模较大，近三年占营业利润的比重分别为50.86%、57.32%和61.48%，对公司营业利润影响较大。考虑到公司投资收益易受宏观经济环境、所投企业经营状况等因素影响，公司面临一定投资收益波动风险。

总体看，公司营业总收入规模较大，收入构成以基础产业、前瞻性战略性新兴产业和国际业务为主，公司整体毛利率水平尚可；公司投资收益对营业利润贡献较大，存在一定波动风险。

2. 基础产业板块

基础产业板块是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产主要构成和利润的重要来源。目前，公司基础产业板块主要包括电力板块、矿业板块和交通物流板块。

电力板块

公司电力板块经营主体主要为控股子公司国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”，截至2018年底，公司持股49.18%）。国投电力是上交所上市公司（股票代码：600886.SH），拥有雅砻江流域水电开发有限公司、国投大朝山水电开发有限公司、国投甘肃小三峡发电有限公司、靖远第二发电有限公司、厦门华夏国际电力有限公司、天津国投津能发电有限公司、国投钦州发电有限公司等发电企业。得益于公司火电项目的陆续投产及上网电价的上调，2016~2018年，公司电力板块分别实现收入292.71亿元、316.45亿元和410.11亿元，呈逐年上升的趋势，为公司收入占比最高的业务板块。

发售电量方面，2016~2018年，公司发、售电量均呈逐年增长趋势，发电量年均复合增长12.22%，售电量年均复合增长12.02%。从装机容量上看，随着项目新增投产，2016~2018年，公司装机容量逐年增长，三年复合增长5.16%，2018年公司装机容量为3,405.50万千瓦。公司全面涉足水、火、风、光等各个发电结构领域，电力业务布局完善，并以水电和火电为主，其中水电主要分布在四川、重庆，火电主要分布在新疆、甘肃、福建、广西等地。截至2018年底，公司水电装机容量为1,672.00

万千瓦，火电控股装机容量为 1,575.60 万千瓦，风电装机容量为 110.10 万千瓦，光伏发电装机容量为 47.80 万千瓦。公司主要电力项目分布情况如下表 6 所示，电源结构水电火电均衡，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。

表 5 公司电力板块主要经营指标（单位：万千瓦，万千瓦时）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
装机容量	2,928.45	3,162.00	3,405.50
发电量	1,204.36	1,289.49	1,516.64
售电量	1,173.02	1,255.31	1,471.99

资料来源：公司提供

表 6 截至 2018 年底公司主要电力项目分布情况（单位：万千瓦，%）

类别	项目名称	可控装机容量 (万千瓦)	电厂服务区域	国投电力 权益占比 (%)	控制 性质
水电	雅砻江水电	1,470.00	四川、重庆、江苏	52.00	控股
	国投大朝山	135.00	云南	50.00	控股
	国投小三峡	67.00	甘肃	60.45	控股
	小计	1,672.00	-	-	-
火电	国投北疆	400.00	天津	64.00	控股
	靖远二电	132.00	甘肃	51.22	控股
	华夏电力	120.00	福建	56.00	控股
	湄洲湾一期	78.60		51.00	控股
	湄洲湾二期	200.00		51.00	控股
	国投北部湾	64.00	广西	55.00	控股
	国投钦州	326.00		61.00	控股
	国投宣城	129.00	安徽	51.00	控股
	国投盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	国投伊犁	66.00	新疆	60.00	控股
	小计	1,575.60	-	-	-
风电	国投白银风电	9.50	甘肃	64.89	控股
	国投酒泉一风电	9.90		42.18	控股
	国投酒泉二风电	20.10		64.89	控股
	国投青海风电	9.90	青海	51.65	控股
	国投哈密三塘湖风电	4.95	新疆	64.89	控股
	哈密淖毛湖风电	4.95		64.89	控股
	景峡风电	10.00		64.89	控股
	烟墩风电	10.00		64.89	控股
	国投吐鲁番风电	4.95		64.89	控股
	东川风电	9.60	云南	58.40	控股
	国投楚雄武定三月山风电	4.80		58.40	控股
	龙门风电	4.50	广西	64.89	控股
	Afton	5.00	英国	100.00	控股
	小计	110.10	--	--	--
光电	国投敦煌	2.80	甘肃	64.89	控股
	国投格尔木	5.00	青海	64.89	控股
	国投石嘴山	3.00	宁夏	64.89	控股
	国投大理	4.00	云南	64.89	控股

	南庄	30.00		100.00	控股
	会理	2.00	四川	26.52	控股
	冕宁	1.00		31.20	控股
	小计	47.80	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司在建项目主要系电力板块项目，包括两河口水电站、杨房沟水电站和湄洲湾电厂二期，计划总投资合计 885.82 亿元，项目建设规模较大，截至 2018 年末已投资 424.36 亿元，尚需投资 461.46 亿元，未来存在较大的对外融资需求，具体详见下表。随着电力项目建成投产，公司装机容量将进一步增加，公司发电能力将进一步增强，综合抗风险能力也将继续增强。

表 7 截至 2018 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

从电厂平均设备利用小时数来看，近年来受国家倡导清洁能源等政策带动下游产业需求增长影响，2016~2018 年，公司水电、火电、风电的平均设备利用小时数均呈增长态势，三年复合增长率分别为 2.31%、8.63%和 20.27%；光电平均设备利用小时数逐年小幅下降，三年复合减少 2.09%。

