

云南省投资控股集团有限公司

2016年公开发行公司债券（第一期、第二期）

跟踪评级报告（2020）

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：赵紫钰 cyzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月24日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1701 号

云南省投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 云投 01”和“16 云投 02”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

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 云投 01”和“16 云投 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了云南省持续增长的区域经济、有力的股东支持、公司的重要战略地位、参股水电资产质量很高以及银行授信额度较为充足等因素对公司信用实力的支撑作用。中诚信国际同时关注到管理链条较长、面临较大的资本支出压力、总债务上升较快及财务杠杆较高等因素对公司未来经营以及整体信用状况的影响。

概况数据

云投集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,572.71	3,017.91	3,756.15	4,001.69
所有者权益合计（亿元）	828.34	986.25	1,289.35	1,300.27
总负债（亿元）	1,744.37	2,031.65	2,466.81	2,701.43
总债务（亿元）	1,608.50	1,865.22	2,229.13	2,436.44
营业总收入（亿元）	895.24	1,089.89	1,283.32	229.38
净利润（亿元）	8.38	9.76	26.94	-13.19
EBIT（亿元）	71.93	91.91	118.02	--
EBITDA（亿元）	90.16	107.26	137.76	--
经营活动净现金流（亿元）	60.90	39.54	69.36	-11.35
营业毛利率(%)	8.19	8.98	10.62	5.10
总资产收益率(%)	3.16	3.29	3.48	--
资产负债率(%)	67.80	67.32	65.67	67.51
总资本化比率(%)	66.01	65.41	63.35	65.20
总债务/EBITDA(X)	17.84	17.39	16.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.27	1.24	1.44	--
云投集团（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	749.38	957.27	1,021.04	1,152.15
所有者权益合计（亿元）	342.68	378.02	403.31	407.04
总负债（亿元）	406.71	579.26	617.73	745.11
总债务（亿元）	394.83	504.61	543.14	627.69
营业总收入（亿元）	23.51	35.16	48.60	2.69
净利润（亿元）	0.34	9.23	7.49	-5.35
经营活动净现金流（亿元）	10.22	10.83	10.75	2.45
总资产收益率(%)	2.83	3.71	3.71	--
资产负债率(%)	54.27	60.51	60.50	64.67
总资本化比率(%)	53.54	57.17	57.39	60.66
总债务/EBITDA(X)	18.59	15.85	14.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.02	1.42	1.27	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分计入总债务，将研发费用计入管理费用；公司合并口径 2017、2018 年财务数据经追溯调整。

正面

- **持续增长的区域经济。**2019 年，云南省实现地区生产总值 23,223.75 亿元，同比增长 8.1%，持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。
- **战略地位显著，能获得股东的有力支持。**公司是云南省政府下属最大的综合性投资主体，参股、控股公司多为关系云南省经济

同行业比较

2019 年部分投资控股企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	实收资本（亿元）	总资本化比率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
复星高科	3,408.83	1,217.21	48.00	44.72	814.64	150.30
广东恒健	2,902.30	1,751.71	212.17	36.05	501.39	45.28
云投集团	3,756.15	1,289.35	262.16	63.35	1,283.32	26.94

注：表中“复星高科”为“上海复星高科技（集团）有限公司”简称；“广东恒健”为“广东恒健投资控股有限公司”简称；表中均为合并口径数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 云投 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2016/03/18~2021/03/18
16 云投 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2016/07/04~2021/07/04

命脉的大型企业，在云南省经济发展中具有重要的战略地位。公司拥有股东在政策、资金等方面的持续支持。

■ **参股水电资产质量很高。**公司参股的澜沧江、金沙江等大水电项目资产质量很高。截至 2019 年末，公司参股水电企业权益装机 997.31 万千瓦。未来随着参股水电项目在建、拟建电站投运，其贡献的投资收益或将进一步增加。

■ **银行授信额度较为充足。**公司与银行合作关系良好，截至 2020 年 3 月末，公司合并口径共获银行授信总额 3,139.61 亿元，其中未使用额度 1,463.74 亿元，财务弹性极强。

关注

■ **管理链条较长。**截至 2020 年 3 月末，公司直接控股公司 35 家，行业分散，合并范围内企业数量众多导致管理链条较长给公司带来较大管理压力。

■ **面临较大的资本支出压力。**根据投资支出计划，未来几年公司在铁路、公共服务及电子信息板块投资金额较大，自身经营获现难以满足较大规模的资金需求。

■ **总债务上升较快，财务杠杆较高。**近年来公司总债务快速增长，截至 2020 年 3 月末达 2,436.44 亿元，同期末，资产负债率和总资本化比率分别为 67.51% 和 65.20%，财务杠杆水平较高；且所有者权益中其他权益工具为 125 亿元，系公司发行的永续中票、永续期债及债权融资计划等，公司债务控制及资金周转情况有待关注。

评级展望

中诚信国际认为，云南省投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**区域宏观经济或行业环境发生重大变化；公司合并报表范围及参股重要股权发生重大变化；公司债务规模和融资成本上升导致偿债能力大幅下滑等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 4 月 30 日，本次跟踪的公司债券募集资金已全部使用完毕，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关

系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫

情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

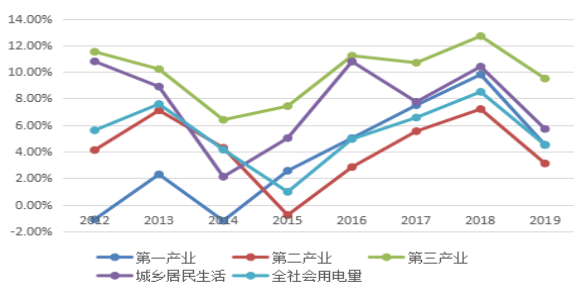
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会(以下简称“中电联”)数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等因素影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



