

信评委函字 [2018]1279D号

国开金融有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的2018年不超过人民币30亿元金融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，本期金融债券的信用等级为**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

二零一八年八月二十二日

2018 年国开金融有限责任公司金融债券信用评级报告

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

金融债券信用等级: AAA

发行主体: 国开金融有限责任公司

本期发行规模: 不超过人民币 30 亿元

偿还次序: 本金和利息的清偿顺序等同于公司未设定财产担保的一般负债, 先于公司股权资本

概况数据 (金额单位: 亿元)

国开金融 (合并口径)	2015	2016	2017
资产总额	1,147.84	1,277.32	1,361.58
股东权益	774.76	903.96	891.14
营业收入	77.65	50.55	72.39
税前利润	53.08	26.74	40.57
净利润	42.58	23.06	34.81
平均资本回报率(%)	5.76	2.75	3.88
平均资产回报率(%)	4.03	1.90	2.64
资本资产比率(%)	67.50	70.77	65.45
短期债务/总债务(%)	31.15	3.04	5.92
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.78	3.10	3.66
总债务/EBITDA(X)	3.97	7.17	6.88
资产负债率(%)	32.50	29.23	34.55

注: [1] 本报告基于国开金融提供的经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计的 2015 年合并口径审计报告、经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计的 2016 年和 2017 年合并口径审计报告;

[2] 本报告中所引用数据除特别说明外, 均为中诚信国际统计口径, 特此说明; 对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标, 本报告中未加披露, 使用“--”表示。

资料来源: 国开金融, 中诚信国际整理

分析师

孟 航

hmeng@ccxi.com.cn

王秋然

qrwang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2018 年 8 月 22 日

基本观点

中诚信国际评定国开金融有限责任公司(以下称“国开金融”、“发行人”或“公司”)主体信用等级 AAA, 评级展望稳定, 评定其拟发行的 2018 年金融债券信用等级为 AAA。本等级是中诚信国际基于对宏观经济、行业环境、母行国家开发银行股份有限公司(以下称“国开行”或“母行”)以及国开金融自身财务实力的综合评估之上确定的, 肯定了国开金融强大的股东背景及雄厚的资本实力, 共享母行的客户资源、风险管理体系、全球分支机构平台以获得优质项目储备并确保项目质量, 依托国开行品牌和市场能力, 与市场化专业机构合作以提升项目管理能力和专业运作水平等; 该等级同时反映了公司面临的多重挑战, 包括公司股权投资回收期长、收益不确定性较高、业务规模扩张对风控能力提出挑战以及宏观经济底部震荡对资产质量可能产生的压力等。

国开金融是境内银行业首家具有人民币直投功能的投资机构, 在国开行运营体系中具有非常重要的战略地位, 在业务资源、资本补充和风控技术等方面均获得了母行的大力支持。中诚信国际认为, 国开行具有很强的意愿和能力在国开金融需要时给予必要支持, 并将此因素纳入本期金融债券的评级考虑。

信用优势

- 中国注册资本额最大的人民币投资机构, 资金实力雄厚; 且通过与国开行信贷业务协同, 满足企业全面的融资需求;
- 依托国开行良好的政府关系、丰富的基础设施和产业客户资源以及全球的分支机构网络, 不断获得优质的项目储备, 具备在全球范围内整合资源的优势;
- 借助国开行经验丰富的专家队伍和完善的风险控制体系, 公司可以广泛参与大型项目的开发评审, 强化风险管控, 确保投资项目质量;
- 依托国开行深厚的国家背景和强大的市场能力, 可以吸引市场化专业合作伙伴, 提升项目管理能力和专业运作水平。

信用挑战

- 股权投资业务投资回收期较长, 投资回报存在一定不确定性;
- 在宏观经济“L”型震荡和资本市场的波动性加大的背景下, 仍需持续关注资产质量;
- 投资收益波动性和资产负债期限不匹配使杠杆运用受到限制, 项目投资资金对于资本金的需求较高;
- 业务规模和种类的扩大以及融资渠道的多样化对风险管理水平提出更高要求。

概况

本期债券概况

本期债券为国开金融拟发行的金融债券，本期债券发行金额为不超过人民币 30 亿元。本期债券为不超过 5 年期固定利率品种，最终票面利率将通过簿记建档集中配售确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，按年付息，到期还本。本期债券的年度付息款项自付息日起不另计息，本金自兑付日起不另计息。发行人不可赎回、投资人不可回售。本期债券票面利率为计息年利率，票面利率将根据簿记建档结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定，协商一致后确定，确定后的票面利率为发行利率，在本期债券存续期内固定不变。本期债券无担保。

本期债券属于公司发行的，本金和利息的清偿顺序等同于公司未设定财产担保的一般负债，先于公司股权资本清偿的金融债券。除非发行人解散、被撤销或破产，投资者不能要求发行人提前偿还本期债券的本金和利息。本期债券属于普通债权，公司破产清算时，在优先清偿破产费用和共益债务后，按《中华人民共和国破产法》规定的清算顺序清偿。

募集资金投向

本期债券募集资金将以股权和债权形式支持新型城镇化、基础设施建设、产业经济和民生业务等重点领域，服务实体经济发展。

国开金融概况

国开金融成立于 2009 年 8 月，是国开行根据国务院批准的商业化转型方案设立的全资子公司，成立时承接了国开行包括基金业务在内的所有非金融股权投资业务，初始注册资本 350 亿元。其后历经多次增资，截至 2017 年末，公司注册资本为 606.24 亿元，是目前国内资本规模最大的综合性股权投资公司。

国开金融作为国开行的全资子公司和统一的非金融类投资平台，是目前中国银行业下属唯一从事人民币投资的专业机构。公司主要经营范围包

括：投资业务、投资管理业务、投资咨询及顾问服务，为各类企业提供管理、咨询、资产重组、并购、项目融资、理财等业务。截至 2017 年末，公司已形成包括城镇开发、产业投资、集成电路投资、海外投资、基金业务在内的五大业务板块，成为辐射海内外的综合性战略投资平台，并已设立 15 家二级子公司。

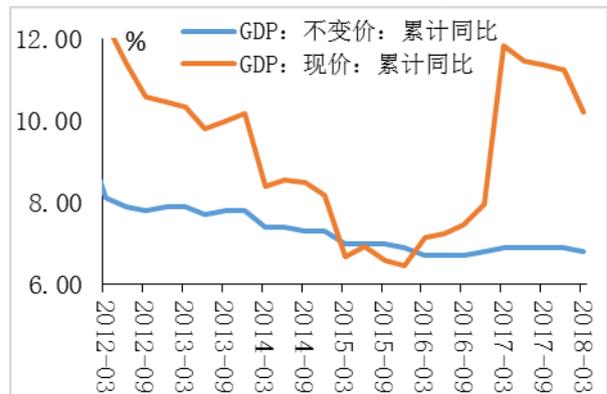
截至 2017 年末，公司总资产 1,361.58 亿元，股东权益 891.14 亿元。2017 年全年实现营业收入 72.39 亿元，净利润 34.81 亿元。

运营环境分析

宏观经济金融环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在

3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召

开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信国际认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

发债主体财务实力分析

战略规划与市场定位

国开金融以“服务国家战略、提高投资效益”为中心，坚持“国家战略性、开行协同性、商业可持续性”的原则，加快实现建设国家级投资平台和一流资产管理机构的发展目标。成立之初，在广泛的市场调研及借鉴同业先进经验的基础上，依据母公司国开行的整体发展战略和资源优势，制定了“三大目标”、“五大板块”的发展战略。

“三大目标”分别为国家战略性、开行协同性、商业持续性。其中国家战略性，即在国家政治外交、区域发展、产业发展等重大战略的实施中具有重要战略地位；开行协同性，即在国开行业务中发挥核心支撑功能，通过投资产品配合国开行提高综合服务水平，实现母子公司业务协同发展；商业持续性，即通过市场化运作，赢得领先而持续的市场业绩，既树立良好的市场形象，也为国家战略和国开行功能性投资项目的实施奠定良好的财务基础，打造中国投资领域的主流、主力机构地位。

结合三大目标，公司明确了包括“新型城镇化、产业投资、海外投资、基金业务和集成电路”在内的五大业务板块。其中，新型城镇化主要以人的城镇化和农业供给侧结构性改革为核心，推动中国新型城镇化可持续健康发展；产业投资主要聚焦供给侧结构性改革，支持战略性新兴产业发展，助力中国经济结构调整和产业转型升级，提前布局“互联网+”相关领域，为国家和地方重大产业项目提供资金，并广泛参与境内外 Pre-IPO 及重大并购重组项目；海外投资为积极参与全球资本市场，服务国家“一带一路”战略，为中资企业“走出去”和海