表 8 公司控股电厂平均设备利用小时数（单位：小时）

类别	2016 年	2017 年	2018 年
水电	4,822.39	4,965.00	5,048.00
火电	3,700.58	3,543.00	4,367.00
风电	1,380.52	1,759.00	1,997.00
光电	1,520.85	1,499.00	1,458.00

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，2016~2018 年，受政府价格调控影响，公司水电、光电平均销售价格均呈逐年下降趋势；受煤炭价格上升影响，火电销售价格波动上升；风电价格亦呈波动上升趋势，2017 年受政府价格调控影响风电价格有所下降，2018 年价格较同期变化不大。目前国内宏观经济仍处于转型调整期间，电力销售价格大幅上升的可能性不大。

表 9 公司主要电力平均销售电价（单位：元/千瓦时）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
水电	0.262	0.251	0.247
火电	0.338	0.357	0.341
风电	0.487	0.473	0.479
光电	1.047	0.998	0.960

资料来源：公司提供

总体看，公司电力板块业务规模较大，未来随着公司在建、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，在建电力项目未来计划投资规模仍较大，存在较大的筹资需求和资本支出压力；此外，公司电力价格受宏观经济及政府调控影响较大，随着电力平均售价变化，公司电力板块收入存在一定波动风险。

矿业板块

矿产板块主要由公司全资子公司国投矿业投资有限公司负责，从事战略性、稀缺性矿产资源及相关产业的投资。2016 年公司剥离煤炭板块后，公司矿产资源开发业务主要为化肥业务。目前管理投资企业包括：国投罗钾、国投金城冶金有限责任公司、国投重庆页岩气开发利用有限公司等企业。2016~2018 年，公司矿业板块收入分别为 95.60 亿元、40.28 亿元和 47.98 亿元，呈波动下降趋势，年均复合减少 49.36%，2017 年矿业板块收入大幅下降主要系 2016 年划拨了煤炭板块业务所致，2018 年收入同比增长 19.12%，主要系硫酸钾市场价格上升所致。

国投罗钾是公司以股权收购方式取得控股的钾肥生产企业，截至 2018 年末，公司已探明的 KCl（122b+332+333）给水度资源储量 1.18 亿吨，是目前国内最大的硫酸钾生产企业，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，截至 2018 年末，公司拥有年产 160 万吨硫酸钾生产装置和年产 10 万吨硫酸镁生产装置，产品面向国内硫酸钾市场销售，在一定程度上改变了国内钾肥市场依靠进口的格局。

表 10 公司主要化肥硫酸钾经营指标（单位：万吨，元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量	160.60	168.39	175.00
销量	155.40	182.17	173.00
均价	1,942.85	2,113.43	2,613.00

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司硫酸钾产量呈逐年增长态势，年均复合增长 4.39%，2018 年产量为 175.00 万吨，同比增长 3.93%；销量波动增长，年均复合增长 5.51%，2018 年销量为 173.00 万吨，同比下降 5.03%。2016~2018 年，公司产销率呈波动增加态势，分别为 96.76%、108.18%和 98.86%，处于较高水平。2016~2018 年，公司硫酸钾销售均价持续增长，分别为 1,942.85 元/吨、2,113.43 元/吨和 2,613.00 元/吨，三年复合增长 15.97%。

总体看，目前公司矿业板块主要是化肥业务，受剥离煤炭板块的影响，公司 2017 年矿业板块的收入有所下降，2018 年随着钾肥价格走高，公司矿业板块收入有所增长。

交通物流板块

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

公司港口业务主要以散货业务为主，集装箱业务吞吐量较小。近三年，公司控股的港口主要集中在环渤海地区、东南沿海、海南、北部湾及长江干线地区，包括镇江港、曹妃甸港和京唐港等，2018 年 12 月，公司已将镇江港出售转让，截至 2018 年底，公司控股的港口企业为 7 家。随着宏观经济环境企稳和新港口投入使用，2016~2018 年，公司港口散货吞吐量呈逐年增长趋势，分别为

15,327.00 万吨、18,386.00 万吨和 23,810.00 万吨，2018 年同比增长 29.49%，其中镇江港散货吞吐量为 8,516.00 万吨、曹妃甸散货吞吐量为 7,305.00 万吨、京唐港散货吞吐量为 5,138.00 万吨。随着镇江港出售转让，将对公司交通物流板块业务未来收入增长造成一定不利影响。

表 11 公司港口散货吞吐量（单位：万吨）

名称	2016 年	2017 年	2018 年
镇江港	5,891.00	7,003.00	8,516.00
曹妃甸	3,896.00	5,045.00	7,305.00
京唐港	3,820.00	3,955.00	5,138.00
洋浦港	772.00	778.00	664.00
重庆果园港	807.00	758.00	109.00
孚宝洋码头	141.00	354.00	743.00
湄洲湾	--	493.00	924.00
钦州港	--	--	411.00
合计	15,327.00	18,386.00	23,810.00

资料来源：公司提供

国投物流是负责物流领域投资与管理的专业性公司，开展煤炭集运等业务，为公司内部相关投资企业构建物流环节，合理配置资源，促进公司煤、电、港、运业务的有效衔接。2016 年，国投物流实现营业收入 20.48 亿元，实现净利润 1.87 亿元。2017 年以来，国投物流除下属湄洲湾产业园公司的建设项目外，暂未运营其他业务，随着湄洲湾产业园建设项目完工，2018 年国投物流实现 578.90 万元，预计 2019 年土地收储款全部回收完毕。

