

# 信用等级公告

联合〔2020〕1862号

联合资信评估有限公司通过对国家开发投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持国家开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 国开投 MTN001”“14 国开投 MTN003”“15 国开投 MTN001”“16 国开投 MTN001”“17 国开投 MTN001”“18 国开投 MTN001A”“18 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN001A”“19 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN002A”“19 国开投 MTN002B”“19 国开投 MTN003A”和“19 国开投 MTN003B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



## 国家开发投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 跟踪评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
国家开发投资集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
14 国开投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
14 国开投 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
15 国开投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 国开投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 国开投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 国开投 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
18 国开投 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN002A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN002B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 国开投 MTN003B	AAA	稳定	AAA	稳定

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业 信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业 主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估有限公司官网公开披露

评级时间：2020 年 6 月 28 日

分析师：李晨 黄露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为中央企业中的大型国有投资控股公司，在国家重点投资项目建设、国有资产经营等方面，承担一定国有资产结构调整职能，公司资本实力雄厚，得到国家大力支持。公司目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融服务业等多个战略单元。跟踪期内，公司整体资产和收入规模增长，基础产业板块规模优势明显，盈利能力保持很好水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务负担较重，资本支出压力较大，投资收益存在一定不稳定性；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。

公司 EBITDA 和经营现金流对存续期债券覆盖程度很高。

未来伴随在建及拟建项目的投产，公司电源结构有望进一步优化，发电能力有望提升，综合抗风险能力将持续增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 国开投 MTN001”“14 国开投 MTN003”“15 国开投 MTN001”“16 国开投 MTN001”“17 国开投 MTN001”“18 国开投 MTN001A”“18 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN001A”“19 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN002A”“19 国开投 MTN002B”“19 国开投 MTN003A”和“19 国开投 MTN003B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司系重要大型央企集团，国家支持力度很强。公司是国务院国有资产监督管理委员会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。



跟踪评级债券概况：

债券简称	余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
14 国开投 MTN001	45 亿元	2021/6/16	AAA	AAA
14 国开投 MTN003	40 亿元	2024/11/5	AAA	AAA
15 国开投 MTN001	25 亿元	2025/5/26	AAA	AAA
16 国开投 MTN001	30 亿元	2026/7/11	AAA	AAA
17 国开投 MTN001	20 亿元	2022/7/21	AAA	AAA
18 国开投 MTN001A	15 亿元	2021/8/23	AAA	AAA
18 国开投 MTN001B	15 亿元	2023/8/23	AAA	AAA
19 国开投 MTN001A	20 亿元	2022/3/15	AAA	AAA
19 国开投 MTN001B	10 亿元	2024/3/15	AAA	AAA
19 国开投 MTN002A	20 亿元	2022/8/21	AAA	AAA
19 国开投 MTN002B	10 亿元	2024/8/21	AAA	AAA
19 国开投 MTN003A	20 亿元	2022/11/27	AAA	AAA
19 国开投 MTN003B	10 亿元	2024/11/27	AAA	AAA

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	2		
		自身竞争力	基础素质	1		
			企业管理	1		
			经营分析	1		
			资产质量	4		
财务风险	F2	现金流	盈利能力	1		
			现金流量	3		
			资本结构	2		
		偿债能力	2			
		调整因素和理由				调整子级
		--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

2. 经营规模大，综合实力很强。公司业务多元化发展，基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力很强。未来伴随在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大。
3. 跟踪期内，公司资产规模大，收入与利润规模同比均有增长，盈利能力很强。截至 2019 年底，公司资产总额 6318.55 亿元，较上年底增长 9.07%；2019 年，公司实现营业总收入 1419.46 亿元，实现利润总额 200.81 亿元，同比分别增长 16.94% 和 3.82%。
4. 公司 EBITDA 和经营现金流对存续期债券覆盖程度很高。2019 年，公司 EBITDA 与经营活动现金流量净额分别为经联合资信进行信用评级的公司存续期债券中单年最高偿付金额 80 亿元的 20.58 倍和 1.60 倍。

关注

1. 经营环境压力所造成的不利影响。2020 年以来新冠肺炎疫情致国内经济形势下行压力增大，需关注国内经济形势或国际政治环境等因素对公司经营带来的不利影响。
2. 债务负担较重，未来仍有资本支出压力。截至 2019 年底，伴随对外融资规模扩大，公司有息债务规模较上年底增长 9.28% 至 3134.45 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司在建工程尚需投资额为 426.98 亿元。
3. 投资收益存在波动性。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。2019 年，公司实现投资收益 101.81 亿元，同比下降 9.73%。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	842.83	1011.71	1201.03	1384.61
资产总额(亿元)	4935.52	5792.96	6318.55	6534.95
所有者权益(亿元)	1557.03	1818.86	1950.28	1996.61
短期债务(亿元)	418.65	688.37	736.03	724.36
长期债务(亿元)	1866.81	2179.78	2398.42	2490.46
全部债务(亿元)	2285.46	2868.16	3134.45	3214.82
营业总收入(亿元)	894.03	1213.80	1419.46	262.99
利润总额(亿元)	182.36	193.42	200.81	6.93
EBITDA(亿元)	353.16	390.88	418.73	--
经营性净现金流(亿元)	11.11	48.22	127.65	-46.88
营业利润率(%)	28.81	24.16	23.33	29.44
净资产收益率(%)	9.38	8.95	8.26	--
资产负债率(%)	68.45	68.60	69.13	69.45
全部债务资本化比率(%)	59.48	61.19	61.64	61.69
流动比率(%)	110.57	111.07	126.44	129.82
经营现金流流动负债比(%)	0.75	2.72	6.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	3.71	3.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.47	7.34	7.49	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	966.88	1223.20	1411.38	1371.01
所有者权益(亿元)	466.27	589.45	625.95	629.23
全部债务(亿元)	480.76	615.05	744.15	719.69
营业收入(亿元)	3.44	3.61	4.61	1.24
利润总额(亿元)	76.96	23.78	36.12	-3.89
资产负债率(%)	51.78	51.81	55.65	54.10
全部债务资本化比率(%)	50.76	51.06	54.31	53.35
流动比率(%)	139.71	127.10	56.75	96.53
经营现金流流动负债比(%)	-9.13	-10.53	-5.18	--

注: 1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计; 2. 2017 年与 2018 年财务数据分别为 2018 年与 2019 年期初数; 3. 已将其他流动负债与长期应付款的有息部分分别计入公司合并口径短、长期债务进行核算; 4. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 国开投 MTN001B; 19 国开投 MTN001A; 18 国开投 MTN001B; 18 国开投 MTN001A; 17 国开投 MTN001; 16 国开投 MTN001; 15 国开投 MTN001; 14 国开投 MTN001;	AAA	AAA	稳定	2019/7/22	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN003B	AAA	AAA	稳定	2019/11/18	黄露 李晨	<a href="#">联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN003A	AAA	AAA	稳定	2019/11/18	黄露 李晨	<a href="#">联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN002B	AAA	AAA	稳定	2019/7/31	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN002A	AAA	AAA	稳定	2019/7/31	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2019/3/6	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
19 国开投 MTN001A	AAA	AAA	稳定	2019/3/6	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
18 国开投 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2018/8/10	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
18 国开投 MTN001A	AAA	AAA	稳定	2018/8/10	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
17 国开投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/7/10	黄露 李晨	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
16 国开投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/6/17	黄露 贺苏凝 郭昊	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
15 国开投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/5/13	史延 姜帆	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
14 国开投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2014/3/18	于浩洋 胡岩 史延	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法（2013年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

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

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

## 国家开发投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于国家开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

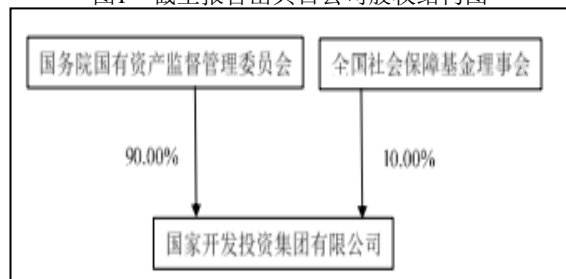
根据国务院国函〔1994〕84 号文批准，国家开发投资集团有限公司（原名“国家开发投资公司”）于 1994 年开始筹备，并于 1995 年 5 月正式成立，初始注册资本为 58 亿元，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为出资人。公司成立之初，业务主要承接原国家六大专业投资公司约 540 个划转项目，公司集中精力清理风险项目资产和债权债务纠纷，明晰产权，奠定发展基础。1996 年初，基于原有项目资产基础和国家产业政策，公司确立了电力、煤炭、桥路港、建筑材料、化肥、汽车零部件、化纤及化纤原料、电子、医药等重要产业板块，初步整合公司资产，形成了以资产为纽带的母子公司管理架构。