外资本进入中国提供支持；基金业务为发起设立国家级母基金，投资国内各地区、各行业的优秀私募股权基金，推动中国 PE 行业发展，在现有“国际合作基金、国内开发性基金、商业化基金”的基础上，形成多维度的全方位立体化布局；集成电路为落实国家集成电路产业发展的战略，从战略性与市场化两个领域布局集成电路完整产业链，以芯片制造业为重点，兼顾设计、制造、封测、装备、材料等环节，成为产业链各环节的资本纽带，致力于推动我国集成电路产业持续发展。

中诚信国际认为，国开金融围绕三大战略目标，充分利用国开行的客户资源、网络平台和资金优势，初步形成了五大业务板块，通过积极推动板块产品化和机构专业化，有利于公司在激烈的市场竞争中建立领先的专业市场地位。随着公司业务规模的不断增长和业务种类的丰富，公司的可持续商业模式和风控能力仍处在不断探索完善中，未来公司将计划从财务投资向实业控股延伸，以降低自身再投资风险，建立更稳定的盈利来源。

公司治理与管理架构

公司治理

国开金融在国开行内具有独特而重要的地位，作为国开行的全资子公司，国开金融在承接母行原有投资业务的基础上，已发展成为一个辐射海内外的综合性战略投资平台。

公司目前已形成了董事会、监事会和高级管理层独立运作、有效制衡的公司治理结构。目前公司董事会共有5名成员。公司监事会成员共3名。高级管理层方面，公司总裁曾任国开行信贷局局长，同时公司设副总裁7名、资深专家1名。经营管理层下设战略委员会、投资委员会、资金业务委员会3个委员会。在公司议事、决策方面，国开金融建立了总裁办公会、投资委员会、战略委员会等会议制度，对公司不同层面的决策和经营管理事项进行研究和部署，提升了公司决策和运作的科学性。作为国开行的全资子公司，国开金融受母行管控的范围较大，主要的人事制度、核心干部的提拔、财会制度、费用预算、盈利规划等均遵循母行的指导。

为健全完善公司治理制度，国开金融近年颁布了《国开金融有限责任公司稽核审计工作规定（试行）》和《国开金融有限责任公司员工绩效管理制度》，在子公司的管理方面颁布了《实际控制子公司组织人事管理办法》《国开金融有限责任公司派出董事、监事管理办法》等，提高了公司投资业务流程管理、风险管控和对子公司的管理水平。

关联交易方面，公司在国开行的管理框架下严格管理关联交易，国开行不能为国开金融提供融资性担保授信，公司与国开行及其子公司之间的关联交易，均参照正当的市场交易条款及有关协议条款进行，符合监管要求。

中诚信国际认为，构建良好的公司治理架构和运作机制是公司可持续性发展的基石。从国开金融的战略和职能定位以及董事会构成来看，国开金融服务于国开行整体战略，通过拓展业务范围，优化投资结构，实现母子公司协同发展。

管理架构

国开金融成立以来，根据自身业务特点已建立起一套合理的管理架构，现有部门设置可划分为业务模块和管控模块。

根据投资业务需要，公司共设有8个投资业务部门，构成公司的业务模块。具体包括：2个基金业务部，其中基金一部负责推动和管理中外合作、合资及投向境外的私募股权基金业务，基金二部则主要负责境内的创业投资及私募股权基金业务；5个股权投资业务部门，其中股权一部和股权二部主要负责城镇开发业务，按省份划分业务职责，股权三部主要负责产业板块资本市场项目（Pre-IPO、定增），归口管理全集团资本市场业务，股权四部主要负责产业板块持有型项目，股权五部主要负责管理资产项目；国际业务部归口管理全集团国际业务，负责外事管理工作。

该公司的管控模块包括综合业务部、战略发展部（董事会监事会办公室）、经营管理部、业务发展部、财务资金部、风险管理部、稽核审计部和人力资源部。综合业务部主要负责组织协调公司日常办公工作，并且管理内部信息、公文运转及文印，审核以公司名义印发的党政公文；战略发展部（董事

会监事会办公室)负责研究制定公司发展战略和战略的组织实施,同时对董事会和监事会提供工作支持;经营管理部负责各部门及二级机构考核指标的研究制定及经营状况的统计分析;财务资金部主要负责公司财务预算、财务预测与分析及公司年度财会决算,管理公司财务费用并组织实施税收清缴,负责公司流动性管理、资金规划调拨、对外融资等;风险管理部在负责公司全面风险管理的同时,也对公司的法律事务负责。

此外,国开金融与国开行总行各部门及境内外分支机构会在业务上进行协同,主要是充分依托和发挥国开行分布较广的网络布局和丰富且优质的客户资源,协同效应在业务中表现明显。

为满足业务板块快速发展的需要,公司实施“产品机构化”战略,通过在各板块下设立二级子公司来实现专业化运作。截至 2017 年末,公司并

表二级子公司 15 家。其中,国开元融资产管理有限责任公司(以下称“国开元融”)主营商业物业投资及管理运营;国开创新资本投资有限责任公司(以下称“创新资本”)为夹层业务子公司;国开国际控股为国开金融在港对外投资平台;中非发展基金有限公司(以下称“中非基金”)为公司成立时从国开行承继的国家政策性基金公司,主要负责国家政策层面的对非投资业务,业务运作和管理团队相对独立,与国开金融的业务交叉较少;国开四川投资有限公司,主要负责四川地区的投资业务;2016 年设立了国开科技创业投资有限责任公司,作为公司的对外投资平台;其余 9 家均为基金管理公司,主要作为基金投资管理人参与母基金及其他专项子基金的管理。对各专业子公司,国开金融主要采取外派委员制度,通过外派委员传达公司的意向,并参与重大事项的决策。

表 1: 截至 2017 年末国开金融并表二级子公司

序号	公司名称	持股比例	主营业务范围
1	国开元融资产管理有限责任公司	100.00%	商业物业投资及管理运营
2	国开创新资本投资有限责任公司	100.00%	夹层投资产品
3	国开国际控股有限公司	100.00%	在港对外投资平台
4	国开科技创业投资有限责任公司	100.00%	对外投资平台
5	国开四川投资有限公司	80.00%	四川投资业务及管理
6	中非发展基金有限公司	84.99%	对非投资业务
7	国开投资发展基金管理(北京)有限责任公司	100.00%	基金管理公司
8	开元(北京)城市发展基金管理有限公司(以下称“城开基金”)	80.00%	基金管理公司
9	开元武汉城市圈建设发展基金管理有限公司	74.50%	基金管理公司
10	国开开元股权投资基金管理有限公司(以下称“国开开元”)	70.00%	基金管理公司
11	中瑞创业投资基金管理有限公司	67.00%	基金管理公司
12	开元发展(湖南)基金管理有限责任公司	60.00%	基金管理公司
13	国开(湖北)投资有限公司	60.00%	基金管理公司
14	国开熔华产业投资基金管理有限责任公司(以下称“国开熔华”)	51.35%	基金管理公司
15	广西国开投资管理有限公司	51.00%	基金管理公司

资料来源:国开金融

此外,为适应业务快速发展,公司信息管理体系的建设正在逐步加强,进行了信息化工作的全面规划,完成公司门户网站建设和信息化战略规划,信息化建设进入实施及优化阶段。近年来,公司根据业务需求对协同办公系统、资金管理系统、投资项目管理系统等不断进行优化。

中诚信国际认为,国开金融经过几年的发展,初步建立了较为清晰的组织管理架构,板块产品化和机构专业化战略取得一定进展。随着战略的持续推进,二级子公司和人员也将进一步增长,公司仍需不断优化调整组织架构,加强对子公司的管理,提升整体经营管理水平。

业务运营

国开金融作为国开行的全资子公司和统一的非金融类投资平台，是目前中国银行业首家从事人民币股权投资业务的专业机构，其在国开行业务体系中具有重要的战略地位，归口管理着国开行的非金融类投资业务。

依托国开行良好的政府关系、多年来培育扶持的大量基础设施和产业客户资源，以及覆盖国内外的广泛的机构网络，公司成立以来，业务快速发展，截至 2017 年末，已形成城镇开发、产业投资、集成电路产业投资、海外投资和基金业务五大业务板块，逐渐成为辐射海内外的综合性战略投资平台，并致力于在全球范围内的提升资源整合能力。截至 2017 年末，公司累计出资 2,685 亿元，出资余额为 1,855 亿元，上述五大板块年末出资余额占比分别为 21%、18%、43%、5% 和 13%。

