

信用等级通知书

信评委函字 [2019]2500D 号

国家开发投资集团有限公司：

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 & 贵公司拟发行的“2019 年国家开发投资集团有限公司公司债券”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 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

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

二零一九年十一月二十日

2019 年国家开发投资集团有限公司公司债券信用评级报告

发行主体	国家开发投资集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
本期规模	不超过 15 亿元，基础发行规模为 9 亿元
发行期限	10 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本付息
发行目的	补充营运资金以及投资符合国家产业政策的创业投资基金或政府出资产业投资基金

概况数据

国投公司	2016	2017	2018	2019.6
总资产（亿元）	4,671.16	4,935.52	5,822.83	6,210.50
所有者权益合计（亿元）	1,346.71	1,557.03	1,848.74	1,877.10
总负债（亿元）	3,324.45	3,378.49	3,974.09	4,333.41
总债务（亿元）	2,144.94	2,226.95	2,782.08	3,060.66
营业总收入（亿元）	870.45	894.03	1,213.80	640.02
净利润（亿元）	140.50	145.97	162.75	83.11
EBIT（亿元）	259.19	261.48	286.18	--
EBITDA（亿元）	355.00	353.47	390.84	--
经营活动净现金流（亿元）	218.38	11.11	48.22	122.86
营业毛利率（%）	28.70	25.08	23.31	21.45
总资产收益率（%）	5.38	5.44	5.32	--
资产负债率（%）	71.17	68.45	68.25	69.78
总资本化比率（%）	61.43	58.85	60.08	61.98
总债务/EBITDA（X）	6.04	6.30	7.12	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	3.94	3.76	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2019 年 1~6 月财务报表未经审计；为计算有息债务，中诚信国际已将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券计入短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款及信托等有息债务计入长期债务。由于 2019 年 6 月末公司未披露长期应付款明细，因此中诚信国际根据 2018 年末金额对 2019 年 6 月末相关数据进行了相应调整；由于缺乏相关数据，2019 年 1~6 月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn
项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2019 年 11 月 20 日

基本观点

中诚信国际评定国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投公司”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2019 年国家开发投资集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际肯定了公司作为国内最大的国有投资控股公司的重要的战略地位，在电力、港口及化肥等主要产业板块的突出规模优势，同时，公司已形成了多元化的业务结构，抗风险能力极强，并且继续保持了极强的盈利能力和畅通的融资渠道。另外，中诚信国际也关注行业环境变化、资本支出压力及管理压力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **重要的战略地位。**作为国内最大的国有投资控股公司，国投公司担负着国家重点项目投资、西部大开发等国有投资重任以及产业政策导向职能，一直得到国家的大力支持。
- **多元化的业务结构。**目前公司已形成基础产业、金融及服务业务和国际业务的多元化发展模式，同时推进前瞻性战略性业务。近年来，公司前瞻性战略性业务快速发展，投资范围涵盖先进制造业、大健康、城市环保以及生物质能等新兴产业，未来发展潜力很大；另外，公司金融及服务业务涉及范围广泛，可为其他业务板块的发展提供协同支持作用。
- **突出的规模优势。**经过多年发展，公司电力、港口及化肥等主要产业板块具备突出的规模优势。截至 2018 年末，公司境内控股装机容量 3,405.50 万千瓦；截至 2019 年 6 月末，硫酸钾生产能力为 160 万吨/年，硫酸镁生产能力为 10 万吨/年；2018 年公司港口吞吐量 2.38 亿吨。未来随着在建项目的建成运营，公司业务规模将进一步扩大。
- **极强的盈利能力。**公司收入来源多样化，且近年来各板块的平稳运行使得公司保持极强的盈利能力，同时可观的投资收益为利润提供有力的补充；2016~2018 年及 2019 年 1~6 月，公司分别实现净利润 140.50 亿元、145.97 亿元、162.75 亿元和 83.11 亿元。
- **畅通的融资渠道。**作为大型中央企业，公司拥有极强的政府支持及良好的银企关系，截至 2019 年 6 月末，公司获得主要银行授信额度 7,623 亿元，其中尚未使用授信额度 5,013 亿元。此外，公司拥有多家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。

关注

- **行业环境变化。**2018 年以来，新建风电、光伏项目平价上网持续推进，电价整体呈走低趋势；同时煤炭价格维持高位运行，对燃煤发电机组的盈利能力影响较大。另外，近年来受多项资管新规的陆续出台，公司金融业务受到一定影响，同时国家去产能政策的不断推进，亦对公司矿产业务形成一定影响，进而导致公司经营活动净现金流波动较大，中诚信国际将对此保持关注。

- **债务规模快速增长，公司面临一定的资本支出压力。**近年来，随着在建项目不断推进以及对外股权投资的增长，公司债务规模增长速度相对较快，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司总债务分别为 2,144.94 亿元、2,226.95 亿元、2,782.08 亿元和 3,060.66 亿元。未来公司在电力、前瞻性战略性新兴产业等板块仍有较大的投资规模，或将面临一定的资本支出压力。
- **管理压力。**公司资产布局较为分散，现有业务的深化发展和多元化扩张将对其内部资源的整合和内部风险管理体系提出更高要求。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

四、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

五、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

六、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

七、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

八、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

发行主体概况

国家开发投资集团有限公司于 1995 年 5 月正式成立，初始注册资本为 58 亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。成立后公司经历数次增资，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，后经多次注资，截至 2019 年 6 月末，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。

公司作为国家出资人代表，主要任务是根据国家经济发展战略、产业政策和区域规划的要求，对基础产业、支柱产业和高新技术项目进行参股、控股投资，确保国有资产的保值增值。目前，公司主业为投资与资产管理，包括实业投资（能源、交通运输、化肥、高科技产业等）、资产管理和与投资相关的研究与服务。公司超过 75% 以上的投资集中在中西部，其经营性资产目前主要集中于电力、港口及化肥等行业。

截至 2018 年末，公司总资产为 5,822.83 亿元，所有者权益为 1,848.74 亿元，资产负债率为 68.25%；2018 年，公司营业总收入为 1,213.80 亿元，净利润为 162.75 亿元，经营活动净现金流为 48.22 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司总资产为 6,210.50 亿元，所有者权益为 1,877.10 亿元，资产负债率为 69.78%；2019 年 1~6 月，公司营业总收入为 640.02 亿元，净利润为 83.11 亿元，经营活动净现金流为 122.86 亿元。

本期债券概况

公司拟发行的“2019 年国家开发投资集团有限公司公司债券”的发行规模为不超过 15 亿元，其中基础发行规模为 9 亿元，弹性额度为 6 亿元，发行期限为 10 年，每年付息一次，到期一次还本付息。

募集资金用途

本次债券设弹性配售选择权，募集资金不超过 15 亿元，其中 9 亿元用于投资方向符合国家产业政策的创业投资基金或政府出资产业投资基金，6 亿元用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2019 年前三季度，在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下，GDP 累计同比增长 6.2%，三季度单季同比增长 6.0%，经济增速逐季放缓，但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

供需两弱格局持续。全球经济走弱、中美贸易冲突压力下，出口步入负增长区间；高债务压力下扩大内需效果有限，受汽车消费回落拖累，消费整体较为低迷；房地产投资平缓回落，稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大，制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下，工业与制造业生产缓中趋稳。

经济内部结构恶化态势值得关注。投资与最终需求对经济增长贡献率同比回落，经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看，高新技术产业增长放缓，传统行业增速再度加快，工业与服务业走势分化，金融业增速逆势回升。

CPI 与 PPI 走势分化，结构性通胀加剧。三季度虽然鲜果价格涨势消退，但猪肉价格快速上涨继续带动 CPI 当月同比攀升，至季末已达 3%，结构性通胀加剧。三季度 PPI 当月同比已跌入负增长区间，但 PPI 大幅下降可能性仍较小，通缩风险可控。

金融数据继续改善。宽货币、宽信用基调下 M2 与社融增速稳中有升，金融条件有所改善；随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段性进展，人民币贬值压力缓解。

宏观政策：今年以来，为了应对经济下行压力，宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度，同时财政支出前置加大对基建的支

持。在地方政府财政平衡压力较大的情况下，专项债基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调把保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

宏观风险：当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

宏观展望：虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

中诚信国际认为，短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济腾挪的空间，改革开放持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

行业及区域经济环境

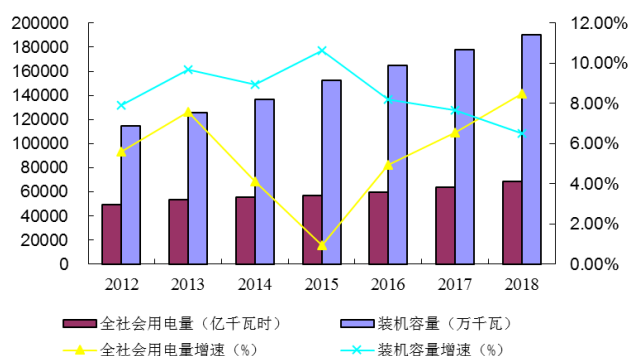
电力行业概况

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。进入 2016 年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气以及上年同期基数较低等因素影响，全社会用电量增速整体有所提升；2016 年和 2017 年全社会用电量分别为 5.92 万亿千瓦时和 6.3 万亿千瓦时，同比分别增长 5.0% 和 6.6%，增速分别同比增长 4.0 和 1.6 个百分点。2018 年，全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，增速同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。2019 年 1~9 月，全国全社会用电量 5.34 万亿千瓦时，同比增长 4.4%，保持平稳增长态势，其中，第三产业用电量较快增长、贡献突出。

从电源投资和装机规模来看，随着装机规模的持续增长，电力市场供应能力总体富余，加之国家对能源结构的调整效果开始显现，2016 年以来电源投资有所放缓，当期电源投资完成额为 3,429 亿元，同比下降 12.90%，全国新增装机增速降至 -8.5%，截至 2016 年末的全国发电装机容量为 16.5 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速比上年同期下降 2.4 个百分点。2017 年电源投资继续放缓，全年电源投资完成额仅为 2,700 亿元，同比下降 20.80%，为近年来最低水平，受此影响，全国发电装机增速亦持续放缓，截至 2017 年末，全国发电装机容量为 17.8 亿千瓦，同比增长 7.6%，增速比上年同期下降 0.6 个百分点。2018 年全

