

信用等级通知书

信评委函字[2013] 0034号

福建省投资开发集团有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2013年福建省投资开发集团有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年一月七日

中诚信国际关于 2013 年福建省投资开发集团有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在 2013 年福建省投资开发集团有限责任公司公司债券的存续期内对本期公司债券每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期公司债券的存续期对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2013 年 1 月 7 日



2013 年福建省投资开发集团有限责任公司公司债券信用评级报告

发行主体 福建省投资开发集团有限责任公司
主体信用等级 AA⁺
债项信用等级 AA⁺
发行规模 15 亿元人民币
债券期限 8 年期，第五年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

概况数据

福建投资（合并口径）	2009	2010	2011
总资产（亿元）	200.68	390.22	453.45
所有者权益(含少数股东权益)（亿元）	147.03	225.89	251.18
总负债（亿元）	53.65	164.32	202.26
总债务（亿元）	36.73	68.69	75.66
营业总收入（亿元）	1.64	3.66	8.91
EBIT（亿元）	4.54	10.32	13.47
EBITDA（亿元）	4.74	10.89	14.35
经营活动净现金流（亿元）	3.82	-15.94	16.79
营业毛利率(%)	62.87	58.53	48.01
EBITDA/营业总收入(%)	289.32	297.46	160.94
总资产收益率(%)	2.26	3.49	3.19
资产负债率(%)	26.73	42.11	44.61
总资本化比率(%)	19.99	23.32	23.15
总债务/EBITDA(X)	7.75	6.31	5.27
EBITDA 利息倍数(X)	7.71	5.64	5.11
福建投资（母公司口径）	2009	2010	2011
总资产（亿元）	188.65	298.52	314.92
所有者权益(含少数股东权益)（亿元）	141.38	218.18	225.89
总负债（亿元）	47.27	80.35	89.03
总债务（亿元）	32.25	57.48	58.00
营业总收入（亿元）	0.66	1.09	1.43
EBIT（亿元）	3.75	9.00	9.14
EBITDA（亿元）	3.79	9.06	9.19
经营活动净现金流（亿元）	4.84	-10.79	3.98
营业毛利率(%)	90.50	94.86	97.81
EBITDA/营业总收入(%)	575.06	833.87	642.38
总资产收益率(%)	1.99	3.69	2.98
资产负债率(%)	25.06	26.91	28.27
总资本化比率(%)	18.57	20.85	20.43
总债务/EBITDA(X)	8.50	6.34	6.31
EBITDA 利息倍数(X)	10.30	5.19	3.70

注 1：各年度财务报表均按照新会计准则编制，财务数据取自期末数；

分析师

毛菲菲

ffmao@ccxi.com.cn

郭承来

chlguo@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 1 月 7 日

基本观点

中诚信国际评定福建省投资开发集团有限责任公司（以下简称“福建投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定 2013 年福建省投资开发集团有限责任公司 15 亿元公司债券的信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了海峡西岸经济区列入国家发展战略决策给公司创造的有利外部环境、公司重要的战略地位、以及公司拥有的大量优质资产和向好的盈利能力提升预期，上述优势因福建省经济持续增长、电力产业以及基础设施投资逐年增加等因素而得到良好支撑。中诚信国际同时关注公司未来资本性支出规模较大及产业集中度较低等因素对公司未来发展的影响。

优势

- **良好的区位优势，受政策扶持力度较大。**2009 年国务院发布关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见，海峡西岸经济区正式被列为国家发展战略决策，外部发展环境良好。2010 年国家赋予福建省部分特定区域实行台资项目核准特殊政策，以及 2011 年享受国家海洋经济发展试点的相关优惠政策。
- **重要的战略地位，政府给予有力支持。**公司作为福建省最大的综合性投资公司，承担着政府赋予的基础设施、基础产业、重点产业项目和金融及金融服务业投融资等方面的投资运营管理职能，战略地位十分重要。同时，福建省政府给予公司项目优先选择权等政策和资金方面的支持。
- **公司拥有大量优质金融资产。**公司持有兴业证券、华能国际、中国电信等大量上市公司股权，截至 2011 年 12 月末市值接近 100 亿元。
- **盈利能力有望得到提高。**随着公司各业务板块在建项目的陆续投产，公司盈利能力有望得到提高。

关注

- **未来资本性支出规模较大。**公司投资项目众多，资本支出规模较大，面临较大的资金压力。
- **资产集中度较低，产业控制力不强。**公司作为福建省出资人代表参股企业众多，资产规模较大，涉及行业广泛，管理链条较长，给公司经营管理带来一定的挑战。

发行主体概况

福建投资系经《福建省人民政府关于部分省属企业整合重组方案的批复》（闽政文[2008]328号）以及《福建省人民政府国有资产监督管理委员会关于部分省属企业整合重组的通知》（闽国资企改[2008]149号）批准，由福建投资开发总公司（原“中闽公司”）、福建投资企业集团公司（原“华福公司”）、福建能源投资有限责任公司、福建省国有资产投资控股公司于2009年4月27日合并重组成立的，注册资本金为100亿元。公司是福建省综合性投资主体，出资人为福建省人民政府，由福建省国有资产监督管理委员会履行出资人职责。

2010年，公司根据上述闽政文[2008]328号和闽国资企改[2008]149号文件，将福建华投投资有限公司（原名：福建华侨投资（控股）公司，以下简称“福建华投”）、福建省华兴集团有限责任公司（以下简称“华兴集团”）和福建省铁路投资有限责任公司（以下简称“福建铁投”）以全资子公司的形式划入公司，截至2010年底，公司完成了对上述三家公司的划入工作。

公司依据福建省发展规划和产业政策，围绕建设海峡西岸经济区总体目标，充分发挥省属综合性投资公司优势，主要对基础设施、基础及支柱产业、金融及创投项目进行投资，引导投资方向，优化产业结构。目前公司主业资产包括以电力、燃气、水务和铁路为主的实业资产，以银行、证券、创投、担保及再担保、信托、保险、融资租赁为主的金融资产，另有房地产、电信、贸易、物业等非主业资产。公司资产主要分布于福建省内，下属全资及控股子公司19家。

截至2011年底，公司资产总额453.45亿元，所有者权益251.18亿元；2011年，公司实现营业收入8.91亿元，投资收益11.43亿元，净利润10.06亿元，经营活动净现金流16.79亿元。

本期债券概况

本期债券为8年期固定利率债券，在第5年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。在存续期内前5年票面年利率固定不变，在本

期债券存续期的第5年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前5年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后3年固定不变。投资者有权选择在本期债券的第5年末是否将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

募集资金用途

本期债券募集资金15亿元，拟全部用于合肥至福州铁路投资建设。

合肥至福州铁路自安徽省合肥市，经巢湖、铜陵、芜湖、宣城、黄山、福建省南平、宁德至福州市，正线全长806公里，其中福建省境内283公里。该项目由铁道部和安徽省、江西省、福建省共同投资建设。项目投资估算总额为1058.4亿元，其中福建省境内段项目总投资额为328.8077亿元。发行人全资子公司——福建省铁路投资有限责任公司代表福建省承担福建省境内段投资本金的50%。

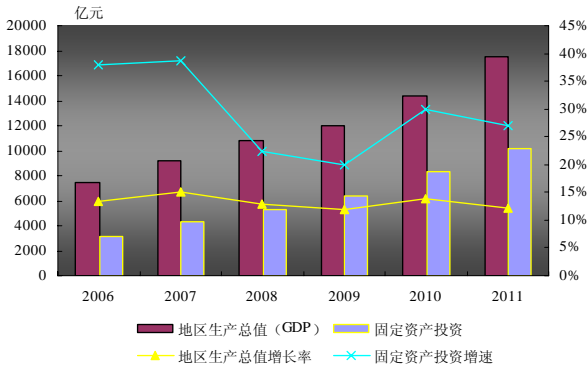
该项目重点先行工程于2009年12月31日动工，全线于2010年5月开工建设，计划于2014年建成通车。截至2011年末，累计完成投资164亿元。其中桥梁工程已累计完成75,221成桥米，完成设计的52.14%；隧道工程已累计完成129,002成洞米，完成设计的46.69%；累计完成路基土石方2,286万立方米，完成设计的80%。

区域经济

福建省位于我国东南部沿海地区，与台湾隔海相望，经济发达、交通便利，是我国沿海大通道的重要组成部分。近年来，在全面实施《海峡西岸经济区发展规划》的积极政策环境下，福建省抓住发展机遇，实现地区经济的全面快速增长。据初步统计，2011年全省全年实现地区生产总值17,500亿元，同比增长12.2%。分产业看，第一产业增加值1,610.61亿元，增长4.2%；第二产业增加值9,167.54亿元，增长16.4%；第三产业增加值6,632.06亿元，增长8.6%。电子信息、石油化工、机械装备三大主导产业迅速发展，高新技术产业如电子、光电一体化、生物工程、新材料等行业保持强劲的发展势头，