表 2：2015-2017 年业务投资概况

	2015	2016	2017
累计承诺投资项目（个）	416	534	711
当年新增承诺出资额（亿元）	1,050	724	1,064
承诺出资额（亿元）	2,553	3,017	4,388
当年新增出资额（亿元）	510	474	602
累计出资额（亿元）	1,763	2,075	2,685
年底出资余额（亿元）	1,189	1,359	1,855

资料来源：国开金融

城镇开发

国开金融城镇开发业务主要是服务于国家的城镇化战略，借助国开行在政府关系、规划先行、信贷资金和产业发展等多方面的资源优势，与地方政府共同设立合作机构，并广泛吸引社会资本共同参与，为各地城镇建设运营提供一揽子综合服务，探索城镇发展新模式。

业务定位上，公司并不是单纯的进行短期财务投资，而是实践国开行对于城镇化的理念，打造以服务于地方经济社会发展和推进中国城镇化进程为目标的新型银政合作平台，并形成中国城镇开发战略联盟，探索城镇发展的新模式。目前国开金融已与超过 200 家领先机构达成合作意向，其中包括国家级的城镇建设理论研究机构、全球领先的战略

咨询及规划设计公司、以及新能源及绿色城镇、智能城镇、城镇管理、商业地产开发、酒店管理、主题公园、医疗教育、养老健康、产业发展、城乡统筹、民生发展等方面的知名机构等，共同参与各地城镇化建设。

实际运作中，国开金融与地方政府以及有运营能力的市场化机构设立合作平台，负责城镇新区的综合开发（含统筹规划、土地开发、配套建设、资产运营、特色产业以及社会民生项目的发展）。地方政府一般会给予国开金融诸如参与区域规划、保障土地指标、减免相关税收、授权特许经营等方面的支持措施。

国开金融的城镇开发业务非常重视市场化运作和收益水平，针对不同类型的项目，公司的参与方式与收益要求会有差异，具体来说：针对分布在核心城市的核心地段、有较好商业前景的项目，公司会以股权形式投资，并参与管理，要求分享资产增值的收益；而针对收益实现前景不够明确，主要集中在省重点发展地市的项目，公司以夹层投资的方式参与，期限一般 2-5 年，要求固定收益回报。

为支持新型城镇化建设，公司于 2014 年 12 月发起设立了新型城镇化专项基金，截至 2017 年末已设立十期，每期规模 100 亿元。基金主要投向包括：棚户区及旧城改造、保障房建设项目；水务、垃圾处理、供热、供气、城市公共设施、节能环保等实行特许经营的城市公共事业项目；新城镇建设项下的医疗、旅游、养老类项目。

具体投资策略上，公司投资于与城镇土地关联的领域，具体包括旧城改造、土地一级开发、棚改项目；城乡建设用地增减挂钩、农民宅基地确权颁证流转等相结合的建新安置和拆旧复垦项目。投资于与城镇特许经营权关联的领域，具体包括垃圾、污水处理等基础设施项目；地下管沟的建设与改造项目；能源合同管理项目；信息网络、智能建筑、绿色建筑等智慧城市配套设施项目。投资于以人为核心的城镇化领域，具体包括文化、教育、医疗、节能环保、养老及旅游生活等设施项目和生活服务业项目。

2017 年，公司继续协同国开行拓展棚户区改造

等项目，投资了北京、湖北、湖南、四川等地棚户区改造项目，同时继续落实乡村振兴战略，在成都、海口、南宁等地全国首批市民农庄试点项目落地，累计投资 3.7 亿元。围绕各类旅游资源打造特色项目，投资建设上海“梦中心”项目，与美国等多个国家的文化娱乐机构探讨运营合作模式，致力于打造上海城市地标；引导特色小镇业务健康发展，筹备发起设立总规模 200 亿元的海南特色小镇基金；同时继续布局文化旅游、大健康领域，战略入股古镇运营公司，并在广西探索医疗、养老、市民农庄全产业链布局的医疗大健康发展格局。此外，国开金融完成国开雄安投资公司的投资决策，响应国家建设雄安新区的战略部署，支持京津冀一体化建设，这将成为公司未来的一个新的投资方向。2017 年，城镇开发板块全年新增投资 205 亿元，占公司全年新增投资总额的 34%，截至 2017 年末，城镇投资余额 414 亿元，占年底投资余额的 22%，投资和储备的项目已经覆盖北京、上海、广州、深圳等 20 多个国内重点省市和地区。

除公司本部之外，国开金融还主要通过其下属子公司中国新城镇发展有限公司（以下称“中国新城镇”）和城开基金开展城镇开发业务。中国新城镇先后于 2007 年 11 月和 2010 年 10 月在新加坡和香港两地挂牌上市，是新城镇发展领域的首家海外上市公司。国开金融于 2014 年 3 月收购中国新城镇 54.3% 股份，并将其定位为旗下从事新型城镇化业务的唯一上市平台，结合自身开发运营能力和国开金融投资实力，为各地提供新的城镇化综合解决方案，形成集融资、投资、开发、运营于一体的全国领先的城镇开发和运营集团。2017 年，公司完成了中国新城镇在新加坡的退市工作，退市股权转让至香港上市。城开基金管理公司是由国开金融（持股比例 80%）、昆仑信托（持股比例 10%）、中海信托（持股比例 10%）于 2011 年 6 月共同出资成立的有限责任公司，注册资本 1 亿元，专注于城镇开发板块的投资与管理。

总的来看，国开金融的城镇开发业务把握国家新型城镇化建设的重要机遇，并取得地方政府政策支持 and 引入第三方机构市场化运作，已投资项目本身

盈利预期良好，同时按投向设立多期专项基金，未来业务市场广阔。

产业投资

国开金融的产业投资业务主要是配合国家产业化进程的推进，为国家和地方重大产业项目提供资金，并广泛参与境内外 Pre-IPO 及重大并购重组项目。产业投资业务的投资方式主要包括三种：一是股权投资，适用于有良好成长性和成熟性的企业，其中主要包括为持有投资和 Pre-IPO 两种方式，持有投资方面，公司主要对有长期稳定发展前景的重点行业，通过主动投资或并购成为投资企业具有影响力的股东，一般采用直接出资收购现有公司的股权（资产）或新设项目公司的模式进行投资，并持续持有，投资目的是获取服务国家战略、国开行战略所需的核心资产，重点关注风险较低、现金流充裕、资金门槛较高、管理要求相对较低的行业及公司；Pre-IPO 方面，公司帮助目标企业改善治理结构，引入市场资源、公共关系资源和企业管理资源等，并充分依托国开行全方位金融服务的优势，大力支持企业进入资本市场，主要合作对象包括国家开发银行信贷客户中的优质企业、各地区优势产业中的领先企业、优秀中介机构推荐的重点客户、各地上市办和金融办支持的筹备上市企业等。二是夹层投资，适用于阶段性缺乏资金、未来预计现金流充裕且实际控制方信用等级较好、具有一定担保资源的企业或项目。三是并购重组，包括通过定向增发、借壳上市等方式参与企业股权重组、资产重组或债务重组等，对目标公司形成投资，协助其提升盈利能力，实现投资增值，并购重组的退出方式包括股权转让或上市退出等。

2017 年，公司支持装备制造业企业产业升级，30 亿元战略入股中车股份，同时服务国家“双创”战略，投放涵盖生态环保、冷链物流、新材料、生物医药、互联网等领域。此外，投放的顺丰速运及卓郎纺机成功上市，获得较高溢价。2017 年产业板块新增出资 61 亿元，占公司全年新增投资总额的 10%。截至 2017 年末，产业投资余额为 290 亿元，占公司年末投资余额的 16%。

集成电路产业投资

国开金融通过国家集成电路产业基金（以下称“集成电路基金”）、装备基金和国开新能源三个平台开展集成电路领域投资业务。集成电路基金由工业和信息化部与国开行联合牵头发起设立，旨在创新投融资方式，由中央财政注资引导社会资金投入，落实《国家集成电路产业发展推进纲要》。基金首期规模 1,380 亿元，其中国开金融承诺出资 320 亿元，为最大社会投资人，并负责牵头组建华芯投资管理公司作为基金的管理人。集成电路基金作为服务国家战略的重要平台，实行市场化运作，重点投向集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备、材料等环节。2016 年，公司将集成电路投资从产业投资板块分离进行单独管理，投资业务迅速发展，主要包括长江储存区基地项目、华为生产线项目等一批重大战略项目全面开工建设；推动中芯国际战略入股长电科技，加强产业链融合，打造国内集成电路行业最大的“制造+封装”企业；同时通过融资租赁业务加强集成电路国产装备的应用，提升产业链上下游的协同性。2017 年全年该板块投资 285 亿元，占国开金融当年对外出资总额的 47%，截至 2017 年末的投资余额为 855 亿元，占公司年末投资余额的 46%。