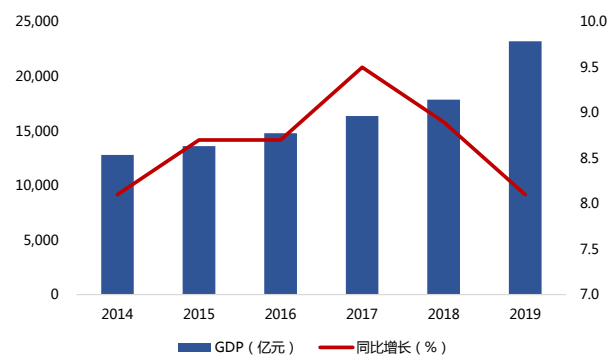
资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

云南省资源丰富，近年来经济实力稳步增强，为公司的发展提供良好的外部环境

近年来云南省地方经济保持较快发展，根据云南省 2019 年国民经济和社会发展统计公报，2019 年全省地区生产总值（GDP）为 23,223.75 亿元，同比增长 8.1%，增速高于全国水平 2.0 个百分点，其中第一、二、三产业增加值分别同比增长 5.5%、8.6% 和 9.5%。

图 2：2014~2019 年云南省 GDP 及其增速情况



资料来源：云南省统计局

经过多年的发展，云南省形成了以电力、烟草、矿产等产业为主导的工业体系格局。2019 年云南省全部工业增加值 5,301.51 亿元，比上年增长 8.1%，规模以上工业增加值增长 8.1%，其中烟草制品业、电力热力生产和供应业及有色金属冶炼和压延加工业增加值分别增长 1.1%、12.8% 和 18.1%。在地区经济快速发展的同时，云南省固定资产投资规模稳步增长，投资结构趋于优化。2019 年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长 8.5%，其中第一、二、三产业投资分别增长 25.5%、11.8% 和 7.0%。

作为我国水能资源最丰富的省份之一，云南的水能资源主要集中在金沙江、澜沧江、怒江、红河、珠江、伊洛瓦底江六大水系的干流上，水能资源理论蕴藏量为 10,437 万千瓦，占全国总蕴藏量的 15.3%，仅次于西藏、四川，居全国第 3 位。全省经济可开发装机容量为 9,795 万千瓦，年发电量为 3,944.5 亿度，占全国可开发装机容量的 20.5%，居全国第 2 位。云南水能资源 82.5% 蕴藏在金沙江、澜沧江、怒江 3 大水系，尤以金沙江蕴藏的水能资源最大，占全省水能资源总量的 38.9%。国家电力体制改革后，新成立的五大发电公司相继成立区域流域项目公司，控股开发云南“三江”水电资源，云南省内企业大多通过参股的形式来参与“三江”流域的开发。

根据云南省“四个一百”重点项目建设计划，2020 年云南省“四个一百”重点项目拟安排 525 项，总投资超 5 万亿元，年度计划完成投资 4,400 多亿元，围绕交通基础设施、生态环境、公共卫生服务、行业区域投资等进行，为公司多元化的业务发展提供良好的外部环境。

2019 年以来，受云南省电量消纳及电改等因素的影响，公司发电量及上网电量继续提升；参股水电资产质量很高，获得的现金分红和投资收益为公司现金流和利润提供了有力支撑

公司电力生产与供应业务主要由下属子公司云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）负责经营。截至 2020 年 3 月末，云南能投控股装机容量为 219.20 万千瓦，装机结构以火电和风电为主，2019 年以来，受云南省电量消纳及电改等因素的影响，发电量和上网电量延续上升态势。具体来看，云南能投目前投产的控股火电项目为威信电厂，主要由子公司威信云投粤电扎西能源有限公司运营。2019 年，威信电厂作为扶贫电厂获得优先发电计划电量 15 亿千瓦时，火电机组利用效率随着用电需求回升同比大幅提高，但受云南省优先水电及新能源上网等因素的影响，火电机组利用率仍远低于全国平均水平，仍呈亏损状态。随着云南省

枯水期用电需求的增长以及火电被允许参加市场化交易，2019 年公司发电量和电价均有所增长，叠加煤价有所回落，未来其盈利水平有望改善。此外，威信电厂拥有配套产能 240 万吨/年的观音山煤矿，其中 60 万吨/年的二井项目已投产，一井正在建设中。值得注意的是，威信电厂的扶贫电量为每年核定一次，具有一定不确定性，中诚信国际将持续关注相关政策对煤电机组电量消纳的影响。

云南能投控股水电 2019 年以来整体较为稳健，发电量和机组利用效率受流域来水情况等因素的影响同比有所下降，电价较 2018 年有所上涨，但仍处于相对低位。中诚信国际将持续关注云南省政策变化对水电运营的影响。2019 年以来，云南能投新能源控股装机规模保持稳定。随着用电需求的增长以及促消纳政策的落实，新能源机组发电量同比大幅提升，盈利能力保持在较好水平，但由于新能源补贴到位滞后影响，应收电费补贴款持续增长，中诚信国际将持续关注新能源应收补贴到位情况。

表 1：近年来云南能投已投产可控和参股电力装机情况
(万千瓦、亿千瓦时、小时、元/千瓦时)

指标	2017	2018	2019	2020.3
可控装机容量	209.20	219.20	219.20	219.20
其中：煤电	120.00	120.00	120.00	120.00
水电	43.20	41.40	41.40	--
风电	37.00	37.00	37.00	--
垃圾发电	2.40	2.40	2.40	--
光伏	6.60	6.60	6.60	--
燃气	--	11.80	11.80	--
发电量	39.23	48.49	60.73	15.75
其中：煤电	13.23	15.44	26.55	6.76
水电	14.91	15.58	12.94	2.26
新能源	11.08	17.46	21.24	6.73
上网电量	38.47	47.71	58.51	14.91
机组利用小时：				
其中：煤电	1,102	1,287	2,213	563
水电	3,694	3,779	3,524	646
上网电价				
其中：煤电（不含税）	0.24	0.24	0.39	0.34
水电（含税）	0.21	0.18	0.20	0.23
参股权益装机容量	1,046.66	1,136.83	1,174.51	--
其中：参股水电	869.46	959.63	997.31	--
参股火电	177.20	177.20	177.20	--