纺织服装等优势传统产业继续保持良好的发展态势，能源工业特别是电力工业的快速发展为制造业乃至整个国民经济的快速增长提供了保证。2011年，福建省规模以上工业增加值达 7,552.39 亿元，比上年增长 17.5%，为福建省国民经济的持续发展奠定了坚实的基础。

图 1：福建省 2006~2011 年 GDP、固定资产投资及增长率



资料来源：福建省统计公报

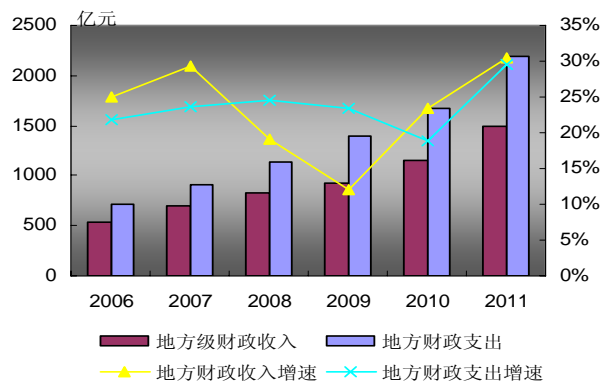
固定资产投资方面，2011 年全省社会固定资产投资 10,119.47 亿元，同比增长 27.1%，其中第二产业投资完成 2,968.21 亿元，增长 25.3%；第三产业投资完成 5,146.29 亿元，同比增长 33.0%。近年来，福建省主要投资于基础设施改善和重大项目建设等方面。2011 年，重点项目建设完成投资 2,589 亿元、增长 33.7%，开工项目 173 个，建成或部分建成项目 190 个；铁路在建里程超过 1,200 公里，新增高速公路通车里程 300 公里、港口吞吐能力 1,677 万吨、电力装机容量 345 万千瓦。新增长区域发展战役完成投资 4,343 亿元。城市建设战役完成投资 1,972 亿元，福州和厦漳泉两大都市区同城化全面启动。小城镇改革发展战役，42 个试点镇完成投资 954 亿元，在投融资、财税体制等方面进行了积极探索。民生工程战役，省档案馆新馆、省少儿图书馆等一批项目建成并投入使用，保障性安居工程开工建设 25.27 万套，超额完成年度计划。

2004 年，福建省正式提出海峡西岸经济区发展战略的构想，2009 年 5 月 14 日，国务院发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，提出加强沿海能源基础设施建设，要求增强自主创新能力，推进产业结构升级，建设海峡西岸

先进制造业基地。海峡西岸经济区正式被列为国家发展决策，并得到国家政策支持。经过多年的发展，海峡西岸先进制造业基地、产业集群正逐步形成。海峡西岸经济区即将成为继长三角、珠三角、环渤海之后中国区域经济发展一个新的增长极。2010 年 5 月，为进一步贯彻落实国务院支持海西建设的政策，凸显福建在两岸交流合作中发挥先行先试作用，国家发改委赋予福建省部分特定区域实行台资项目核准特殊政策，批准在福建省内设立台商投资区、平潭综合实验区、古雷台湾石化产业园区等特定区域，为福建地区的发展带来了极大推动力。为充分发挥福建绝佳的临海区位优势，国务院 2011 年批复的《海峡西岸经济区发展规划》中提出“加大政策扶持力度，支持福建开展全国海洋经济发展试点工作，组织编制专项规划，鼓励体制机制创新，努力建设海峡蓝色经济实验区”。至此，福建正式成为全国海洋经济发展试点省份，享受国家海洋经济发展试点的相关优惠政策。

财政收入方面，受地区经济的持续、快速增长的带动，福建省财政收入逐年增加。2011 年，全省财政总收入达到 2,596.12 亿元，同比增长 26.3%；其中地方级财政收入 1,501.16 亿元，增长 30.4%，较高的财政收入水平为福建省的投资、建设提供了资金支持和保障。支出方面，2011 年全省财政支出 2196.61 亿元（含中央专款和上年结转等支出），比上年增长 29.6%。

图 2：福建省 2006~2011 年地方财政收入和支出



资料来源：福建省统计公报

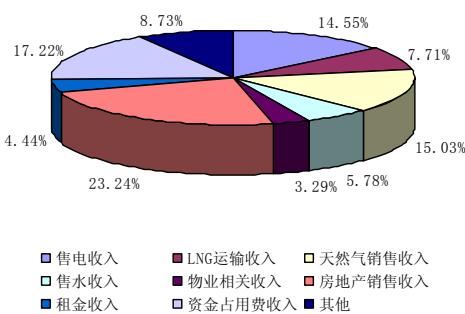
总体来看，福建省经济保持了持续增长，财政实力不断增强，城市基础设施和能源产业配套逐步

完善。中诚信国际认为，未来在国家重点支持海峡西岸经济区的政策环境下，福建省的经济建设和社会发展将迎来良好的发展机遇。

业务运营

福建投资是福建省主要的国有资产运营主体，代表省政府投资省内基础产业和重点项目。公司全资及控股企业形成了风电、燃气、水务、金融服务等主要业务板块；参股企业涉及电力、燃气、金融、电信、铁路等行业。2011年，公司实现营业总收入8.91亿元，主要来自电力销售、天然气销售、售水及房地产销售等业务；公司实现投资收益11.43亿元，来自电力、燃气、金融、电信等参股企业。

图 3：2011 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

实业板块

电力板块

福建省是华东地区重要的发电基地之一，而电力板块也一直是公司最主要的投资领域。从公司的盈利构成看，电力资产一直是公司投资收益的主要来源。公司在福建省内拥有大量优质的电力项目。截至 2011 年底，公司共有参控股电力企业 14 家（含在建）（其中参股华能国际电力股份有限公司 37,447 万 A 股，占股比为 3.11%，现为可流通股）。截至 2011 年末，公司拥有的水电项目权益装机 82.39 万千瓦，火电项目权益装机 28.8 万千瓦，气电项目权益装机 28 万千瓦，风电项目权益装机 16.6 万千瓦。2011 年度，公司投资的电厂共实现发电量 188.6 亿千瓦时。2011 年，公司实现售电收入 1.19 亿元。

水电

公司参控股的水电资产质量较高，均建在水力

资源丰富的区域，水电站设备运行稳定成熟，后续投入较低，是公司重要的投资收益来源。目前，公司水电权益装机容量为 82.39 万千瓦，其中包括福建水口电站、棉花滩电站、高砂水电站、沙县城关水电站、龙岩万安溪水电站 5 个水电项目。

表 2：截至 2011 年末公司主要参股水电公司

参控股公司名称	持股比例	装机 (万千瓦)
福建水口发电有限公司	36%	186.6
福建棉花滩水电开发有限公司	22%	67
高砂水电有限公司	3%	5
沙县城关水电有限公司	25%	4.8
龙岩万安溪水力发电有限责任公司	9.39%	4.5

资料来源：中诚信国际整理

公司参股的最大水电项目为水口水电站。水口水电站是国家“七五”重点建设项目，1993 年 8 月第一台机组并网发电，电站总装机容量 140 万千瓦，设计年发电量 49.5 亿千瓦时，电站以发电为主，兼有航运、旅游等综合效益。2010 由于年水文条件比 2009 年明显改善，业绩增长显著，2010 年公司对福建水口发电有限公司权益法核算确认 1.62 亿元投资收益。受枯水期水文条件以及街面电站在建影响，公司 2011 年度确认投资-0.65 亿元，较 2010 年度显著下滑。

福建棉花滩水电开发有限公司成立于 1995 年 11 月，主要从事水电开发、经营和管理。现辖有棉花滩水电站装机 60 万千瓦，白沙水电站装机 7 万千瓦。控股股东华电福建发电有限公司持有 60% 股权，福建投资作为第二大股东持有 22% 股权。

总体而言，公司所参与的水电项目资产质量较高、盈利稳定、运行成熟、生产成本较低、后续经营及盈利有较高的可预测性和稳定性。此板块资产是公司质量较高的资产之一，未来将继续为公司提供稳定的利润来源。同时我们也关注到，由于福建省的地理特点，水电项目多为中小型水电机组，且未来可开发的水力资源所剩无几，预计公司未来在水电项目上的投资将逐渐减少，资产规模增长受到一定限制。

火电

公司目前参股的火电为厦门华夏国际电力发展有限公司，持股 24%，现有装机 120 万千瓦。公

司目前的火电资产运行效益较好，未来将继续给福建投资带来较好的投资收益。2011 年公司确认投资收益 2,959 万元。

除上述火电资产外，公司还持有上市公司华能国际电力股份有限公司 37,447 万 A 股，占股比为 3.11%。目前上述股权可在二级市场上流通，以 2011 年 12 月 30 日收盘价计算，公司所持股份市值约为 20.03 亿元。