国电源投资完成额为2,721亿元¹，同比下降6.2%，虽然电源投资仍为负增长，但下降幅度有所收窄；同期末，发电装机规模为19.00亿千瓦，同比增长6.5%，增速较上年同期下降1.1个百分点。而从装机结构来看，火电机组在我国电源结构中仍占据主导地位，但受节能减排及火电去产能等因素影响，加之风电、太阳能发电为代表的清洁能源发电受到政策的扶持，近年来非化石能源发电装机（包括可再生能源及核电）规模快速增长，其在我国发电装机中所占比例也持续上升，装机结构清洁化趋势明显。根据中电联统计数据，2018年，我国新增发电装机容量为1.2亿千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的73.0%；截至2018年底，我国非化石能源发电装机容量为7.7亿千瓦，占总装机容量的比重为40.8%，比上年同期提高2.0个百分点。2019年1~9月，全国主要电力企业合计完成投资4,750亿元，同比下降6.3%，截至2019年9月末，全国全口径发电装机容量19.7亿千瓦，同比增长5.9%；其中，非化石能源发电装机比重进一步提高，同期末，非化石能源发电装机合计容量8.1亿千瓦，占比41.4%，比上年同期提高1.2个百分点。

图 1：2012 年以来我国电力消费与发电装机增长情况

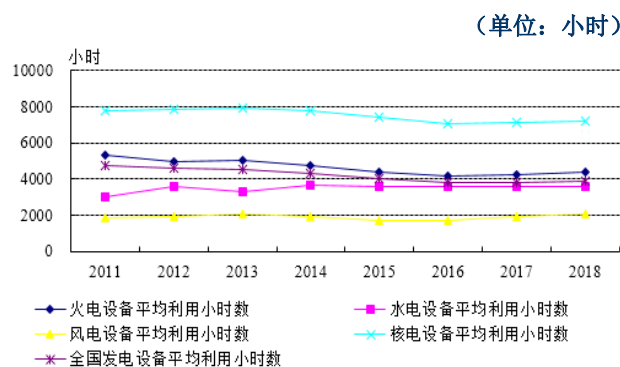


资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

我国发电设备利用小时数与宏观经济的周期性变化及电力供需关系密不可分。2016年以来，宏观经济稳中向好，用电需求显著回升，同时电源投资放缓使得装机增速有所下降，2016年全国6,000千瓦

及以上电厂设备利用小时数为3,785小时，同比下降203小时，降幅开始缩窄。进入2017年以后，电力供需延续了2016年以来的总体态势，在用电需求保持平稳较快增长、装机增速放缓及弃风、弃光问题明显改善等因素的综合作用下，全年全国6,000千瓦及以上电厂发电设备利用小时数为3,786小时，机组利用效率下降的趋势得到了一定缓解。2018年，得益于用电需求较快增长，机组利用小时数有所提升，全国发电设备平均利用小时数为3,862小时，同比提高73小时，其中，水电3,613小时，同比提高16小时；火电4,361小时，同比提高143小时；核电7,184小时，同比提高95小时；并网风电2,095小时，为2013年以来新高，同比提高146小时；并网太阳能发电1,212小时，同比提高7小时。2019年1~9月，全国发电设备平均利用小时2,857小时，同比下降48小时；其中，水电2,903小时，同比提高187小时；并网太阳能发电1,010小时，同比提高60小时；火电3,174小时，同比下降101小时。弃风、弃光问题继续改善，国家电网、南方电网经营区域内新能源利用率均超过96%。

图2：2011年以来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

随着电力体制改革继续推进，2018年市场化交易电量继续增长。根据中电联数据统计，2018年全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计为20,654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，较上年提高4.3个百分点；分区域来看，东北和华东地区推进速度相对较快，市场化电量占比较高，且交易规模保持一定的

¹ 根据 2018 年全国电力工业统计快报一览表，2017 年电源工程建设投资完成 2,900 亿元。

增长速度，华北和南方地区交易规模相对较大，但增速有所放缓。煤电交易方面，根据中电联数据统计，2018年全国大型发电集团煤电机组上网电量24,431亿千瓦时，同比增长6.64%；市场交易电量10,459亿千瓦时，同比增长21.21%，煤电上网电量市场化率为42.8%，较上年提高6.7个百分点。分省来看，大型发电集团煤电上网电量市场化率超过40%的省区共有18个，其中，市场化率最高的是广西，达到了98%，甘肃、广东、江苏、青海、蒙西、辽宁、河南、陕西等8个省区的煤电市场化率超过了50%，湖南、贵州、重庆等9个省区的煤电市场化率超过了40%。2019年1~9月，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为15,010亿千瓦时，占全社会用电量比重为28.1%。

中诚信国际认为，2018年以来，我国全社会用电需求实现较快增长；电力市场供需总体平衡，电源投资增速继续放缓，装机增速也随之下降，而非化石能源装机占比有所提升，区域布局得到优化；此外，机组利用小时数得益于用电需求的较快增长有所提升；而随着电力体制改革继续推进，市场化交易电量大幅增长。展望2019年，我国经济仍面临较大下行压力，也或将对全国用电需求及用电量的持续增长产生一定影响；同时，新能源装机仍将呈现较快增速，非化石能源装机比重也将进一步提高。

行业关注

2018年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降

2018年以来，宏观经济运行总体平稳、稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑；同时，服务业保持了较快增长，而年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速

增长。受此影响，2018年全国全社会用电量实现较快增长，当期6.84万亿千瓦时，同比增长8.5%，增速同比提高1.9个百分点，为2012年以来最高增速，人均用电量4,956千瓦时，人均生活用电量701千瓦时。2019年我国经济仍面临较大的下行压力，因此用电量增长的不确定性也在加大。

我国电力消费结构中，2018年，我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.06%、69.01%、15.78%和14.15%²；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高1.91和0.47个百分点。

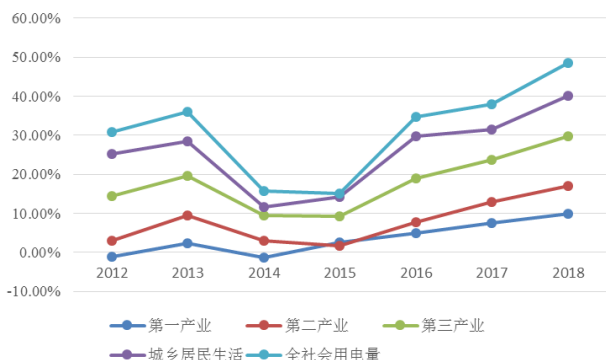
细分来看，2018年，第二产业及其制造业用电量增长较快，第二产业用电量同比增长7.2%，增速为2012年以来新高，同比提高1.7个百分点，拉动全社会用电量增长5.0个百分点；制造业用电量同比增长7.2%，其中，高技术及装备制造业用电量同比增长9.5%，四大高载能行业用电量增长6.1%，增速同比提高1.2个百分点。第三产业用电量同比增长12.7%，增速同比提高2.1个百分点，拉动全社会用电量增长1.9个百分点，比上年提高0.5个百分点；其中，信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长23.5%，继续延续近年来的快速增长势头。全年城乡居民生活用电量同比增长10.3%，增速同比提高2.6个百分点，拉动全社会用电量增长1.4个百分点，比上年提高0.4个百分点，主要为城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，新一轮农网改造升级、居民取暖“煤改电”的大力推进，以及在气温因素的作用下，冬季取暖和夏季降温负荷快速增长所致。

分区域看，东、中、西和东北地区全社会用电量同比分别增长6.9%、9.6%、10.9%和6.9%，比上年分别提高1.7、2.3、1.8和2.3个百分点；用电量占全国比重分别为48.3%、19.0%、26.9%、5.8%；其中，中部、西部同比分别提高0.3和0.2个百分点，东部、东北地区分别下降0.3和0.2个百分点。

² 数据参考中国电力企业联合会发布的《2018年全国电力工业统计快报一览表》。

图 3：2012 年以来中国分产业电力消费增速

(单位：%)



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2018 年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降。

由于我国钾矿资源严重匮乏，钾肥长期依赖进口的局面难以改变，2018 年价格整体呈上涨态势

钾肥是农业生产中不可或缺的重要肥料，产品主要包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于养分浓度较高，且价格低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的 95% 以上。

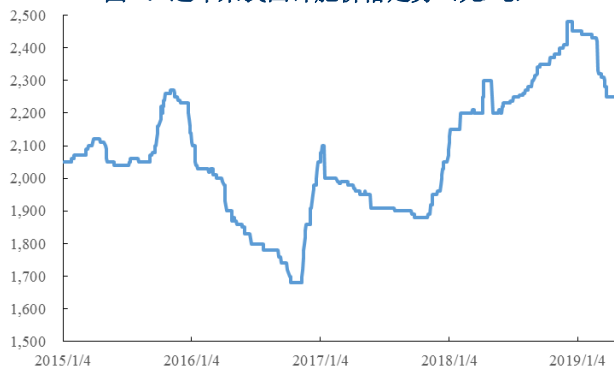
由于资源分布不均衡，长期以来，国际钾肥市场一直由全球主要钾肥生产厂商北美地区的 Canpotex 和东欧地区的 BPC 组成的钾肥销售联盟所垄断和控制。其中，Canpotex 成立于 1985 年，由北美三大钾肥生产商加拿大钾肥公司（PotashCorp）、加拿大加阳公司（Agrium）和美国美盛公司（Mosaic）共同组建；BPC 成立于 2005 年，由俄罗斯的乌拉尔钾肥公司（Uralkali）和白俄罗斯的白俄罗斯钾肥公司（Belaruskali）共同组建，上述企业产能占总产能的 75%。此外，德国、以色列、中国、约旦、智利也是主要的钾肥生产国，较为突出的德国 K+S 公司销量占比约为 9%。

我国钾矿探明储量仅占全球的 2%，已发现的最

大钾肥资源位于青海柴达木盆地和新疆罗布泊，已探明资源储量分别为 5.4 亿吨和 2.5 亿吨。钾肥资源的短缺使得我国钾肥消费缺口较大，对外依存度高，2018 年我国氯化钾和硫酸钾的进口量分别达到 745.58 万吨和 5.86 万吨，而国产氯化钾和硫酸钾产量则分别为 640 万吨与 508 万吨。

价格方面，2018 年国内钾肥市场三足鼎立的局面有所改变，在氯化钾进口量有限，国产钾装置开工始终不足，两方供应紧张的情况下，钾肥价格于年末达到最高点 2,480 元/吨。截至 2019 年 3 月末，钾肥价格受春耕用肥启动不佳影响小幅下降，为 2,250 元/吨。