基金业务

国开金融是国内从事私募股权基金投资和管理业务时间最早、数量最多、管理规模最大的机构，目前已投资和管理了近百支基金，基金总规模 5,000 亿元人民币，是国内最具影响力和信誉保障的基金投资管理品牌之一。国开金融的基金业务主要包括多双边合作基金、母基金和国开系列发展基金等。多双边合作基金方面，国开金融积极落实国家领导人对外承诺，实践我国经济外交政策，自 1998 年起就开始代表中国政府发起设立并投资管理多双边合作基金，在国家外交与投资合作战略中发挥了重大作用，是国开行国际业务中最重要的组成部分之一。2015 年公司发起与参与设立了中阿、中拉、中法创新、东盟三期四只基金，2016 年，中阿基金完成了 3 个项目的投资决策和首个项目出

资；中拉基金共完成了 2 个项目的投资，累计投资 9.15 亿美元；此外还设立了目标规模 2 亿欧元的中法小企业基金二期。2017 年，公司响应国家政策，承诺对丝路基金新增约 150 亿元投资，总体来看，截至 2017 年末，先后投资管理了多双边合作基金共 18 支，对外承诺投资金额近 307 亿人民币，是国内多双边合作基金投资管理的第一品牌。

母基金业务方面，公司主要投资于国内各地区、各行业的优秀私募股权基金，推动中国 PE 行业发展。2010 年，为了进一步巩固公司在股权投资行业的地位，引导社会资金支持国家产业发展战略，促进股权投资行业规范健康发展，国开金融公司和苏州创投集团决定共同发起设立总规模为 600 亿元的国创母基金，其中成立总规模为 400 亿元的“PE 母基金”，首期 100 亿元，以推动产业整合为目标，主要投资于专注于产业整合、并购重组的股权投资基金，由国开金融公司主导运营，国开开元¹为 PE 母基金的基金管理人，负责母基金的投资运营；另外，成立总规模为 200 亿元的“VC 母基金”，首期 50 亿元，以扶持科技型中小企业发展为目标，主要投资于专注早期和成长期投资的创业投资基金，由苏州创投集团主导运营。投资策略上，PE 母基金除大部分资金投资于子基金外，还将对子基金、国开金融和其他机构的优质项目进行跟投。PE 母基金的资产配置组合中主要由成熟型基金、成长性基金、创新型基金、跟投项目四大类构成。其中成熟型基金主要是指由国内成熟团队或国际资本集团发起的人民币基金，投资规模超过 30 亿元，预配比例为 25-30%，预期收益 20-25%，单笔投资规模为 1-3 亿元，投资子基金数量 10-15 支。成长型基金主要是指从成熟团队中独立的、做小基金成功后转而募集较大规模的、或由本土投行跨国投行设立的人民币基金，投资规模 15-30 亿元，预配比例为 20-25%，预期收益 25-30%，单笔投资规模为 3-5 亿元，投资子基金数量 4-7 支。创新型基金主要是指开行资源类基金、固定收益类基金、私募股权基金二级市场、不良股权债权资产重组类基金及绝对收益类基金，投资规模 15-30 亿元，预配比例为 15-20%，预期收

¹ 国开开元是由国开金融公司出资 3,500 万元，苏州创投集团出资 1,500 万元组建的基金管理公司，是 PE 母基金的唯一普通合伙人。

益 20-30%，单笔投资规模为 1-3 亿元，投资子基金数量 5-8 支。跟投项目预配比例最高不超过 30%，预期收益 25-30%。2017 年，PE 母基金一期基本完成全部投资，母基金二期基本完成全部募集。总的来看，国开金融的母基金主要投资于国内人民币私募股权基金，已建立起一套基金评估评价体系、严格的投资决策流程，合作对象主要为国内排名领先的专业基金管理团队，基金预期收益较高。但鉴于私募股权基金的投资属中长期投资，短期内缺乏流动性，投资收益和估值往往随着宏观经济和市场情况的波动而波动，资金回收期长，投资收益的不确定性较高，且收益在投资回收时一次性集中确认，因此需定期关注投资项目的内部收益水平及估值情况。

国内开发性基金方面，国开金融于 2012 年底发起设立国开发展系列基金，基金采用平行基金架构，分设国开厚德、国开精诚、国开瑞明及国开思远四只基金，共募集社会资本 182.9 亿元，基金投资领域涉及新型城镇化、综合金融、交通、水利等多个行业，区别于一般市场基金通常采取直接股权投资方式，国开发展系列基金采取夹层投资、私募股权、城镇开发等多种产品开展基金投资，更好地满足市场需求，降低投资风险并为股东获取良好收益。2017 年，公司积极推进总规模 1,000 亿元的泛珠三角区域合作产业投资基金设立，基金设立方案在 2017 年深化泛珠三角区域合作省（区）部际协商会议上审议通过，同时完成总规模 100 亿元的山东新旧动能转换母基金设立方案。截至 2017 年末，基金板块投资余额 220 亿元，在公司总投资余额中占比 7%。

海外投资

国开金融的海外投资业务主要服务于国家的国际化战略，募集境外资本，积极参与全球投资市场，配合中国企业走出去和国开行海外贷款业务发展。

2011 年 12 月，国开金融在香港设立全资子公司国开国际控股，作为国开行和国开金融唯一的海外投资平台。2012 年 3 月，国开国际控股完成对香港上市公司新资本国际投资有限公司（1062.HK）

66.16% 股权的收购，并将其正式更名为“国开国际投资有限公司”（以下称“国开国际投资”）。2014 年 3 月，国开国际控股成为中国新城镇（1278.HK）的控股股东，国开国际控股将这两家香港上市公司分别作为海外股权投资和新型城镇化业务的重要投资平台。截至 2017 年末，国开国际控股总资产达 200 亿元，资产规模在中资银行驻港机构中名列前茅。

借助香港开放发达的金融环境，依托国开行 7 万亿人民币资产形成的客户资源以及中国最大的外汇贷款银行的地位，国开国际控股在香港及海外发掘优质投资机会，业务定位原则上以中国机会投资为主，纯海外项目为辅，主要投资具有中国元素的海外项目，包括中资企业境外上市公司再融资、Pre-IPO、私有化、中资企业海外并购和海外建设项目、外资企业投资于中国的项目等。同时，有选择性地关注纯海外项目的个案投资机会。在选择投资对象时，尽可能选择具有一定规模的成熟企业，避免高度周期性且处于相对景气高点的行业、经营策略过于激进、负债水平过高的企业。单个项目投资金额在 2,000 万美元至 1.5 亿美元之间。

作为国开行的海外投资平台，国开国际控股是国家开发银行的品牌和信用的延伸，可以使被投资企业获得信用提升，推动客户与国开行形成投、贷、债、租、证全方位合作关系，为企业提供从资本金到贷款的全面融资需求，支持企业的长期发展。此外，国开行作为中国最大的外汇贷款银行，拥有遍布全球的网络，工作组覆盖全世界 142 个国家和地区，为国开金融的海外投资业务提供全球化的网络支持，在海外业务开拓上具有一定的竞争优势。

2017 年，公司投资高性能的智能电动汽车蔚来汽车项目与优质的综合性互联网金融服务平台挖财项目各 2,500 万美元，同时存量项目百世物流及阿里巴巴项目实现高溢价退出。2017 年，海外投资板块全年新增出资 11 亿元。截至 2017 年末，海外投资板块投资余额 76 亿元，在公司总投资余额中占比约为 2%。

风险管理

风险管理和架构

国开金融以“全面性、有效性、适时性、注重成本效益”为风险管理原则，通过建立行之有效的风险管理组织架构、机制和流程，以及对风险的识别、分析和有效管理，不断提升公司整体风险的有效防范和控制。