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 年底的 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，同时以 2016 年底经审计的净资产出资，注册资本增至 338.00 亿元。

2019 年 8 月，财政部、人力资源社会保障部、国资委联合发布《财政部 人力资源社会保障部 国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等 35 家中央国有企业部分国有资本有关问题的通知》，将公司 10% 的股权一次性无偿划转给全国社会保障基金理事会（以下简称

“社保基金会”）持有。截至报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 338.00 亿元，国务院国资委持有公司 90.00% 的股权，社保基金会持有公司 10.00% 的股权，国务院国资委为公司实际控制人。

图1 截至报告出具日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营国务院授权范围内的国有资产并开展有关投资业务，涉及能源、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。

截至 2020 年 3 月底，公司本部设战略发展部（改革工作办公室）、运营与安全生产监督部、财务部、法律合规部和审计部等职能部门（详见附件 1—1）。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 6318.55 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1052.23 亿元）1950.28 亿元；2019 年，公司实现营业总收入 1419.46 亿元，利润总额 200.81 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 6534.95 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 1082.48 亿元）1996.61 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.99 亿元，利润总额 6.93 亿元。

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

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，经联合资信评定的公司存续债券募集资金均已按规定用途使用完毕，均已按期支付存续债券利息。截至 2020 年 3 月底，经联合资信评定的公司存续债券尚需偿还债券本金合计 280 亿元（见表 1）。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日	债券利率（当期）
14 国开投 MTN001	45	45	2014/6/16	2021/6/16	5.30
14 国开投 MTN003	40	40	2014/11/5	2024/11/5	4.90
15 国开投 MTN001	25	25	2015/5/26	2025/5/26	4.40
16 国开投 MTN001	30	30	2016/7/11	2026/7/11	3.68
17 国开投 MTN001	20	20	2017/7/21	2022/7/21	4.63
18 国开投 MTN001A	15	15	2018/8/23	2021/8/23	4.19
18 国开投 MTN001B	15	15	2018/8/23	2023/8/23	4.58
19 国开投 MTN001A	20	20	2019/3/15	2022/3/15	3.65
19 国开投 MTN001B	10	10	2019/3/15	2024/3/15	3.99
19 国开投 MTN002A	20	20	2019/8/21	2022/8/21	3.37
19 国开投 MTN002B	10	10	2019/8/21	2024/8/21	3.67
19 国开投	20	20	2019/11/27	2022/11/27	3.50

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年

MTN003A					
19 国开投 MTN003B	10	10	2019/11/27	2024/11/27	3.81
合计	280	280	--	--	--

资料来源：Wind

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑



1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比

上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

**2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。**财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

**2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。**财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

## 3. 宏观经济及政策前瞻

**2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。**一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

**面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。**2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”

目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

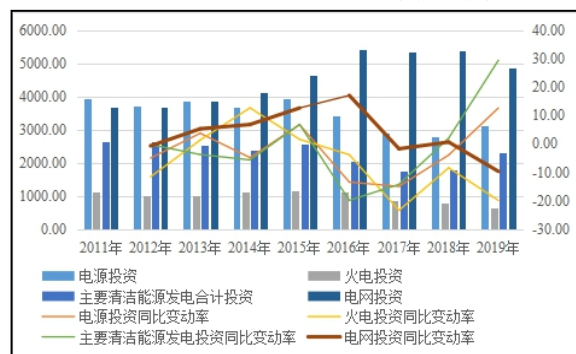
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据，2016年以来，中国

电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

图2 近年中国电源及电网投资情况

(单位：亿元、%)



资料来源：中电联；联合资信整理

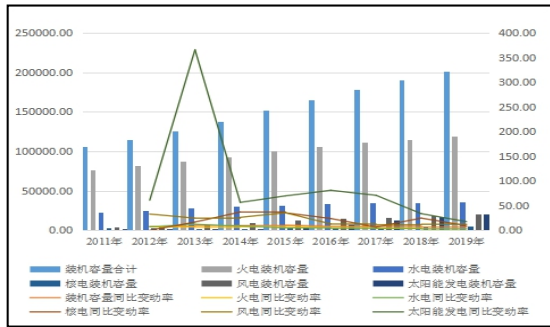
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020



年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)



资料来源：中电联；联合资信整理

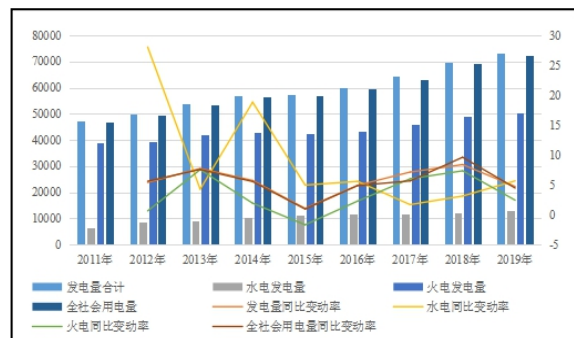
用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，

同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：中电联；联合资信整理

## 2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

### (1) 煤炭价格及供需波动

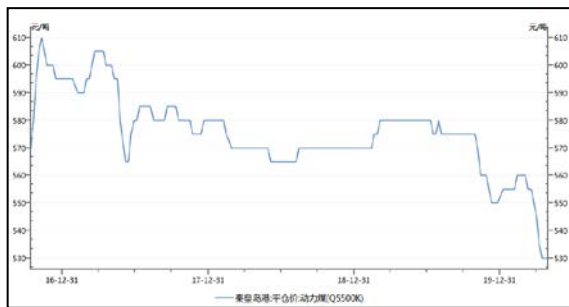
受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）



平仓价在 550 元/吨至 600 元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

## (2) 上网电价调整

### 光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上线，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电

项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

### 风电电价调整

国家发改委于 2019 年 5 月 21 日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），并于 2019 年 7 月 1 日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019 年 I~IV 类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元和 0.52 元；2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018 年之前核准，但 2020 年底前仍未完成并网的项目以及 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准，但 2021 年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021 年 1 月 1 日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年将调整为每千瓦时 0.75 元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对 2018 年底前已核准，且在 2021 年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

### 煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃

煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》(发改价格规〔2019〕1658号,以下简称“《指导意见》”)。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制,基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定,浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%,对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易,可不受此限制;国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整;暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于2020年1月1日起实施,并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份,2020年暂不上浮,确保工商业平均电价只降不升,煤发电上网电价形成机制改革后,煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化,但在全社会用电需求相对平稳,并确保用户端用电成本相对稳定的前提下,电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看,受环保限产等因素影响,“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

### (3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式,补贴资金来源于可再生能源电价附加,但是随着装机规模的不断增长,补贴资金缺口持续扩大,补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019年1月,国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外,对于需要国家补贴的光伏发电项目,除国家政策特殊支持的项目外,原则上均应采取市场化竞争

方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日,国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》,明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为15亿元。其中,5亿元用于户用光伏;补贴竞价项目(含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目)按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日,财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》,提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录,而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目,由电网企业审核后,直接纳入补贴清单;其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单,其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目(光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底)以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录,补贴清单审核发布周期有望加快,补贴清单公布后,可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号,提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易(以下简称“绿证”),同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩,持续扩大绿证市场交易规模,并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴,有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

### (4) 限电问题

近年来,发电机组装机容量持续增长,但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善,部分发电企业机组经营效率受到限制。对此,国家陆续出台相关政策,以平衡可再生能

源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

### 3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

**(1) 提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确

保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

**(2) 提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

**(3) 促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

**(4) 全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

## 六、基础素质

### 1. 产权关系

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，截至报告出具日，公司注册资本和实收资本均为338.00亿元，国务院国资委持有公司90.00%的股权，社保基金会持有公



司 10.00% 的股权，国务院国资委为公司实际控制人。

## 2. 企业规模与竞争实力

**公司系重要大型央企集团，国家支持力度很强。公司经营规模大，综合实力很强。**

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。公司目前业务涉及基础产业、前瞻性战略性新兴产业（主要系针对新兴产业的股权投资）和金融服务业等业务板块。公司业务多元化发展，基础产业板块规模优势明显，市场地位高，竞争实力很强。未来随着在建项目投入运营，业务规模将进一步扩大。

### 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十多个省（市、自治区），近年来公司装机容量进一步提升，截至 2020 年 3 月底，公司可控装机容量 3088.83 万千瓦。其中，火电控股装机容量 1188.08 万千瓦，水电装机容量 1675.95 万千瓦，风电装机容量 143.00 万千瓦，光伏发电装机容量 81.80 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，逐步形成以环渤海、海西和北部湾等沿海布局和以国家干线铁路煤炭运输通道为重点的铁路布局，逐步打造具有国投特色的能源物流网络，2019 年，公司港口散货吞吐量为 13687 万吨。