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

3. 前瞻性战略性板块

公司于 2016 年规划前瞻性战略性板块并积极拓展相关业务，目前前瞻性战略性产业板块主要由国投高新负责，国投高新是国内最早专业从事股权投资和创业投资的国有投资公司之一。作为公司前瞻性战略性新兴产业板块的核心企业，国投高新以基金为主要抓手，在先进制造业、健康产业、环保产业和信息技术产业等前瞻性战略性新兴产业领域进行积极探索，促进基金业务与控股业务的融合联动，并发挥国有资本的引领带动作用，服务国家战略和国投战略。目前国投高新拟控股的前瞻性战略性新兴产业项目包括：工业机器人、高端医疗器械、高端船舶、海洋工程装备、农业机械等先进制造业。2016~2018 年，公司前瞻性战略性板块分别实现收入 76.53 亿元、82.25 亿元和 175.15 亿元，呈快速增长态势，三年复合增长 31.78%，在营业收入中的占比亦逐年提高。

目前，国投高新管理企业主要包括国投高科技投资有限公司（以下简称“国投高科”）、国投创业投资管理有限公司（以下简称“国投创业”）、国投创新投资管理有限公司（以下简称“国投创新”）、国投创益产业基金管理有限公司（以下简称“国投创益”）、国投创合（北京）基金管理有限公司（以下简称“国投创合”）、海峡汇富基金管理公司（以下简称“海峡基金”）、亚普汽车部件股份有限公司（以下简称“亚普汽车”）、国投中鲁果汁股份有限公司（以下简称“国投中鲁”）等。其中，国投创业主要从事环保、生物医药、信息等领域的 VC 投资业务；国投创新主要从事先进制造、移动互联网等领域的 PE 投资业务；国投创益主要从事涉农类、政府引导专项基金的投资业务；国投创合主要从事新兴产业股权投资、创业投资母基金和政府引导基金的投资业务；海峡基金主要从事海西地区大资管及外币股权基金的投资业务。截至 2018 年底，国投高新共管理基金 33 只，包括先进制造业

基金、京津冀协同发展基金、科技成果转化基金、央企扶贫基金、新兴产业创业投资引导基金、军民融合基金等国家级政府引导基金，基金管理规模合计 1,591.80 亿元，是央企中基金管理规模最大、管理社会资本最多、管理社保基金最多的股权基金投资机构。

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

亚普汽车主要从事汽车塑料油箱的生产和销售，生产能力为 1,360 万只/年，是国内市场的领军企业，国内排名第一，在世界排名第三。2016~2018 年，亚普汽车油箱产量分别为 899 万只、924 万只和 993 万只，年均复合增长 3.37%；三年油箱销售数量分别为 889 万只、950 万只和 1,005 万只，年均复合增长 4.17%。

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。2016 年，国投中鲁果汁产量为 10.17 万吨，销量为 10.74 万吨，主要以苹果清汁、梨汁为主；2017 年，国投中鲁果汁产量为 10.47 万吨，销量为 11.40 万吨，主要以苹果青汁为主；2018 年，国投中鲁果汁产量为 12.01 万吨，销量 13.28 万吨，主要以苹果清汁为主。2018 年，国投中鲁实现营业收入 9.63 亿元，同比减少 2.29%，实现净利润 0.01 亿元，同比减少 16.78%。

此外，公司全资设立国投健康产业投资有限公司（简称“国投健康”），主要负责养老产业、医疗健康及相关产业等业务发展和经营管理，探索发展以养老产业为核心，上下游联动的大健康产业，目前国投健康已建设运营北京和广州两个中心城区健康养老机构。另外，公司全资设立国投生物科技投资有限公司（简称“国投生物”），主要从事投资管理以及涉及生物科技、新能源科技专业领域内的技术开发、转让、咨询和服务等。

总体看，近三年，公司前瞻性战略性板块收入逐年增长，在营业收入中的占比亦有所提升。

4. 金融及服务板块

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。经过多年发展，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，2016~2018 年，公司金融及服务收入逐年增长，年均复合增长 48.70%，对营业收入贡献度逐年提升，2018 年占比 10.14%；此外，各金融子公司产生的利息收入和手续费及佣金收入对于公司营业总收入亦起到一定补充作用。

公司通过国投资本间接控股安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）、国投泰康信托有限公司（以下简称“国投泰康信托”）涉足证券、信托等业务。截至 2018 年底，国投资本总资产 1,554.60 亿元，所有者权益 398.00 亿元；2018 年，国投资本实现营业总收入 105.14 亿元，净利润 20.25 亿元。

安信证券作为全国综合性大型券商，具备较强的综合实力。截至 2018 年底，安信证券在全国范围内拥有 333 家证券营业部，全资拥有国投安信期货有限公司（以下简称“国投安信期货”）、安信国际金融控股有限公司、安信乾宏投资有限公司，参股安信基金管理有限责任公司等企业，多项业务排名进入全国前列，行业地位不断提升。截至 2018 年底，安信证券资产总额 1,388.37 亿元，所有者权益 309.82 亿元；2018 年，实现营业总收入 90.35 亿元，净利润 15.16 亿元。

信托业务方面，近年来，国投泰康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。2016~2018 年末，国投泰康信托管理信托规模分别为 2,712.48 亿元、3,628.05 亿元和 2,693.34 亿元，受其主动收缩通道业务影响，2018 年末信托规模较上年末下降 25.76%，其中主动管理规模为 772.23 亿元。截至 2018 年底，国投泰康信托资产总额为 85.73 亿元，所有者权益 66.95 亿元，2018 年，国投泰康信托实现营业收入 15.04 亿元，净利润 6.52 亿元。