图 4：近年来我国钾肥价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

总体来看，由于我国钾矿资源严重匮乏，钾肥长期依赖进口的局面难以改变，2018 年价格整体呈上涨态势。

2018 年，国内外经济延续增长趋势，但全球经贸环境不确定性加强，全国港口吞吐量增速放缓

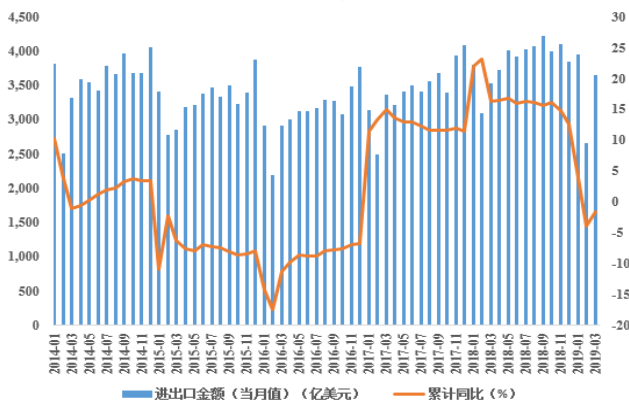
我国 80% 以上的贸易由水运方式完成，水路运输、港口运营与国民经济、对外贸易的发展密切相关。国内外需求规模与结构的变化直接影响港口吞吐量的规模及货种结构，并进而带动港口行业收入规模与盈利能力的变化。

2017 年下半年开始，全球经济实现了国际金融危机以来范围最广泛的复苏。2018 年以来，世界经济总体延续增长态势，但增长基础并不稳固，经济政治形势更加错综复杂。美国对全球多个国家和地区发起贸易摩擦，影响企业经营环境和金融市场信

心，对世界经济贸易发展造成威胁。主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，一些新兴经济体结构性问题仍然突出，地缘政治风险此起彼伏。2018年初，全球经济回升态势较为强劲，但自二季度开始，世界经济呈现高位下行走势。根据国际货币基金组织（IMF），2018 年全球经济预计增长 3.7%，其中，发达经济体增长 2.4%，新兴市场和发展中经济体增长 4.7%。

2018 年以来，国内经济继续以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，深化改革创新，经济运行总体平稳，产业结构持续优化，需求结构继续改善，发展新动能加快成长，质量效益明显提高，稳中向好态势持续发展。受国内外经济及贸易形势影响，我国对外贸易也呈现大幅增长态势，进出口贸易额已逐步超越 2014 年水平。2018 年，全国实现外贸进出口总值 4.62 万亿美元，同比增长 12.60%；其中，出口 2.49 万亿美元，增长 9.90%，进口 2.14 万亿美元，增长 15.80%。2019 年 1~3 月，进出口总值有所下滑，与上年同期相比减少 4.8%。

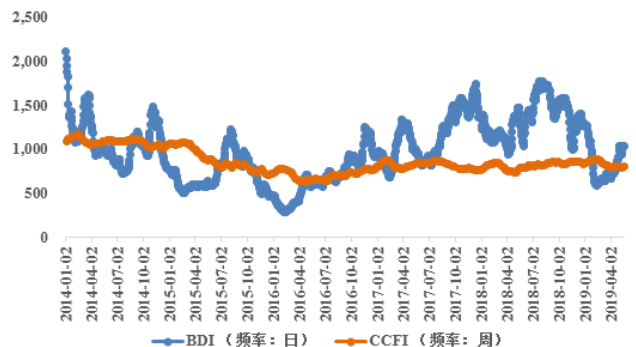
图 5：中国进出口贸易总额情况（以美元计）



资料来源：wind，中诚信国际整理

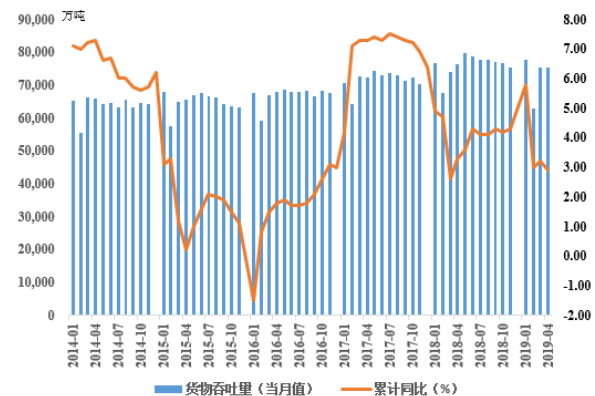
2018 年以来，航运运价延续 2017 年下半年在波动中逐渐回升的态势，港口吞吐量亦呈增长态势，但增速放缓。2018 年，全国规模以上港口完成货物吞吐量 133.45 亿吨，同比增长 2.90%，完成集装箱吞吐量 24,982 万 TEU，同比增长 5.30%，增速较 2017 年明显回落，第二季度受环保政策收紧，部分港口生产形势下行导致增速有所放缓。

图 6：波罗的海干散货运价指数（BDI）和中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）



资料来源：wind，中诚信国际整理

图 7：全国规模以上港口货物吞吐量



资料来源：wind，中诚信国际整理

分港口来看，2015 年以来，我国规模以上港口货物吞吐量增速持续下滑，且维持在较低水平，个别港口如上海港、深圳港、秦皇岛港等甚至连续出现负增长；2017 年延续 2016 年后半年行业整体复苏态势，大部分港口货物吞吐量增幅处于近年来高位。进入 2018 年以来，由于外部环境不确定性加大，中美贸易摩擦进程和影响超过预期，我国规模以上港口货物吞吐量在经历了 2017 年大幅反弹之后，增速有所放缓，全年增速仅快于 2015 年和 2016 年。其中，秦皇岛港受制于大秦线能力限制以及功能转移的影响出现负增长；上海港为满足港口整体规划和发展需要，对散杂货货源结构进行调整，煤炭接卸量大幅减少，导致货物吞吐量小幅下降；烟台港得益于铝矾土、原油、商品车、集装箱等货源增加，货物吞吐量呈两位数增长；唐山港主要得益于煤炭、

油品、矿石等业务量的增长，货物吞吐量实现 11.1% 的较快增长。

表 1：2015 年~2019 年 3 月中国主要沿海港口货物吞吐量和同比增速（亿吨、%）

港口	2015		2016		2017		2018		2019.1~3	
	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速
宁波-舟山港	8.90	1.8	9.18	3.2	10.07	9.2	10.84	7.4	2.55	0.5
上海港	7.17	-5.0	6.43	-0.9	7.06	9.4	6.84	-3.0	1.64	2.5
天津港	5.41	0.1	5.50	1.8	5.03	-8.7	5.08	1.4	1.05	-3.1
广州港	5.20	3.8	5.22	4.3	5.66	8.4	5.94	4.2	1.42	10.3
青岛港	5.00	3.9	5.01	3.4	5.08	1.5	5.43	6.1	1.38	8.3
唐山港	4.92	-1.6	5.16	4.7	5.65	8.6	6.37	11.1	1.62	12.9
秦皇岛港	2.53	-7.6	1.86	-26.5	2.45	31.0	2.31	-5.7	0.54	-11.4
大连港	4.15	-1.2	4.29	3.4	4.51	3.3	4.68	2.8	0.81	3.1
日照港	3.61	2.3	3.51	4.0	3.60	2.8	4.38	8.9	1.14	4.3
营口港	3.40	2.3	3.47	2.5	3.62	2.9	3.70	2.0	0.67	-31.1
深圳港	2.17	-2.8	1.95	-1.8	2.41	12.6	2.51	4.1	0.57	1.1
黄骅港	--	--	2.45	47.1	2.70	10.1	2.88	6.4	0.68	-1.2
烟台港	2.52	0.0	2.65	5.5	2.86	7.6	4.43	10.6	0.94	18.5
湛江港	2.20	0.0	2.55	15.8	2.82	9.9	3.02	7.0	0.56	-2.5

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

2019 年，全球经贸发展不确定性增强，地缘政治冲突以及大宗商品价格存在较大不确定性。在贸易投资保护主义升温、贸易摩擦影响进一步发酵、国际融资环境趋紧、金融风险外溢性增强、全球债务水平居高不下、竞争性减税行为增多等因素影响下，2019 年世界经济下行风险加大，增速可能低于 IMF 预计的 3.7%。国际贸易将继续受到贸易保护主义的消极影响，中美贸易摩擦的复杂性和不确定性长期存在，预计 2019 年世界商品和服务贸易增速将继续放缓至 4.0%。国内经济方面，外部环境不确定性和全球经济下行压力的加大，中美贸易摩擦影响将进一步显现。我国经济平稳发展仍具良好基础，对外开放范围扩展层次提升。综合未来国内外经济贸易来看，2019 年港口吞吐量增速或将持续放缓，不同区域港口或因腹地经济、航线状况增速明显分化。

竞争及抗风险能力

重要的战略地位

国投公司是中央企业中唯一的投资控股公司，自成立以来担负着国家重点项目投资及西部大开发等国有投资重任，在电力、矿业及交通等重要基础产业进行重大项目的投资运营，并一直得到国家的大力支持。其中，电力产业方面，公司获得雅砻江流域水电资源开发权，雅砻江流域水能资源集中，在全国规划的十三大水电基地中规模位居第三，是四川电能质量最优越的梯级水电站群，且是承担国家“西电东送”职能的重要项目。矿业产业方面，公司拥有的罗布泊钾盐资源工业储量占全国总储量的一半以上，公司钾盐产品主要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。交通产业方面，国投公司港口业务基本涵盖全国骨干枢纽港，形成了以港口为基础，以煤炭运输为主线，以环渤海地区、东南沿海、海南、北部湾和长江干线为重点的港口布局，保障国

家的能源运输。同时，公司还承担产业政策导向职能，进行前瞻性战略性产业投资运营，公司通过控股投资与基金投资融合联动方式，并通过下属基金公司管理多支国家级政府引导基金，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。

多元化经营及突出的规模优势

经过多年发展，公司已形成了以基础产业、金融及服务业及国际业务的多元化发展模式，同时推进前瞻性战略性业务。公司基础产业板块以电力、矿业及交通等业务为主，基础产业和金融及服务业、国际业务、战略性新兴产业相互支持，协同发展。

目前，公司在各大业务板块已形成强大的规模优势与竞争力。截至 2018 年末，公司境内电力装机规模达到 3,405.50 万千瓦，其中雅砻江水电站项目装机规模为 1,470.00 万千瓦，火电均为 30 万千瓦及以上机组。矿业方面，截至 2019 年 6 月末，公司于国内拥有钾肥资源 1.18 亿吨，硫酸钾生产能力达到 160 万吨/年，硫酸镁生产能力达到 10 万吨/年，2018 年公司硫酸钾产量与销量分别为 175.10 万吨和 173.10 万吨。交通产业方面，截至 2019 年 6 月末，公司控股港口企业合计 7 家，2018 年主要港口散货吞吐量达到 23,810 万吨。前瞻性战略性新兴产业方面，公司通过控股投资和基金投资融合联动方式，在生物质能源、大健康、城市环保等新兴行业不断探索，未来发展潜力很大。金融业务方面，公司已覆盖证券、信托、证券投资基金、银行、担保、财务公司、期货、财产保险、保险经纪等多个金融领域，可以有效发挥金融对公司其他业务板块的协同支持作用。