### 前瞻性战略性新兴产业

前瞻性战略性新兴产业推动基金投资与控股投

资融合联动，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”）系公司前瞻性战略性新兴产业投资平台，以促进集团创新发展和转型升级为定位，主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至 2019 年底，国投高新已控参股多家新兴产业领域上市公司，控参股多家新兴产业领域上市公司，基金管理规模达 2000 亿元，是管理国家级政府引导基金支数最多的股权基金投资管理机构，也是央企中从事股权基金业务最早、品种最全、规模最大的股权基金投资管理机构之一。

### 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、工程服务业务以及国际贸易等业务。其中，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。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司在其他高管人员、法人治理结构及管理体制等方面无重大变化。**

2020 年 1 月，中央组织部有关负责同志宣布了中央关于公司董事长、党组书记调整的决定：白涛同志任公司董事长、党组书记。公司董事长白涛，1963 年出生，中共党员，大学学历，高级经济师；历任中国工商银行项目信贷部副总经理，中国工商银行吉林省分行副行长、党委委员，中国工商银行湖南省分行副行长、党委副书记、行长、党委书记，中国工商银行风险管理部总经理，中国工商银行内部审计局局长，中国人寿保险（集团）公司副总裁、党委委员，中国投资有限责任公司副总经理、党委委员兼中央汇金投资有限责任公司公司执行董事、总经理，中国人民保险集团股份有限公



司副董事长、总裁、党委副书记兼人保投资控股有限公司董事长、人保资本投资管理有限公司董事长；现任国家开发投资集团有限公司董事长、党组书记。

## 八、生产经营

### 1. 经营现状

公司营业总收入规模大，收入构成以基础产业、前瞻性战略性新兴产业和金融及服务业务为主，投资收益对营业利润贡献较大，存在一定波动风险。跟踪期内，公司收入与利润总额同比增长，综合毛利率小幅下降。同时联合资信也关注到，国际业务对公司营业收入贡献度较高，易受国际政治环境、国家政策及经济形势等因素影响，存在一定政治风险。

公司整体经营规模大，2019年，公司经营业绩平稳提升，全年实现营业总收入1419.46亿元，实现利润总额200.81亿元，同比分别增长16.94%和3.82%。

公司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或金融及服务业务等），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。从公司营业总收入结构来看，2019年，公司基础产业板块实现收入581.36亿元，同比增长17.09%，主要系矿业板块收入大幅增长所致。公司基础产业收入主要来自于电力业务，2019年，电力业务收入为424.33亿元，同比增

长3.47%，主要系发售电量增长所致；矿业板块因新增冶金业务，收入同比大幅增长150.33%至120.11亿元，对基础产业收入贡献度亦大幅提升至20.66%；交通物流业务实现收入36.92亿元，同比有所下降，对基础板块收入贡献相对较少。伴随前瞻性战略性新兴产业控股直投业务快速发展，2019年，公司该板块实现收入263.68亿元，同比大幅增长49.14%，在营业总收入中的占比同比增长4.01个百分点至18.58%。金融及服务业务收入贡献度较高，2019年，公司金融及服务业务实现收入641.71亿元，同比增长13.17%，占营业总收入的45.21%。2019年，伴随国际贸易额增加，公司国际业务收入同比大幅增长41.39%至538.01亿元，在营业总收入中占比为37.90%，同比有所提升，为公司营业收入的重要组成部分。

从毛利率情况来看，2019年，公司基础产业板块毛利率水平为35.04%，同比有所下降。其中，电力业务毛利率小幅降至39.08%；矿业业务毛利率大幅下降至21.59%，主要系新投产冶金业务毛利率较低所致；交通物流业务毛利率增至32.35%。公司前瞻性战略性新兴产业与金融及服务业务毛利率同比变化不大，2019年分别为19.55%和16.68%，同比均有小幅提升；同期，公司国际业务毛利率同比大幅提升至16.55%。总体看，受基础产业板块毛利率同比下降影响，2019年，公司整体毛利率水平为24.75%，同比小幅下降1.02个百分点。

表3 公司营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019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	316.45	35.40	40.58	410.11	33.79	40.41	424.33	29.89	39.08
	矿业	40.28	4.51	59.71	47.98	3.95	60.94	120.11	8.46	21.59
	交通物流	29.00	3.24	25.66	38.41	3.16	30.85	36.92	2.60	32.35
	小计	<b>385.73</b>	<b>43.15</b>	<b>41.46</b>	<b>496.50</b>	<b>40.90</b>	<b>41.65</b>	<b>581.36</b>	<b>40.95</b>	<b>35.04</b>
前瞻性战略性新兴产业	85.70	9.59	18.69	176.80	14.57	17.74	263.68	18.58	19.55	
金融及服务业务	438.38	49.03	23.82	567.05	46.72	15.34	641.71	45.21	16.68	
其他 (含板块间抵消)	-15.77	-1.76	--	-26.55	-2.19	--	-67.29	-4.74	--	

营业总收入合计	894.03	100.00	30.27	1213.80	100.00	25.77	1419.46	100.00	24.75
其中：国际业务	280.59	31.38	6.40	380.52	31.35	5.76	538.01	37.90	16.55

注：公司营业收入“其他”项主要系板块间收入抵消，均为负值，故无毛利率

资料来源：公司提供

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。2019年，公司实现投资收益101.81亿元，同比下降9.73%。公司投资收益规模较大，2019年占营业利润的比重为50.93%，对公司营业利润影响较大。考虑到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。

2020年1—3月，公司实现营业总收入与利润总额分别为262.99亿元和6.93亿元，同比均有下降。同期，公司综合毛利率较2019年下降3.72个百分点至21.03%。

## 2. 基础产业板块

基础产业板块是公司转型升级、创新发展的保障，是公司资产的主要构成以及利润的重要来源。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。

### (1) 电力板块

公司电力业务规模较大，跟踪期内，发电

量与售电量同比均有增长。未来伴随在建及拟建项目的投产，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。同时，联合资信也关注到，公司在建电力项目未来计划投资规模仍较大，存在较大资本支出需求。此外，电力价格受宏观经济及政府调控影响较大，伴随电力平均售价变化，公司电力业务收入存在一定波动风险。

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2019年底，公司持有国投电力49.18%股份。国投电力为上市公司（股票代码“600886.SH”），已形成以电力建设为核心，逐步开拓市政、环保等多领域综合发展的业务格局。国投电力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。伴随公司装机容量与发售电量增长，2019年，公司电力板块实现收入424.33亿元，同比增长3.47%。

表4 截至2020年3月底公司主要电力项目分布情况

类别	项目名称	可控装机容量	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	1470.00	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	68.50	甘肃	60.45	控股
	白银大峡	2.45		28.15	控股
	小计	1675.95	--	--	--
火电	国投北疆	400.00	天津	64.00	控股
	华夏电力	120.00	福建	56.00	控股
	湄洲湾	278.60		51.00	控股
	国投钦州	326.00	广西	61.00	控股
	国投盘江	60.00	贵州	55.00	控股
	贵州新源	2.50	贵州	60.00	控股
	创冠环保	0.98	泰国	60.00	控股

	小计	1188.08	--	--	--
风电	国投白银风电	9.45	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
	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	30.00		64.89	控股
	烟墩风电	20.00		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
	武定风电	4.80		58.40	控股
	广西龙门风电	9.40	广西	64.89	控股
	Afton	5.00	英国	100.00	控股
	小计	143.00	--	--	--
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
	南庄建水	30.00	云南	100.00	控股
	会理光伏	2.00	四川	26.52	控股
	冕宁光伏	1.00		31.20	控股
	托克逊光伏	14.00	新疆	100.00	控股
	湖州光伏	10.00	浙江	100.00	控股
	定边光伏	10.00	陕西	100.00	控股
	小计	81.80	--	--	--

资料来源：公司提供

从装机容量上看,伴随项目新增投产,2019年,公司装机容量小幅增长至3406.23万千瓦。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、云南、甘肃等地,火电主要分布在天津、福建、广西等地。截至2020年3月底,公司可控装机容量3088.83万千瓦。其中,火电控股装机容量为1188.08万千瓦,水电装机容量为1675.95万千瓦,风电装机容量为143.00万千瓦,光伏发电装机容量为81.80万千瓦;公司主要电力项目分布情况如表4所示,电源结构水电和火电均衡且布局全国,能较大范围抵御季节波动以及局部市场供求风险。

在建工程方面,公司在建项目主要系电力板块项目,在建电力项目计划总投资合计886.04亿元,项目建设规模较大。截至2020年3月底,公司已投资459.06亿元,尚需投资426.98亿元,仍存在较大资金需求。伴随电力项目建成投产,公司装机容量将进一步增加,发电能力将进一步增强,电源结构将持续优化,综合抗风险能力也将继续增强。

表5 截至2020年3月底公司主要在建工程情况  
(单位:万千瓦、亿元)

项目名称	装机容量	总投资额	已投资额	2020年计划投资
两河口水电站	6*50	664.57	367.29	40.88
杨房沟水电站	4*37.5	200.03	84.45	18.14