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

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。2016~2018 年，中投保担保余额分别为 1,873.82 亿元、1,263.98 亿元和 678.98 亿元，2018 年大幅下降 46.28%，主要系部分项目提前到期、新增担保规模较小所致，截至 2018 年底，中投保融资担保放大倍数为 4.25 倍，担保代偿率为 0.0013%。截至 2018 年底，中投保资产规模 204.53 亿元，所有者权益 101.27 亿元；2018 年度，中投保实现营业总收入 7.15 亿元，净利润 18.61 亿元。

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

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

国投资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。2018 年度，国投资产公司销号项目 8 个，回收资金 888.00 万元。

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

总体看，公司金融及服务板块业务较为齐全，收入规模有所增长，在营业收入中的占比逐年提升。联合评级也关注到，公司金融及服务板块整体受金融市场环境影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。

5. 国际业务

公司国际业务板块主要由融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）、中国国投国际贸易

有限公司（以下简称“国投贸易”）、中国成套设备进出口集团有限公司（以下简称“设备进出口公司”）等企业负责，重点开展境外直接投资、国际贸易、国际工程承包等业务。国际业务收入是公司营业收入第二大来源，2016~2018年，公司国际业务收入逐年增长，年均复合增长27.25%，2018年国际板块收入同比增长35.77%，主要因为板块子公司贸易额增加所致。

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

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

公司的国际工程承包业务主要由设备进出口公司负责，设备进出口公司成立于1959年，公司成立后长期受政府委托，统一组织实施国家对外经济技术援助项目，先后建成了坦赞铁路、塞内加尔国家大剧院、中非班吉体育场、牙买加国际会展中心等1500多个各类对外工程及成套项目，分布在亚非拉50多个国家和地区。

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

6. 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。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 and 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2016年~2018年合并财务报表均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论。近年来，公司合并范围有一定变化，但变化的总体规模一般，公司财务数据可比性尚可。

截至2018年底，公司合并资产总额5,822.83亿元，负债合计3,974.09亿元，所有者权益合计1,848.74亿元，其中归属于母公司的所有者权益845.06亿元。2018年，公司实现营业总收入1,213.80亿元，净利润162.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润61.94亿元；经营活动产生的现金流量净额48.22亿元，现金及现金等价物净增加额-26.43亿元。

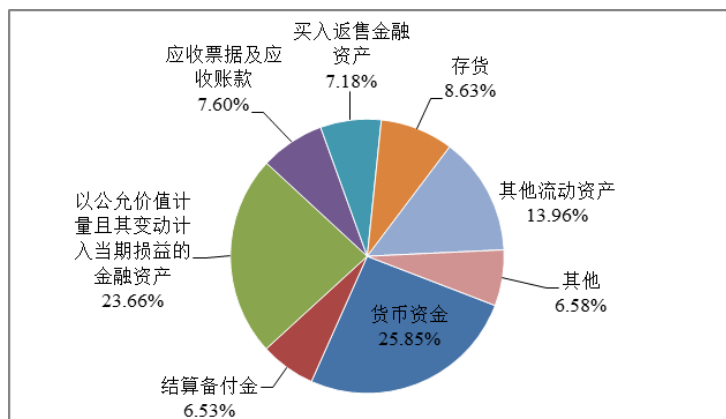
2. 资产质量

2016~2018 年末,随着公司业务发展,公司资产规模逐年增长,三年复合增长 11.65%。截至 2018 年末,公司资产总额为 5,822.83 亿元,较年初增长 17.98%,主要系国资委将中国医药集团 20.26%股权划转至公司,且金融资产投资规模增加所致;其中,流动资产占 31.92%,非流动资产占 68.08%,公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年末,公司流动资产逐年增长,年均复合增长 9.77%,主要系金融资产投资规模增加、股票质押业务规模增长和存货增加所致。截至 2018 年底,公司流动资产为 1,858.86 亿元,较年初增长 13.53%,其中货币资金占比 25.85%、结算备付金占比为 6.53%、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比为 23.66%、应收票据和应收账款占比 7.60%、买入返售金融资产占比 7.18%、存货占比 8.63%、其他流动资产占比 13.96%。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源:公司审计报告,联合评级整理。

2016~2018 年末,公司货币资金逐年下降,三年复合减少 9.93%。截至 2018 年底,公司货币资金余额为 480.56 亿元,较年初减少 3.03%,其中受限货币资金合计 32.41 亿元,占货币资金的 6.74%,主要系存放在中央银行法定准备金、各类业务保证金、一般风险准备金专户资金等。

2016~2018 年末,公司结算备付金波动下降,三年复合减少 6.19%。截至 2018 年底,公司结算备付金为 121.40 亿元,较年初增加 12.44%,主要系自有备付金增加;其中客户备付金、自有备付金和信用备付金分别占比 64.09%、27.28%和 8.63%。

2016~2018 年末,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增长较快,三年复合增长 34.42%。截至 2018 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 439.75 亿元,较年初增长 36.77%,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 76.10%。

2016~2018 年末,公司应收票据和应收账款逐年增长,三年复合增长 33.90%。截至 2018 年底,公司应收票据和应收账款合计 141.26 亿元,较年初增长 49.17%;其中应收票据为 21.31 亿元,主要以银行承兑汇票为主;应收账款为 119.95 亿元,账龄以 1 年以内(含 1 年)(占比 75.34%)和 1~2 年(占比 15.88%)为主,期末余额前五名的应收账款合计占比 40.61%,包括电网公司、天津华泰龙淡化海水公司、河南天冠生物等。