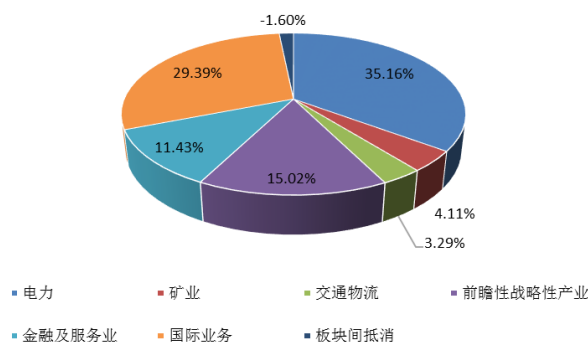
总体来看，公司具备极强的竞争及抗风险能力。

业务运营

目前公司营业收入来自于基础产业（主要包括电力、矿业及交通物流）、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业及国际业务；2018 年，公司实现营业总

收入 1,213.80 亿元，其中基础产业板块实现收入合计 496.50 亿元（其中电力业务收入 410.11 亿元，矿业收入 47.98 亿元，交通物流收入 38.41 亿元），前瞻性战略性新兴产业实现收入 175.15 亿元，金融及服务业实现收入 133.27 亿元，国际业务实现收入 342.78 亿元。2019 年 1~6 月，公司实现营业总收入 640.02 亿元。

图 8：2018 年公司营业收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

基础产业板块

国投公司的基础产业板块主要包括电力、矿业和交通物流业务，是公司的基本收入和利润来源。

电 力

电力业务是国投公司资产和利润增长的重要支撑，目前国投公司所有电力项目全部由控股上市公司国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”，证券代码：SH.600886）运营。2017 年湄洲湾二期火电机组投产，2018 年公司在建 200 万千瓦火电、2.00 万千瓦光伏和 6.50 万千瓦风电投产运营，同时完成了 30 万千瓦光伏和 5 万千瓦风电项目的收购，推动公司控股装机容量增长至 3,405.50 万千瓦。

从电源结构来看，公司水电装机占比很大，持有的雅砻江水电水能资源集中，地理优势明显；电站水库调节能力强；且配有外送通道，电量消纳充足，使得雅砻江水电盈利能力极强。另外，随着在建风电和光伏的陆续投产运营，公司非水新能源占比由 2016 年末的 2.76% 增长至 2018 年末的 4.64%，装机结构不断优化。

从区域分布来看，公司境内项目分布在四川、

云南、天津、福建以及广西等全国十多个省区，分布区域广泛。其中火电主要分布在天津、福建、广西以及安徽等经济相对发达区域，具有一定的用电负荷支撑；水电主要分布在四川、云南等水资源丰富区域；风电和光伏主要分布在风、光资源丰富的“三北”地区。另外，公司还不断开拓境外电力市场，目前公司境外电力项目主要集中于苏格兰及东南亚等区域，主要开发海上风电及火电项目。

从机组结构来看，公司火电机组全部为30万千瓦以上，机组质量优良，截至目前暂无政策要求淘汰的落后煤电产能。

整体来看，多元化的装机结构以及广泛的区域分布，使得公司整体协调性、适应性和抗风险能力强，同时中诚信国际也持续关注“三北”地区弃风、弃光情况对公司的影响。

表 2：截至 2018 年末国投电力主要电力资产情况

单位：万千瓦

所在区域	总装机规模	水电	火电	风电	光伏
天津	400.00	0.00	400.00	0.00	0.00
安徽	129.00	0.00	129.00	0.00	0.00
广西	396.50	0.00	390.00	6.50	0.00
甘肃	241.25	67.00	132.00	39.45	2.80
福建	398.60	0.00	398.60	0.00	0.00
新疆	100.85	0.00	66.00	34.85	0.00
贵州	60.00	0.00	60.00	0.00	0.00
云南	183.40	135.00	0.00	14.40	34.00
四川	1,473.00	1,470.00	0.00	0.00	3.00
青海	14.90	0.00	0.00	9.90	5.00
宁夏	3.00	0.00	0.00	0.00	3.00
英国	5.00	0.00	0.00	5.00	0.00
合计	3,405.50	1,672.00	1,575.60	110.10	47.80

资料来源：公司提供

发电利用小时方面，2016~2018年国投电力机组平均利用小时数分别为4,113小时、4,078小时和4,610小时；其中，2017年受利用小时数相对较低的新能源装机规模上升影响，国投电力机组平均利用小时数有所下降；2018年受益于区域用电需求回升、水电机组所在流域来水偏丰等因素影响，国投电力机组平均利用小时数同比增长。

发电量方面，2016~2018年及2019年1~6月，国投电力发电量分别为1,204.38亿千瓦时、1,289.49亿

千瓦时、1,516.64亿千瓦时和1,216.72亿千瓦时，呈逐年增长态势。其中，2017年国投电力装机规模持续提升，部分机组满年度运营，水电机组所在流域来水量同比增长，同时受益于国家新能源消纳政策的逐步落实，使得国投电力当年发电量保持增长态势；2018年受益于装机规模的提升以及利用小时数的增长，国投电力发电量保持增长；2019年1~6月国投电力整体发电量仍较上年同期有所增长，主要是由于来水偏丰、外送电量增长、新能源消纳情况的进一步改善以及装机规模的增长。

上网电价方面，2017年国家进一步下调新建风电和光伏电价，同时电力体制改革不断推进，国投电力水电、风电及光伏电价均同比持续下降，但受益于国家发改委取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构，国投电力火电电价同比增长。2018年受益于雅砻江水电站电价相对较高的计划电量规模提升，公司水电机组平均售电价同比增长；同时受益于新投产的广西风电以及哈密景峡、烟墩风电电价相对较高，公司风电机组平均售电价同比增长；但受市场竞价以及电价调整政策的影响，公司火电机组和光伏机组平均售电价均同比下降。2019年以来，受电力体制改革的不断推进，公司电量结算价格及结算周期均受到一定影响，使得公司平均上网电价小幅下降。

表3：近年来国投电力控股机组运营指标

指标	2016	2017	2018	2019.1~6
控股装机容量（万千瓦）	2,928.45	3,162.00	3,405.50	--
平均利用小时数（小时）	4,113	4,078	4,610	--
发电量（亿千瓦时）	1,204.38	1,289.49	1,516.64	1,216.72
上网电量（亿千瓦时）	1,173.01	1,255.31	1,471.99	1,180.59
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	--	--	--	--
其中：水电	0.262	0.229	0.247	0.268
火电	0.338	0.363	0.341	0.374
风电	0.487	0.447	0.479	0.480
光伏	1.047	0.970	0.960	0.849

注：平均利用小时为中诚信国际根据控股装机容量和发电量推算得出。

资料来源：国投电力公告，中诚信国际整理

在建项目方面，公司未来境内自建项目以雅砻江流域整体开发为主，截至 2019 年 6 月末，公司

主要在建电力项目计划总投资 864.59 亿元，已投资 395.74 亿元。其中，两河口水电站及杨房沟水电站已分别于 2014 年和 2015 年开工建设，预计投产时间分别为 2021 年和 2021 年。公司还在雅砻江沿岸

签订了风、光、水互补新能源项目协议，整体规划装机约 3,000 万千瓦。另外，公司还计划在境内收购部分资产优质的风、光项目，境外开发建设离岸海上风电项目。

表 4：截至 2019 年 6 月末，公司主要在建电力项目情况

项目	装机容量(万千瓦)	项目状态	计划总投资(亿元)	截至 2019 年 6 月末 已投资(亿元)	2019 年计划投资(亿元)
两河口	300	核准	664.57	328.22	50.49
杨房沟	150	核准	200.02	67.52	15.03
总计	450	--	864.59	395.74	65.52

资料来源：公司提供

整体来看，近年来公司装机规模逐年增长，机组质量优良。受益于装机容量逐年增长、来水偏丰以及电量消纳改善等因素，公司发电量逐年增长。但受国家政策调整以及电力体制改革等因素影响，公司主要电源类型机组上网电价呈波动态势。中诚信国际将持续关注电价调整政策以及电力体制改革等因素对公司机组运营的影响。

矿 业

公司通过全资子公司国投矿业投资有限公司从事战略性、稀缺性矿产资源及相关产业的投资。2016 年剥离煤炭板块后，公司矿产资源开发业务主要为化肥业务。化肥行业作为国家重要基础性资源行业，是公司基础产业板块主要利润贡献之一。

目前公司控股运营的钾肥生产企业主要为新疆罗布泊钾盐公司（以下简称“罗钾公司”），罗钾公司拥有的钾盐资源工业储量占全国总储量的一半以上，截至 2019 年 6 月末，罗钾公司拥有已探明可供开采的 KCl(122b+332+333) 给水资源量 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，截至 2019 年 6 月末，罗钾公司硫酸钾生产能力为 160 万吨/年，硫酸镁生产能力为 10 万吨/年。未来罗布泊钾肥二期工程正式投产后，公司钾肥产能有望进一步得到提升。2018 年 7 月，公司以约 5.02 亿美元价格收购约旦阿拉伯钾肥公司（以下简称“约钾公司”）28% 股权，成为约钾公司并列第一大股东。约钾公司是全球第八大钾盐生产商，约旦政府授予其 100 年死海矿产特许经

营权，目前死海湖水中氯化钾资源量约 20 亿吨，2018 年约钾公司分别生产和销售氯化钾 243.6 万吨和 243.9 万吨。

产销方面，化肥作为国家基础性资源，具有一定刚性需求，2016~2018 年及 2019 年 1~6 月，公司硫酸钾产量分别为 160.60 万吨、168.39 万吨、175.10 万吨和 100.56 万吨，随着产能的提升，公司硫酸钾产量呈逐年增长态势；同期，硫酸钾销量分别为 155.40 万吨、182.17 万吨、173.10 万吨和 70.69 万吨，受下游需求量波动的影响，公司硫酸钾销量呈小幅波动态势。2016~2018 年及 2019 年 1~6 月，公司硫酸钾销售均价分别为 1,942.85 元/吨、2,113.43 元/吨、2,613.22 元/吨和 2,559.60 元/吨，随着淘汰落后产能的不断推进，市场供需格局有所变化，公司硫酸钾销售均价呈整体增长态势。

表 5：近年来公司硫酸钾业务经营指标

指标	2016	2017	2018	2019.1~6
产量(万吨)	160.60	168.39	175.10	100.56
销量(万吨)	155.40	182.17	173.10	70.69
销售均价(元/吨)	1,942.85	2,113.43	2,613.22	2,559.60

资料来源：公司提供

另外，公司还不断拓展稀有金属产销业务。2017 年 8 月，公司收购国投金城冶金有限公司（以下简称“金城冶金”），目前生产线可日处理复杂金精矿 2,000 吨，年可处理综合矿粉 70 万吨，年产金锭 15 吨、白银 300 吨、阴极铜 10 万吨，硫酸 50 万吨，并副产粗硒 60 吨、粗碲 80 吨、硫酸镍 500 余吨等产品。