哈密景峡五 B 风电	10	6.75	4.30	1.58
青海共和切吉风电	5	3.13	0.88	2.06
天津宁河风电	5	4.19	1.50	2.23
广西浦北风电二期	10	7.37	0.64	4.82
<b>合计</b>	<b>480</b>	<b>886.04</b>	<b>459.06</b>	<b>69.71</b>

资料来源：公司提供

发售电量方面，2019 年，公司发电量及售电量均同比增长，全年发电量为 1623.25 亿千瓦时，同比增长 7.03%；售电量为 1573.82 亿千瓦时，同比增长 6.92%。

表 6 公司主要电力经营指标

(单位：万千瓦、亿千瓦时)

	2017 年	2018 年	2019 年
装机容量	3162.00	3405.50	3406.23
发电量	1289.49	1516.64	1623.25
售电量	1255.31	1471.99	1573.82

资料来源：公司提供

从电厂平均设备利用小时数来看，受下游产业需求增长影响，2019 年，公司水电平均设备利用小时数小幅增至 5156.00 小时；公司火电平均设备利用小时数同比增长 13.92% 至 4975.00 小时；风电平均设备利用小时数同比增长 9.36% 至 2184.00 小时；光电平均设备利用小时数为 1538.00 小时，同比增长 5.49%。

表 7 公司控股电厂平均设备利用小时数(单位：小时)

类别	2017 年	2018 年	2019 年
水电	4965	5048	5156
火电	3543	4367	4975
风电	1759	1997	2184
光电	1499	1458	1538

资料来源：公司提供

从平均销售电价来看，近年来，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；受煤炭价格影响，火电销售价格小幅波动；风电价格先升后降、2019 年在政策引导下风电价格有所下调。

表 8 公司主要电力平均销售电价(单位：元/千瓦时)

	2017 年	2018 年	2019 年
水电	0.251	0.247	0.244
火电	0.357	0.341	0.356
风电	0.473	0.479	0.468
光电	0.998	0.960	0.854

资料来源：公司提供

## (2) 矿业板块

公司目前矿业业务主要为化肥业务与冶金业务。2019 年，伴随冶金项目投产，带动公司矿业业务收入同比大幅增长。

矿产业务主要由公司全资子公司国投矿业投资有限公司(以下简称“国投矿业”)负责。国投矿业是公司专业从事矿产资源及其相关产业投资的全资子公司，截至 2019 年底注册资本为 20.00 亿元，经营范围主要包括油气、金属、非金属、水气等矿产资源和再生资源、危废资源、新能源、建材及相关配套产品设施的投资开发。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。目前公司管理投资企业包括：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。2019 年，伴随灵宝金城“日处理 2000 吨复杂难处理金精矿多金属综合回收”项目投产，公司新增冶金业务，致当期矿业收入同比大幅增长 150.33% 至 120.11 亿元。

钾肥业务方面，截至 2019 年底，公司已探明的 KCl(122b+332+333)给水度资源储量 1.18 亿吨。国投罗钾在罗布泊开发天然卤水资源制取硫酸钾，是世界上单体最大的硫酸钾生产企业。截至 2019 年底，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，产品面向中国硫酸钾市场销售，在一定程度上改变了中国钾肥市场依靠进口的格局。

表 9 公司主要化肥硫酸钾经营指标

(单位：万吨，元/吨)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
产量	168	175	164



销量	182	173	139
均价	2113	2613	2500

资料来源：公司提供

2019年，由于市场需求下降，公司硫酸钾产量及销量分别同比下降6.29%和19.65%至164万吨和139万吨；同期，硫酸钾均价较2018年下降4.32%至2500元/吨，主要系2019年下半年以来硫酸钾需求少、库存多导致价格下行。

另外，公司还通过控股子公司国投金城冶金有限公司从事稀有金属产销业务，目前生产线可日处理复杂金精矿2000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吨和硫酸镍500余吨等产品。国投金城冶金有限公司系新投产项目，2019年毛利水平较低。

### (3) 交通物流板块

受到中国经济转型、外贸形势及港口转让等多重因素影响，跟踪期内，公司交通物流业务收入同比下降，对营业收入贡献度仍较低。

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来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，2019年收入为36.92亿元，同比下降3.88%，主要系镇江港转让导致港口收入减少所致。

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。2018年12月，公司将镇江港出售转让；2019年12月，重庆果园港因公司进行股权置换，不再纳入公司合并范围。截至2019年底，公司控股的港口企业为6家。镇江港出售转让致公司港口散货吞吐量大幅下滑，2019年，公司港口散货吞吐量同比下降42.52%至13687万吨。

表10 公司主要港口散货吞吐量（单位：万吨）

名称	2017年	2018年	2019年
曹妃甸港	5045	7305	6739

京唐港	3955	5138	4564
湄洲湾	493	924	1218
洋浦港	778	664	600
钦州港	--	411	566
孚宝洋浦码头	354	109	0
重庆果园港	758	743	--
镇江港	7003	8516	--
合计	18386	23810	13687

注：镇江港已于2018年12月转让、重庆果园港已于2019年转让  
资料来源：公司提供

国投物流是负责物流领域投资与管理的专业性公司，开展煤炭集运等业务，为公司内部相关投资企业构建物流环节，合理配置资源，促进公司煤、电、港、运业务的有效衔接。2017年以来，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，伴随湄洲湾产业园建设项目完工，2019年公司中止物流业务。

### 3. 前瞻性战略性板块

伴随前瞻性战略性产业控股直投业务快速发展，2019年，公司该业务板块实现收入263.68亿元，同比大幅增长。

公司前瞻性战略性产业通过推动基金投资与控股投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。公司前瞻性战略性产业收入近年逐年快速增长，年均复合增长75.41%，对营业总收入贡献度逐年提升。伴随前瞻性战略性产业控股直投业务快速发展，2019年，公司该板块实现收入263.68亿元，同比大幅增长49.14%，在营业总收入中的占比同比增长4.01个百分点至18.58%。

目前公司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，国投高新以促进公司创新发展和转型升级为定位，主要从事控股直投业务和股权基金业务。截至2019年底，国投高新控参股多家新兴产业领域上市公司，基金管理规模达2000亿元，是

管理国家级政府引导基金支数最多的股权基金投资管理机构，也是央企中从事股权基金业务最早、品种最全、规模最大的股权基金投资管理机构之一。

国投高新股权基金业务目前拥有国投创业投资管理有限公司、国投创新投资管理有限公司、国投创合（北京）基金管理有限公司和海峡汇富产业投资基金管理有限公司 4 家基金管理公司，形成了覆盖 VC、PE、FOF、政策性专项基金、区域性基金的多元格局。

国投高新控股直投业务主要投向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，主要投资控股企业包括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”）和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”）等。

亚普汽车成立于1988年，并于2018年在A股上市（证券代码“603013.SH”）。亚普汽车是专业从事汽车燃油燃料系统的研发、制造和销售的全球燃料系统供应商，系国家高新技术企业、国家认定企业技术中心、国家扬州汽车零部件产业基地骨干企业，其国内乘用车市场占有率达到近40%，全球市场占有率约为10%，国内行业排名第一、全球第三，业务分布范围广泛。2017—2019年，亚普汽车油箱产量波动增加，年均复合增长2.19%，油箱销量小幅波动、基本持平；2019年，亚普汽车油箱产量及销量分别为965.39万只和954.33万只。

国投中鲁成立于2001年并于2004年在A股上市（证券代码“600962.SH”），主营业务为浓缩果汁生产和销售，是国内浓缩果汁行业大型企业之一。国投中鲁作为国内最早从事浓缩苹果汁加工的企业，在行业内拥有良好的口碑和形象，是中国食品土畜进出口商会副会长单位、果汁分会理事长单位，中国饮料工业协会果蔬汁分会副会长单位和国家首批农业产业化重点龙头企业。2017—2019年，国投中鲁果

汁产量及销量均呈逐年增长趋势，年均复合增长率分别为35.77%和25.48%；2019年，国投中鲁产量为19.30万吨，销量为17.95万吨。

神州高铁作为轨道交通运营维护智能装备提供商和运营及维保服务提供商，是轨道交通运营维护领域唯一一家涵盖全产业链的主板上市公司，是中国高铁及城轨运营检修维护装备制造产业的领军企业。神州高铁拥有核心产品400余项，其中26项处于国内与国际领先地位。在城市轨道交通领域，为36座城市提供了车辆检修工艺系统；为长沙、北京中低速磁浮提供了车辆检修工艺系统；为北京地铁、重庆城市轨道交通提供了信号集成系统。截至2019年底，神州高铁资产总额120.45亿元，所有者权益75.76亿元；2019年，神州高铁实现营业收入32.20亿元，实现净利润4.57亿元。