公司风险管理的组织架构由董事会、监事会、管理层、具体执行部门组成。董事会是公司的最高风险控制权力机构，授权管理层审定与风险管理有关的其他事项等。监事会是公司的监督与内部稽核主管机构，其主要职责是监督公司基本制度的执行情况和公司董事、管理层人员履职情况、向股东或主管部门报告。管理层主要通过总裁办公会形式审议公司风险管理制度和具体规章、审定风险管理季度报告。管理层下设了战委会和投委会。其中战委会委员由公司总监级别（含）以上的领导担任，战委会主席由公司总裁担任。战委会负责全面掌握公司以及子公司（含控股和参股子公司）投资和经营情况，审议公司和实际控制子公司相关投资项目是否符合公司战略并决定是否予以立项，决定与公司投资有关的重大事项。投委会由5名委员组成，其中3名为常设委员，2名为轮值委员，投委会主席、副主席及其他常设委员由公司党委会任命，轮值委员由公司轮值委员库中选择。投委会负责在公司股东、董事会的授权范围内对公司和实际控制子公司投资事项和投资退出事项做出决策。风险管理部是风险管理的具体执行部门，其主要职责包括起草风险管理基本制度和具体规章，报经批准后组织实施；定期评估公司的整体风险，按季提出风险分析与管理报告并报送总行风险管理局；参与投资项目的审核，为公司投资管理工作提供风险分析建议，为投资项目决策提供风险防范意见和建议；负责组织召开战委会和投委会并监督各部门对其决议的实施；负责公司业务运作的合规管理与法律事务支持。股权部、基金部和财务资金部合称“项目主办部门”，分别负责对直接投资和城市开发项目、基金投资项目和短期资金运作进行风险的日常管理与实时监控；定期对项目风险进行评估，对项目资产质量进行分类；当出现风险时，制定风险策略或方案并组织实施。战略发展部、经营管理部、人力

资源部、综合业务部分别从公司战略、经营管理、人员、行政等角度把控公司的风险，是公司整体风险管理的组成部分。

制度建设层面，公司成立以来制订了与自身风险管理架构相适应的制度。其中，《风险管理制度》是公司风控制度的总则，涵盖了公司的风险管理原则、主要风险管理环节等方面。在该制度确立的框架下，投资业务方面，公司制订了包括《投资委员会管理办法》《战略委员会管理办法》《投资业务管理办法》《投资项目立项管理办法》和《投后管理办法》等，保障了业务的规范运营。为了加强前中后台在项目投资业务中的分工协作，有效控制项目投资的风险，提高项目投资决策的效率和质量，公司根据以上制度以及实践经验制订了《投资业务操作规程（试行）》，该操作规程适用于国开金融直接投资或由实际控制的子公司投资并由国开金融审议决策的项目。未来公司将根据该操作规程和相关办法对投资业务操作流程逐步细化，制定实施细则或操作指引。此外，公司制订了《资金头寸管理暂行办法》《资金支付管理暂行办法》以及《稽核审计工作规定（试行）》等制度，加强了对市场风险、流动性风险和操作风险管理的制度约束。

中诚信国际认为，国开金融按照自身的投资业务需求初步搭建了风险管理架构并制订了相应的制度，随着业务不断发展，公司仍需不断提高风险管控水平。

信用风险

信用风险是指因借款人或交易对手违约或其信用质量发生变化而给公司带来损失的风险。国开金融的信用风险主要涉及公司的债权、夹层投资项目的信用风险敞口。为了防范信用风险，国开金融制定了严格的项目审批制度和流程，公司投资业务的流程具体包括：项目受理和初步研究、立项申请和审议、尽职调查和项目推进、投资决策申请与审议、投资决策执行、投后管理、项目退出等环节。

在项目受理和立项阶段，项目主办部门负责投资机会的识别和发掘，获取项目信息，并将项目信息报送经营管理部，由经营管理部办理相应入库手续。项目主办部门通过初步研究，判断项目的投资

价值，进行初步筛选并决定是否受理，在项目受理后三个月内完成项目前期调研工作，对项目的行业基本面、拟投资企业经营模式和财务信息、项目退出渠道等方面进行分析和研究，并向战委会递交《立项申请报告》。由风险管理部牵头组建的项目审查小组根据项目所处行业的投资价值、拟投资公司是否符合公司战略要求、项目团队拟提出的初步项目法律架构设计和条款安排是否能够保护公司利益并且避免法律风险等方面对拟立项项目的《立项申请报告》提出正式审查意见。项目审查小组出具审查意见后，战委会负责从公司整体资产配置策略、流动性及盈利性要求、拟投项目的战略价值等方面对项目进行审议，战委会以委员总人数三分之二（含）以上委员一致投票结果为审议结果。经战委会投票通过的项目上报公司总裁批准后正式立项。控股子公司项目立项决策原则上先上报国开金融战委会审议，根据国开金融战委会审议结果，由国开金融派出的代表（包括但不限于国开金融委派的董事、投委会委员、股东代表等）在子公司内部立项决策会议上进行投票表决。

项目立项后，在尽职调查阶段，项目主办部门根据项目实际情况，对拟投项目的运营和财务情况、团队情况、所处行业的现状、风险和缓释措施等方面进行深入的商业尽职调查和详细的财务测算，并撰写《商业尽职调查报告》。风险管理部根据情况有权指派人员参加项目的商业尽职调查，并应当对调查中涉及的风险问题进行汇总，并撰写《风险调查意见》。经过商业尽职调查，项目团队分析认为项目具有投资价值的，项目团队可以与被投资人或者合作伙伴进行核心条款的谈判，就核心条款达成一致时，公司适时组织律师事务所、会计师事务所等第三方机构开展法律、财务等尽职调查并出具独立的调查报告。全部尽职调查工作应在立项后三个月内完成。

在投资决策阶段，项目团队根据尽职调查结果完成《投资评审报告》，经项目审查小组对项目进行总体评价并提出审查意见后提交投委会审议。投委会会议以全体委员一致投票结果为审议结果。目前由国开金融本部直接投资的项目，经公司投委会

审议通过后需上报国开行总行投委会审议，上报前投委会审议纪要须以签报形式上报公司总裁批准，公司总裁在上述审批环节拥有否决权。经公司总裁批准后，项目团队将《投资评审报告》报送总行评审管理局，由总行投委会进行决策。控股子公司的项目审议决策原则上先上报国开金融投委会审议，根据国开金融投委会审议决策的结果，由国开金融的派出代表（包括但不限于国开金融委派的董事、投委会委员、股东代表等）在子公司内部决策会议上进行投票表决，获得通过的项目由国开金融向总行评审管理局进行告知性备案。

在投后管理阶段，公司主要关注的是项目实施过程中的不确定性风险，强调对投资企业相关方的经营管理情况、财务状况、后续资金筹措能力和资金调度能力的监管。公司项目主办部门承担投资项目的日常管理职能，负责项目的监控工作。公司根据与被投资企业签署的投资文件的约定，向被投资企业委派相关人员。风险管理部有权对任何项目进行调查、了解和监督，并对发现的问题及时向战委会进行汇报。项目主办部门撰写年度和季度投后管理分析报告，对项目的日常管理、项目经营情况进行说明并将被投资企业实际运行情况与该项目投资评审时相关预测进行对比，以及时发现已投资项目的问题并提出解决措施。公司定期召开投后管理汇报会，并要求项目主办部门落实汇报会上对投后管理工作提出的具体要求和建议。此外，公司引入目标管理体系，并将其固化在投资管理系统中，按季对已投项目的各项指标进行监测，加强项目投后管理的量化监督与考核。

投资退出阶段，项目主办部门根据市场环境、企业经营情况、股权价值等因素提出投资项目退出的建议、操作方案和程序。项目主办部门完成退出方案后，应提交项目审查小组进行审查并出具审查意见，上报公司投委会审议。投委会审议通过后，项目团队负责与风险管理部准备需要签署的各种法律文本，并与投资项目相关各方进行谈判。项目团队负责退出款项的收回并由风险管理部和财务资金部予以配合。

总体来看，国开金融建立了适合自身的信用风

险管理流程和办法，未来随着投资规模的不断扩大，公司还须加强对行业 and 不同项目的生命周期特点的研究，提高对信用风险的把控能力。此外，由于公司目前人员有限，对项目的后评价工作尚未开展，未来需加强该方面工作。

市场风险

市场风险是指金融工具的公允价值或未来现金流量受市场价格变动影响而波动的风险，国开金融主要市场风险包括权益价格风险、利率风险、汇率风险等。

权益价格风险是指以公允价值计量的金融资产的公允价值或未来现金流量因股权投资市场价格变动而波动的风险。公司积极管理权益价格风险，紧密监控权益类投资价格的变动情况。权益价格风险将影响公司指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值。对此，公司关注此类投资的定价依据及价格公允性，通常情况下国有企业按评估值作价、外资并购按评估值作价、上市公司按审计值作价。在项目受理阶段，项目团队对拟投资企业进行估值分析，并在投资决策阶段将项目估值作为向投委会汇报的重要内容之一。

利率风险方面，公司利率风险主要指金融工具的未来现金流量和公允价值随市场利率变动而波动的风险。公司积极管理利率风险，紧密监测利率风险敞口的变动，在必要时提高资产和负债利率重新定价日的匹配程度。此外，公司采取适时调整金融资产投资的策略，从期限和品种结构等方面优化投资组合。对于外汇投资项目，公司将会在投资协议中作出有关安排，尽可能由合作方承担汇率波动风险。对于涉及市场风险的相关项目，公司项目主办部门根据市场利率、汇率和有关资本市场价格波动情况，及时在投资评审报告或投后管理报告中提出风险监测意见和应对建议。