总体来看，近年来公司化肥业务运营稳定，虽

然销量有所波动，但随着市场供需格局的变化，公司硫酸钾销售均价呈整体增长态势。矿业板块未来发展前景广阔，随着罗布泊钾肥二期工程产能的逐步投产，公司矿业板块运营规模进一步提升。同时，中诚信国际也将持续关注硫酸钾市场需求以及去产能政策等因素对公司矿业板块运营的影响。

交通物流

目前国投公司交通业务主要由下属子公司国投交通控股有限公司负责，业务范围包括从事港口、铁路、公路和相关配套项目的开发、经营和管理。国投公司港口业务基本涵盖全国骨干枢纽港，主要码头分布在环渤海湾、东南沿海和长江地区。截至2019年6月末，公司控股港口企业合计7家。公司港口业务以散货业务为主，2016~2018年及2019年1~6月，公司主要港口散货吞吐量分别为15,327万吨、18,386万吨、23,810万吨和7,697万吨；其中，2017年受国内宏观经济变化以及外贸形势等因素影响，公司主要港口散货吞吐量同比增长；2018年受政策推动，国内消费需求基本稳定，同时新港口投运，公司主要港口散货吞吐量同比进一步增长；但2018年12月公司出售转让镇江港，这对公司交通物流业务量形成较大影响，2019年1~6月公司主要港口吞吐量大幅下降。

表 6：近年来公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

指标	2016	2017	2018	2019.1~6
镇江港	5,891	7,003	8,516	--
曹妃甸港	3,896	5,045	7,305	3,457
京唐港	3,820	3,955	5,138	2,794
洋浦港	772	778	664	313
孚宝洋码头	141	354	743	0
重庆果园港	807	758	109	452
湄洲湾港	--	493	924	503
钦州港	--	--	411	178
合计	15,327	18,386	23,810	7,697

资料来源：公司提供

总体来看，公司交通板块目前拥有国家重要港口资源。近年来，受益于宏观经济企稳以及新港口投运，公司交通业务业绩不断提升。但2018年12月镇江港的出售转让对公司交通物流业务量形成较

大影响。

前瞻性战略性新兴产业

未来公司将通过控股投资与基金投资融合联动方式，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。其中，中国国投高新产业投资有限公司（以下简称“国投高新”）为公司主要前瞻性战略性新兴产业投资平台，公司还通过国投生物科技投资有限公司（以下简称“国投生物”）、国投健康产业投资有限公司（以下简称“国投健康”）进行生物质能源以及大健康等产业投资。

控股直投方面，国投高新以先进制造及信息技术、医药医疗及生命科学、环保及新材料等领域为主。2018年9月，公司完成国投生物与吉林酒精工业集团有限公司（以下简称“吉林酒精”）的股权交接，截至2018年末吉林酒精拥有酒精生产基地3个，酒精产能达167万吨/年，同时国投生物还研究开发燃料乙醇，截至2018年末的燃料乙醇产能达115万吨/年，且燃料乙醇行业的发展潜力很大。

2018年11月，国投高新完成对神州高铁技术股份有限公司（以下简称“神州高铁”，证券代码：SZ.000008）要约收购，成为其控股股东，截至2019年6月末国投高新持有神州高铁已发行股份的20.27%。神州高铁主要从事提供轨道交通运营检修维护的全产业链系统及装备，并以此为依托，从事轨道交通规划投资、线路营运及商业管理服务。2018年受益于机车车辆、信号等核心产品业务的稳步发展，神州高铁新签合同量28.82亿元，同比增长30.00%；实现营业总收入25.65亿元，同比增长10.04%，整体业务运营保持增长态势。

另外，公司还通过国投健康探索发展健康养老、医疗服务、高端医疗设备、健康医疗大数据等健康产业，目前已建成运营北京和广州两个中心城区健康养老机构。

同时，公司还控股亚普汽车部件股份有限公司（以下简称“亚普股份”，股票代码：SH.603013）和国投中鲁果汁股份有限公司（以下简称“国投中鲁”，股票代码：SH.600962）。其中亚普股份主要

从事汽车塑料油箱的生产和销售，生产能力为1,360万只/年，世界排名第三，2016~2018年，亚普股份油箱销量分别为888.98万只、950.37万只和992.51万只，呈逐年增长态势。国投中鲁主要从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售，其产品出口量占中国总出口量的20%，在国际果汁市场的占有率达10%，2016~2018年，国投中鲁苹果清汁销售量分别为10.74万吨、11.40万吨和9.80万吨，受苹果产量波动的影响，呈波动态势。

2018年1月，国资委将国药集团20.26%股权无偿划转至公司。国药集团主要从事中成药等药品生产批发以及进出口等，截至2018年末，国药集团资产总额为3,438.86亿元，所有者权益为1,322.06亿元，2018年实现营业总收入3,911.43亿元，净利润138.97亿元。另外，2018年12月，公司以48.48亿元对价，自中信产业基金收购中国水环境集团有限公司（以下简称“中国水环境”）43.00%股权，中国水环境为国内领先的综合水环境投资营运服务商，截至2018年末，中国水环境下沉式再生水厂规模超过300万吨/日；同期末中国水环境资产总额为255.45亿元，所有者权益94.42亿元，2018年实现营业总收入71.42亿元，净利润9.98亿元。

另外，国投高新拥有国投创新投资管理有限公司、国投创合基金管理有限公司以及国投创业投资管理有限公司等5家基金管理公司，管理了多支国家级政府引导基金，截至2018年末，公司基金管理规模达1,591.80亿元。2018年公司完成投资额144亿元。

总的来看，近年来公司通过收并购实现前瞻性战略性业务快速发展，控股直投业务发展潜力很大，但该业务板块整体投资和风险相对较大，中诚信国际将对此保持关注。

金融及服务业务

公司该业务板块包含了金融、资产管理以及咨询服务业务。

金融业务方面，目前公司已覆盖证券、信托、证券投资基金、银行、担保、财务公司、期货、财产保

险、保险经纪等多个金融领域。其中，证券业务方面，2018年以来，受交易与投资低迷，佣金率下滑，以及资管新规的颁布，安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）盈利能力及获现能力受到较大影响，2018年安信证券手续费及佣金净收入同比下降35.77%至25.87亿元，但投资收益的大幅增长，推动安信证券营业总收入同比增长10.17%至83.58亿元。信托业务方面，受金融监管加强等因素影响，国投泰康信托有限公司（以下简称“国投泰康”）收缩通道业务，截至2018年末，国投泰康管理的资产规模为2,693.34亿元，同比下降25.67%。这使得2018年国投泰康手续费及佣金净收入同比下降2.13%至14.32亿元，营业总收入同比下降16.26%至15.04亿元。基金业务方面，截至2018年末，公司下属国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）公募基金管理规模达772.52亿元，同比持续增长；同时，国投瑞银近5年总收益率平均值为52.85%，保持在行业较好水平。投资担保方面，受监管政策以及经济环境波动的影响，中国投融资担保有限公司收缩金融担保业务，2018年末担保余额大幅下降至678.98亿元，2018年发生代偿97万元，收回代偿款0.53亿元。

资产管理业务方面，公司主要通过全资子公司国投资产管理有限公司（以下简称“国投资产”）对不良资产和非主业资产进行集中处置，2018年国投资产销号项目8个，回收资金888万元。

咨询业务方面，公司主要通过中投咨询有限公司从事政策规划咨询、投资咨询、工程咨询、管理咨询以及招标代理等业务，2018年整体运营稳健。

另外，公司还设有国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）提供综合性的金融产品和服务，并为成员单位提供专业化财务管理与金融服务。截至2019年6月末，公司下属成员单位在国投财务公司开户253家，全年月均资金归集率为96.64%；日均吸收存款余额159.74亿元；日均贷款余额为171.59亿元。

总的来看，公司金融及服务业务类型齐全，业务发展稳定。2018年以来，受证券市场波动以及金

融监管政策的影响，公司信托及投资担保等业务规模有所收缩，同时对证券及基金等业务的手续费及佣金净收入产生一定影响。该业务现金流波动较大，对公司整体经营活动净现金流形成较大影响，中诚信国际将对此保持关注。

国际业务

公司的国际业务主要包括境外直接投资、国际工程承包及国际贸易等业务。

融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）是公司境外资金管理平台。截至目前，融实国际投资了澳大利亚神特4号基金、印尼西巴布亚水泥项目和北美ABC公司，并设立国投融资租赁有限公司，主要开展融资租赁业务，2018年以来整体运营稳定。

中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）主要从事大宗商品国际贸易业务，以进口民用刚性需求产品为主，受国际贸易政策影响相对较小，但整体盈利能力一般。另外，根据公司整体政策，国投贸易严禁从事融资性贸易等业务，贸易量稳步提升。

中国成套设备进出口集团有限公司（以下简称“中成集团”）业务范围涵盖了国际工程承包以及对外劳务合作等。其中，国际工程承包业务长期受政府委托，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1,500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。

总的来看，公司国际业务整体规模较大，由于国际贸易业务涉及民生刚需，使得整体盈利能力不强；同时工程业务以国际援助项目为主，近年来，上述业务运营保持稳步提升。

战略规划

公司“十三五”发展规划的指导思想是：高举习近平新时代中国特色社会主义思想伟大旗帜，贯彻落实国家战略，突出高质量发展理念，全面深化

改革，创新发展，“为美好生活补短板，为新兴产业做导向”，做强做优国有资本，加快建设具有全球竞争力的世界一流资本投资公司。公司发展目标是：规划到2020年，公司资产总额超过7,500亿元，合并收入达到1700亿元，实现利润总额220亿元，净利润达到180亿元左右，归母净利润70亿元；力争在“十三五”末进入世界500强。按照高质量发展要求，公司基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业基本形成4:3:3格局（按利润贡献）；国内业务和国际业务接近9:1格局（按利润贡献）。届时，公司业务架构更加优化，功能手段更加完善，竞争能力更加突出，为建设具有全球竞争力的世界一流投资公司奠定坚实基础。

整体来看，公司发展战略明晰，业务构架逐步确立，有利于公司未来加快发展、发挥产业链的协同效应，并抵御行业周期波动的影响。同时未来几年公司仍处于投资高峰期，各个板块的投资项目较多，或将给公司带来一定的资本支出压力。

管 理 产权结构

截至2019年6月末，公司注册资本和实收资本为338.00亿元，国务院国资委为公司唯一股东和实际控制人。

截至2019年6月末，公司纳入合并报表范围内的主要二级子公司共23家。

公司治理

公司不设股东会，由国务院国资委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。

公司建立了规范的董事会，董事会由7~13名董事组成，其中外部董事人数应该超过董事会全体成员的半数，董事会成员应包括职工董事1名。董事会决定公司重大问题，应当事先听取公司党组的意见。此外，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，在其