风电

风电是公司重点发展的业务板块，风电场的投资运营均为公司自营业务，运营主体为全资子公司福建中闽能源投资有限责任公司（以下简称“中闽能源”），中闽能源下设四个项目公司，分别负责投资建设福清、平潭、霞浦、连江四个区域的风电项目，中闽能源对其持股比例分别为 100%、51%、60% 和 100%，具有较强的控制力。福建投资直接参与

风电项目的报批、建设和投融资，资本金比例为 20%，其余资金由项目公司融资解决。

风电板块是公司未来主要的收入增长点。2011 年末，公司已有 4 个风电项目投入运营，权益装机容量为 18.6 万千瓦，其中福清嘉儒一期项目已于 2009 年投产，福清泽岐和霞浦大京项目已于 2011 年投产，福清嘉儒二期项目部分机组已于 2011 年底投产，连江北茭项目部分机组已于 2012 年 1 月投入运营，平潭青峰项目将于 2012 年底投产投入运营。2011 年，公司风电业务发电量和售电量分别为 3.4 亿千瓦时和 3.3 亿千瓦时，上网电价（含税）为 0.61 元/千瓦时。公司风电业务自 2010 年起实现收入，目前装机规模和发电量较为有限，预计随着已投产项目的全面运营和在建拟建项目的投产，公司收入规模将快速增长。

表 3：2011 末公司已运营风电项目情况

项目名称	装机容量（万千瓦）	持股比例（%）	装机结构（MW×台）	总投资（亿元）
福清嘉儒一期	4.8	100	2×24	4.66
福清嘉儒二期（部分机组投产）	4.8	100	2×24	4.38
福清泽岐	4.8	100	2×24	5.25
霞浦大京	4.2	60	1.5×28	4.1

资料来源：公司提供

目前公司有 10 个在建和拟建的风电项目，权益装机容量 38.35 万千瓦，其中 5MW 为海上风电项目样机。2012~2014 年，公司风电项目总投资达 42.20 亿元，投资压力集中于 2013 年，但在当前风机制造行业产能过剩的背景下，未来投资额可能将

缩减。公司在建和拟建项目投产后，权益装机容量将达到 50 多万千瓦，另有 29 个陆上风电场和少量海上风电项目正在进行前期工作，未来业务规模非常可观。

表 4：2011 末公司在建及拟建风电项目情况

项目名称	装机容量（万千瓦）	持股比例（%）	装机结构（MW×台）	总投资（亿元）	已投资（亿元）	预计投运时间
连江北茭 （部分机组于 2012 年 1 月份投 产）	4.8	100	2×24	4.5	3.2	2012
平潭青峰	4.8	51	2×24	6	1.1	2012
海上 5MW 样机	0.5	--	5×1	0.2	0.1	2013
福清钟厝	3	100	2×15	2.6	--	2013
福清南岭	4.8	100	2×24	5.1	--	2013
长乐南阳	4.8	100	2×24	4.5	--	2013
长乐棋盘山	4	100	2×20	3.9	--	2013
福清王母山	4.8	100	2×24	5	--	2013
福清大帽山	4	100	2×20	3.9	--	2014
福清天马山	4.8	100	2×24	5.3	--	2014

资料来源：公司提供

总的看来，风电是公司重点发展的业务板块，尽管当前规模不大，但风电场有投资小见效快的特点，随着风电项目陆续投入运营，未来将成为公司收入和利润新的增长点。

核电

在国家积极推进核电建设的战略方针指引下，为了有效缓解福建省能源紧张、能源结构不合理的局面，福建省加快了推进核电建设的步伐。目前宁德、福清核电项目已开工建设，莆田、三明、南平、连江等地也在积极开展核电前期工作。

目前，公司参与核电项目 3 个，分别为福清核电项目、三明核电项目和莆田核电项目。

福清核电项目为 6 台百万千瓦（M310 二代加改进堆型）机组，项目公司为福建福清核电有限公司，公司与中国核工业集团公司、华电福建发电有限公司按 10%、51%、39% 共同投资。项目一期建设 2 台 M310 加改进型压水堆核电机组，装机 2×109 万千瓦，总投资 269.6 亿元（项目资本金比例 20%），同时项目公司还开展了 3~6 号机组建设的前期准备工作。至 2011 年底，项目累计投资 203 亿元，预计一号机组 2013 年投产，二号机组 2014 年投产。

规划中的三明、莆田两个核电项目前期工作均取得不同程度进展。公司与中核核电有限公司和福建省三明市国有资产投资经营公司分别以 40%、51% 和 9% 的股比成立福建三明核电有限公司，三明核电项目规划建设 4 台百万千瓦级大型快堆核电机组，一期工程拟建设两台 800MW 级钠冷快中子反应堆核电机组，总装机容量约 2×80 万千瓦。莆田核电项目目前正在开展可研前期准备工作。

燃气发电

2004 年 8 月，公司与中海石油气电集团、华电福建发电有限公司分别按 20%、55%、25% 比例共同出资设立中海福建燃气发电有限公司，注册资本金 9,000 万元，负责莆田燃气电厂建设、运营和电力生产、销售等。

该项目为福建液化天然气（LNG）总体项目的

子项目，一期建设 4 套 35 万 kW 等级的燃气蒸汽联合循环发电机组，总投资为 50.85 亿元。2011 年末，该项目已全部正式投产，年发电小时为 4,000 小时，经营年限 25 年，气源为印尼进口液化天然气（LNG），年用气量约 80 万吨。该公司燃气电厂主要供应福建省电网，将满足福建中部和北部沿海主要负荷区电力发展的需要。2011 年，莆田燃气电厂实现发电收入 20.02 亿元。依托福建 LNG 总体项目的成本和稳定的气源，LNG 发电项目将为公司带来可观、稳定的股权收益。

总体来看，公司所参股电力企业资产质量较好，运行较为稳定，但因部分项目尚处投产初期，盈利能力有待提高。由于福建省境内水力资源利用率趋于饱和，且水文条件不稳定，公司未来的水电项目收益的拓展空间有限，但是目前是公司较稳定的收入来源；风电项目投资压力较大，但将提升公司的收入水平；同时核电项目短期内将给公司带来较大的资金压力，但是中长期内可以带来稳定的投资收益；在燃气发电方面，公司在成本方面占有较为明显的优势，未来公司的燃气发电方面预计将有较为稳定、可观的收益。

燃气板块

2002 年 8 月，中国海洋石油总公司与福建投资开发总公司签署《关于福建 LNG 接收站和输气干线项目合作原则协议》，正式着手项目可行性研究等前期工作；2004 年 12 月 31 日，国家发改委核准了福建 LNG 总体项目的可行性研究报告。福建 LNG 总体项目是我国对外合作的重大能源项目，同时也是我国第一个完全由国内企业自主引进、建设、管理的 LNG 项目，该项目是继广东 LNG 试点项目之后又一国家战略性项目。

公司与中海气电集团等单位采取参股或控股形式，参与燃气板块业务。目前公司为 LNG 整体项目共成立 5 家公司，全面参与 LNG 项目的中下游产业链。

表 5：截至 2011 年末公司燃气业务主要资产

企业（公司）名称	股比（%）	资产总额（亿元）	净资产（亿元）	业务
中海福建天然气有限责任公司	40%	77.97	25.63	LNG 站线项目的建设和运营
中海石油福建新能源有限公司	38%	4.56	3.14	液态燃气销售

福建中闽海油燃气有限责任公司	60%	1.01	0.79	城市燃气
福建中闽物流有限公司	67%	1.89	0.54	燃气物流
福建中闽液化石油气有限责任公司	70%	0.10	0.10	供应液化石油气

资料来源：公司提供

2011年，公司新设成立福建省福投燃气投资有限公司（以下简称“福投燃气”），福投燃气已完成对中海石油福建新能源有限公司（以下简称“新能源公司”，公司持股50%）的收购工作，将福建中闽物流有限公司（以下简称“中闽物流”）和福建中闽海油燃气有限责任公司（以下简称“中闽燃气”）并入新能源公司。新能源公司和中闽燃气负责福建LNG总体项目的终端配售，二者分别负责企业用户和居民用户。整合完成后，公司燃气板块将有福投燃气和福建中闽液化石油气有限责任公司两家控股企业，新能源公司纳入合并范围将带来公司收入规模的快速增长。2011年，公司燃气板块实现营业总收入1.86亿元。

燃气接收、输送

目前公司参与燃气项目中游业务的LNG站线项目的建设和运营以及LNG的进口、接收、输配、销售等业务，运营主体主要为中海福建天然气有限责任公司（简称“中海福建”）。中海福建是由中海石油气电集团有限责任公司和福建投资集团分别按60%和40%比例共同出资的合资公司，成立于2003年。截至2011年末，中海福建的总资产77.97亿元，净资产25.63亿元，2011年中海福建实现营业总收入70.09亿元。