2016~2018 年末,公司买入返售金融资产快速增加,三年复合增长 39.08%。截至 2018 年底,公司买入返售金融资产为 133.48 亿元,较年初增长 8.02%,主要系子公司安信证券股票质押回购业务

和债券逆回购规模增长所致；其中股票质押回购占比 70.46%；公司买入返售金融资产共计计提减值准备 0.29 亿元，计提比例为 0.21%。

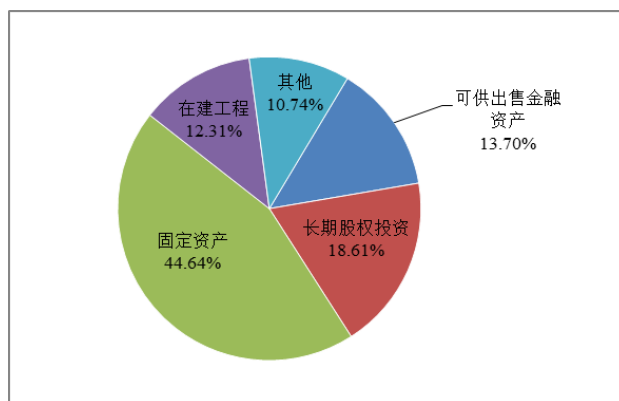
2016~2018 年末，公司存货账面价值逐年快速增长，年均复合增长 48.40%，2018 年末为 160.48 亿元，较年初大幅增长 84.34%，主要系子公司国投贸易、国投生物、冶金业务规模增加所致；公司存货中原材料占比 27.31%，库存商品占比 45.99%，自制半成品及在产品占比 13.01%，工程施工占比 6.02%；公司对存货计提跌价准备 6.39 亿元，计提比例为 3.83%，计提较为充分。

2016~2018 年末，公司其他流动资产有所波动，三年分别为 280.73 亿元、311.21 亿元和 259.57 亿元，2018 年末较年初下降 16.59%，主要系融出资金规模大幅下降所致；其他流动资产主要由安信证券融出资金构成，占比为 80.16%。

非流动资产

2016~2018 年末，公司非流动资产规模逐年增加，三年复合增长 12.56%。截至 2018 年底，公司非流动资产余额为 3,963.97 亿元，较年初增长 20.18%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、长期应收款和商誉增加所致；非流动资产中可供出售金融资产占比 13.70%、长期股权投资占比 18.61%、固定资产占比 44.64%、在建工程占比 12.31%。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

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

2016~2018 年末，公司长期股权投资逐年快速增长，三年复合增长 73.14%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 737.72 亿元，较年初增长 111.52%，主要系国资委将中国医药集团 20.26%的股权划转至公司，同时公司增加对中国水环境（集团）有限公司、Arab Potash Company 等联营企业投资所致。公司长期股权投资计提减值准备 9.57 亿元，计提比例 1.28%。

2016~2018 年末，公司固定资产净额逐年增加，三年复合增长 7.43%。截至 2018 年底，公司固定资产净额为 1,769.68 亿元，较年初增长 5.72%，主要系在建项目结转固定资产所致；从构成来看，固定资产主要以房屋及建筑物（占比 62.32%）和机器设备（占比 36.44%）为主，主要来自于电力板块，固定资产成新率为 68.57%，成新率一般。

随着在建工程完工，2016~2018 年末，公司在建工程逐年减少，三年复合减少 12.59%。截至 2018 年底，公司在建工程为 487.91 亿元，较年初减少 4.32%，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工程为主，如两河口和杨房沟水电站、果园港等。

2016~2018 年末，公司商誉分别为 51.70 亿元、50.95 亿元和 106.12 亿元，2018 年末大幅增长 108.28%，主要系因为收购神州高铁技术股份有限公司、成都力思特制药股份有限公司等形成的商誉。

总体看，公司资产规模较大，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产中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，但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，公司整体资产质量较好。

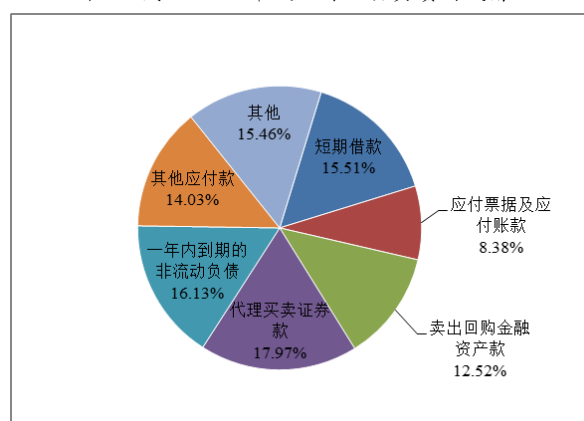
3. 负债和所有者权益

负债

2016~2018 年末，公司负债规模逐年增长，三年复合增长 9.34%。截至 2018 年底，公司负债总额为 3,974.09 亿元，较年初增长 17.63%；其中，流动负债占比 44.70%，非流动负债占比 55.30%，负债构成以非流动负债为主。