各自职责范围内开展工作并对董事会提供决策建议。

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。

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。同时，公司设立副总经理、总会计师、总法律顾问及董事会秘书等高级管理人员，协助总经理开展经营管理工作。

管理水平

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，并按照公司党组决议和试点改革总体方案的部署，公司对组织结构进行优化调整。优化后，公司总部设10个职能部门，分别是：办公厅（董事会办公室）、人力资源部（党组组织部）、战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部、法律合规部、监察部（巡视工作办公室）、审计部（内设审计评价中心）、党群工作部（党群宣传部，内设新闻中心）和国投培训与保障中心。

同时，公司建立了健全的制度管理体系，从制度上加强公司全方位管理。对子公司管理方面，公司建立起以资本为纽带的母子公司管理体制，实行集团总部-子公司-投资企业三级管理。集团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、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，是公司的利润中心。公司投资企业全部建立了规范的法人治理结构。目前公司资产布局较为分散，随着现有业务的进一步深化发展和多元化扩张，公司面临一定的管理压力。

预算管理方面，公司围绕组织机构建设、管理流程与制度建设、管理模式及技术工具优化四个方面，构建了预算编制、预算执行分析、滚动预测、考核评价、改进提高等各个环节的全面预算闭环管理体系。集团总部发挥统领和总控作用，向子公司下达预算目标，监控预算执行情况以及制定预算工作考核评价标准；子公司根据总部统一部署，按照专业化管理原则，成立跨部门的预算管理委员会，负责组织本业务板块的预算编制、执行、监督和考核评价工作。

资金管理方面，公司推进集团化、专业化管理，实施资金集中管理。公司以资金计划管理为基础，借助银企直联网络技术和财务软件，以集团内部财务公司作为平台，对各单位的资金进行统一归集、合理调度、专业运作和统筹管理，从而发挥集团资金规模优势。集团总部财务部为集团资金集中管理工作的归口管理部门，负责组织、协调、指导和监督集团整体的资金集中管理工作，制定集团资金集中管理的相关制度、实施集团企业银行账户管理工作，编制集团资金平衡计划、制定资金调度方案和融资方案、审核内部资金借贷行为，并指导、监督财务公司的业务运作。集团财务公司是集团资金集中管理的服务机构，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，公司本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，报公司本部领导审批后，负责具体落实或督办。对于各成员单位的借款申请，由各成员单位逐级上报公司本部财务部，由公司本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，由公司本部牵头进行银团招标融资。

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，编制投资方案上报公司本部。总部战略发展部、运营与安全生产监督部、财务部和法律合规部从财务评价、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。担保业务的审批决策权集中于公司本部，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。

安全生产管理方面，公司以“安全发展”为指导原则，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。

总体来看，公司治理结构不断完善，管理体系及制度健全，为各项业务的运营提供了有力保障。

财务分析

本报告关于公司财务实力的分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2016~2018年财务报告以及公司提供的未经审计的2019年上半年度财务报表。相关财务报表均按新会计准则编制。

为计算有息债务，中诚信国际已将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券计入短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款及信托等有息债务计入长期债务。由于2019年6月末公司未披露长期应付款明细，因此中诚信国际根据2018年末

金额对2019年6月末相关数据进行了相应调整。

资本结构

2016~2018年末及2019年6月末，公司总资产分别为4,671.16亿元、4,935.52亿元、5,822.83亿元和6,210.50亿元；近年来随着业务规模不断扩大，公司总资产呈持续上升态势。

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，2016~2018年末及2019年6月末分别为3,128.51亿元、3,298.24亿元、3,963.97亿元和3,878.54亿元，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2016~2018年末及2019年6月末，公司可供出售金融资产分别为456.00亿元、466.03亿元、542.94亿元和206.68亿元；公司可供出售金融资产主要为债券、股票及理财产品，随着公司持续增加对债务及权益工具的投入规模，公司可供出售金融资产不断增长；但2019年6月末，受会计政策变更，部分可供出售金融资产重分类的影响，公司可供出售金融资产大幅减少，同时公司持有至到期投资大幅增至247.64亿元。2016~2018年末及2019年6月末，公司长期股权投资分别为246.09亿元、348.77亿元、737.72亿元和776.14亿元，近年来随着公司对合营、联营公司投资增加而持续增长；其中2018年受国药集团及中国水环境等股权的投资，当年末公司长期股权投资大幅增长。2016~2018年末及2019年6月末，公司固定资产和在建工程合计分别为2,164.87亿元、2,181.13亿元、2,257.59亿元和2,269.37亿元，随着随着公司业务规模扩大和在建项目的不断投入，呈逐年增长态势。

流动资产方面，2016~2018年末及2019年6月末，公司流动资产分别为1,542.65亿元、1,637.28亿元、1,858.86亿元和2,331.96亿元，公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产及其他流动资产构成。2016~2018年末及2019年6月末，公司货币资金分别为592.39亿元、495.56亿元、480.56亿元和629.71亿元；其中受证券市场行情波动的影响，子

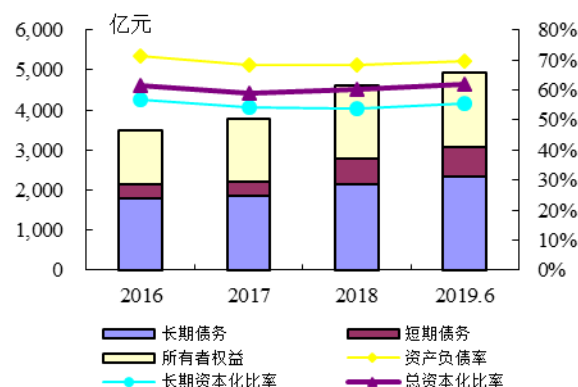
公司安信证券客户资金存款减少,使得公司货币资金有所下降,但2019年6月末,受证券市场行情波动等因素的影响,公司货币资金大幅上升。货币资金受限方面,截至2018年公司受限货币资金合计32.41亿元,占公司货币资金的比例较低,受限货币资金主要为法定准备金、一般风险准备金及保证金等。2016~2018年末及2019年6月末,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为243.39亿元、321.53亿元、439.75亿元和587.74亿元,近年来随着子公司安信证券加大债券投资力度而持续上升。2016~2018年末及2019年6月末,公司其他流动资产分别为286.15亿元、311.21亿元、259.57亿元和35.99亿元;公司其他流动资产主要为融出资金、待抵扣进项税及转融通担保资金等;其中2017年受子公司安信证券融资融券业务融出资金的增长而有所上升;2018年以来,受证券市场行情波动等因素的影响,公司其他流动资产持续下降。

负债方面,2016~2018年末及2019年6月末,公司负债总额分别为3,324.45亿元、3,378.49亿元、3,974.09亿元和4,333.41亿元;公司负债主要为有息债务,同期末公司总债务分别为2,144.94亿元、2,226.95亿元、2,782.08亿元和3,060.66亿元,近年来随着公司业务规模扩大及在建项目建设的持续推进,公司负债及债务规模持续上升。此外,公司代理买卖证券款保持在较高水平,主要为安信证券及中投保等子公司的款项,2016~2018年末及2019年6月末分别为430.46亿元、349.51亿元、319.18亿元和449.21亿元;其中,随着个人客户的代理买卖证券款逐年减少而不断下降,但2019年以来,随着证券市场的回暖,代理买卖证券款有所回升。从债务结构来看,公司债务以长期债务为主,2016~2018年末及2019年6月末的长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为0.20、0.20、0.29和0.31,债务结构保持较好水平。

所有者权益方面,2016~2018年末及2019年6月末,公司所有者权益分别为1,346.71亿元、1,557.03亿元、1,848.74亿元和1,877.10亿元;受益于留存收益的积累、子公司定向增发及改制评估增值等因

素,近年来公司所有者权益持续上升。此外,2017年公司将部分资本公积、盈余公积及未分配利润转增实收资本,当期末实收资本增加113.86亿元至338.00亿元。分红方面,2016~2018年度公司分别上缴国有资本经营收益5.59亿元、7.82亿元和9.25亿元。

图9:近年来公司资本结构情况



资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

从财务杠杆来看,2016~2018年末,公司资产负债率分别为71.17%、68.45%和68.25%,同期末的总资本化比率分别为61.43%、58.85%和60.08%;近年来受益于所有者权益的上升,公司负债率水平整体有所降低。截至2019年6月末,公司资产负债率和总资本化比率分别为69.78%和61.98%³,受债务规模上升影响而小幅提高。

总体来看,公司资产及债务结构合理,近年来随着装机增长及业务规模扩大,公司资产规模持续上升,规模优势不断增强,且财务杠杆保持在合理水平。

盈利能力

2016~2018年,公司分别实现营业总收入870.45亿元、894.03亿元和1,213.80亿元,随着公司业务规模的扩大呈逐年上升态势。细分来看,公司营业总收入主要来自于基础产业、前瞻性战略性产业、金融及服务业和国际业务,其中基础产业主要为电力、矿业和交通物流。2016~2018年,公司基础产业收入合计分别为430.14亿元、385.73亿元和496.50

³ 若将其他权益工具中的永续债计入债务,则2019年6月末公司资产负债率和总资本化比率分别为70.26%和62.21%。

亿元，呈波动态势；其中，2017年受益于发电量的增长，公司电力板块收入同比增长，但受煤炭板块整体划出以及物流项目建设和结转进度的影响，公司矿业和交通物流业务收入规模同比大幅下降，进而使得基础产业收入同比下降；2018年公司发电量和电价均保持增长，使得电力板块收入同比持续增长，矿业去产能政策的不断落实，使得硫酸钾销售量价齐升，同时物流项目的结转进一步推动公司基础产业收入同比增长。前瞻性战略性新兴产业方面，2016~2018年公司前瞻性战略性新兴产业分别实现收入76.53亿元、82.25亿元和175.15亿元，随着项目的不断收购以及该业务板块子公司业务规模扩大而不断上升。金融及服务业方面，2016~2018年公司金融及服务业分别实现收入60.27亿元、80.47亿元和133.27亿元，其中，2018年受益于该业务板块子公司投资收益的不断提升，呈逐年上升态势。国际业务方面，2016~2018年公司国际业务分别实现收入211.70亿元、252.47亿元和342.78亿元，公司国际业务收入主要为贸易收入，近年来受益于贸易额上升，呈逐年提升状态。2019年1~6月，公司实现营业总收入640.02亿元，受益于电力板块收入的增长以及项目的不断收并购而较上年同期增长23.03%。