注：2019 年起煤电上网电价统计口径包含长期备用补贴和调节电价。

资料来源：公司提供

参股水电方面，云南能投参股了云南省“三江”流域大型梯级水电企业，资产质量很高，其中包括中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”，股票代码 600900）、华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“华能水电”，股票代码 600025）等市值规模较大的上市公司股权，2019 年以来盈利整体保持在较好水平。2019 年，长江电力和华能水电分别为云南能投贡献投资收益 8.41 亿元和 16.73 亿元；云南能投分别自上述两家企业获得现金分红 5.48 亿元和 7.48 亿元。截至 2020 年 3 月末，云南能投持有长江电力 4.28% 股权，其中质押 0.68 亿股，占其所持股数的 7.24%；持有华能水电 28.26% 股权，无质押。

公司作为云南省铁路基础设施建设的投资主体，持续获得云南省政府的大力支持；但目前在建铁路项目规模较大，建设资金主要来源于政府财政支持，资金及政策支持后续落实情况值得关注

公司铁路投资工作由下属子公司云南省铁路投资有限公司（以下简称“云南铁投”）负责。公司作为云南省政府授权进行铁路基础设施建设的投融资主体，持续推动云南省与中国国家铁路集团有限公司合资建设的铁路项目。2019 年，云南铁投完成铁路投资 56.60 亿元，未来尚面临一定投资支出压力。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司主要在建铁路项目情况（亿元）

项目	公司拟出资额	累计完成投资
大临铁路	43.48	45.48
大瑞铁路	38.60	38.29
玉磨铁路	101.42	101.40
弥蒙铁路	44.70	20.00
叙毕铁路（川滇段）	20.55	16.50
渝昆高铁	274.80	0.52
广大铁路补强及电气化改造	6.30	0.50
昆玉铁路扩能改造工程	9.00	9.00
合计	538.85	231.69

资料来源：公司提供

由于铁路投资业务公益性较强，云南省政府给予了云南铁投较大的财政支持。2019 年，云南铁投

获得财政资金支持 40 亿元，其中资本金 24.81 亿元。此外，2019 年，云南铁投引入建信金融资产投资有限公司 10 亿元资产管理计划进行增资扩股；2020 年 4 月，引入工银金融资产投资有限公司等 3 家投资者，注册资本由 223.29 亿元增至 246.78 亿元，资本实力进一步提升。

表 3：近年来公司铁路投资项目获得财政资金情况（亿元）

年度	资本金	贴息收入	补贴收入	合计
2017	17.66	6.50	5.84	30.00
2018	15.35	6.50	8.15	30.00
2019	24.81	6.60	8.59	40.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营方面，现阶段云南铁投投资建成的铁路项目尚在运营初期阶段，根据国内已开通铁路项目情况来看，一般需要培育若干年后才能达到盈亏平衡点，因此近年来云南铁投下属铁路子公司尚未分红，该板块收益主要来源于财政资金贴息和补贴收入，截至 2019 年末，云南铁投合并口径总资产为 528.93 亿元，总负债为 206.29 亿元，资产负债率为 39.00%，2019 年实现营业总收入 3.54 亿元，净利润 5.94 亿元。

公司成品油贸易业务受国际成品油市场变动、下游需求偏弱等因素的影响较大，2019 年以来延续亏损状态；燃气供应业务在曲靖市具有区域垄断优势，但体量仍然较小；盐业板块资源优势突出，但竞争压力加大，收入规模有所下降

公司油气化工板块主要包括成品油销售、燃气供应和盐产品业务。云南石化燃气有限公司（以下简称“云南石化”）下属子公司云南云投版纳石化有限责任公司（以下简称“版纳石化”）是成品油销售业务的主要经营主体。截至 2020 年 3 月末，版纳石化拥有 22 座加油站（其中运营中项目 20 座，2020 年因拆迁退出 2 座，暂无在建加油站），拥有 1 座在建成品油库¹和总吨位为 482 吨的内河运输油船两艘及海关监管运油车队一支。成品油采购方面，版纳石化主要通过广州元亨能源有限公司（以下简

¹ 红河州的建水油库（9 万方，一期 3.8 万方）正处于设备安装建设阶段，预计 2020 年内可建成；公司另有位于西双版纳州的江北油库

（0.46 万方）、关累油库（0.5 万方），受 2015 年“8·12 天津港爆炸事件”影响，两座油库于 2016 年保税资质到期后，至今处于停业状态。

称“元亨能源”）、河南延长石油销售有限公司等单位采购成品油，2019年，版纳石化通过元亨能源采购成品油9.37亿元，约占采购总额66.69%，占比较高，对元亨能源提供的成品油依赖较大。

成品油销售方面，2019年以来，受中美贸易摩擦及下游需求偏弱等因素的影响，成品油销量大幅下降。销售承压使得云南石化亏损幅度加大，2019年亏损额达2.05亿元。2020年一季度，国际油价大幅波动对成品油零售直销业务造成较大影响，同时销售均价亦大幅下降，影响当期版纳石化营业收入约2,300万元；当期版纳石化亏损0.31亿元。未来，公司将采取“一站一策、一客一价”营销策略、继续开展加油充值会员日活动、微信汽油电子券等优惠措施等方式，改善成品油销售和盈利状况。中诚信国际将对其未来持续经营情况保持关注。