福建LNG站线项目一期包括接收站工程、输气干线工程、港口工程三个单项工程，于2005年4月开工建设，目前均已基本完工，2009年2月转入商业运营。项目一期初设批复总投资62.08亿元。目前LNG站线（一期）工程量已全部完成，公司追加投资项目一期工程，新增3、4号储罐，即在一期260万吨/年处理能力规模的基础上扩建两个16万立方米的储罐，已建成试运行。

上游气源上，中海福建与进口LNG上游资源方印尼东固项目单位签订260万吨/年（稳产期）的25年照付不议天然气购销合同。2011年全年共采购45船LNG，其中现货9船，印尼气36船，共计约273万吨，销售天然气258.54万吨，较2010年

同期增长33%，销售收入700,922万元，实现利润102,000万元。下游客户方面，中海福建分别与莆田、晋江、厦门三家燃气电厂以及福州、厦门、泉州、漳州、莆田五个城市燃气项目业主单位签订25年长期天然气购销合同。

福建LNG项目建成后，接收站年处理LNG的能力达260万吨，预计到2015年，随着新增3、4号储罐的投入运营，LNG销量、收入和盈利将有较大幅度的增加。

燃气配售

配售作为整个产业链的下游环节，对于整个产业链有着举足轻重的作用，实现了整个产业链中与终端客户的最终产品和服务的交割。福建LNG项目的终端客户销售主要通过新能源公司和中闽燃气负责。

在企业用户方面，新能源公司目前除了大力开发福建省内市场外，利用浙江LNG站线项目和粤东LNG项目建设安排延后留下的市场空间，开发江浙、粤东、江西等福建省周边市场。2011年，新能源公司的销售区域覆盖福建、浙江、广东、江西、广西、江苏及湖南等7省；截至2011年12月底，新能源公司全年完成LNG销售29万吨，实现销售收入13亿元，利润总额16254万元。目前公司的客户结构为：工业用户占22%，城市燃气用户占35%，商业及汽车加气用户等占43%。2012年争取实现销售LNG超30万吨的目标，供气能力占到福建省整个市场50%左右。

在居民用户方面，中闽燃气目前主要发展、开拓了福建省4个非管输地区市、县城市燃气市场。截至2011年底，获得明溪县、顺昌县、尤溪县及闽北经济开发区、浦城荣华山五个管道燃气特许经营权。2011年，实现南平铝业、闽清大业、南平和顺三个LNG气化站当年建设当年投入运行，至2011年底，共已建成五座气化站，2011年供气2,697.66万方，销售收入达到7,522万元。

中闽物流大力发展城市汽车加气项目，到2011

年底，中闽物流已建成 5 座固定站，全年累计加气 10,413 吨，销售收入 4,331.8 万元。与此同时，中闽物流公司还承担了省内大部分 LNG 槽车运输任务，全年运输总车次 10021 车，完成运量 18.24 万吨，营业收入约 6,900 万元，实现利润约 2,400 万元。

目前，公司利用福建省福厦漳高速正处于改扩建的机会，与福建省高速公路有限责任公司签订《关于合作共同推进福建高速液态天然气汽车加气站项目的原则协议》，拟投资 3.2 亿元投资建设 28 座 LNG 汽车加气站；其中一期拟在城市客运市场发展较为成熟的福厦高速公路服务区内发展 6 个天然气汽车加气站，该工程一期年供应天然气约 3,285 万立方米。公司以福建高速沿线 LNG 加气站开发为契机，通过高速沿线市场开发取得汽车加气业务。此外，福建省政府于 2009 年明确将全省汽车加气站的规划建设交由公司承担。“十二五”期间，全省计划建成 48 座高速公路加气站、70 座城市和公交加气站，最终形成以高速公路为脉络，完全覆盖全省高速公路并向长三角、珠三角辐射的高速公路汽车加气站网络。

整体而言，福建 LNG 项目将借助良好的经济地理条件辐射和带动福建沿海及周边地区的天然气产业的发展，进一步提升海峡西岸经济区的经济发展和繁荣。公司在燃气板块有着极具竞争力的油气资源、合作伙伴、产业链和政策扶持，这些将对公司未来的盈利产生积极影响。

铁路板块

福建省处于对台前线、国家铁路网的末梢、同时由于地形复杂、铁路建设成本高，从建国以来到 2004 年在运营的铁路线路只有外福、鹰厦、横南、龙梅、赣龙线等，路网不成规模、人均拥有铁路里程在全国排名偏后。根据《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》中对福建省交通运输网络建设的要求，福建省将在“十二五”期间开工建设沿海、杭闽广、浦建龙梅等“三纵”；北京—合肥—福州—台北、昆明—漳州—厦门—高雄、衢州—宁德、横峰—福州、向塘—莆田、长汀—泉州等“六横”；形成连接海峡经济区的 9 个环状

铁路，形成“三纵六横九环”铁路网。预计到 2015 年，福建省铁路总里程将达到 6,000 公里，温福、福厦、厦深、龙厦、向莆等已纳入国家中长期铁路网调整规划的重点项目已按规划在建或建成，随着上述铁路项目的运营通车，福建省铁路路网效应将集中显现。同时随着全国铁路系统的改革和提速，铁路投资项目也有望由单一投资转变为投资与盈利并举的格局。

公司铁路板块运营主体为全资子公司福建铁投，负责对福建省铁路建设项目进行投资，不参与项目建设和运营。铁路建设资金主要来自省级和途经的各地市，其中省级部分占比约为 20%，主要由省级财政安排资金。

总体看来，公司代表福建省政府对省内铁路进行投资，目前仅作为出资人，投资规模不大。但是，铁路项目投资规模大、周期长，公司投资额可能随福建省铁路投资计划发生变化。

水务板块

福建中闽水务投资有限责任公司（以下简称“中闽水务”）是公司水务业务的运营主体，业务范围主要包括城市水务项目运营和水利工程投资。2011 年，公司实现售水收入 0.47 亿元。

目前公司在运营福清和罗源两个水务项目，总供水能力 42.5 万吨/日，供水区域包括福清市区及开发区、罗源城区及开发区。2011 年，公司全面承接福清市 7 个水厂的供水业务，未来将继续推进新建水厂与供水管网建设，拟新建观音埔水厂及元洪投资区第二供水厂，扩建宏路水厂和江阴水厂。此外，公司已与宁德市政府签订了《宁德市城市供水项目合作协议书》，未来将承接宁德市城区供水设施的经营管理，并拟续建第三水厂、建设官昌水库。

表 6：截至 2011 年末公司城市水务项目情况

项目名称	供水能力 (万吨/日)	2011 年供水量 (万吨/日)	用户结构	供水区域
福清	30	28.8	居民 49% 工业 51%	福清市区 和开发区
罗源	12.5	6.8	居民 35% 工业 65%	罗源城区 和开发区

资料来源：公司提供

公司目前在建敖江水利工程项目，截至 2011

年末已投资 1000 多万元。

总体上，福建投资主要以并购方式获取水务项目，目前在运营项目规模不大，当前的定价机制导致水务业务盈利能力有限。

金融板块

福建投资在金融资产方面的投资集中于福建省地方金融企业，截至 2011 年底在金融领域投资余额约 102.05 亿元，公司在金融领域的投资集中在银行、证券、保险、信托、创投、再担保、产业基金等领域，金融业态多样而且产业链完善。2011 年，公司所参控股的厦门国际银行、兴业银行、永诚保险、兴业证券等金融项目实现现金分红 5292.69 万元。

表 7：截至 2011 年末公司金融领域重要投资项目

项目名称	投资余额 (万元)	股权比例 (%)	现金分红 (万元)
厦门国际银行	238,949	54.90	--
华福证券	81743	34.71	--
兴业证券股份有限公司	222,827	10.89	2811.62
永诚保险股份有限公司	10906	4.75	--
汉盛基金	505	--	187.50
兴业银行	81,130	0.60	1656.00
华兴创业投资公司	10,100	100	--
福建省大同创业投资公司	60,000	100	--
福建省中小企业再担保公司	70,000	100	--
光大银行股份有限公司	18,581	0.16	610.32

注：公司直接持有厦门国际银行 18.15% 的股份，通过二级控股子公司闽信集团持有 36.75% 的股份，持股总比例为 54.90%。

资料来源：公司提供

公司实际控制的厦门国际银行是中国首家中外合资银行，成立于 1985 年 8 月，注册资本 10.69 亿元。总行设在厦门经济特区，在香港、澳门分别拥有附属机构，在北京、上海、福州、珠海、厦门、泉州等地区设有 12 家营业性机构和 1 家代表处，同时与遍布 60 多个国家和地区的约 200 家银行建立了代理行关系，逐步扩大全球化服务网络。在业务方面，厦门国际银行已经获得全面外汇业务、对公人民币业务、衍生产品交易业务等多项业务牌照。公司原直接持有厦门国际 12% 的股权，2011 年 6 月公司完成对日本新生银行所持有厦门国际银行