毛利率方面，2016~2018年公司营业毛利率分别为28.70%、25.08%和23.31%，呈下降态势，但仍保持较高水平。分板块来看，2016~2018年公司基础产业板块毛利率分别为42.42%、41.46%和41.65%；其中，2017年受益于盈利能力较弱的煤炭板块的划出，公司矿业业务盈利能力大幅提升，而受煤炭价格持续上升等因素的影响，收入占比较高的电力业务盈利能力同比下降，使得当年基础产业板块毛利率同比下降，但公司控股的雅砻江水电为大型水电基地，且其外送通道保障了电量消纳和电价水平，因此公司电力业务毛利率仍保持在较高水平。前瞻性战略性新兴产业方面，2016~2018年公司前瞻性战略性新兴产业毛利率分别为17.26%、17.57%和16.97%，整体较为稳定。金融及服务业方面，2016~2018年公司金融及服务业毛利率分别为26.58%、20.48%和12.94%，受证券市场行情及资金

利率走势低迷的影响而逐年下降。国际业务方面，2016~2018年公司国际业务毛利率分别为6.37%、5.68%和4.80%，受国内及国际商品市场价格走势及贸易战影响而呈逐年下降态势。2019年1~6月，受煤炭价格下滑，矿业板块毛利率下降幅度较大等因素影响，公司营业毛利率下降至21.45%。

表7：近年来公司各业务板块营业收入及毛利率情况

营业收入：亿元		2016	2017	2018	2019.1~6
基础产业板块	电力	292.71	316.45	410.11	196.09
	矿业	95.60	40.28	47.98	58.96
	交通物流	41.83	29.00	38.41	21.73
	小计	430.14	385.73	496.50	276.78
前瞻性战略性新兴产业		76.53	82.25	175.15	99.36
金融及服务业		60.27	80.47	133.27	38.43
国际业务		211.70	252.47	342.78	175.84
其他(板块间抵消)		-13.76	-7.05	-18.67	-5.75
毛利率：%		2016	2017	2018	2019.1~6
基础产业板块	电力	48.41	40.58	40.41	39.62
	矿业	35.74	59.71	60.94	22.74
	交通物流	15.71	25.66	30.85	32.77
	小计	42.42	41.46	41.65	35.49
前瞻性战略性新兴产业		17.26	17.57	16.97	17.83
金融及服务业		26.59	20.48	12.94	14.68
国际业务		6.37	5.68	4.80	2.95
其他(板块间抵消)		--	--	--	--

资料来源：公司提供

期间费用方面，2016~2018年公司期间费用合计分别为184.89亿元、180.29亿元和206.08亿元，呈先抑后扬态势；同期期间费用收入占比分别为21.24%、20.17%和16.98%，受益于营业收入的增加及公司加强费用管理控制的影响呈不断下降态势。细分来看，2016~2018年公司管理费用分别为45.33亿元、42.43亿元和52.37亿元；同期，销售费用分别为60.71亿元、59.35亿元和61.20亿元，受合并范围及业务规模变化的影响而有所波动。2016~2018年公司财务费用分别为78.85亿元、78.51亿元和92.50亿元；其中，2018年受债务规模扩大的影响，同比增长17.82%。2019年1~6月，公司期间费用合计为110.94亿元，期间费用收入占比为17.33%。

表8：近年来公司期间费用分析（单位：亿元）

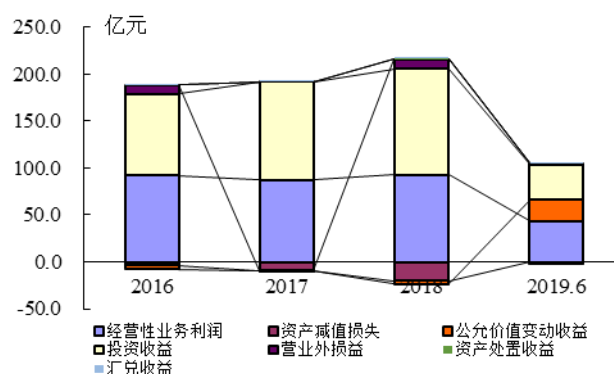
	2016	2017	2018	2019.1~6
销售费用	60.71	59.35	61.20	10.36

管理费用	45.33	42.43	52.37	51.52
财务费用	78.85	78.51	92.50	49.06
期间费用合计	184.89	180.29	206.08	110.94
期间费用收入占比	21.24%	20.17%	16.98%	17.33%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016~2018年，公司分别实现利润总额180.23亿元、182.36亿元和193.38亿元，同期净利润分别为140.50亿元、145.97亿元和162.75亿元，均呈持续上升态势。细分来看，公司利润主要来自于经营性业务利润和投资收益，2016~2018年公司分别实现经营性业务利润91.82亿元、87.16亿元和92.94亿元；其中，2017年受煤炭价格上涨等因素影响，公司经营性业务盈利能力有所弱化；2018年受益于业务规模的拓展，公司经营性业务盈利能力有所提高。公司投资收益主要为持有及处置各类金融资产确认和实现的收益，为公司利润的重要补充，2016~2018年公司分别实现投资收益86.80亿元、104.57亿元和112.78亿元；其中，2017年受处置长期股权投资、可供出售金融资产的影响，公司投资收益同比增长；2018年国资委将中国医药集团20.26%的股权划转至公司，使得当期投资收益进一步增长。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，主要为可供出售金融资产及固定资产的减值损失；此外，2018年公司坏账损失及存货跌价损失分别为4.33亿元和3.42亿元。另外，2018年，公司营业外损益为9.94亿元，主要为债务重组利得。2019年1~6月，公司实现利润总额104.72亿元和净利润83.11亿元，分别同比增长34.24%和36.54%；其中，经营性业务利润为43.12亿元，同比增长4.53%；另外，受益于证券市场行情回暖，公司公允价值变动损益同比大幅增长至23.00亿元。

图 10：近年来公司利润结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司营业总收入保持在很高规模，且收入来源多样化；公司控股大型水电等优质资产的平稳运营使得公司继续保持极强的盈利能力。同时，公司的投资收益能够为利润提供有力的补充。中诚信国际将持续关注公司各业务板块运营状况及行业环境、政策变化等因素对公司盈利能力的影响。

现金流

经营活动方面，2016~2018年公司经营活动净现金流分别为218.38亿元、11.11亿元和48.22亿元；2017年受煤炭价格维持高位，加之证券市场震荡下行、公司金融板块现金回流大幅下降，公司经营活动净现金流大幅降低；2018年受益于利润规模的提升以及证券行业客户保证金流入的增长，公司经营活动现金净流入幅度同比大幅提升。2019年1~6月，公司经营活动净现金流为122.86亿元，受子公司安信证券客户存款和同业存放款项大幅增加的影响，较上年同期大幅提升。

投资活动方面，近年来公司持续推进雅砻江中游水电等在建项目建设并提升对外投资规模，投资活动现金流呈净流出态势；2016~2018年公司投资活动净现金流分别为-356.94亿元、-224.00亿元和-429.39亿元；其中，2017年受收回投资规模增加的影响，当期净流出规模有所下降；2018年公司增加对联营企业的投资支出，使得当期净流出规模有所上升。2019年1~6月，公司投资活动净现金流为-59.35亿元。

筹资活动方面，2016~2018年公司筹资活动净现金流分别为20.09亿元、100.39亿元和353.50亿元，呈净流入态势，且规模逐年增加；其中，2017年主要受子公司国投资本定增募资影响，当期净流入规模有所上升；2018年受取得借款及发行债券收到的现金增加影响，当期净流入规模继续上升。2019年1~6月，公司筹资活动净现金流为114.84亿元，受公司加大债务偿还力度影响而有所下降。

表 9：近年来公司现金流状况

单位：亿元	2016	2017	2018	2019.1~6
经营活动产生现金流入	1,095.81	1,065.66	1,390.14	816.76
经营活动产生现金流出	877.43	1,054.55	1,341.91	693.91
经营活动净现金流	218.38	11.11	48.22	122.86
投资活动产生现金流入	593.47	728.90	738.46	460.96
投资活动产生现金流出	950.41	952.89	1,167.85	520.31
投资活动净现金流	-356.94	-224.00	-429.39	-59.35
筹资活动产生现金流入	808.06	985.45	1,251.33	797.34
其中：吸收投资所收到的现金	31.71	99.24	65.97	3.91
借款所收到的现金	704.55	646.03	887.49	513.59
筹资活动产生现金流出	787.97	885.07	897.84	682.50
其中：偿还债务所支付的现金	602.07	712.68	721.41	574.94
筹资活动净现金流	20.09	100.39	353.50	114.84
现金及现金等价物净增加额	-116.53	-113.99	-26.45	178.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，近年来受煤炭价格及证券市场环境变化等因素影响，公司经营活动净现金流有所波动；公司持续推进在建项目建设并提升对外投资规模，使得投资活动现金流呈净流出态势；未来随着在建项目的不断投资以及公司对外股权投资，公司投资活动现金净流出和筹资活动现金流持续净流入仍将保持在一定规模。中诚信国际将持续关注证券市场变化对公司经营活动获现能力的影响。

偿债能力

近年来，随着在建项目建设的持续推进和业务规模扩大，公司债务规模持续上升，截至2016~2018年末及2019年6月末，公司总债务分别为2,144.94亿元、2,226.95亿元、2,782.08亿元和3,060.66亿元；公司以长期债务为主，同期末，公司长期债务占比分别为83.00%、83.59%、77.62%和76.56%。

从偿债能力指标来看，近年来受煤炭价格及证

券行业环境变化等因素影响，公司获现能力有所波动，经营活动净现金流对总债务及利息支出的覆盖能力呈先抑后扬态势。2016~2018年，公司EBITDA分别为355.00亿元、353.47亿元和390.84亿元；其中，2018年受益于利润规模的增长，公司EBITDA同比增长。从EBITDA覆盖能力来看，近年来受债务规模上升的影响，EBITDA对总债务及利息支出的覆盖能力均呈逐年下降态势，但仍保持较强水平。总体来看，公司经营规模优势突出，且财务杠杆和债务结构较为合理，偿债能力整体保持很强水平。

表 10：近年来公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.6
长期债务（亿元）	1,782.96	1,861.49	2,159.34	2,343.16
总债务（亿元）	2,144.94	2,226.95	2,782.08	3,060.66
经营活动净现金流（亿元）	218.38	11.11	48.22	122.86
EBITDA（亿元）	355.00	353.47	390.84	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.00	0.02	0.08*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.51	0.12	0.46	--
总债务/EBITDA(X)	6.04	6.30	7.12	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.08	3.94	3.76	--

注：2017年经营活动净现金流/总债务为0.0049；带“*”指标经年化处理；由于缺乏相关数据，2019年1~6月部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有债务方面，截至2019年6月末，公司对外担保金额54.53亿元，其中主要为对中国大唐集团有限公司25亿元15年期限企业债券、对国投煤炭有限公司15亿元“华泰证券保险债权投资计划”的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及对国投印尼巴布亚水泥有限公司8.78亿元的连带责任担保；另外，截至2019年6月末，公司子公司中投保作为专业担保机构担保余额为538.78亿元。未决诉讼方面，由于公司资产规模庞大，子公司众多，截至2019年6月末，公司及子公司有数笔未决诉讼事项，目前并未发生因败诉及仲裁结果不利导致公司遭受重大经济利益损失的情况。