公司于2016年11月全资设立国投健康产业投资有限公司（以下简称“国投健康”），注册资本20.00亿元。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、运营多个中心城区健康养老机构。

公司于2017年3月全资设立国投生物科技投资有限公司（以下简称“国投生物”），注册资本20.00亿元。国投生物结合国投集团对前瞻性战略性新兴产业的发展要求，国投生物重点发展绿色、低碳生物能源，以做优做强燃料乙醇业务为主攻方向，并逐步向高附加值的生物科技产品拓展。

#### 4. 金融服务业板块

公司金融及服务业务较为齐全，收入规模逐年增长，对营业总收入贡献度较高。联合资信也关注到，公司金融及服务业务整体受宏观经济以及金融市场环境等因素影响较大，相关收入或投资收益面临一定的波动风险。同时，公司国际业务作为营业总收入的重要组成部分，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。

公司金融及服务业包括了金融类业务以及境外直接投资、国际工程承包、国际贸易等部分国际业务，该业务收入占营业总收入比例较高。2019年，公司金融及服务业收入同比增长13.17%至641.71亿元，占营业总收入45.21%。

国投资本系公司金融业务投资与管理的专业化平台。公司在适度范围内不断加大金融产业的投资力度，现已覆盖证券、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。截至2019年底，国投资本总资产1781.09亿元，所有者权益430.41亿元；2019年，国投资本实现营业总收入112.67亿元，净利润35.00亿元。

证券业务方面，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”）。安信证券作为公司下属的全国综合性大型券商，具备较强的综合实力。截至2019年底，安信证券在全国范围内拥有331家证券营业部、45家分公司，全资持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，行业竞争力较强。截至2019年底，安信证券资产总额1608.67亿元，所有者权益328.23亿元；安信证券2019年实现营业总收入91.87亿元，净利润24.68亿元。

期货业务方面，国投安信期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、投资咨询业务和资产管理业务。截至2019年底，国投安信期货共有13家分支机构，并设有全资风险管理子公司；国投安信期货保证金规模合计131.62亿元；资产总额155.29亿元，所有者权益21.15亿元；2019年，国投安信期货实现营业总收入11.71亿元，净利润1.54亿元。

信托业务方面，国投泰康信托有限公司（原“国投信托投资有限公司”，以下简称“国投泰康信托”）主要开展资产管理、财富管理、

固有财产投资等业务。近年来，受主动收缩通道业务影响，国投泰康信托管理的信托规模逐年下降，年均复合下降25.71%。截至2019年底，国投泰康信托管理信托规模为2002.30亿元；2019年，国投泰康信托实现营业总收入21.92亿元，净利润10.84亿元。

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。截至2019年底，国投瑞银管理资产总规模1158.92亿元。其中，公募基金规模821.77亿元，专户子公司资管计划198.48亿元。截至2019年底，国投瑞银资产总额17.21亿元，所有者权益13.71亿元；2019年，国投瑞银实现营业总收入6.27亿元，净利润1.64亿元。

担保业务方面，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）业务包括融资性担保、金融担保和履约类担保。截至2019年底，中投保担保余额501.67亿元，资产规模265.13亿元，所有者权益106.67亿元；2019年，中投保实现营业总收入22.97亿元，净利润8.31亿元。

国投财务有限公司（以下简称“国投财务”）是由公司及下属投资企业共同出资组建（国投集团本部持股35.60%，集团内一致行动人持股合计100.00%），为成员企业提供共享金融平台，旨在加强公司资金集中管理能力，提高资金使用效率，降低资金使用成本。截至2019年底，国投财务成员企业在国投财务公司开户326家，全年月均资金归集率为96.41%；日均吸收存款余额193.19亿元；日均贷款余额为161.17亿元。

国投资产管理有限公司（以下简称“国投资产”）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。2019年，国投资产销号项目4个，回收资金6133.97万元。



中国电子工程设计院有限公司（以下简称“电子院”）以设计为龙头，服务范围涵盖前期咨询、规划、环境和节能评价、工程设计、项目管理、工程承包、工程检测评定等全过程。2019年，电子院设计咨询业务收入9.69亿元（设计业务9.02亿元、咨询业务0.67亿元）；工程承包业务实现收入65亿元。

国际业务方面，融实国际控股有限公司（以下简称“融实国际”）作为公司境外资金管理平台，负责公司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在上海自由贸易试验区投资设立的专业从事融资租赁及相关业务的全资子公司，注册资本2.00亿美元，该公司结合公司主业特点和优势，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。

国际贸易方面，该业务主要为从事大宗商品国际贸易业务，由中国国投国际贸易有限公司（以下简称“国投贸易”）负责。国投贸易成立于1984年，主要从事大宗商品国际贸易业务。国投贸易主营业务主要分为三大板块：国际国内贸易业务、仓储物流服务及实业投资。国际国内贸易方面，建立了涵盖纺织原料、化纤、油脂油料、粮食饲料、食品、葡萄酒等主要商品领域的贸易体系与贸易业务相配套的信息服务、电子商务及物流平台，贸易业务遍及全球100多个国家和地区；仓储物流方面，在中国主要口岸拥有较为健全完备的仓储、物流、保税设施和完善的的服务功能；在实业投资领域，高强PE技术水平及市场占有率处于国内领先地位。

公司的国际工程承包业务主要由中国成套设备进出口集团有限公司（以下简称“中成集团”）负责。中成集团是公司开展国际业务的重要平台，成立于1959年，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。中成集团伴随着新中国援外事业的发展而成长壮大，先后在亚非拉100多个国家和地区建成了坦赞铁路、毛里塔尼亚友谊港、塞内加尔国家

大剧院、中非班吉体育场等1600多个各类项目，涉及交通、电力、冶金、化工、轻工、纺织等十多个行业。

## 5. 经营效率

### 公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标来看，2017—2019年，公司销售债权周转次数波动下降，存货周转次数逐年下降，总资产周转次数呈增长趋势，上述指标加权均值分别为9.77次、6.98次和0.22次；2019年，上述指标分别为9.19次、6.48次和0.23次。

## 6. 未来发展

**公司制定了总体发展方向，承担一定国有资产结构调整职能，有望获得国家持续支持，业务发展前景较好。2020年以来，新冠肺炎疫情致国内经济形势下行压力增大，需关注国内经济形势或国际政治环境等因素对公司经营带来的不利影响。**

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，全面贯彻党的十九大精神，按照高质量发展的要求，紧抓中国社会主要矛盾变化带来的机遇，为美好生活补短板，为新兴产业做导向，全面深化改革，全面从严治党，大胆探索，创新发展，锐意进取，做强做优做大国有资本，力争进入世界500强，加快建设具有全球竞争力的世界一流资本投资公司。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司2017—2019年财务数据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，但相对公司整体规模来说变化规模一般。会计政策变更方面，公司于2019年度执行了财政部颁布或修订的以下企业会计准则：《关于修订印发2019年度一般企业财务报



表格式的通知》（财会〔2019〕6号文）和《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》（财会〔2019〕16号文）《企业会计准则第7号——非货币性资产交换》《企业会计准则第12号——债务重组》，对一般企业财务报表和合并财务报表格式进行了修订。另外，公司部分子公司于2019年度执行《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》等4项新金融工具准则以及新租赁准则《企业会计准则第21号——租赁》，对财务报表科目产生较广泛影响，但不构成重大影响。公司在2019年审计报告中，对2018年数据进行了追溯调整，本报告2018年财务数据采用2019年审计报告期初数，2017年财务数据采用2018年审计报告期初数。

截至2019年底，公司合并资产总额6318.55亿元，所有者权益合计（含少数股东权益1052.23亿元）1950.28亿元；2019年，公司实现营业总收入1419.46亿元，利润总额200.81亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额6534.95亿元，所有者权益合计（含少数股东权益1082.48亿元）1996.61亿元；2020年1—3月，公司实现营业总收入262.99亿元，利润总额6.93亿元。

## 2. 资产质量

公司资产规模大且稳步增长，资产构成以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金、拆出资金及交易性金融资产占比较大，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，公司整体资产质量好。

截至2019年底，公司资产总额为6318.55亿元，较上年底增长9.07%，主要系流动资产增长所致。构成方面，流动资产占38.85%，非流动资产占61.15%，公司资产结构以非流动资产为主。

## 流动资产

截至2019年底，公司流动资产2454.68亿元，较年初增长24.81%，主要系货币资金增长所致。截至2019年底，公司流动资产构成如表11所示。

表11 公司流动资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018年	2019年
<b>流动资产</b>	<b>1966.75</b>	<b>2454.68</b>
其中：货币资金	482.35	650.81
结算备付金	121.43	128.89
拆出资金	210.46	306.03
应收票据及应收账款	138.89	170.08
存货	160.48	169.39
买入返售金融资产	133.35	183.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	43.30	58.15
交易性金融资产	510.34	521.76