表4：近年来公司成品油销售情况（万吨、元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售量	125.10	91.27	32.29	16.90
销售均价	4,350.55	5,096.51	5,259.56	4,398.26

资料来源：公司提供

燃气供应业务主要由云南云投中裕能源有限公司（以下简称“云投中裕能源”）负责运营。云投中裕能源是曲靖市政府签约特许经营天然气的唯一供应商，主要为城市居民、工业企业、商业服务业等提供燃气供应，在曲靖市燃气销售方面具有垄断地位。2019年云投中裕能源实现营业收入7.41亿元，主要为天然气销售收入，其中企业用户收入占比超过65%，主要客户包括上海仁孚石化能源有限公司、东莞虎门电厂和云南源鑫炭素有限公司等。云投中裕能源燃气业务以客户支付预付款并按月结算方式为主。

表5：近年来公司燃气业务运营情况（亿立方米、元/立方米）

	2017	2018	2019	2020.1~3
采购量	1.33	1.84	2.57	0.26
采购均价	1.89	2.52	2.42	2.39
销售量	1.33	1.85	2.57	0.21
销售均价	2.39	2.87	2.59	2.92

资料来源：公司提供

公司盐产品业务主要由云南能投下属上市公司云南能投股份（002053.SZ）负责运营。目前，云南能投股份是云南省唯一获得食盐批发许可的企业，控制着云南省主要的盐矿资源，拥有昆明盐矿、一平浪盐矿、乔后盐矿和普洱制盐分公司四家盐矿的采矿权。2019年以来，受盐改影响，云南能投股份食盐收入延续下行态势，但化工盐制品的增长一定程度上对冲了食盐业务收入下滑带来的影响。

此外，云南能投股份下属云南省天然气有限公司是云南省天然气资源调控平台，在云南省多个州市以及滇中产业新区重点开展了18条天然气支（专）线管道项目，3个应急气源储备中心项目和1个CNG母站项目。截至2020年3月末，云南省天然气有限公司已取得普洱、富民等多个地区工业园区的燃气主体供应权，昭通、宣威、富民、通海等城市燃气特许经营权，河口跨境经济合作区天然气特许经营权以及玉溪研和工业园区、易门县工业园区范围内天然气管道项目特许经营权。2019年，云南能投股份天然气业务实现收入2.71亿元。

公司景区资源丰富，在区域市场保持较强竞争优势；2019年，受旅游业改革等因素的影响，接待人次和营业收入同比小幅下降；2020年一季度，受疫情影响，景区关闭，板块出现小幅亏损

公司旅游业务主要由子公司云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）及其直接控股的大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游”）和云南金孔雀旅游集团有限公司（以下简称“金孔雀”）等负责运营，旗下旅游资源包括大理崇圣寺三塔（5A）、南诏风情岛（4A）、蝴蝶泉公园（4A）、鸡足山（4A）、洱海游船、苍山大索道、西双版纳野象谷（4A）、原始森林公园（4A）和勐景来傣寨（4A）等，旅游资源丰富，在区域内保持较强竞争优势。

2019年，受旅游业改革等因素的影响，公司旅游业务接待人数和营业收入小幅下行。2020年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，1月25日起，云南旅投

旗下所有景区景点暂停运营，4月开始陆续复工，预计在第三季度恢复至疫情前正常运营水平；当期云南旅投实现营业收入0.66亿元，同比大幅下降75.27%；利润总额-0.76亿元，同比减少1.39亿元。云南省已出台多项应对疫情支持政策，截至目前，云南旅投已获得稳岗补助资金70余万元以及3~5个月社保减免征收、5个月医保减半征收等优惠政策。公司后续将通过整合省内优质旅游资源、推进文化旅游产业链升级、削减事务性的成本开支等方式提升盈利水平。中诚信国际将对云南旅投经营恢复情况保持关注。

表 6：近年来公司旅游业务运营情况（万人次、亿元）

类别		2017	2018	2019	2020.1~3
大理旅游	接待人次	903.31	968.21	945.62	42.85
	营业收入	6.07	6.80	6.38	0.34
金孔雀	接待人次	388.65	357.73	370.48	30.29
	营业收入	2.23	2.47	2.34	0.17

资料来源：公司提供

公司林纸业务具有较强的一体化优势，但2019年以来纸浆需求放缓使得主要产品价格出现较大幅度下降，盈利稳定性偏弱

公司林纸产业主要由下属子公司云南云景林纸股份有限公司（以下简称“云景林纸”）负责运营。云景林纸是云南省首次利用亚洲开发银行贷款，以开发思茅森林资源为目的，按照林纸结合模式兴建的国内第一家林纸一体化企业。截至2020年3月末，公司拥有人工原料林117.53万亩，其中自有的人工原料林59.92万亩，通过“公司+农户+基地”、有偿流转和租赁等方式获得人工原料林57.61万亩。较充裕的人工原料林以及云南省丰富的天然林资源为云景林纸的生产提供了有力的原料保障。

云景林纸主要业务包括纸浆、生活用纸、林产品、种苗、化肥等销售，其中纸浆业务收入占比近年来保持在80%左右，主要产品为漂白硫酸盐针叶木浆、桉木浆、木竹混合浆系列产品，采用以产定销的销售模式。纸浆销售方面，2019年以来，国内纸浆需求放缓叠加前期涨价带来的产能投放使得纸浆价格快速下降，公司为止损采取压库销售策略，

销量亦有小幅回落。2019年，云景林纸实现营业收入11.53亿元，实现净利润0.27亿元。

表 7：近年来公司纸浆产销情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
产能（万吨/年）	26.00	26.50	27.50	27.50
产量（万吨）	26.10	23.05	27.60	4.67
销量（万吨）	22.40	23.00	22.15	4.34
销售均价（元/吨）	4,900	5,468	4,352	3,634