部分股权的收购后，直接持有厦门国际 18.15% 的股权，同时通过下属二级控股子公司闽信集团（公司占股 46.98%，为实际控制人）持有厦门国际 36.75% 的股权，成为中国首家中外合资银行的第一大股东。此外，公司参股了兴业银行，兴业银行于 2007 年 2 月 5 日正式在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：601166），注册资本 50 亿元。

公司参股了福建省内最大的两家证券公司华福证券和兴业证券。华福证券 2008 年被中国证监会评为 A 类 A 级，注册资本为 5.5 亿元人民币。目前广发华福证券共有 20 家营业部，14 家证券服务部。截至 2011 年末，华福证券公司总资产 65.30 亿元，净资产 24.06 亿元，2011 年营业收入 5.05 亿元，净利润为 1.85 亿元。兴业证券股份有限公司是全国创新类证券公司和 A 类 A 级证券公司，截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额 219.46 亿元，负债总额 135.20 亿元，所有者权益 84.26 亿元，当年实现营业收入 23.15 亿元，净利润 4.35 亿元。

永诚财产保险股份有限公司（以下简称“永诚财险”）是一家由包括中国华能集团、加拿大枫信集团、中国国电集团公司、中国电力投资集团等在内的国内 12 家实力雄厚的大型电力企业和福建省投资集开发集团共同组建，其最大股东华能集团出资 20%，其他发起人出资分别为 5% 至 10%，共同发起组建的全国性股份制财产保险公司。公司于 2004 年 9 月经中国保险监督管理委员会批准正式成立，总部设于上海，注册资本金 10 亿元人民币。2009 年，引进战略投资者加拿大枫信集团，现注册资本 12.5 亿元。截至 2011 年 12 月 31 日，永诚财险总资产 83.76 亿元，股东权益 25.80 亿元，当年实现净利润 0.53 亿元。

公司控股了两家创投公司，华兴创业投资公司和大同创业投资公司。华兴创业投资公司截至目前共投资了 8 个项目，其中福建冠福现代家用股份有限公司（证券代码 002102）和福建福晶科技股份有限公司（证券代码 002222）已经成功上市；大同创业投资公司作为省政府支持中小企业发展的平台，目前储备了福建省内的 164 个项目，项目资源和来源渠道丰富。

同时为了加快福建省信用担保体系的建设，促进金融机构增加对中小企业的信贷投放，公司筹资组建了福建省中小企业信用再担保有限责任公司。预计注册资本 14 亿元，其中省级出资 10 亿元（福建投资出资 8 亿元、另外 2 亿元由省财政以福建投资名义出资）、设区市政府出资 4 亿元，拟分两期注入。其中 2009 年首期注册资本 7 亿元已到位（其中省财政增拨投资集团资本金 2 亿元，集团本部出资 4.99 亿元，集团下属华兴公司出资 100 万元），性质为非赢利性、政策性再担保公司。该公司于 2009 年 8 月正式挂牌成立，经营以国家和省产业政策为导向，从事相关法律、法规允许范围内的担保、再担保业务。

2010 年新纳入合并报表的福建省华兴集团有限责任公司（以下简称“华兴集团”）进一步充实了公司金融板块的业务。华兴集团成立于 2001 年，经过多年发展已基本形成了以融资租赁、融资担保、小额贷款、典当、招标代理意见、拍卖采购六大主业。公司旨在将华兴集团培育成为投资集团一个重要的金融服务平台，先后出资设立了海峡融资租赁公司，华兴三明、龙岩、普天、厦门等四家典当公司，还将筹备发起设立华兴尤溪、武夷山、连江、平潭等 6 家小额贷款公司。截至 2011 年 12 月 31 日，华兴集团合并总资产 31.89 亿元，总负债 10.39 亿元，所有者权益 21.51 亿元；2011 年实现营业收入 5,436 万元；投资收益 3,044 万元，净利润总额 5,576 万元。

此外，在国务院《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》（国发【2009】24 号）提出的“支持设立两岸合资的海峡投资基金”指导下，公司与国家开发投资公司、台湾富邦金控积极开展海峡产业投资基金（以下简称“海峡基金”）及基金管理有限公司设立的准备工作，并于 2010 年 5 月获得国家发改委批复同意开展海峡基金及其管理公司的筹备工作。目前，海峡汇富产业投资基金管理有限公司已注册成立，基金一期规模 50 亿元人民币，其中国家开发投资公司承诺投资 3 亿元，福建投资承诺投资 4 亿元，富邦兴记投资股份有限公司承诺投资相当于人民币 3 亿元的美金，海峡汇

富产业投资基金管理有限公司承诺投资 0.5 亿元，同时向社保基金理事会等机构募集其余资金。

总体来看，目前公司拥有福建省内的优质金融资产，金融业态完善。同时福建省政府给予公司金融业务发展很大的支持，拨付专项资金用于补充创投和再担保公司的资本金进而支持省内高新技术企业及中小企业的发展。

其他板块

此外公司还根据福建省政府要求投资于园区开发等省内重大项目。

海西宁德工业区位于宁德市环三都澳核心区域，规划面积 228 平方公里，是长三角经济区、珠三角经济区、台湾经济圈等重要区域的联系纽带。福建省人民政府与中国海洋石油总公司（以下简称“中海油”）于 2009 年签署《关于加快三都澳溪南半岛开发推进海峡西岸经济区建设的合作协议》，中海油和福建省方面将投资约 230 亿元建设海西宁德工业区，重点发展石油化工、石油储备、LNG 产业、装备制造、港口物流等产业。福建投资与中海油、福建闽东电力股份有限公司共同出资成立中海油海西宁德工业区开发有限公司（以下简称“工业区开发公司”，公司持股 10%），工业区开发公司负责园区内一级土地开发整理，已于 2009 年开始园区建设，预计未来实现土地出让后，公司将获得一定的投资收益。此外，中海油与台湾台塑集团有意向在海西宁德工业区合作建设炼化项目，福建投资作为福建省的出资人代表，有望获得少量股权。

未来公司可能参与平潭综合实验区的建设，目前仍处于洽谈阶段。

总体来看，公司投资的资产质量较为优质，项目地位非常重要，关系到福建省未来产业的发展。目前的盈利能力整体偏弱，电力和金融板块贡献了较为稳定的投资收益，其他板块尚处于投资前期，盈利能力还有待培育；资本金支出压力较大，公司投资的在建项目较多，随着项目的进展，后续的资金压力较大。

管理

依照《公司法》及现代公司制度要求，公司成

立了董事会和监事会，构建了由经营班子、专门委员会及综合与业务职能管理部室构成的组织机构，建立和完善战略决策、经营管理和风险控制制度体系。

公司设有董事会，董事会是公司的经营决策机构，设董事长1人、董事2人，省国资委指定董事长、委派董事会成员。公司设监事会，成员5人以上，其中职工代表的比例不低于三分之一，设监事会主席1人、副主席1人，由省国资委指定。公司设总经理1人，副总经理若干，总经理对董事会负责，副总经理协助总经理工作。

公司以建立现代产权制度为方向，以科学规范的法人治理结构为核心，建立了一系列内部管理制度，规范了公司的人力资源管理、对外担保、生产经营、内部审计等。

财务管理方面，公司制定了《资金管理办法》、《预算管理办法》、《固定资产管理办法》等基本管理制度，对下属企业施行资金集中管理，以集团资金结算中心为平台，对各单位资金统一归集、合理调度、专业运作和统筹管理，有助于发挥集团资金规模优势。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》、《股权基金投资管理办法》、《资本运营管理办法》等制度，严格规范公司及下属控股企业的股权、债权及固定资产投资，明确了投资权限、程序和管理职责，重大投资项目需通过风险管理委员会、投资决策委员会审议后提交公司领导经营班子办公会决策。

总体看来，福建投资的法人治理结构已经建立，内部管理控制制度较为完善。但是，公司下属企业及投资项目较多，行业较为分散，部分投资企业持股比例不高，给公司管理带来很大的挑战。