2016~2018 年末，公司流动负债规模波动增长，三年复合减少 8.61%。截至 2018 年底，公司流动负债为 1,776.46 亿元，较年初增长 19.97%；公司流动负债主要由短期借款（占比 15.51%）、卖出回购金融资产款（占比 12.52%）、代理买卖证券款（占比 17.97%）、应付票据及应付账款（占比 8.38%）、其他应付款（占比 14.03%）和一年内到期的非流动负债（占比 16.13%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018 年末，公司短期借款逐年增加，三年复合增长 48.60%。截至 2018 年底，公司短期借款为 275.56 亿元，较年初增长 93.58%，其中信用借款占比 71.24%，质押借款占比 15.86%，保证借款占比 9.55%。

2016~2018 年末，公司应付票据及应付账款波动下降，三年复合减少 4.62%；截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 148.86 亿元，较年初增长 24.28%，其中应付票据 37.29 亿元，应付账款 111.57 亿元。截至 2018 年底，公司应付账款主要分布在 1 年以内（含 1 年）（占比 72.17%）和 2~3 年（含 3 年）（占比 16.18%）。

2016~2018 年末，公司卖出回购金融资产款逐年快速增长，三年复合增长 64.30%，截至 2018 年底，公司卖出回购金融资产为 222.48 亿元，较年初增长 23.64%，主要系卖出回购债券规模大幅增长；其中债券占比 80.42%、债权收益权占比 17.98%。

2016~2018 年末，公司其他应付款有所波动，三年复合下降 1.18%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 249.28 亿元，较年初增长 8.19%，主要系往来款增加所致；从构成来看，公司其他应付款

中（不含应付利息和应付股利）应付合并结构化主体的其他投资人权益占 40.75%、工程及保证金款占 15.30%、往来款占 14.54%，其余占比较小。

受证券市场行情波动影响，2016~2018 年末，公司代理买卖证券款逐年下降，三年复合减少 13.89 %。截至 2018 年底，公司代理买卖证券款为 319.18 亿元，较年初减少 8.68%；公司代理买卖证券款以个人客户为主，占比 72.11%。

2016~2018 年末，公司一年内到期的非流动负债逐年增加，三年复合增长 43.34%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 286.53 亿元，较年初大幅增长 45.45%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；其中一年内到期的长期借款占 46.30%、一年内到期的应付债券占比 51.65%。

2016~2018 年末，公司非流动负债逐年增加，三年复合增长 9.93%，主要系长期借款和应付债券增加。截至 2018 年底，公司非流动负债为 2,197.64 亿元，较年初增长 15.80%；非流动负债主要由长期借款（占比 63.47%）和应付债券（占比 34.44%）为主。

2016~2018 年末，公司长期借款规模逐年增长，三年复合增长 11.90%。截至 2018 年底，公司长期借款为 1,394.81 亿元，较年初增长 14.07%；公司长期借款主要由信用借款和质押借款构成，分别占比 83.55%和 10.09%，其中信用借款利率区间在 2.10%~6.55%，质押借款利率区间在 1.70%~6.20%。

2016~2018 年末，公司应付债券规模波动增长，三年复合增长 7.64%。截至 2018 年底，公司应付债券为 756.81 亿元，较年初增长 19.23%，主要系 2018 年公司及下属公司新发债务融资工具所致。

随着对外融资规模扩大，2016~2018 年末，公司全部债务规模逐年增长，三年复合增长 15.86%。截至 2018 年底，公司全部债务为 3,104.28 亿元，较年初增长 23.96%；其中，短期债务占比 30.43%，长期债务占比 69.57%，债务结构以长期债务为主。

截至 2018 年底，公司资产负债率为 68.25%，较年初变化不大；公司自有资产负债率³为 65.86%，较年初上升 0.45 个百分点，公司负债水平仍较高。2016~2018 年底，公司全部债务资本化比率分别为 63.20%、61.66%和 62.67%，长期债务资本化比率分别为 56.97%、54.45%和 53.88%，公司偿债压力有所下降，但总体债务负担仍较重。

总体看，近几年公司对外融资规模扩大，负债及债务规模均逐年增加，负债结构以非流动负债为主，整体债务压力较重。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 17.17%，主要系利润留存、资产划拨所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1,848.74 亿元，较年初增长 18.73%，主要系资本公积及留存利润增加所致；其中，归属于母公司的所有者权益占比 45.71%，少数股东权益占比 54.29%（主要系合并范围内非全资子公司较多所致，部分上市子公司持股比例虽未超过 50%但形成实际控制，故纳入合并报表）。截至 2018 年底，公司资本公积为 162.61 亿元，较年初大幅增长 201.19%，主要系根据《关于中国医药集团有限公司股权多元化改革有关事项的批复》（国资改革[2018]755 号），国资委将中国医药集团 20.26%的股权划转至公司，增加资本溢价 121.98 亿元。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 40.00%，资本公积占比 19.24%，未分配利润占比 33.03%，公司所有者权益结构稳定性一般。

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

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

4. 盈利能力

2016~2018年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长18.09%，2018年实现营业总收入1,213.80亿元，同比增长35.77%。2016~2018年，公司净利润逐年增长，年均复合增长7.63%，2018年为162.75亿元，同比增长11.49%。

随着营业收入增加，公司营业总成本亦逐年增长，2016~2018年年均复合增长21.04%；2018年为1,146.62亿元，同比增长38.81%，其中营业成本占75.52%，期间费用占17.65%。从期间费用来看，2016~2018年，公司费用总额波动增长，三年复合增长4.62%；2018年费用总额为202.35亿元，同比增长12.23%，主要系对外融资规模扩大，财务费用增加所致；其中，销售费用占比30.25%，管理费用占比24.04%，财务费用占比45.72%。2016~2018年，公司费用收入比分别为21.24%、20.17%和16.67%，呈逐年下降趋势，费用控制能力有所增强。