受限资产方面，截至2019年6月末，公司受限资产规模为118.20亿元，主要包括为取得银行借款提供的抵押、质押资产等。

表 11：截至 2019 年 6 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限资产 账面价值	受限原因
货币资金	33.04	保证金、央行准备金存款、风险备付金
应收票据	11.58	质押
应收账款	10.33	保理
存货	0.18	抵押借款
固定资产	23.69	抵押借款
无形资产	19.78	抵押借款
在建工程	4.41	—
其他	15.20	子公司股权质押等
合计	118.20	—

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

作为大型中央企业，公司拥有极强的政府支持及良好的银企关系，截至2019年6月末，公司获得主要银行授信额度7,623亿元，其中尚未使用授信额度5,013亿元。此外，公司拥有多家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。中诚信国际认为公司融资能力极强、融资渠道丰富，可在未来为公司发展和资金需求提供良好支持。

过往债务履约情况

公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款及债券市场融资。根据公司提供信息，截至2019年6月末，公司及其子公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

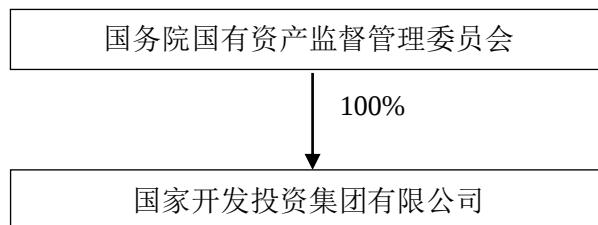
总体来看，公司作为国内最大的国有投资控股公司，担负着国家重点项目投资、西部大开发等国有投资重任以及产业政策导向职能，一直得到国家的大力支持。经过多年发展，公司电力、港口及化肥等主要产业板块具备突出的规模优势。同时，公司已形成了多元化的业务结构，抗风险能力极强，并且近年来各板块的平稳运行使得公司保持极强的盈利能力。作为大型中央企业，公司拥有极强的政府支持及良好的银企关系，并拥有多家上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。同时，中诚信国际也关注行业环境变化、面临资本支出压力及管理压力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司未来12~18个月内的信用水平将保持稳定。

结论

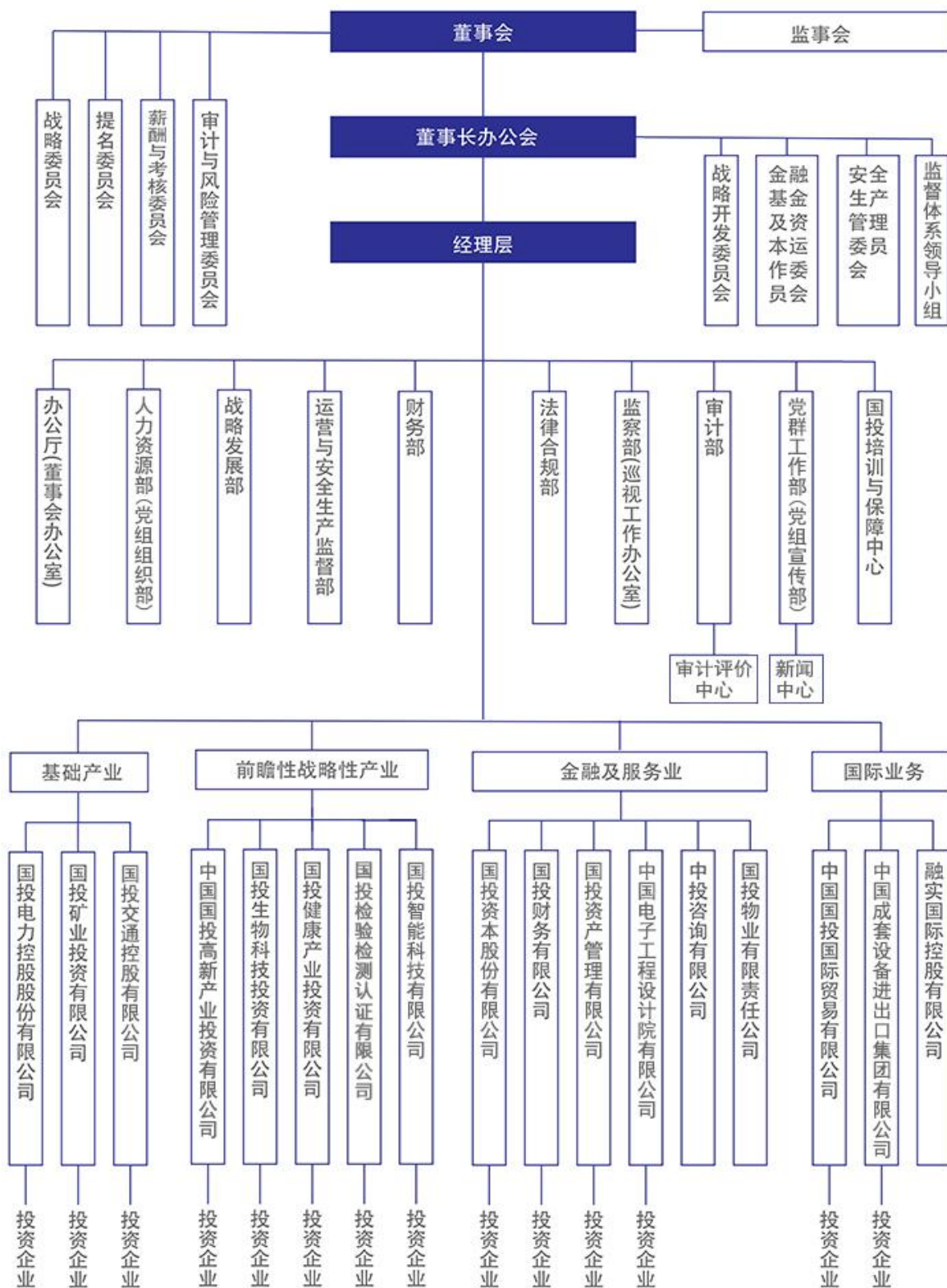
综上所述，中诚信国际评定国家开发投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2019 年国家开发投资集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：国家开发投资集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：国家开发投资集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：国家开发投资集团有限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)	2016	2017	2018	2019.6
货币资金	5,923,905.82	4,955,606.76	4,805,602.79	6,297,143.72
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,433,858.07	3,215,349.51	4,397,532.14	5,877,365.55
应收账款净额	595,995.65	689,664.00	1,199,467.47	1,309,821.27
其他应收款	187,460.57	318,972.50	387,823.26	529,433.76
存货净额	728,681.65	870,547.37	1,604,794.22	1,781,074.30
长期投资	7,025,968.26	8,163,274.30	12,824,807.27	12,304,599.00
固定资产	15,331,556.69	16,738,187.14	17,696,768.26	17,237,957.81
在建工程	6,317,136.24	5,073,151.91	4,869,966.00	5,455,735.59
无形资产	932,840.33	954,813.71	1,070,689.69	1,075,640.65
总资产	46,711,601.49	49,355,205.26	58,228,320.61	62,105,015.30
其他应付款	2,278,663.03	2,069,224.71	2,156,990.23	2,943,446.99
短期债务	3,619,796.75	3,654,624.22	6,227,403.04	7,174,937.10
长期债务	17,829,591.78	18,614,873.91	21,593,388.90	23,431,616.87
总债务	21,449,388.53	22,269,498.12	27,820,791.94	30,606,553.97
净债务	15,525,482.71	17,313,891.36	23,015,189.15	24,309,410.25
总负债	33,244,479.55	33,784,912.48	39,740,945.51	43,334,062.11
费用化利息支出	789,515.22	791,143.56	928,088.39	--
资本化利息支出	80,446.03	107,071.14	112,491.28	--
所有者权益合计	13,467,121.95	15,570,292.77	18,487,375.10	18,770,953.20
营业总收入	8,704,528.32	8,940,334.02	12,138,043.77	6,400,168.85
期间费用前利润	2,767,048.15	2,575,833.50	2,932,363.58	1,524,983.99
投资收益	868,002.14	1,045,722.74	1,127,807.92	377,827.43
净利润	1,405,010.29	1,459,731.50	1,627,470.41	831,076.57
EBIT	2,591,861.78	2,614,774.09	2,861,848.77	--
EBITDA	3,550,004.70	3,534,661.75	3,908,352.08	--
经营活动产生现金净流量	2,183,793.63	111,128.88	482,213.10	1,228,596.18
投资活动产生现金净流量	-3,569,358.21	-2,239,953.26	-4,293,938.93	-593,471.33
筹资活动产生现金净流量	200,885.69	1,003,884.95	3,534,968.52	1,148,386.46
现金及现金等价物净增加额	-1,165,283.66	-1,139,892.39	-264,463.93	1,786,330.28
资本支出	2,521,440.25	1,752,834.56	1,434,602.64	678,454.24
财务指标	2016	2017	2018	2019.6
营业毛利率（%）	28.70	25.08	23.31	21.45
期间费用收入比（%）	21.24	20.17	16.98	17.33
EBITDA/营业总收入（%）	40.78	39.54	32.20	--
总资产收益率（%）	5.38	5.44	5.32	--
流动比率（X）	1.02	1.11	1.04	1.19
速动比率（X）	0.98	1.05	0.95	1.10
存货周转率（X）	6.65	7.80	7.28	5.65*
应收账款周转率（X）	13.30	13.91	12.85	9.77*
资产负债率（%）	71.17	68.45	68.25	69.78
总资本化比率（%）	61.43	58.85	60.08	61.98
短期债务/总债务（%）	16.88	16.41	22.38	23.44
经营活动净现金流/总债务（X）	0.10	0.00	0.02	0.08*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.60	0.03	0.08	0.34*
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.51	0.12	0.46	--
总债务/EBITDA（X）	6.04	6.30	7.12	--
EBITDA/短期债务（X）	0.98	0.97	0.63	--
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	3.94	3.76	--

注：公司财务报表均依据新会计准则编制；2019 年 1~6 月财务报表未经审计；为计算有息债务，中诚信国际已将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券计入短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款及信托等有息债务计入长期债务，由于 2019 年 6 月末公司未披露长期应付款明细，因此中诚信国际根据 2018 年末金额对 2019 年 6 月末相关数据进行了相应调整；由于缺乏相关数据，2019 年 1~6 月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

附四：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

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

期间费用收入比=（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/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））

经调整的 CFO=经营活动净现金流-分配股利、利润或偿付利息支付的现金

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。