总体上看，国开金融实施了市场风险监测，但未来市场风险管理体系还有待完善，包括继续完善相关管理制度、丰富量化监测手段、建立信息化系统支持等。

流动性风险

流动性风险分为融资流动性风险和资产流动性风险。融资流动性风险是指公司在不影响日常经营或财务状况的情况下，无法满足资金需求的风险。资产流动性风险是指由于市场深度有限或市场动荡，无法及时以合理价格出售资产以获得资金的风险。

在融资流动性风险方面，目前公司主要以自有资金投资，负债较少，对外融资主要来自银行借款，借款期限集中在三年以内，同时，公司于 2014 年和 2015 年分别发行了 5 年期、金额为 25 亿元的固定利率金融债券；其三级子公司于 2015 年发行了 3 年期、金额为 13 亿人民币的固定利率优先担保票据；2016 年，公司的一级子公司国开国际控股在香港发行 5 亿美元的 5 年期债券，2017 年公司发行了 5 年期 30 亿元的金融债券。

在资产流动性方面，目前公司的资产主要由固定收益类投资、夹层投资、基金投资、股权投资组成，其中固定收益类投资和夹层投资资金来源以银行借款和金融债券融资为主，投资到期后可以及时偿还银行借款和金融债券本金，期限基本匹配。同时，为规避资产负债错配风险，公司制定了较为审慎的投资原则，即股权投资规模不超过权益资金规模，固定期限债权项目总规模大于对外负债规模的 120%。但随着未来金融债发行量增大，可能面临使用长期外部融资进行股权投资而形成的期限错配压力，但从目前来看，金融债募集资金主要投向城市公用设施等控制性资产的收购，以及城市新城镇化建设、产业经济和民生业务，该类投资资产收益一般高于金融债成本，资产收益可以覆盖债券利息，能够有效缓解融资资金的期限错配。此外，随着公司已投资项目逐渐到期，项目本金逐步得到回收，金融债偿还风险较小。

公司财务资金部负责统一管理公司资金头寸，联合有关部门根据业务发展情况预测流动性需求，根据公司发展战略按部门、业务或产品核定资金运用额度。公司对资金运用进行分类管理，在完成对长期股权投资等主营业务、重大固定资产购建以及费用开支的资金安排等一级资金配置后，财务资金

部以“安全性”为首要目标，综合考虑资金的流动性、使用效率、期限结构等因素，对富余资金头寸根据市场情况进行二级配置，投资于各类金融工具，并确保配置比例符合公司短期资金投资政策要求。财务资金部负责按周向管理层报送报表，反映公司资金头寸情况和资金配置情况。在对资金进行二级配置时，财务部门根据公司年度费用预算和日常滚动预算，保持公司备用金账户中留有一定余额，以保证公司日常费用开支。

中诚信国际认为，国开金融流动性风险管理可以基本满足公司目前的业务开展。但随着公司业务规模的不断扩大和融资渠道的拓展，公司应针对自身业务特点尤其是资产流动性较低、投资回收期较长的情况，制定合适的杠杆率，进一步提高流动性风险管理的主动性和管理水平。

操作风险

操作风险是指源于内部流程、人员和系统不足和过失或外部事件导致损失的风险。公司各部门负责评估自身的操作风险，并执行公司的操作风险管理政策和程序，风险管理部联合相关部门或外部机构定期或不定期对有关业务进行风险检查和分析。在投资业务中，操作风险与信用风险是密切相关的，操作的不规范可能会导致不当的投资决策和低效的投后管理，从而引发信用风险。

内控制度方面，公司已在投资业务、资金运用和财务管理、日常经营、行政人事等方面制定了 100 余项内控制度，内控制度体系逐步完善。投资业务方面，公司《投资业务管理办法》规定了各个部门在项目不同阶段的职责和权限，对其中可能发生操作风险的环节制定了防范措施。在开展投资业务时，项目主办部门应至少指派三人组成项目团队负责具体工作，严禁一人独立完成项目全过程；风险管理部有权派人员参加项目的商业尽职调查并提供风险和法律意见，以起到较好的制衡作用。为了规范投资过程，加强有效信息对投资决策的支撑，国开金融要求项目团队对项目关键性内容和重大进展定期形成书面记录并归入档案备查。公司要求战委会和投委会委员分别对《立项申请报告》和《投资评审报告》的质量进行不记名评价，评价结果将

与项目主办部门和人员的考核挂钩。资金运用环节，公司要求财务部门加强对银行对账单的稽核和管理，出纳人员不得同时从事银行对账单的获取、银行存款余额调节表的编制等工作；定期指派对账人员以外的其他人员对银行存款余额调节表进行审核，确定银行存款账面余额与银行对账单余额是否相符；要求对 POS 机密码和网上银行密码妥善保管并定期更换。

此外，国开金融稽核审计部负责对公司本级各部门和各控股子公司财务收支、经营活动、风险状况、内部控制及治理效果进行审查和评价，以促进公司合规经营和稳健发展。公司稽核审计工作在公司管理层领导下进行并对其负责，对风险排查和内部审计中发现的问题，要求被审计部门进行及时整改和反馈。

作为统计工作的基础，公司初步建立了项目数据库，对总行存量划转项目及新增投资项目的名称、类型、规模、出资及回收等信息进行了统一整理和核实，并随着业务发展不断更新维护。未来随着公司整体管理架构的逐渐成型和细化，公司将分阶段逐步推进 IT 系统建设工作，不断优化财务系统和风控系统。

总体来看，国开金融注重内控制度建设，为操作风险管理奠定了良好的基础。伴随着公司业务工作的开展，公司操作风险管理体系仍需不断完善，系统建设有待加强，以进一步提高管理水平和工作效率。

财务分析

以下分析基于国开金融提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015 年合并口径审计报告、经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2016 年和 2017 年合并口径审计报告。已审财务报告的审计意见类型均为标准无保留意见。

盈利能力及经营效率

国开金融的营业收入主要来自于投资收益、汇兑收益、利息收入、手续费及佣金收入和公允价值变动收益。2017 年，投资收益、利息收入、手续费

及佣金收入和公允价值变动损益分别占公司总营业收入的 66.16%、8.68%、7.10% 和 12.48%，而汇兑收益出现浮亏。

表 3：2015-2017 年营业收入结构（金额单位：百万元）

	2015		2016		2017	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
投资收益	5,039.32	64.89	5,444.75	107.70	4,789.06	66.16
汇兑损益	138.09	1.78	915.56	18.11	(635.16)	(8.77)
利息收入	950.56	12.24	556.14	11.00	628.09	8.68
手续费及佣金收入	511.67	6.59	480.08	9.50	514.19	7.10
公允价值变动损益	899.94	11.59	(2,551.14)	(50.47)	903.78	12.48
其它业务收入	225.76	2.91	209.86	4.16	1,039.11	14.35
营业收入	7,765.34	100.00	5,055.25	100.00	7,239.07	100.00

资料来源：国开金融

国开金融的投资收益主要来源于资产处置收益、股利收入和按权益法享有的被投资单位净损益的份额。2017 年，由于资产处置收益的减少，公司投资收益较 2016 年下降 12.04% 为 47.89 亿元。利息收入主要来自应收款项类投资、买入返售金融资产、贷款和银行存款。2017 年以来，市场资金成本有所上升，同时受银行存款和买入返售金融资产利息收入增加影响，使得公司利息收入较 2016 年增加 12.94% 为 6.28 亿元。汇兑损益方面，主要受公司子公司中非基金的汇率变动影响，2017 年公司汇兑损益的变动由 2016 年收益 9.16 亿元变为亏损 6.35 亿元。公司手续费及佣金收入主要来自受托业务及顾问和咨询业务，2017 年实现受托业务管理服务 5.11 亿元，较上年增加 6.66%，顾问和咨询费由 2016 年的 0.01 亿元增加至 0.03 亿元，受此影响，2017 年手续费及佣金收入较 2016 年增加 7.11% 至 5.14 亿元。此外，公司的公允价值变动损益主要来源于以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产，投资标的主要为股权投资、股票、基金和理财产品等。主要受市场价格回升影响，2017 年公司公允价值变动损益由 2016 年的 -25.51 亿元上升为 9.04 亿元。

总体来看，近年来公司受外汇汇率波动影响，使得汇兑损益有所下降，但公司生息资产规模上升、资本市场价格回升，导致利息收入和公允价值变动损益呈现增长态势，且公允价值变动损益增幅较大，受此推动，公司全年实现营业收入 72.39 亿元，较上年增长 43.20%。