注：上述数据不含生活用纸厂领用的纸浆数据，全部为外销的部分。

资料来源：公司提供

公司贸易业务整体保持增长态势，毛利率处于较低水平；园林绿化业务2019年实现扭亏为盈，但盈利能力仍然偏弱，后续经营情况值得关注

公司商贸劳务板块的贸易业务主要由云南能投下属的云南能投物流有限公司、云南能投对外能源合作开发有限公司和云南能源进出口有限公司负责运营，开展的能源贸易品种主要包括钢材、煤炭、金属、建筑材料及砂石料等。2019年，公司贸易业务收入同比大幅提升，但毛利率仍处于较低水平，其中受益于终端市场拓展力度的加大，钢材销量延续快速增长态势；煤炭贸易业务受下游需求偏弱等因素的影响销量同比小幅下降。2020年一季度，受新冠疫情及国际贸易形势变化影响，公司贸易量及价格均有所下降，中诚信国际将对此保持关注。

表 8：近年来云南能投主要贸易品种销量（万吨）

品种	2017	2018	2019	2020.1~3
钢材	922.56	1,125.20	1,234.69	238.40
煤炭	867.67	1,554.84	1,465.89	331.54
铁矿石和建筑材料	430.80	131.50	-	-

资料来源：公司提供

此外，公司商贸劳务板块中园林绿化业务经营主体为云南云投生态环境科技股份有限公司（002200.SZ，以下简称“云投生态”），2019年，云投生态实现营业总收入6.82亿元，受益于项目结算和回款状况的改善，当年实现净利润0.66亿元，扭亏为盈。2020年6月4日，云投生态股票退市风险警示撤销，但由于主营业务盈利能力较弱，深证证券交易所对其股票实施“其他风险警示”。

公司的医疗板块和大数据板块尚处于前期投资阶段，投资缺口较大；同时作为云南省易地搬迁扶贫项目的省级平台公司和公益类政策性投资公司，社会效益突出

公司公共服务业务主要由云南省医疗投资管理有限公司（以下简称“云南医投”）、云南省扶贫投资开发有限公司（以下简称“云投扶贫”）负责运营。云南医投作为云南教育卫生扶贫工程政府购买服务的提供者和国开行专项贷款承接主体，预计到2022年将完成104个现代职业教育工程建设项目和104个县级公立医院及妇女儿童医院建设规划项目。目前一期项目包括35个现代职业教育工程建设项目和24个县级公立医院及妇女儿童医院建设规划项目，二期目前尚未确定具体实施方案；截至2020年3月末，云南医投已完成15个现代职业教育工程建设项目和4个县级公立医院及妇女儿童医院建设规划项目，累计拨付专项资金208.18亿元，累计完成投资163.36亿元。截至2019年末，云南医投实收资本23.71亿元，总资产313.80亿元，总负债232.70亿元，公司持股比例为72.53%；2019年实现营业收入6.51亿元，亏损1.88亿元，主要系新昆华医院尚处于市场培育期、阜外医院处于建设期，计提折旧和财务成本较高所致。

表9：云南医投主要投资医院项目情况（万平方米、张、亿元）

项目名称	规划总建筑面积	床位数	预计总投资	资本金	累计已投资	资本金来源
新昆华医院	38.18	3,300	23.69	5.40	17.95	财政拨款
云南省阜外心血管病医院和云卓国际心血管病医院	23.25	1,000	32.73	12.00	21.38	财政拨款

资料来源：公司提供

云投扶贫是云南省内唯一承接易地扶贫搬迁业务、涉农重点项目及重大民生工程的政策性投融资公司，公司持股比例1.68%，但由于云投扶贫章程约定公司董事会可决定云投扶贫经营计划和投资方案，可实现对云投扶贫控制，因而纳入合并范围。截至2019年末，云投扶贫总资产273.36亿元，所有者权益合计119.10亿元。因易地扶贫搬迁业务

政策导向性强、市场化程度低、公益特征明显，云投扶贫目前暂无营业收入。

云投扶贫主要负责开展及服务云南省易地扶贫搬迁项目的投融资工作。截至2020年3月末，云投扶贫累计向云南省121个县域公司投资270.90亿元，其中股权资金95.90亿元，国家低成本长期贷款资金174.94亿元，已基本完成投资。根据下拨资金的情况及各县（市、区）平台公司股权确权工作完成后，云投扶贫对各县（市、区）平台公司形成的股权关系为控股53家，参股68家。此外，在完成易地扶贫搬迁业务的同时，云投集团亦探索扶持产业扶贫项目，出资引入中央企业贫困地区产业投资基金在云南设立了规模10亿元的子基金，由云南云投股权投资基金管理有限公司作为基金管理人。目前，该基金已完成10亿元额度投资。

此外，公司还推进大数据板块的建设及运营工作，主要由云南省信息产业投资集团有限公司负责运营，目前主要建设项目为云上云·云南省信息中心项目。该项目包括省政务信息中心（含电子政务云中心、电子政务数据中心）、电子政务专网中心（含十二金预留区）、省行业大数据中心及两亚丝路大数据中心，总建筑面积约13万平方米，总投资为22.44亿元，截至2020年3月末，首期项目已完成投资共计4.02亿元，未来仍存在较大投资支出压力。同期末，该项目累计实现收入0.37亿元，累计获得呈贡信息产业园区管委会及各级政府奖补资金0.29亿元。

2019年以来参股金融公司证券化程度提升进一步增强公司资产流动性；未来随着云南金控的划入，公司金融业务规模或将大幅增长

金融业务方面，子公司云南能投以云南能源金融控股有限公司（后更名为云南能投资本投资有限公司，以下简称“云能资本”）为金融业务的主要平台，形成了包括云能资本及其下属子公司云能融资租赁（上海）有限公司、深圳云能基金管理有限公司、云能商业保理（上海）有限公司各项业务在内