战略规划

福建投资作为福建省最大的省属国有资产管理主体，未来仍将承担省内重大项目和基础产业的投资和运营，公司未来重点发展电力、燃气、水务、铁路、金融和金融服务业。

到2015年，公司发展目标为，权益电力装机

达到300万千瓦(其中独资、控股的装机容量为140万千瓦)；完成LNG站线项目一期及新增3、4号储罐的建设的的基础上，开工建设莆田新增5、6号储罐，完成部分二期管网建设，实现年进口LNG400万吨以上，大力发展工业用气、汽车加气项目，探索开展船运油改气项目，不断拓展非管输地区城市燃气市场；日供水能力达450万方，其中城市日供水能力170万方，引水能力280万方；参与投资的铁路总里程达到5000公里左右，完成温福、福厦、龙厦、厦深、向莆等五大项目，同时积极参与包括向莆铁路福建段、合福客专福建段、赣龙复线福建段、漳州港尾铁路、南三龙铁路扩能工程、浦建龙梅铁路福建段、福州至长乐机场铁路、福州至平潭岛铁路、衢宁铁路、长泉铁路等新一轮铁路项目建设工作；金融业重点做好银行、证券、信托、基金等行业投资与管理；金融服务业重点发展担保、再担保、典当、租赁、小额贷款等业务。

总体看来，公司思路清晰，各业务板块有明确的发展规划，与福建省打造“海西经济区”的战略休戚相关。随着战略的逐步实施，公司加大项目的投资，投资压力将增大，同时整体盈利能力将得到大幅提升。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信中联闽都会计师事务所有限公司审计并出具无保留意见的2009~2011年合并及母公司财务报告。

盈利能力

福建投资作为大型投资控股公司，其主要产业投资集中在实业(含电力、燃气、水务、铁路等)和金融两大板块。公司历史上的投资项目以参股为主，营业收入仅能反映公司部分盈利能力。2009~2011年，公司的营业总收入分别为1.64亿元、3.66亿元和8.91亿元，2011年度随着公司控股的风电、燃气等项目的陆续投产，公司售电收入和天然气销售收入分别较上年增长75.54%和211.29%。

2009~2011年，公司的期间费用分别为1.14亿元、3.08亿元和5.06亿元，由于新设公司与新增投产项目增加，公司管理费用和财务费用规模相应

持续上升，公司三费收入占比亦长期处于较高水平。2011 年度由于营业总收入增长较快，期间费用占其比重相对明显降低。

表 8：2009~2011 年末公司期间费用情况（单位：亿元）

	2009	2010	2011
销售费用	0.04	0.05	0.45
管理费用	0.74	1.35	2.35
财务费用	0.36	1.68	2.26
三费合计	1.14	3.08	5.06
营业总收入	1.64	3.66	8.91
三费收入占比（%）	69.40	84.17	56.80

资料来源：根据公司财务数据整理

作为投资控股型公司，投资收益是福建投资的主要利润来源。由于公司投资的资产质量优良，投资收益规模较大且呈逐年大幅递增趋势，2009~2011 年分别为 3.93 亿元、9.61 亿元和 11.43 亿元。公司投资收益主要由长期股权投资收益、交易性及可供出售的金融资产投资收益、处置股权收益以及其他组成。2011 年长期股权投资收益主要来自于厦门国际银行和中海福建，二者对公司投资收益贡献比例分别为 43.66% 和 39.88%，此外，华福证券和新能源公司对公司投资收益亦贡献较大。而 2010 年为公司贡献 2.22 亿元投资的福建水口电站在 2011 年度则出现了亏损。未来随着公司投资的燃气、电力等项目的陆续达产，预计投资收益将有大幅提升。

表 9：2009~2011 年公司投资收益构成(亿元)

	2009	2010	2011
可变现性金融资产投资收益	0.56	0.97	1.67
股权投资收益	3.37	8.65	8.82
处置股权收益	-	-0.01	0.92
其他	0.00	0.00	0.02
投资收益总计	3.93	9.61	11.43

资料来源：根据公司财务数据整理

从现金分红来看，2009 年、2010 年及 2011 年，公司获得现金分红分别为 4.10 亿元、4.60 亿元和 6.42 亿元，主要来自于福建水口发电有限公司、华能国际、中国电信、厦门华夏国际和福建棉花滩水电站，电站的经营受降水量等情况影响波动较大。

表 10：2009 年~2011 年公司现金分红情况（单位：亿元）

被投资公司	2009	2010	2011
实业板块			
福建水口发电有限公司	1.52	0.73	2.15
华能国际电力股份公司	0.37	0.79	0.75
厦门华夏国际电力发展有限公司	0.51	1.21	0.16

福建棉花滩水电开发有限公司	0.35	0.07	0.63
中海福建天然气有限责任公司	--	--	1.16
中海福建燃气发电有限公司	--	--	0.32
沙县城关水电站	--	--	0.01
福建闽江调水工程	--	--	0.02

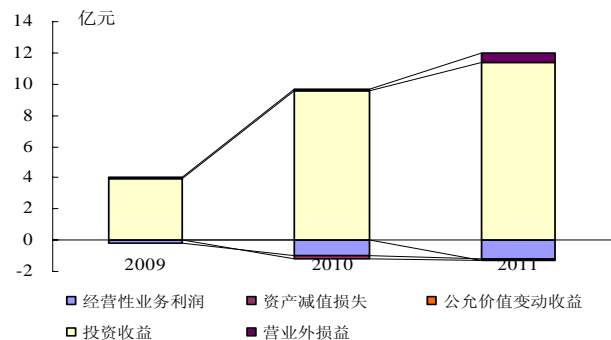
金融板块

广发华福证券公司	0.28	0.92	--
兴业证券	0.19	--	0.28
汉盛基金	0.02	0.01	0.02
兴业银行	0.14	0.15	0.17
光大银行	--	--	0.06
中国电信股份有限公司	0.73	0.72	0.69
合计	4.11	4.61	6.42

资料来源：公司提供

投资收益的快速增加带动了公司利润总额的逐年增长。2009~2011 年，公司利润总额分别为 3.92 亿元、8.54 亿元和 10.66 亿元，同期公司净资产收益率分别为 2.62%、4.51% 和 4.22%，公司盈利能力居同行业较高水平。

图 4：2009~2011 年末公司利润总额分析



资料来源：根据公司财务数据整理

总体看，近年来公司对外投资资产质量优良，投资收益的获得具有可持续性。根据目前公司投资的燃气、风电、核电项目的进展，可以预计未来公司合并口径的营业收入和投资收益将有一定提升。但作为省内以投资为主业的公司，公司部分投资项目为按照政府指导投资项目，尚未确定股权和债权，未来能否产生良好的投资收益也将直接影响公司的长期盈利能力。

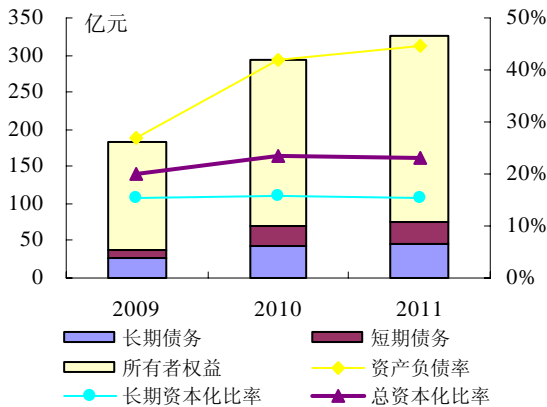
资本结构

2009~2011 年，公司资产总额总体保持增长，由 2009 年末 200.68 亿元增加到 2011 年末 453.45 亿元。2010 年公司总资产较 2009 年大幅提高，主要是所持兴业证券股票上市大幅增值以及合并范围的扩大所致，2011 年公司风电和水务项目投产导

致长期股权投资增加，推动资产规模进一步上涨，截至 2011 年末，公司资产总额为 453.45 亿元。公司资产以非流动资产为主，长期股权投资和可供出售金融资产在总资产中占比较大，截至 2011 年末，上述两项科目占总资产比重分别为 42.43% 和 13.82%。

公司权益资本也呈逐年递增的态势，2009~2011 年，公司所有者权益分别为 147.03 亿元、225.89 亿元和 251.18 亿元，2010 年公司所有者权益大幅提高主要是因为可供出售金融资产公允价值变动；福建华投投资有限公司、福建省华兴集团有限责任公司和福建省铁路投资有限责任公司三家公司无偿划入；财政拨款专项资金增加资本公积。2009~2011 年末，公司资产负债率分别为 26.73%、42.11% 和 44.61%，呈上升趋势。

图 5：2009~2011 年末公司资本结构分析

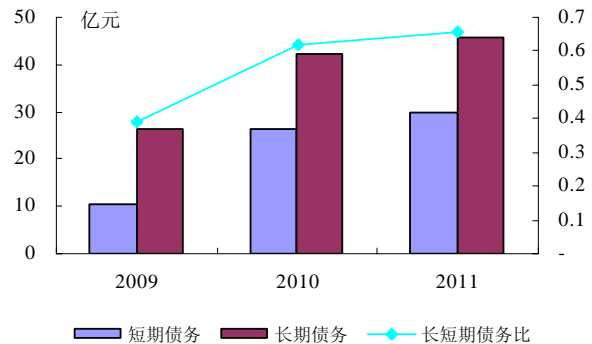


资料来源：根据公司财务数据整理

从债务结构上来看，公司一直以长期债务为主，债务结构较为合理。但自 2010 年以来，随着经营范围的拓展，公司短期债务有较大幅度增长，短期债务占总债务比重有所增加，2010 和 2011 年分别达 38.21% 和 39.59%。由于新建项目和新投资领域的不断扩大且具有投资大、回报周期长等特点，近年公司长期债务保持持续增长，但以福建省财政厅 12.88 亿元和国开行 10.42 亿元的长期政策性信用借款为主，利率较低而且稳定性好。2010 年长期债务有较大幅度上升是由于公司发行“10 闽投债”，此债券的存续期为 2010 年 10 月 20 日到 2015 年 10 月 19 日。截至 2011 年末，公司长期债务总额为 45.71 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债