营业支出方面，国开金融的营业支出主要包括

利息支出、业务及管理费用、营业税金及附加、资产减值损失等。利息支出方面，2017 年，公司在银行间债券市场公开发行一期 30 亿人民币的 5 年期固定利率金融债券。截至 2017 年末，公司向金融机构借款较上年末增加 39.75% 至 271.14 亿元，应付债券较上年末增加 28.49% 至 125.17 亿元。融资渠道的拓宽使得利息支出有所增加，2017 年为 15.76 亿元，较上年增加 20.18%。其中向金融机构借款利息支出为 10.77 亿元，占比 68.33%，应付债券利息支出为 4.93 亿元，占比 31.29%。业务及管理费用方面，受专业服务费用、日常行政费用等费用降低影响，公司的业务及管理费用呈下降趋势，2017 年较上年下降 4.34% 至 7.89 亿元。资产减值损失方面，公司 2017 年应收利息减值损失和计提贷款和应收款项减值准备合计 1.80 亿元。受以上因素的影响，2017 年公司营业支出为 31.99 亿元，同比增长 33.71%。

受营业收入大幅增加影响，2017 年公司实现营业利润 40.40 亿元，较 2016 年上升 51.73%；实现净利润 34.81 亿元，较 2016 年上升 50.95%。平均资本回报率和平均资产回报率也分别较上年上升 1.13 和 0.74 个百分点至 3.88% 和 2.64%。2017 年公司实现综合收益总额为 -9.38 亿元，较 2016 年增加 1.50 亿元。

总体来看，资本市场价格回升使得公司投资资产公允价值变动损益有所增长，公司盈利呈现较大幅度上升。然而，以长期借款和中长期债券为主的融资规模的扩大使公司负债期限延长，资金成本压力有所上升，同时公司盈利受资本市场波动影响较

大，长期稳定的盈利模式有待进一步建立。未来公司计划财务性投资和实业控股并重，以减轻因财务性投资带来的整体收益的不确定性和不稳定性，维持较好的盈利水平。

表 4：2015-2017 年度盈利情况（金额单位：百万元）

	2015	2016	2017
营业收入	7,765.34	5,055.25	7,239.07
营业支出合计	(2,453.37)	(2,392.48)	(3,198.91)
营业利润	5,311.97	2,662.77	4,040.16
营业外收支净额	(4.29)	11.37	17.30
税前利润	5,307.68	2,674.14	4,057.46
所得税	(1,049.31)	(368.35)	(576.77)
净利润	4,258.37	2,305.79	3,480.68
税前利润/平均总资产 (%)	5.03	2.21	3.08
所得税/税前利润 (%)	19.77	13.77	14.22
平均资本回报率 (%)	5.76	2.75	3.88
平均资产回报率 (%)	4.03	1.90	2.64

资料来源：国开金融，中诚信国际整理

资产质量

资产结构方面，截至 2017 年末，国开金融的货币资金在总资产中占比 15.43%，对外投资资产在

总资产中占比 80.06%，其中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在总资产中占比 72.24%。

截至 2017 年末，公司对外投资总额为 1,090.04 亿元，同比增长 15.63%。其中，指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 945.09 亿元，在对外投资总额中占比 86.70%，主要包括新型城镇化、产业投资、海外投资、基金业务和集成电路五大公司本部业务板块的股权投资；应收款项类投资 26.51 亿元，占比 2.43%，主要为公司本部的固定收益类项目投资；交易性金融资产中的债券投资 22.36 亿元，占比 2.05%，主要为公司辖下子公司中非基金购买的境内国企于境外发行的债券；持有至到期投资 4.85 亿元，占比 0.45%；交易性金融资产中的权益工具 16.17 亿元，占比 1.48%，主要为中非基金的权益类投资；可供出售类金融资产 49.56 亿元，占比 4.55%，全部为历史上配合国开行债转股项目接受的资产。

表 5：2015-2017 年末对外投资组合结构（金额单位：百万元）

	2015		2016		2017	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	71,386.30	76.22	79,673.82	84.52	98,361.84	90.24%
可供出售类金融资产	14,964.99	15.98	9,059.43	9.61	4,955.61	4.55%
应收款项类投资	4,496.94	4.80	3,096.18	3.34	2,650.78	2.43%
长期股权投资	1,562.60	1.67	1,630.50	1.73	1,834.54	1.68%
持有至到期投资	0.00	0.00	514.98	0.55	485.08	0.45%
委托贷款及其他	1,242.63	1.33	294.67	0.25	716.48	0.66%
投资组合合计	93,653.45	100.00	94,269.57	100.00	109,004.32	100.00%

资料来源：国开金融，中诚信国际整理

不良资产方面，2017 年末公司按照内部口径划分的不良资产余额为 26.3 亿元，不良投资资产率为 1.42%，与上年基本持平。不良资产多产生于接受配合国开行债转股项目，公司一方面积极清收处置该部分资产，同时考虑到该部分资产来源，应有较大概率在未来处置时获得股东各方资源的倾斜。

总体来看，公司目前的投资业务主要是配合国家政策，协同国开行主体业务的战略性投资，资产质量较好。但仍应密切关注宏观经济下行环境下，部分行业风险暴露不断加大对已投项目的资产质量带来的压力。

流动性

随着投资业务的快速发展，国开金融的资金需求日益增加，为此，公司不断拓展融资渠道，丰富融资来源，这在满足业务发展的同时，也给流动性管理带来一定压力。从资产结构来看，截至 2017 年末，国开金融的货币资金在总资产中占比 15.43%，较上年末下降 4.89 个百分点；对外投资资产在总资产中占比 80.08%，较上年末上升 6.25 个百分点。其中，高流动性资产包括货币资金、买入返售金融资产和交易性金融资产，由于货币资金和可供出售金融资产的减少，高流动性资产在公司总资产的比重从 2016 年末的 12.23% 上升至 2017 年末的 23.31%，流动性水平有所上升。

从负债情况来看，随着业务规模的快速增长，

公司负债规模亦呈增长趋势，对外融资主要来自银行借款及发行金融债券。截至 2017 年末，公司向金融机构借款余额为 271.14 亿元，借款期限多为 1 年以上²；存续的债券余额为 125.17 亿元，期限为 3-5 年。综合来看，短期债务/总债务比例为 5.92%，较上年末上升 2.88 个百分点。截至 2017 年末，公司高流动性资产/短期债务下降 23.02 倍 10.60 倍。

从流动性缺口看，截至 2017 年末，公司 1 年内到期的流动性缺口为正，短期内流动性管理压力较小，但由于公司股权投资缺乏有效的二级市场、项目周期时间较长，整体流动性水平较低，资产负债配置仍存在期限错配压力。未来除银行间市场发债融资渠道外，公司还将利用基金特定资产专户、券商资产管理计划等渠道创新对外融资交易结构，并积极推动保险资金参与投资公司固定收益类产品，拓宽长期低成本资金来源。

表 6：2015-2017 年末流动性指标

	2015	2016	2017
短期债务/总债务(%)	31.15	3.04	5.92
高流动性资产/总资产(%)	12.23	23.31	18.26
高流动性资产/短期债务(X)	1.74	33.62	10.60

资料来源：国开金融，中诚信国际整理

资本充足水平

2009 年成立时，国开金融注册资本为 350 亿元。2012 年 7 月，国开行向公司增资美元 10 亿元和人民币 63.13 亿元。2014 年 4 月，公司进行了 1.79 亿元的实物增资。截至 2014 年末，公司实收资本达到 478.04 亿元。2015 年 2 月和 12 月，国开行对公司分别增资人民币 30.69 亿元和 6.43 亿元，共计人民币 37.12 亿元，截至 2015 年末，公司注册资本增至 515.16 亿元。2016 年 3 月，国开行对国开金融增资 12 亿美元，折合人民币 78.18 亿元，用于对中非基金增资；2016 年 7 月，国开行将两处办公楼以增资形式注入国开金融，合计人民币 6.14 亿元；2016 年 12 月，国开行对国开金融增资 4,500 万美

元，折合人民币 3.10 亿元，用于对中拉产能基金增资。截至 2016 年末，公司实收资本增至 602.57 亿元。2017 年 6 月，国开行对国开金融增资人民币 3.66 亿元，截至 2017 年末，公司实收资本 606.23 亿元，资本实力进一步提升。