的多业务相结合模式，业务范围涵盖债权投资、股权投资、融资租赁、基金管理、商业保理等金融投资业务，同时，云能资本还参股了华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）等金融企业。截至 2019 年末，云能资本总资产 162.31 亿元，所有者权益 94.38 亿元；2019 年实现营业收入 13.55 亿元，净利润 5.50 亿元。

此外，公司全资子公司云南省资产管理有限公司（以下简称“资管公司”）是云南省唯一一家省政府批准成立，以处置银行业不良贷款等不良信贷资产和非信贷资产为目的的区域性资产管理公司。截至 2019 年末，资管公司总资产 48.28 亿元，所有者权益 21.66 亿元；2019 年实现营业收入 2.37 亿元，净利润 1.85 亿元。2020 年 6 月 1 日，资管公司发布公开招募投资人公告，拟在保证云投集团仍为第一大股东的情况下新增注册资本不低于 10 亿元。本次增资完成后，资管公司注册资本至少增至 30 亿元。

参股公司方面，公司持有富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）、红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）和中银国际证券股份有限公司（以下简称“中银国际”）等金融企业股权，能够实现较为丰厚的投资收益。2019 年，红塔证券和中银国际相继实现 IPO，提升了公司资产的流动性。

表 10：公司金融板块主要参股公司经营情况（亿元、%）

参股公司名称	截至 2020 年 3 月末 持股比例	2019 年 贡献投资 收益	2019 年 现金分红 (含税)
富滇银行股份有限公司	16.00	0.67	-
红塔证券股份有限公司	18.00	1.64	0.65
中银国际证券股份有限公司	8.18	0.71	0.07

资料来源：公司提供

此外，根据云国资产权[2020]75 号文件，云南省财政厅将持有的云南省国有金融资本控股集团有限公司（以下简称“云南金控”）100% 股权注入公司。云南金控成立于 2019 年 6 月，注册资本 150

亿元，云南省财政厅以现金和股权出资，首期注册资本 70 亿元。云南金控定位为省级国有金融资本集中统一运营管理专业化平台，主营业务为国有金融资本投资、运营、管理，资本运作和资产管理，受托管理专项资金等。截至 2019 年末，云南金控总资产 88.43 亿元，当年实现收入 3.37 亿元、利润 0.80 亿元。目前相关股权变更事项仍在办理中。随着云南金控的划入，公司金融业务规模或将大幅增长。

后续仍存在股权划入等重大事项，目前尚需相关有权部门审批

2020 年 5 月，公司发布公告称，根据云国资产权[2020]62 号文件，云南省国资委将持有的云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投集团”）50.59% 股权注入公司，但云南城投集团管理方式不变，仍由云南省国资委直接管理。此次股权注入将使得公司间接持有上市公司股权²，尚需有权部门备案或核准。此外，2020 年 5 月 25 日，公司与云南省贵金属新材料控股集团有限公司（以下简称“贵金属集团”）的控股股东云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）签订股权转让协议，以非公开协议方式获得贵金属集团 100% 股权。此次股权转让尚需取得国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断审查，并办理工商变更登记、企业国有资产产权变动登记后方可完成。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。中诚信国际分析时使用的合并口径 2017 年和 2018 年财务数据经追溯调整，分别为 2018、2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为审计报告期末数。2017~2019 年母公司口

² 截至 2020 年 3 月末，云南城投集团直接持有上市公司云南城投（600239.SH）39.87% 股权和闻泰科技（600745.SH）8.11% 股权。

径财务数据均为审计报告期末数。

公司营业总收入稳步提升，受益于毛利率较高的电力和房地产板块业务收入增长和参股水电较高的盈利水平，2019年以来，公司毛利率有所上升，同时投资收益及政府补助为其利润提供了较好支撑；但公司计提大额减值损失对利润造成侵蚀，2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司整体出现亏损，后续盈利恢复情况值得关注

2019年，公司营业总收入同比有所提升。具体来看，受益于钢材贸易终端市场拓展力度的加大，商贸、劳务板块收入延续增长态势，但毛利率持续下行。油气化工业务方面，受中美贸易摩擦、下游需求偏弱等因素的影响，2019年板块收入同比均有所下降，但受益于成品油销售均价的上涨，毛利率

有所提升。公司电力资源板块收入随着机组利用效率的提升整体保持增长，毛利率较为稳定。此外，公司每年可持续获得较大规模的投资收益，主要来自参股电力企业以及富滇银行、红塔证券和中银证券等参股金融企业，受益于参股电力企业较高的盈利水平，2019年该部分投资收益大幅增长。公司房地产业务规模较小，板块收入受单个项目结转周期影响波动较大，2019年同比大幅提升。受益于毛利率较高的电力资源和房地产业务收入的增长以及投资收益的增加，2019年公司毛利率整体有所提升。2020年一季度，公司营业总收入在商贸劳务业务的带动下同比增长9.36%，但受新冠肺炎疫情等因素的影响，旅游业、制造业、石油、化工和贸易等板块毛利率大幅下降，公司整体毛利率同比下降3.92个百分点。

表 11：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

板块	2017		2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
制造业	11.59	28.28	13.30	29.13	11.42	23.97	2.07	7.01
电力资源	13.28	35.44	18.26	34.07	20.28	35.28	7.29	24.18
石油、化工	127.15	9.23	131.83	9.49	121.07	12.43	31.15	7.93
金融业	6.13	100.00	8.34	100.00	8.36	100.00	2.12	100.00
旅游业	9.24	42.81	9.90	41.32	10.49	30.68	0.77	-68.51
房地产业	4.80	27.98	14.62	22.04	43.05	20.16	0.22	21.15
商贸、劳务	690.78	1.73	843.11	1.32	983.90	1.09	178.27	0.54
投资收益	28.50	100.00	44.05	100.00	77.12	100.00	3.43	100.00
营业总收入/毛利率	895.24	8.19	1,089.89	8.98	1,283.32	10.62	229.38	5.10