2016~2018年，公司资产减值损失分别为3.94亿元、9.27亿元和19.97亿元，其中2017年同比增长125.07%，主要系机器设备等固定资产计提的减值损失和可供出售金融资产计提的减值损失增加，且新增计提商誉减值损失所致；2018年同比增长115.50%，主要系坏账损失、存货跌价损失和可供出售金融资产计提减值损失增加，且新增计提无形资产减值损失所致。

公司投资收益主要来自股权处置产生的投资收益以及旗下金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益。2016~2018年，公司投资收益逐年增长，三年复合增长13.99%。2018年，公司实现投资收益112.78亿元，同比增加7.85%，主要系国资委将中国医药集团20.26%的股权划转至公司，导致权益法核算的长期股权投资收益大幅增加所致。公司投资收益对营业利润贡献较高，近三年占比均在50%以上。

表 12 公司盈利情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	870.45	894.03	1,213.80
营业总成本	782.58	826.01	1,146.62
营业利润	170.70	182.59	183.44
净利润	140.50	145.97	162.75
营业利润率	26.38	23.44	21.57
总资产报酬率	5.87	5.90	5.86
净资产收益率	10.19	10.05	9.56

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合评级整理。

从盈利能力指标看，2016~2018年，公司净资产收益率和总资产报酬率小幅波动，净资产收益率分别为10.19%、10.05%和9.56%，总资产报酬率分别为5.87%、5.90%和5.86%，指标处于较好水平；公司营业利润率为26.38%、23.44%和21.57%，呈逐年下降态势，但公司盈利能力仍属较强。

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

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018年，公司经营活动现金流量净额分别为218.38亿元、11.10亿元和48.22亿元，呈波动减少态势，三年复合减少94.91%；2017年大幅下降的原因主要系受市场行情影响，金融板块现金流入大幅下降所致。2016~2018年，公司经营活动现金流入波动增长，三年复合增加12.63%，分别为1,095.81亿元、1,065.66亿元和1,390.14亿元；公司经营活动现金流出呈波动增

加态势，分别为 877.43 亿元、1,054.55 亿元和 1,341.91 亿元。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 91.96%、98.68%和 100.06%，现金收入质量较好。

从投资活动来看，2016~2018 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、224.00 亿元和 429.39 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，2018 年净流出规模增加主要系投资支付的现金流出大幅增加。2016~2018 年，公司投资活动现金流入逐年增加，分别为 593.47 亿元、728.90 亿元和 738.46 亿元；同期，投资活动现金流出逐年增加，分别为 950.41 亿元、952.89 亿元和 1,167.85 亿元。

从筹资活动看，2016~2018 年，随着对外融资规模快速扩大，公司筹资活动现金流量呈净流入态势，且净流入规模逐年快速增长，分别为 20.09 亿元、100.39 亿元和 353.52 亿元。2016~2018 年，公司筹资活动现金流入逐年增加，分别为 808.06 亿元、985.45 亿元和 1,251.33 亿元；筹资活动现金流出逐年增加，分别为 787.97 亿元、885.07 亿元和 897.82 亿元。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	218.38	11.11	48.22
投资性现金流量净额	-356.94	-224.00	-429.39
筹资性现金流量净额	20.09	100.39	353.52
现金及现金等价物净增加额	-116.53	-113.99	-26.43
期末现金及现金等价物余额	731.26	617.27	590.85

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.02 倍、1.11 倍和 1.05 倍，速动比率分别为 0.98 倍、1.05 倍和 0.96 倍，现金短期债务比分别为 1.61 倍、1.31 倍和 1.01 倍，2018 年短期偿债能力有所下降，并且考虑到公司流动资产中货币资金较为充足，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 规模波动增长，三年复合增长 5.39%。2018 年，公司 EBITDA 为 420.07 亿元，同比增长 11.92%，主要由利润总额（占比 46.03%）、折旧（占比 22.97%）和计入财务费用的利息支出（占比 22.09%）构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.43 倍、3.38 倍和 3.12 倍，EBITDA 对利息的保障倍数较高；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍、0.15 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

截至 2018 年底，公司合并口径共获得主要银行授信额度人民币 7,399.41 亿元，其中未使用授信额度 4,941.52 亿元，且公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

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

截至 2018 年底，公司及下属子公司涉及多起未决诉讼（含起诉与应诉），但对公司经营状况影

响不大，2018 年末公司无未决诉讼引起的预计负债。

根据公司提供的查询日期为 2019 年 4 月 17 日的中国人民银行企业信用报告显示，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务总额为 3,104.28 亿元，假设本期发行债券规模为 20.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度不大，对公司负债水平影响较小。

以 2018 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.36%、62.82% 和 54.11%，相较发行前分别增长 0.11 个、0.15 个和 0.23 个百分点，债务负担变化不大。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年底的相关财务数据为基础，假设本期发行债券规模为 20.00 亿元，公司 2018 年 EBITDA 为 420.07 亿元，为本期债券发行额度的 10.50 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金净流量为 48.22 亿元，为本期债券发行额度的 1.21 倍，公司经营活动现金流净额对本期债券覆盖程度较好；所有者权益 1,848.74 亿元，为本期债券发行额度的 92.44 倍，所有者权益对本期债券的覆盖程度很高。