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2019年底，公司货币资金650.81亿元，较上年底增长34.93%，以银行存款为主，其中自有资金及客户资金存款均有所增长。截至2019年底，公司受限货币资金合计50.73亿元，占货币资金的7.79%，主要系存放在中央银行法定准备金、定期存单质押和存出投资款等。

截至2019年底，公司应收票据及应收账款科目中，应收账款为141.62亿元，较上年底增长18.15%，主要系国投高新、国投智能所投资公司的应收账款增加所致；公司前五名应收账款合计占比19.47%，包括云南电网有限责任公司、国网福建省电力有限公司等；公司已计提应收账款坏账准备1.42亿元，计提比例为7.27%。

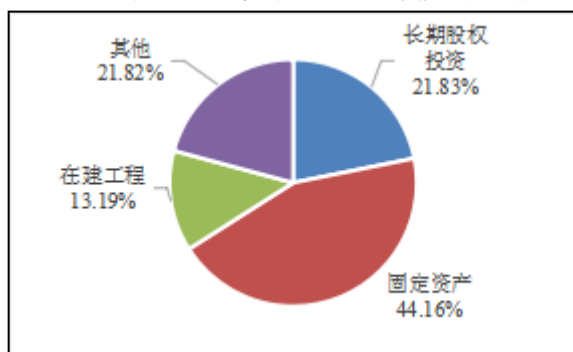
截至2019年底，公司存货169.39亿元，较上年底增长5.55%。其中，库存商品（产成品）占51.25%，原材料占23.53%，半成品及在产品占19.41%。截至2019年底，公司计提存货跌价准备3.93亿元，计提比例2.27%。

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产与交易性金融资产方面，公司部分金

融子公司会计政策变更，金融资产科目重分类至交易性金融资产。截至 2019 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 58.15 亿元；交易性金融资产 521.76 亿元，较上年末小幅增长 2.24%。其中，债务工具占比 66.51%、权益工具占比 31.33%，其他投资占比较小。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产 3863.87 亿元，较上年末增长 0.98%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 21.83%）、固定资产（占 44.16%）和在建工程（占 13.19%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司长期股权投资 843.59 亿元，较上年末增长 14.35%，主要系对联营企业投资增加所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 1706.26 亿元，较上年末小幅下降 3.58%。公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备、办公设备等，以房屋及建筑物、机器设备为主，2019 年底分别占 71.72% 和 27.66%。截至 2019 年底，公司固定资产成新率为 67.39%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 509.70 亿元，较上年末增长 4.47%，主要包括两河口水电站、杨房沟水电站等多个工程。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产合计 429.18 亿元，占资产总额的 6.79%，主要是为取得银行借款提供的抵押、质押资产，主要抵押权人、质押权人为商业银行，所有权

受限期限大部分为 1~3 年。

表 12 截至 2019 年底公司资产受限情况

(单位：万元、%)

项目	期末账面价值	占资产比	受限原因
货币资金	507289.78	0.80	保证金、存单质押、住房维修金、社保金等
融出资金	254863.56	0.40	用于融资类负债担保
交易性金融资产	1030665.02	1.63	用于融资类负债担保
应收票据	1510.00	0.00	质押
应收账款	245739.93	0.39	质押、抵押贷款
应收款项融资	2953.31	0.00	票据质押
存货	4598.17	0.01	借款抵押、仓单质押
其他债权投资	849925.24	1.35	用于融资类负债担保
长期股权投资	120525.62	0.19	股权质押借款
固定资产	1161132.39	1.84	借款抵押担保、融资租赁或未办理产权证书
无形资产	95339.16	0.15	借款抵押
在建工程	17289.63	0.03	借款抵押、融资租赁
合计	4291831.82	6.79	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 6534.95 亿元，较 2019 年度增长 3.42%，主要系流动资产所致。其中，流动资产占 39.48%，非流动资产占 60.52%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。

### 3. 所有者权益

公司所有者权益规模大且逐年增长，少数股东权益占比高，权益结构整体稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 1950.28 亿元，较上年末增长 7.22%，主要系金融资产公允价值变动使得其他综合收益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.05%，少数股东权益占比为 53.95%。归属于母公司所有者权益 898.05 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 37.64%、18.91%、3.30% 和 32.73%。公司所有者权益结构稳定性一般。2019 年，公司上缴国有资本收益 23.70 亿元，占上年度归属于母公

司所有者净利润的 38.26%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 1996.61 亿元，较 2019 年底增长 2.38%。其中，归属于母公司所有者权益占 45.78%，少数股东权益占 54.22%。归属于母公司所有者权益 914.13 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 36.97%、19.35%、3.23% 和 32.57%。

#### 4. 负债

**2019 年，伴随对外融资规模扩大，公司负债总额及有息债务规模均较上年底增长。公司负债结构相对均衡，债务期限结构较为分散但整体债务压力较重。**

截至 2019 年底，公司负债总额 4368.27 亿元，较上年底增长 9.92%。构成方面，流动负债占 44.44%，非流动负债占 55.56%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债 1941.40 亿元，较上年底增长 9.64%；流动负债构成如表 13 所示。

表 13 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年	2019 年
<b>流动负债</b>	<b>1770.67</b>	<b>1941.40</b>
其中：短期借款	356.66	293.32
应付票据及应付账款	148.86	160.29
卖出回购金融资产	222.93	191.71
其他应付款	234.75	241.91
代理买卖证券款	319.26	449.43
一年内到期的非流动负债	247.25	323.83

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司短期借款为 293.32 亿元，较上年底下降 17.76%；短期借款主要由信用借款、应付短期公司债和保证借款构成，占比分别为 76.68%、10.20% 和 6.54%。

截至 2019 年底，公司应付票据 53.38 亿元，较上年底增长 43.14%，主要系银行承兑汇票增加；应付账款 106.91 亿元，账龄主要集中于 1 年以内及 1~2 年，占比分别为 78.14% 和

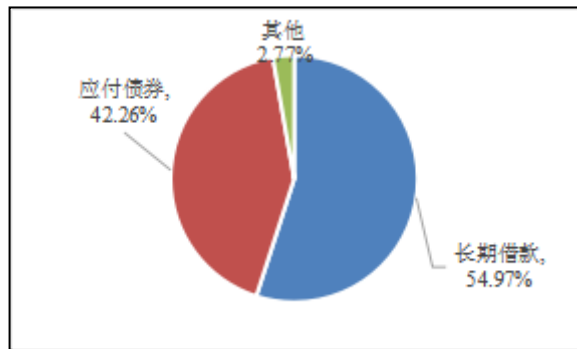
10.83%。

公司其他应付款近年逐年增加，年均复合增长 2.47%。截至 2019 年底，公司其他应付款 241.91 亿元，较上年底增长 3.05%，主要系应付合并结构化主体的其他投资人权益、保证金及押金等。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 323.83 亿元，较上年底大幅增长 30.97%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；构成方面，主要为一年内到期的长期借款（占 44.78%）和一年内到期的应付债券（占 53.23%）。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债 2426.87 亿元，较上年底增长 10.14%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 54.97%）和应付债券（占 42.26%）构成。

图 7 截至 2019 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司长期借款 1334.05 亿元，较上年底下降 4.61%。公司长期借款主要由信用借款和质押借款构成，分别占 84.04% 和 8.81%。其中，信用借款利率区间在 1.08%~8.50%，质押借款利率区间在 1.70%~6.18%。

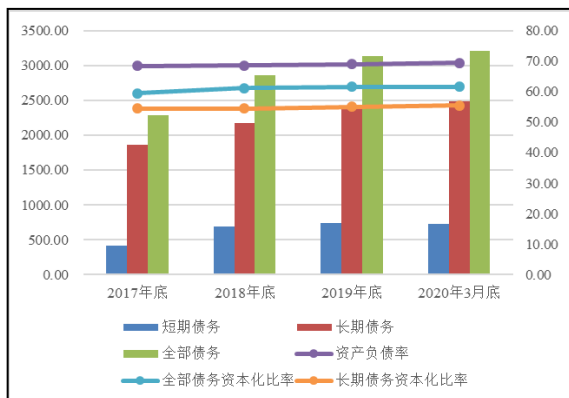
截至 2019 年底，公司应付债券 1025.48 亿元，较上年底增长 35.17%，主要系当期公司及下属公司新发债务融资工具所致。

有息债务方面，近年伴随在建项目的不断推进以及对外股权投资的持续增长，公司全部债务逐年增长。截至 2019 年底，公司全部债务

规模 3134.45 亿元,较上年底增长 9.28%。其中,短期债务占 23.48%,以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。截至 2019 年底,公司短期债务 736.03 亿元,较上年底增长 6.92%;长期债务 2398.42 亿元,较上年底增长 10.03%。从公司提供的债务到期期限结构来看<sup>1</sup>,公司 2020 年到期债务占比 24.32%,2021 年到期债务占比 12.94%,2022 年到期债务占比 11.62%,2023 年及以后到期的占比 51.12%,到期期限较为分散。