注：由于四舍五入原因，各业务板块收入加总可能不等于各年度营业总收入。

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司子公司数量庞大，管理层级及员工较多，使得以职工薪酬为主的管理费用维持高位；同时持续上升的债务规模使得财务费用亦持续增加，较高的期间费用对盈利形成了一定侵蚀，但2019年，公司降本增效成果有所显现，期间费用率同比有所下降。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	10.64	10.16	10.88	2.00
管理费用	17.95	21.86	25.94	4.83
财务费用	43.49	56.98	66.05	19.22
期间费用合计	72.08	88.99	102.87	26.05
期间费用率	8.05	8.17	8.02	11.36
经营性业务利润	5.01	13.84	39.54	-13.01

资产减值损失	-4.64	5.51	16.16	0.18
投资收益	1.07	4.47	11.66	0.62
其他收益	6.36	8.01	9.12	2.04
利润总额	11.58	14.66	31.70	-12.48
EBITDA	90.16	107.26	137.76	-
EBITDA 利润率	10.07	9.84	10.73	-
总资产收益率	3.16	3.29	3.48	-

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。受益于参控股电力公司较好的盈利水平、房地产板块收入的增长，叠加费用控制情况向好，2019年公司经营性业务利润大幅增长。资产减值损失和投资收益对利润总额影响较大，其中2019年，公司对蝴蝶

林房租和短期委托贷款的业务分别计提 1.77 亿元和 9.88 亿元减值损失，使得当期资产减值损失大幅增加。公司投资收益主要来自持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益，其中 2019 年控股子公司云南云投创新投资中心（有限合伙）以持有的云南铜业（集团）有限公司股权置换中国铜业有限公司股权实现 8.57 亿元投资收益，使得当期投资收益同比增幅较大。此外，公司与日常经营活动和收益有关的政府补助计入其他收益，2019 年同比有所增长，对利润形成了有力补充。整体来看，2019 年公司利润总额大幅提升，总资产收益率和 EBITDA 亦有所上升，整体盈利处于较好水平。2020 年一季度，公司经营性业务利润大幅下滑，出现较大幅度亏损，盈利恢复情况值得关注。

从母公司口径来看，云投集团本部营业收入主要为利息收入和子公司分红，2019 年有所增长，但较大规模的财务费用对母公司利润总额形成了一定侵蚀。2019 年及 2020 年一季度，母公司的营业总收入分别为 48.60 和 2.69 亿元；同期利润总额分别为 7.49 亿元和 -5.35 亿元。

公司总资产规模快速增长，但债务规模亦不断上升，债务控制及资金周转情况值得关注

公司资产规模保持快速增长态势，截至 2020 年 3 月末进一步增至 4,001.69 亿元，其中非流动资产占比保持在 70% 左右，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。公司可供出售金融资产主要为对云天化集团有限责任公司、云南冶金集团股份有限公司³、云贵铁路云南有限责任公司、滇西铁路有限责任公司、滇南铁路有限责任公司等公司的投资款项，随着公司铁路投资项目的稳步推进，2019 年以来保持快速增长态势。公司长期股权投资主要为对长江电力、华能水电、云川公司、红塔证券、富滇银行、华能资本等的投资，该部分股权为公司营业收入中投资收益的主要

³ 2019 年，云南能投将所持云南冶金集团股份有限公司 32.95% 股权认缴中国铜业注册资本 31.61 亿元。

来源。固定资产主要为房屋建筑物和煤电机设备。在建工程包括云投扶贫的教育卫生扶贫补短板项目投资、阜外医院、云上云信息化项目的建设投入等，截至 2019 年末云投扶贫的教育卫生扶贫补短板项目投资占在建工程的比重超过 50%。此外，公司作为云南省扶贫工作的融资主体，负责统一向国开行、农发行办理政策性贷款后，再转借各市、县扶贫平台公司，截至 2019 年末公司长期应收款中应收 121 家市、县级扶贫平台公司转贷资金 175.00 亿元。

公司流动资产主要以货币资金、其他流动资产为主，其中货币资金受益于公司较大的筹资力度持续快速增长，在流动资产中的占比保持在 40% 以上。截至 2019 年末，公司受限货币资金 19.70 亿元，主要为各类保证金及诉讼冻结资金。其他流动资产主要包括短期委托贷款、理财产品等变现能力较强的资产，其中短期委托贷款年末余额为 72.16 亿元，主要为对云南锡业集团（控股）有限责任公司等云南省内企业的贷款，其中 2019 年，公司对云南省国有资本运营有限公司、云南物流产业集团有限公司和云南良方制药有限公司的短期委托贷款全额计提减值准备。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	303.38	374.28	399.80	511.14
其他应收款	58.28	73.41	137.37	169.20
其他流动资产	175.06	111.74	136.92	180.69
流动资产	725.37	842.80	998.96	1,208.30
可供出售金融资产	672.51	784.93	828.28	853.21
长期股权投资	425.25	501.66	702.13	704.42
固定资产	227.19	259.28	295.63	292.18
在建工程	159.03	213.33	278.68	297.99
非流动资产	1,847.34	2,175.10	2,757.19	2,793.39

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

在资产规模大幅增长的同时，以带息债务为主的负债规模也不断增长。具体来看，以长期借款、应付债券为主的长期债务在总债务中的占比保持在 60%~70% 之间，符合公司投资项目对长期资金的