作为新兴行业，适用公司的合理资本水平和杠杆水平仍处在探索阶段。在业务拓展过程中，公司从金融机构融资的规模不断扩大，公司资产负债率较 2016 末上升 5.32 个百分点至 34.55%。未来金融债发行和融资渠道多元化将会使公司继续面临资产负债率水平推高的压力，公司应持续关注。

表 7：2015-2017 年末资本结构和杠杆率

	2015	2016	2017
资本资产比率(%)	67.50	70.77	65.45
资产负债率(%)	32.50	29.23	34.55

资料来源：国开金融，中诚信国际整理

偿债能力

从债务结构来看，为满足公司投资业务快速发展的需求，公司积极开拓发行金融债等外部融资渠道。截至 2017 年末，公司债务主要为向金融机构借款和应付债券。从现金流来看，受营业利润减少和利息支出增加的影响，2017 年国开金融 EBITDA/利息覆盖倍数为 3.66，较上年有所提升；总债务/EBITDA 下降为 6.88（总债务包含国开行发放的集成电路基金专项贷款 217 亿元，该部分短期内无需偿还），经营现金流对债务和利息的覆盖能力有所增强。同时，金融债募集资金主要投向股权类投资，该类投资资产收益高于金融债融资成本，资产收益可以覆盖债券利息。此外，随着公司已投项目逐渐到期，项目本金也将逐步得到回收，未来仍将对公司的融资结构和利息支出的变化保持关注。

表 8：2015-2017 年偿债能力指标

	2015	2016	2017
总债务/EBITDA (X)	3.97	7.17	6.88
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	5.78	3.10	3.66

资料来源：国开金融，中诚信国际整理

外部支持

国家开发银行于 1994 年 3 月成立，直属国务院领导。作为一家政策性开发金融机构，国开行以“增强国力，改善民生”为使命，贯彻国家宏观经

²含国开行向公司发放的国家集成电路产业基金专项贷款余额 217.85 亿元，该部分贷款期限 15 年，采取利息资本化方式挂账，暂无需实际支付利息。

济政策，发挥宏观调控职能，支持经济发展和经济结构战略性调整，在关系国家经济发展命脉的基础设施、基础产业和支柱产业重大项目及配套工程建设中，发挥其长期融资领域主力银行作用。2008年12月，国家开发银行股份有限公司正式在京挂牌成立，注册资本达3,000亿元人民币，财政部和中央汇金投资有限责任公司作为发起人分别持有其51.3%和48.7%的股份。2012年，社保基金理事会以100亿元人民币对国开行进行增资，增资后财政部、中央汇金投资有限责任公司、社保基金理事会对国开行的持股比例调整为50.18%、47.63%、2.19%，截至2016年末，国开行注册资本4,212.48亿元，股东是中华人民共和国财政部、中央汇金投资有限责任公司、梧桐树投资平台有限责任公司和全国社会保障基金理事会，持股比例分别为36.54%、34.68%、27.19%、1.59%。尽管国开行将全面推行商业化运作，但基于中央政府将继续保持对其的控股地位以及开发性金融机构的特殊性质，国开行在国家经济体系中的重要地位和政策性职能短期内不会改变。2015年3月，国务院明确将国开行定位为开发性金融机构，其战略地位和国际影响力进一步增强。截至2016年末，国开行在中国内地设有37家一级分行和3家二级分行，境外设有香港分行和开罗、莫斯科、里约热内卢、加拉加斯、伦敦、万象等6家代表处，全行员工8,939人，旗下拥有国开金融、国开证券和国银租赁等子公司，资产总额达到14.3万亿元。

作为国开行经国务院批准设立的全资子公司，国开金融是国开行对外统一的非金融类投资平台，主要从事投资和投资管理业务。国开金融在开发银行集团内具有重要而独特的地位，在承接国开行原有投资业务的基础上，国开金融已成为一个辐射海内外的综合性战略投资平台。国开行将利用国开金融平台，丰富和完善自身的金融服务手段，为客户提供“投贷债租证”的综合金融服务，尤其是推行信贷与投资相结合，充分发挥国开行的政府背景、品牌优势、专业能力、客户资源优势，建设国际领先的市场化投资和资产

管理机构，服务中国的城镇化、工业化和国际化进程。为此，国开行动员和集中市场网络、产品协同以及专业技能等方面的优势资源对国开金融的发展给予支持，包括共享客户资源，协同开展业务；规范业务风险控制机制，防范运营风险；提供研发人员、专家、顾问等“智囊”服务，支持国开金融全面发展。

基于国开金融在国开行内具有的重要战略地位以及国开行强大的财务实力，中诚信国际认为国开行具有很强的意愿和能力在有需要时给予国开金融支持，并将此因素纳入本期金融债券的评级考虑。

本期债券偿还分析

本期债券为国开金融发行的金融债券，本金和利息的清偿顺序等同于公司未设定财产担保的一般负债，先于公司股权资本。

从国开金融的资产结构来看，截至2017年末，流动性较弱的股权投资资产在总资产中的占比超过50%，其中大部分投资于非上市股权，且无明确退出期限；货币资金等高流动性资产占总资产比重为18.26%。总体来看，公司资产的短期流动性良好。从负债结构来看，公司84.24%的负债来源于金融机构借款和中长期债券，金融机构借款中长期借款占比为91.35%，较上年末减少4.08个百分点，负债来源的稳定性较强。

本期金融债券的偿债资金来源为国开金融的经营收入。鉴于国开金融良好的发展前景、较低的资产负债率，控股股东国开行强大的财务实力及对国开金融较强的支持意愿，中诚信国际认为公司在本期债券存续期内出现破产清算以及无法清偿其他负债的可能性极小，因此本期金融债券的偿还出现违约的风险极低。

结论

综合前述对国开金融在市场定位、管理及战略、业务运营、风险管理与内部控制、财务基本面、本期债券偿还能力以及母公司支持能力和支持意愿等方面的分析，中诚信国际评定国开金融的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，评定其拟发行的本期金融债券的信用等级为AAA。

附一：国开金融有限责任公司主要财务数据及主要财务指标

财务数据（单位：百万元）	2015	2016	2017
货币资金	11,658.13	25,952.32	21,004.51
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	71,386.30	79,673.82	98,361.84
可供出售类金融资产	14,964.99	9,059.43	4,955.61
持有到期投资	0.00	514.98	485.08
应收款项类投资	4,496.94	3,096.18	2,650.78
长期股权投资	1,562.60	1,630.50	1,834.54
对外投资合计	93,653.45	94,269.57	109,004.32
资产总计	114,783.80	127,732.41	136,158.00
卖出回购款项	0.00	0.00	0.00
短期债务	8,081.25	885.59	2,345.00
长期债务	17,859.59	28,258.03	37,286.02
负债合计	37,307.88	37,336.12	47,043.51
股东权益合计	77,475.92	90,396.30	89,114.49
投资收益	5,039.32	5,444.75	4,789.06
营业收入合计	7,765.34	5,055.25	7,239.07
业务和管理费	(677.25)	(822.48)	(786.81)
利息支出	(1,128.98)	(1,311.69)	(1,576.38)
资产减值损失	(286.09)	18.85	(180.11)
税前利润	5,307.68	2,674.14	4,057.46
净利润	4,258.37	2,305.79	3,480.68
综合收益	3,513.99	(1,088.54)	(938.05)

附二：国开金融有限责任公司主要财务指标

	2015	2016	2017
增长率 (%)			
总资产	19.21	11.28	6.60
股东权益	10.24	16.68	(1.42)
营业收入	(27.11)	(34.90)	43.20
净利润	(33.06)	(45.85)	50.95
盈利能力及营运效率 (%)			
税前利润/平均总资产	5.03	2.21	3.08
所得税/税前利润	19.77	13.77	14.22
平均资本回报率	5.76	2.75	3.88
平均资产回报率	4.03	1.90	2.64
营业费用率	31.59	47.33	44.19
资本充足性 (%)			
资本资产比率	67.50	70.77	65.45
融资及流动性			
短期债务/总债务 (%)	31.15	3.04	5.92
高流动性资产/总资产 (%)	12.23	23.31	18.26
高流动性资产/短期债务 (X)	1.74	33.62	10.60
偿债能力			
总债务/EBITDA (X)	3.97	7.17	6.88
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	5.78	3.10	3.66
资产负债率 (%)	32.50	29.23	34.55

附三：国开金融有限责任公司主要财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

高流动性资产=货币资金+对同业债权+交易性金融资产+衍生金融资产

平均资本回报率=净利润/[(当期末净资产+上期末净资产)/2]

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

营业费用率=营业支出/营业收入

资本资产比率=股东权益/资产总额

资产负债率=负债总额/资产总额

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

EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/（债务利息支出+资本化利息支出）

资产负债率=负债总额/资产总额

附四：金融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，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。