债务指标方面,截至 2019 年底,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 69.13%、61.64%和 55.15%,分别较上年底增长 0.53 个百分点、0.45 个百分点和 0.64 个百分点。公司总体债务负担较重。

图8 近年公司债务指标情况



资料来源:公司财务报告

截至 2020 年 3 月底,公司负债总额 4538.34 亿元,较 2019 年底增长 3.89%。其中,流动负债占 43.80%,非流动负债占 56.20%,公司流动负债与非流动负债相对均衡,负债结构较 2019 年底变化不大。有息债务方面,截至 2020 年 3 月底,公司全部债务 3214.82 亿元,较 2019 年底增长 2.56%。其中,短期债务 724.36 亿元(占 22.53%),较 2019 年底下降 1.59%;长期债务 2490.46 亿元(占 77.47%),较上 2019 年底增长 3.84%。截至 2020 年 3 月底,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 69.45%、61.69%和 55.50%,较 2019 年底分别增长 0.31 个百分点、0.04 个百分点和 0.35 个百分点。

#### 4. 盈利能力

**2019 年,公司收入和利润总额均实现较好增长,盈利能力很强;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。**

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三部分构成。2019 年,公司实现营业总收入 1419.46 亿元,同比增长 16.94%。营业收入是公司营业总收入的主要来源,2019 年,公司实现营业收入 1311.38 亿元,占营业总收入 92.39%。2019 年,公司营业成本 1068.10 亿元,同比增长 18.55%。

从期间费用看,2019 年,公司各项期间费用均同比增长,期间费用总额同比增长 20.31%至 247.93 亿元。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.99%、45.46%、3.59%和 40.97%,管理费用与财务费用占比较高。其中,销售费用为 24.77 亿元,同比增长 30.23%;管理费用为 112.70 亿元,同比增长 24.09%,主要系职工薪酬提升所致;研发费用为 8.89 亿元,同比大幅增长 138.32%,主要系人员人工费用增长所致;伴随有息债务增长,财务费用同比增长 9.80%至 101.57 亿元。2019 年,公司期间费用占收入比例为 17.47%,同比提高 0.49 个百分点。

公司近年各类减值损失(资产减值损失+信用减值损失)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形成。2019 年,公司资产减值损失与信用减值损失合计 20.61 亿元,同比增长 3.41%。

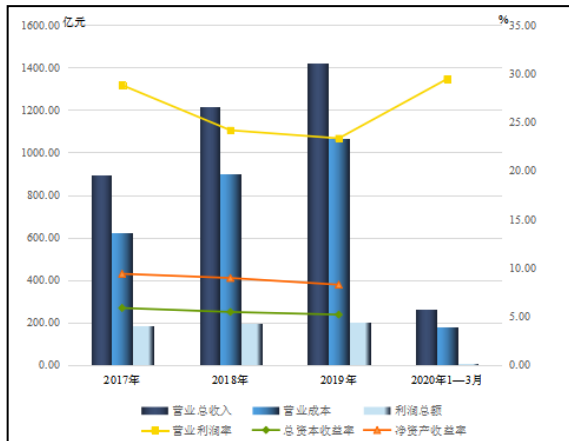
非经常性收益方面,公司投资收益主要来自股权处置产生的投资收益以及旗下金融板块子公司进行金融产品投资产生的投资收益,规模较大,对公司营业利润影响较大。2019 年,

<sup>1</sup> 公司有息债务规模统计口径与本报告不一致,截至 2019 年底,公司提供的有息债务规模为 3261 亿元



公司实现投资收益 101.81 亿元，同比下降 9.73%。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。公司投资收益受宏观经济环境、参股企业经营状况等因素影响，面临一定波动风险。2019 年，公司实现利润总额 200.81 亿元，同比增长 3.82%。

图9 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 23.33%、5.18%、8.26%，分别同比下降 0.83 个百分点、0.27 个百分点和 0.69 个百分点，但公司盈利能力仍属很强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.99 亿元，同比下降 16.72%；同期，实现利润总额 6.93 亿元，同比下降 87.98%。2020 年 1—3 月，公司营业利润率较 2019 年提升 6.11 个百分点至 29.44%，公司盈利能力很强。

## 5. 现金流

伴随资本市场回暖，公司经营活动现金流净流入规模逐年增加，投资活动保持较大规模净流出状态，筹资活动保持净流入态势，整体现金流正常。投资活动一定程度上仍依赖外部融资，伴随在建工程的持续投入建设，公司存在一定外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1646.32 亿元，同比增长 18.43%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；

经营活动现金流出 1518.66 亿元，同比增长 13.17%。2019 年，公司经营活动现金净流入 127.65 亿元，同比大幅增长 164.72%。同期，公司现金收入比为 101.23%，同比提升 1.17 个百分点。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 1180.78 亿元，同比增长 59.90%，主要系收回投资收到的现金增长所致；投资活动现金流出 1356.05 亿元，同比增长 16.11%，主要系投资支付的现金增长所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 175.27 亿元，同比下降 59.18%。

2019 年，公司筹资活动前现金净流出 88.86 亿元，投资活动保持较大规模净流出状态，投资活动一定程度上仍依赖外部融资。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 1408.85 亿元，同比增长 12.59%，主要系发行债券收到的现金增长所致；筹资活动现金流出 1266.30 亿元，同比增长 41.04%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 142.55 亿元，同比下降 59.68%。伴随在建工程的持续投入建设，公司存在一定外部融资需求。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营性现金流量净额	48.22	127.65	-46.88
投资性现金流量净额	-429.39	-175.27	-41.98
筹资活动前现金流量净额	-381.17	-47.61	-88.86
筹资性现金流量净额	353.52	142.55	27.25
现金收入比	100.06	101.23	107.76

资料来源：公司财务报告

## 6. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕，实际短期偿债能力强。公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司之一，资产、收入规模大，政府支持力度很强，直接和间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司

流动比率与速动比率分别为 126.44% 和 117.71%；经营活动流动负债比为 6.58%；同期，现金短期债务比为 1.63 倍，可对短期债务形成一定覆盖。2019 年，公司流动比率与速动比率均有所提升，分别增长 15.36 个百分点和 15.70 个百分点；同期，由于经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长，公司经营活动流动负债比率同比增长 3.85 个百分点至 6.58%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力有所提升。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别较 2019 年底上升至 129.82% 和 120.29%；同期现金短期债务比为 1.91 倍。考虑到公司现金类资产较为充裕，公司实际短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 同比增长 7.13% 至 418.73 亿元，全部债务规模较上年底增长 9.28% 至 3134.45 亿元。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 3.66 倍，EBITDA 对利息的保障倍数仍较高；全部债务/EBITDA 上升至 7.49 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较强。考虑到公司作为中央企业中的大型国有投资控股公司之一，资产、收入规模大，政府支持力度很强，公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围对外担保余额 37.93 亿元（不含子公司中投保对外担保），占当期合并口径净资产的 1.90%。其中，对中国大唐集团有限公司担保 25.00 亿元，对国投印尼巴布亚水泥有限公司担保 9.44 亿元。公司担保涉及的或有负债风险不大。

截至 2019 年底，公司共获得主要银行授信额度人民币 8313 亿元。其中，未使用授信额度为 5553 亿元，此外公司旗下拥有多家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

#### 7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司本部无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

基于对行业运行情况，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

#### 9. 母公司财务分析

**公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，资产规模保持增长趋势；负债规模逐年增长，债务负担有所上升；本部收入主要来源于投资收益，同时得到国家大力支持，偿债风险极低。**

截至 2019 年底，公司母公司口径资产合计 1411.38 亿元，其中非流动资产占比 95.66%。公司本部作为股权管理平台，资产中长期股权投资占比较高，截至 2019 年底为 80.74%。

公司近年母公司口径负债总额逐年增长，截至 2019 年底，公司母公司口径负债总额为 785.42 亿元，较上年底增长 23.93%。有息债务方面，截至 2019 年底，公司母公司全部债务 744.15 亿元，有息债务主要以短期借款（占比 5.38%）、长期借款（占比 16.80%）和应付债券（占比 73.91%）为主。债务指标方面，截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.65%、54.31% 和 51.89%，分别较上年底增长 3.84 个百分点、3.25 个百分点和 3.17 个百分点，杠杆水平逐年上升，债务负担有所增加。

公司本部利润主要来自于投资收益。2019 年，公司本部营业收入 4.61 亿元、投资收益 66.28 亿元，同比分别增长 27.88% 和 31.91%，同期实现利润总额 36.12 亿元，同比增长 51.87%。2019 年，母公司净资产收益率为 5.77%，同比提升 1.74 个百分点。