务）为 0.66。

图 6：2009~2011 年末公司长短期债务情况



资料来源：根据公司财务数据整理

从母公司层面来看，截至 2011 年末，母公司的资产负债率和总资本化比率分别为 28.27% 和 20.43%，处于较低水平。公司目前处于投资高峰期，预计未来债务规模将随着电力、燃气、水务、金融等领域项目投资和福建省整体规划的实施而增加，但是目前良好的资本结构保证了一定的承债空间。

总体上看，近三年公司资产负债率一直维持在较合理的水平。同时鉴于公司地位，长期债务融资策略得到政府和政策性银行的支持，获得较多的政策性借款。集团公司资产负债率较低，资本结构优良。公司目前处于投资高峰期，预计未来债务规模将随着电力、燃气、水务、金融等领域项目投资和福建省整体规划的实施而增加，由于公司未来投资以项目资本金为主，预计公司将更多采用直接融资方式。

现金流

2009~2011 年，公司经营活动净现金流分别为 3.82 亿元、-15.94 亿元和 16.79 亿元，呈现较大的波动。2009 年，公司投资的风电、燃气、水务等项目逐步投产带来一定的经营性收益，实现经营活动净现金流 3.65 亿元。2010 年公司与福建省财政厅资金往来用于配售兴业银行股权，支付现金 13.76 亿元，导致公司经营活动现金流呈现净流出的状态。2011 年公司收到财政厅预拨的铁路建设资金 14 亿元，经营活动现金流入有较大幅度增长。

表 11：公司 2009~2011 年现金流结构分析

单位：亿元	2009	2010	2011
-------	------	------	------

经营活动现金流入	14.21	7.58	28.27
经营活动现金流出	10.40	23.52	11.48
经营活动净现金流	3.82	-15.94	16.79
投资活动现金流入	6.29	4.91	75.08
投资活动现金流出	23.37	34.31	112.56
投资活动净现金流	-17.08	-29.40	-37.48
筹资活动现金流入	26.52	67.90	67.60
其中：吸收投资	14.55	23.63	27.65
收到借款	11.52	44.27	39.56
筹资活动现金流出	10.41	17.07	36.21
其中：偿还债务	7.85	14.49	32.81
筹资活动净现金流	16.12	50.83	31.39
现金及现金等价物净增加额	2.85	5.50	10.68

资料来源：公司财务报告

2009~2011年，公司投资活动净现金流分别为-17.08亿元、-29.40亿元和-37.48亿元。由于公司近几年处于扩大规模的高峰期，公司不断加大对风电、核电、燃气等方面的投资力度，投资活动现金流出稳幅增长。2011年是公司进行项目建设的密集期，公司加大了在风电、核电以及LNG等业务的投资力度，新建项目投入的增多导致资本性支出增加。

2009~2011年，公司筹资活动净现金流分别为16.12亿元、50.83亿元和31.39亿元。2010年筹资活动净现金流大增主要是弥补经营活动和投资活动的资金缺口，通过吸收投资和银行借款的方式公司筹措到资金67.90亿元，为项目投资提供了有力的资金保障。2011年分别成功发行两期短期融资券“11闽投CP01”和“11闽投CP002”，发行规模均为10亿元，筹资活动现金流入规模较大，并且在经营活动现金流能较好覆盖投资活动所需现金的基础上，公司偿还了部分债务。

总体来看，近几年为公司项目投资密集期，公司经营活动和投资活动的现金获取能力较弱，中诚信国际将继续关注现金流缺口的规模和持续期。同时公司筹集资金能力较强，吸收投资和银行借款取得的资金对经营活动和投资活动的现金流压力形成较大支撑。

偿债能力

随着投资领域的拓展和投资项目的增加，公司总债务规模持续扩大，截至2011年末，公司总债

务规模为75.66亿元。从总债务压力指标来看，公司2009~2011年的总债务/EBITDA分别为7.75倍、6.31倍和5.27倍，EBITDA对总债务的覆盖能力逐年走强；经营活动净现金流/总债务分别为0.10倍、-0.23倍和0.22倍，经营活动净现金对总债务的覆盖能力明显不足。

从利息支付能力来看，2009~2011年公司EBITDA利息保障系数分别为7.71倍、5.64倍和4.54倍。由于公司债务大幅上升，EBITDA利息倍数呈逐年下降趋势，但逐年增强的EBITDA依然能较好的覆盖利息支出；与此同时，经营活动净现金对利息的覆盖能力亦较好，除2010年公司经营活动净现金流为负，从而使得其对利息的覆盖明显不足。

表 12：2009~2011 年末公司长期偿债能力指标

	2009	2010	2011
总债务（亿元）	36.73	68.69	75.66
资产负债率（%）	26.73	42.11	44.61
总资本化比率（%）	19.99	23.32	23.15
EBITDA（亿元）	4.74	10.89	14.35
总债务/EBITDA（X）	7.75	6.31	5.27
经营活动净现金流/总债务（X）	0.10	-0.23	0.22
经营活动净现金流利息保障系数（X）	6.21	-8.26	5.32
EBITDA 利息保障系数（X）	7.71	5.64	4.54

资料来源：根据公司财务数据整理

此外，福建投资持有的上市公司股票以2011年12月30日收盘价计算，市值接近100亿元，大规模的可供出售金融资产为公司债务偿付提供了很好的保障。

表 13：截至 2012 年 8 月末公司持有上市公司股票市值情况

	股票代码	持股数 (万股)	收盘价 (元)	市值 (亿元)
华能国际	600011	36,949.99	6.34	23.43
兴业银行	601166	6,480.00	12.31	7.98
福建水泥	600802	1,663.53	5.98	0.99
实达集团	600724	526.53	6.22	0.33
闽港控股	0181	740.22	4.11	0.25
兴业证券	601377	23,959.88	8.72	20.89
中国电信	0728	96,931.72	4.26	33.79
光大银行	601818	6,451.60	2.77	1.79
南海发展	600323	1,346.60	6.46	0.87
福晶科技	2222	1,012.50	6.65	0.67
粤传媒	2181	872.30	8.74	0.76
运盛实业	600767	988.27	3.84	0.38
天津松江	600225	522.90	4.00	0.21
京中兴	400006	953.88	1.2	0.11
鹭峰科技	400010	248.99	2.02	0.05

爱建股份	600643	9.30	7.79	0.01
广建集团	400009	393.80	1.21	0.05

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至 2011 年末，公司对外担保金额为 7.65 亿元、1,324 万美元。质押资产方面，截至 2011 年末，子公司闽信集团将账面原值为 0.15 亿元的土地使用权用于短期借款抵押、子公司福建中闽物流有限公司将评估价值为 0.07 亿元的土地使用权抵押。其他重要事项方面，根据 2009 年 4 月 30 日福建省人民政府办公厅《关于清收福建华侨信托投资公司财政债权事宜的请示》的批复意见，福建省国资委下发了闽国资函产权[2009]427 号文，同意公司从年度利润分配中按期分批支付给福建省财政厅 2.45 亿元以解决福建华侨信托投资公司债权债务问题，根据公司与福建省财政厅签订的还款协议，上述 2.45 亿元应分 4 年还清，截至 2011 年 9 月底，公司已按协议支付了 1.96 亿元，尚有 0.49 亿元将在 2012 年 6 月底之前支付。上述事项对公司利润分配造成一定影响。