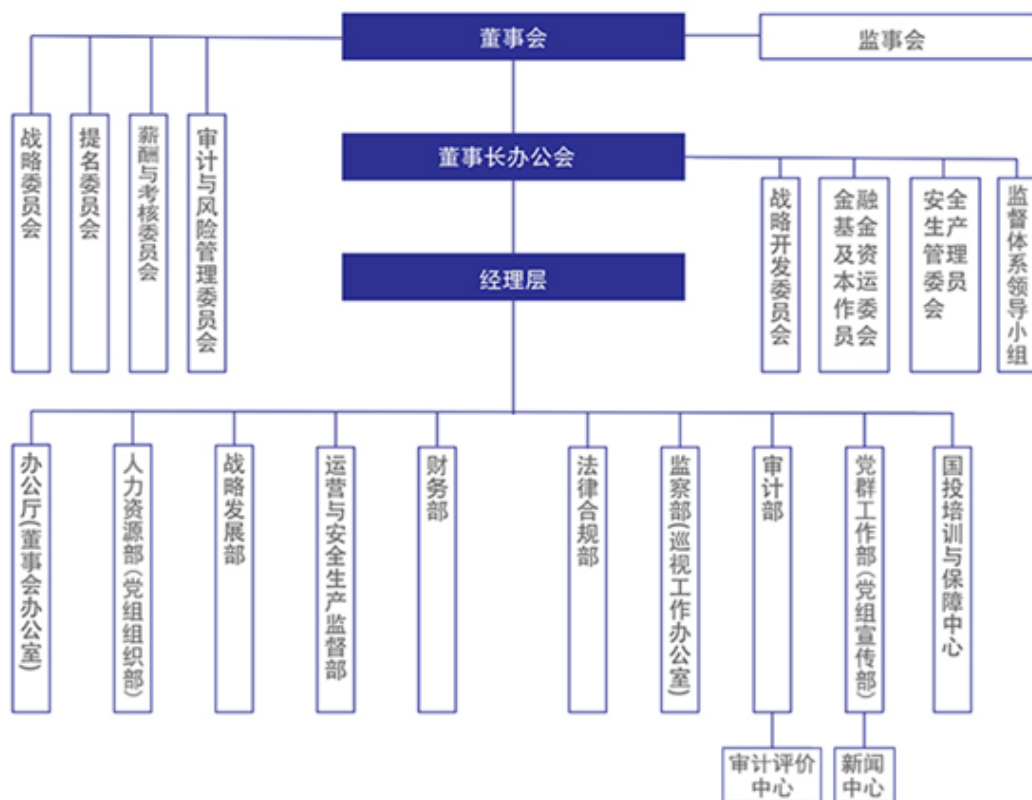
综合以上分析，并考虑到公司作为大型中央企业，资本实力强，营收规模较大，盈利能力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

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，承担了国有资产结构调整职能，受国家支持力度大。目前公司业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融服务业以及国际业务等多个板块，其中基础产业板块规模优势明显，金融板块业务齐全；公司资产规模大，盈利能力较好，偿债能力极强。同时，联合评级也关注到近年来公司债务负担较重，资本支出压力较大以及投资收益存在一定不稳定性；此外，公司国际业务收入对收入贡献度较高，国际政治风险发生或对公司经营带来的不利影响。未来，随着公司在建及拟建大型水电项目的建设完成，公司电力装机规模将进一步扩大；同时资本市场的持续建设将为公司金融板块的发展创造良好的条件。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2018 年末国家开发投资集团有限公司 组织结构图



附件 2 国家开发投资集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	4,671.16	4,935.52	5,822.83
负债总额（亿元）	3,324.45	3,378.49	3,974.09
所有者权益（亿元）	1,346.71	1,557.03	1,848.74
短期债务（亿元）	529.54	642.84	944.70
长期债务（亿元）	1,782.96	1,861.49	2,159.59
全部债务（亿元）	2,312.50	2,504.33	3,104.28
营业总收入（亿元）	870.45	894.03	1,213.80
净利润（亿元）	140.50	145.97	162.75
EBITDA（亿元）	378.23	375.35	420.07
经营性净现金流（亿元）	218.38	11.11	48.22
应收账款周转次数（次）	10.04	10.47	22.10
存货周转次数（次）	5.82	6.94	6.72
总资产周转次数（次）	0.18	0.19	0.23
现金收入比率（%）	91.96	98.68	100.06
总资产报酬率（%）	5.87	5.90	5.86
净资产收益率（%）	10.19	10.05	9.56
营业利润率（%）	26.38	23.44	21.57
费用收入比（%）	21.24	20.17	16.67
资产负债率（%）	71.17	68.45	68.25
全部债务资本化比率（%）	63.20	61.66	62.67
长期债务资本化比率（%）	56.97	54.45	53.88
流动比率（倍）	1.02	1.11	1.05
速动比率（倍）	0.98	1.05	0.96
现金短期债务比（倍）	1.61	1.31	0.97
经营现金流动负债比率（%）	14.50	0.75	2.71
EBITDA 利息倍数（倍）	3.43	3.38	3.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.14
EBITDA/本期发债额度（倍）	18.91	18.77	21.00

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出 + 利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 拆入资金 + 一年内到期的非

流动负债 + 卖出回购金融资产 + 其他流动负债中的短期应付债券和应付收益凭证

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销 + 利息支出

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国家开发投资集团有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

国家开发投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。国家开发投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注国家开发投资集团有限公司的相关状况，如发现国家开发投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国家开发投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国家开发投资集团有限公司提供相关资料。

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

联合信用评级有限公司

二零一九年五月八日