公司母公司资本实力雄厚，受投资收益影响盈利能力好，同时得到国家大力支持，母公司偿债风险极低。

## 十、存续债券偿债能力分析

公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期债券保障程度很高。同时，考虑到公司经营规模大，综合实力强，国家支持力度很强，公司综合偿债能力极强。

截至本报告出具日，公司存续期债券合计 590.00 亿元，如考虑最大偿债压力情况，即投资者行使公司全部含权债券回售选择权，则公司 2020 年到期金额为 25.00 亿元，2021 年到期金额为 140.00 亿元，2022 年到期金额为 135.00 亿元，2023 年到期金额为 90.00 亿元，2024 年

及以后到期金额为 200.00 亿元。以 2020 年以及到期最为集中的 2021 年进行分析，截至 2019 年底，公司现金类资产合计 1201.03 亿元；2019 年，公司经营活动现金流入量 1646.32 亿元，经营活动现金净流量 127.65 亿元，EBITDA 为 418.73 亿元。现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对 2020 年到期债券的保障倍数分别为 48.04 倍、65.85 倍、5.11 倍和 16.75 倍，对 2021 年到期债券保障倍数分别为 8.58 倍、11.76 倍、0.91 倍和 2.99 倍，对存续债券保障能力强。

表 15 公司存续债券未来偿付情况（单位：亿元）

债券名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
20 国开投 SCP001★	5.00				
20 国投 G1				10.00	
20 国投 G2					(2030 年) 20.00
20 国投 Y1				5.00	
19 国投债 01					(2029 年) 15.00
19 国开投 MTN003A★			20.00		
19 国开投 MTN003B★					(2024 年) 10.00
19 国投 04					(2029 年) 20.00
19 国投 03			10.00		
19 国开投 MTN002B★					(2024 年) 10.00
19 国开投 MTN002A★			20.00		
19 国投 02					(2029 年) 20.00
19 国投 01			20.00		
19 国开投 MTN001B★					(2024 年) 10.00
19 国开投 MTN001A★			20.00		
18 国开投 MTN001B★				15.00	
18 国开投 MTN001A★		15.00			
18 国投 02		20.00			
18 国投 01		30.00			
17 国投 01	20.00				
17 国开投 MTN001★			20.00		
16 国开投 MTN001★					(2026 年) 30.00
16 国投 01				30.00	
15 国开投 MTN001★					(2025 年) 25.00
14 国开投 MTN003★					(2024 年) 40.00
14 国开投 MTN001★		45.00			
12 国开投 MTN2			25.00		
11 国投债 1		30.00			
08 国投债				30.00	
<b>合计</b>	<b>25.00</b>	<b>140.00</b>	<b>135.00</b>	<b>90.00</b>	<b>200.00</b>

注：表中数据为按行权期限统计数据，已考虑投资者行使公司全部含权债券回售选择权；★债券为经联合资信评级存续债券

资料来源：Wind、联合资信整理

截至本报告出具日，由联合资信进行信用评级的公司存续期债券包括“14 国开投 MTN001”“14 国开投 MTN003”“15 国开投 MTN001”“16 国开投 MTN001”“17 国开投

MTN001”“18 国开投 MTN001A”“18 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN001A”“19 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN002A”“19 国开投 MTN002B”“19 国开投 MTN003A”和

“19 国开投 MTN003B”，上述待偿债券的发行额度合计 280 亿元。由联合资信进行信用评级的公司存续期债券中单年最高偿付金额为 80 亿元（分别为 2022 年和 2024 年）。2019 年，公司 EBITDA 为单年最高偿付金额 5.23 倍，EBITDA 对存续期债券单年最高单年偿付额的覆盖程度很高。2019 年，公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为单年最高偿付额的 20.58 倍和 1.60 倍，公司经营活动现金流入量对存续期债券最高单年偿付额的覆盖程度很高。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 国开投 MTN001”“14 国开投 MTN003”“15 国开投 MTN001”“16 国开投 MTN001”“17 国开投 MTN001”“18 国开投 MTN001A”“18 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN001A”“19 国开投 MTN001B”“19 国开投 MTN002A”“19 国开投 MTN002B”“19 国开投 MTN003A”和“19 国开投 MTN003B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。



附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



**附件 1-2 截至 2019 年底公司合并财务报表范围内主要子公司情况**

序号	公司名称	实收资本（万元）	持股比例/享有表决权（%）	级次
1	国投交通控股有限公司	200000.00	100.00	2
2	国投交通有限公司	180000.00	100.00	2
3	国投电力控股股份有限公司	678602.23	49.18	2
4	国投资产管理有限公司	150000.00	100.00	2
5	中国国投高新产业投资有限公司	303459.50	82.23	2
6	中国国投国际贸易有限公司	206000.00	100.00	2
7	国投资本股份有限公司	422712.97	45.87	2
8	中国投融资担保股份有限公司	450000.00	47.20	2
9	中国成套设备进出口集团有限公司	72613.58	100.00	2
10	北京亚华房地产开发有限责任公司	310000.00	100.00	2
11	国投财务有限公司	500000.00	100.00	2
12	国投中鲁果汁股份有限公司	26221.00	44.57	2
13	中国电子工程设计院有限公司	70000.00	100.00	2
14	融实国际控股有限公司	30029.12	100.00	2
15	国投物业有限责任公司	10000.00	100.00	2
16	国投物流投资有限公司	79858.00	100.00	2
17	中投咨询有限公司	1600.00	60.00	2
18	国投矿业投资有限公司	122361.00	100.00	2
19	国投健康产业投资有限公司	70000.00	100.00	2
20	国投生物科技投资有限公司	200000.00	100.00	2
21	国投智能科技有限公司	170000.00	100.00	2
22	国投人力资源服务有限公司	4000.00	100.00	2
23	国投创益产业基金管理有限公司	3000.00	100.00	2
24	国投检验检测认证有限公司	8495.00	100.00	2
25	国投生态环境投资发展有限公司	24000.00	100.00	2
26	安信证券股份有限公司	700000.00	100.00	3
27	雅砻江流域水电开发有限公司	3730000.00	52.00	3

资料来源：公司财务报表附注

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	842.83	1011.71	1201.03	1384.61
资产总额(亿元)	4935.52	5792.96	6318.55	6534.95
所有者权益(亿元)	1557.03	1818.86	1950.28	1996.61
短期债务(亿元)	418.65	688.37	736.03	724.36
长期债务(亿元)	1866.81	2179.78	2398.42	2490.46
全部债务(亿元)	2285.46	2868.16	3134.45	3214.82
营业总收入(亿元)	894.03	1213.80	1419.46	262.99
利润总额(亿元)	182.36	193.42	200.81	6.93
EBITDA(亿元)	353.16	390.88	418.73	--
经营性净现金流(亿元)	11.11	48.22	127.65	-46.88
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	10.31	10.39	9.19	--
存货周转次数(次)	7.80	7.28	6.48	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.23	0.23	--
现金收入比(%)	98.68	100.06	101.23	107.76
营业利润率(%)	28.81	24.16	23.33	29.44
总资本收益率(%)	5.86	5.45	5.18	--
净资产收益率(%)	9.38	8.95	8.26	--
长期债务资本化比率(%)	54.52	54.51	55.15	55.50
全部债务资本化比率(%)	59.48	61.19	61.64	61.69
资产负债率(%)	68.45	68.60	69.13	69.45
流动比率(%)	110.57	111.07	126.44	129.82
速动比率(%)	104.69	102.01	117.71	120.29
经营现金流动负债比(%)	0.75	2.72	6.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	3.71	3.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.47	7.34	7.49	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 2017 年与 2018 年财务数据分别为 2018 年与 2019 年期初数；3. 已将其他流动负债与长期应付款的有息部分分别计入公司合并口径短、长期债务进行核算

**附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）**

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	45.17	52.63	40.36	11.28
资产总额(亿元)	966.88	1223.20	1411.38	1371.01
所有者权益(亿元)	466.27	589.45	625.95	629.23
短期债务(亿元)	47.10	55.00	69.10	15.00
长期债务(亿元)	433.66	560.05	675.05	704.69
全部债务(亿元)	480.76	615.05	744.15	719.69
营业收入(亿元)	3.44	3.61	4.61	1.24
利润总额(亿元)	76.96	23.78	36.12	-3.89
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-5.78	-7.66	-5.58	-1.96
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	0.19	0.18	0.34	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	*	*	*	--
现金收入比(%)	8.72	6.28	0.89	0.00
营业利润率(%)	99.18	98.52	93.84	94.79
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	15.42	4.03	5.77	--
长期债务资本化比率(%)	48.19	48.72	51.89	52.83
全部债务资本化比率(%)	50.76	51.06	54.31	53.35
资产负债率(%)	51.78	51.81	55.65	54.10
流动比率(%)	139.71	127.10	56.75	96.53
速动比率(%)	139.71	127.10	56.75	96.53
经营现金流动负债比(%)	-9.13	-10.53	-5.18	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息



## 附件 4 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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