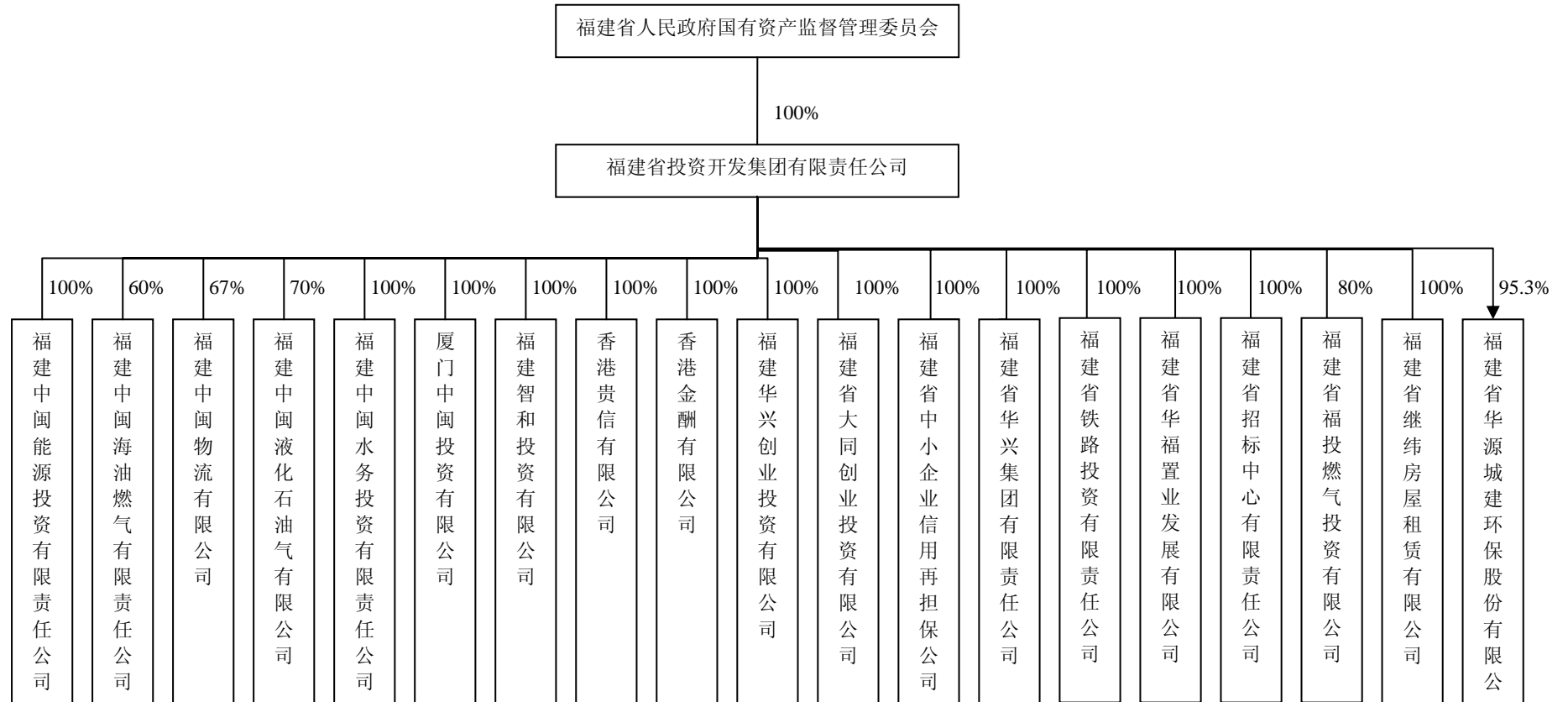
公司在福建省得到较强的政府支持，同时与银行的合作关系进一步加强。截至 2012 年 6 月末，公司共有国内各大金融机构授信额度总计 55.90 亿元，未使用额度 28.6 亿元，银行授信余额为公司债务偿付提供了较好支持。

评级展望

海峡西岸经济区列入国家发展战略给公司创造了有利外部环境，公司作为福建省最大的综合性投资主体，战略地位极为重要，公司资产质量很好。中诚信国际同时关注主营业务规模相对较小、投资项目管理难度较大和资本支出压力等因素对公司未来信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为福建投资在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：福建省投资开发集团有限责任公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：福建省投资开发集团有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	264,119.37	319,138.78	425,952.92
交易性金融资产	28.94	49.07	542.96
应收账款净额	2,343.11	5,971.67	23,477.71
存货净额	598.61	6,053.97	50,193.37
其他应收款	41,788.12	219,303.57	278,458.21
长期投资	1,426,846.02	2,326,371.92	2,550,713.29
固定资产(合计)	76,258.82	230,089.59	306,049.78
总资产	2,006,844.99	3,902,151.70	4,534,466.26
其他应付款	83,184.56	61,352.83	70,718.17
短期债务	103,660.98	262,476.21	299,543.88
长期债务	263,600.07	424,383.71	457,099.62
总债务	367,261.05	686,859.92	756,643.50
净债务	103,141.68	367,721.14	330,690.58
总负债	536,510.75	1,643,247.02	2,022,642.84
财务性利息支出	6,145.71	17,830.24	28,091.49
资本化利息支出	0.00	1,463.93	3,486.98
所有者权益(含少数股东权益)	1,470,334.24	2,258,904.67	2,511,823.42
营业总收入	16,375.92	36,603.95	89,148.05
三费前利润	9,857.23	20,726.74	38,716.88
投资收益	39,314.62	96,115.17	114,307.31
EBIT	45,359.98	103,238.76	134,680.22
EBITDA	47,378.00	108,882.64	143,478.72
经营活动产生现金净流量	38,151.71	-159,388.74	167,910.10
投资活动产生现金净流量	-170,817.30	-294,017.69	-374,805.94
筹资活动产生现金净流量	161,154.71	508,312.57	313,944.29
现金及现金等价物净增加额	28,481.09	55,019.41	106,814.14
资本支出	57,299.39	66,298.49	92,255.80
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	62.87	58.53	48.01
三费收入比(%)	69.40	84.17	56.80
EBITDA/营业总收入(%)	289.32	297.46	160.94
总资产收益率(%)	2.26	3.49	3.19
流动比率(X)	1.75	1.50	1.80
速动比率(X)	1.75	1.48	1.69
存货周转率(X)	10.16	4.56	1.64
应收账款周转率(X)	6.99	8.80	6.05
资产负债率(%)	26.73	42.11	44.61
总资本化比率(%)	19.99	23.32	23.15
短期债务/总债务(%)	28.23	38.21	39.59
经营活动净现金/总债务(X)	0.10	-0.23	0.22
经营活动净现金/短期债务(X)	0.37	-0.61	0.56
经营活动净现金/利息支出(X)	6.21	-8.26	5.32
总债务/EBITDA(X)	7.75	6.31	5.27
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.41	0.48
EBITDA 利息倍数(X)	7.71	5.64	4.54

注：各年度财务报表均按照新会计准则编制，财务数据取自期末数；

附三：福建省投资开发集团有限责任公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	136,698.22	86,927.67	127,183.05
交易性金融资产	--	--	--
应收账款净额	--	--	--
存货净额	--	--	--
其他应收款	59,322.06	183,956.52	323,485.65
长期投资	1,528,279.22	2,544,831.85	2,608,929.65
固定资产(合计)	9,854.02	14,569.43	16,922.62
总资产	1,886,481.53	2,985,217.87	3,149,215.61
其他应付款	75,120.21	110,369.03	85,387.35
短期债务	85,500.00	244,113.00	278,000.00
长期债务	236,983.00	330,637.00	302,046.00
总债务	322,483.00	574,750.00	580,046.00
净债务	185,784.78	487,822.33	452,862.95
总负债	472,719.67	803,461.49	890,318.38
财务性利息支出	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--
所有者权益（含少数股东权益）	1,413,761.87	2,181,756.38	2,258,897.23
营业总收入	6,598.70	10,864.14	14,301.85
三费前利润	5,903.69	10,213.44	12,605.84
投资收益	35,180.49	88,952.48	84,678.80
EBIT	37,453.00	89,997.46	91,354.01
EBITDA	37,946.30	90,592.84	91,872.87
经营活动产生现金净流量	48,449.33	-107,921.85	39,837.81
投资活动产生现金净流量	-247,785.03	-294,391.71	-85,458.36
筹资活动产生现金净流量	127,457.31	352,543.90	85,877.69
现金及现金等价物净增加额	-71,878.48	-49,770.55	40,255.38
资本支出	2,391.39	4,527.83	2,690.23

财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	90.50	94.86	97.81
三费收入比(%)	126.49	242.21	234.59
EBITDA/营业总收入(%)	575.06	833.87	642.38
总资产收益率(%)	1.99	3.69	2.98
流动比率(X)	1.22	0.77	1.22
速动比率(X)	1.22	0.77	1.22
存货周转率(X)	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--
资产负债率(%)	25.06	26.91	28.27
总资本化比率(%)	18.57	20.85	20.43
短期债务/总债务(%)	26.51	42.47	47.93
经营活动净现金/总债务(X)	0.15	-0.19	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.57	-0.44	0.14
经营活动净现金/利息支出(X)	13.15	-6.18	1.60
总债务/EBITDA(X)	8.50	6.34	6.31
EBITDA/短期债务(X)	0.44	0.37	0.33
EBITDA 利息倍数(X)	10.30	5.19	3.70

注：各年度财务报表均按照新会计准则编制，财务数据取自期末数；

附四：报告所用基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业总收入-营业总成本）/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：债项信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。