需求特点。长期借款主要为保证借款、质押借款以及信用借款,截至 2019 年末信用借款占比约为 30%。近年来公司加大直接融资力度,发行了中期票据、公司债、企业债、非公开定向债务融资工具和美元债等金融产品,2019 年以来应付债券同比大幅增长。短期债务方面,以短期借款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债为主,由于公司业务规模不断扩张,新建和扩建项目较多,流动资金需求明显增加,短期借款和以短期债务融资工具为主的其他流动负债保持较大规模;一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券,由于公司长期债务规模较大,该科目 2019 年以来处于相对高位。除有息债务外,以应付工程款为主的应付账款随着项目建设的推进亦呈增长态势。

表 14: 近年来公司债务结构情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	160.19	222.14	195.63	248.98
其他流动负债	101.94	187.22	203.12	214.35
一年内到期的非流动负债	163.00	252.44	284.50	262.28
长期借款	728.98	707.37	876.00	985.73
应付债券	423.48	460.10	597.23	638.79
短期债务	443.10	676.23	714.75	763.15
长期债务	1,165.40	1,188.99	1,514.38	1,673.30
总债务	1,608.50	1,865.22	2,229.13	2,436.44

注:部分数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源:中诚信国际根据公司财务报告整理

公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具和少数股东权益构成,2020 年 3 月末占比分别为 20.16%、9.61%和 68.10%,所有者权益稳定性一般。公司其他权益工具为公司本部发行的永续中期票据、可续期公司债券及债权融资计划。少数股东权益方面,受云南能投加大永续债发行力度、云投扶贫业务规模扩大以及云投医疗(双百项目)第三方平台公司投入资本金等因素的影响,公司少数股东权益快速增长。此外,2019 年,公司收到云南财政厅拨入铁路专项资金 24.81 亿元、老中铁路补助 100 万元及其他专项资金 0.2 亿元亦使得其当年资本公积大幅上升。整体来看,快速扩张的业务规模带来债务上升,使得公司资产负债率近年来维持高位,

总资本化比率亦处于较高水平。

表 15: 近年来公司资本结构情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
实收资本	241.70	262.16	262.16	262.16
少数股东权益	457.76	596.83	869.26	885.46
其他权益工具	100.00	115.00	115.00	125.00
资产负债率	67.80	67.32	65.67	67.51
总资本化比率	66.01	65.41	63.35	65.20

资料来源:中诚信国际根据公司财务报告整理

从母公司口径来看,其总资产主要由对子公司及联营、合营企业的长期股权投资、货币资金、其他应收款和可供出售金融资产组成,其中长期股权投资持续增长,主要系公司对云南铁投、云南云投康养投资有限责任公司、云南云投融资租赁有限公司等主业板块投资增加所致。公司其他应收款主要为与子公司的往来款,2019 年以来保持增长态势。负债方面,母公司债务规模逐年上行,其中近年来持续较大的融资规模为母公司各类投资业务的开展提供有力支撑,但同时也为其带来较大的债务负担。云投集团母公司口径所有者权益主要由实收资本和其他权益工具构成。受益于铁路建设资金等财政资金的转入,2019 年母公司所有者权益有所增长;2020 年一季度,公司发行 10 亿元永续类债券带动所有者权益进一步增长。

表 16: 近年来母公司资本结构情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	10.91	81.25	37.24	115.77
其他应收款	135.71	172.08	187.91	231.74
长期股权投资	482.31	565.56	595.19	596.30
总资产	749.38	957.27	1,021.04	1,152.15
短期债务	225.03	246.49	259.75	321.59
长期债务	169.80	258.12	283.39	306.10
总债务	394.83	504.61	543.14	627.69
所有者权益	342.68	378.02	403.31	407.04
资产负债率	54.27	60.51	60.50	64.67
总资本化比率	53.54	57.17	57.29	60.56

资料来源:中诚信国际根据公司财务报告整理

随着业务规模迅速扩大,公司投资活动现金流缺口较大,目前经营活动现金流尚不能完全满足自身的资金需求,高度依赖外部融资使得其筹资活动现金净流入保持在较高水平;由于债务规模快速扩张,

整体偿债能力有待提升

公司控股水电、火电资产获现能力较好但规模较小，同时物资贸易业务规模较大，经营活动净现金流一定程度上受应收账款、应付账款、预付款项等往来款的影响，2019年净流入同比大幅增长；2020年一季度，受季节性因素影响呈净流出状态。公司投资活动主要包括铁路建设投资、电力投资、扶贫投资和理财产品购买等。近年来持续较大的对外投资使得公司承担了较重的投资支出压力，资金缺口较大。为支撑较为庞大的投资规模，公司主要通过银行贷款及发行债券等方式进行融资。2019年，由于偿还债务所支付的现金大幅增加，筹资活动现金净流入有所减少，但规模仍然较大。

随着债务规模的快速扩张，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力处于较弱水平。2019年，公司经营活动净现金流同比有所改善，对利息的覆盖能力有所提高，但整体偿债能力仍有待提升。

表 17：近年来公司现金流及偿债能力情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	60.90	39.54	69.36	-11.35
投资活动净现金流	-408.76	-309.31	-324.46	-101.06
筹资活动净现金流	436.16	336.32	268.45	223.31
现金及现金等价物净增加额	85.89	68.49	14.70	111.43
总债务/EBITDA(X)	17.84	17.39	16.18	-
(CFO-股利)/总债务(%)	-0.98	-3.11	-2.49	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.27	1.24	1.44	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.86	0.46	0.73	-

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

债务到期分布方面，2020年4~12月、2021年及2022年分别需偿还债务345.46亿元、311.00亿元和161.85亿元；到期债务规模较大，中诚信国际将对公司资金周转及债务偿付安排保持关注。

表 18：截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布情况(亿元)

到期时间	2020.4-12	2021	2022	2023 及以后
到期金额	345.46	311.00	161.85	697.45

注：表中不包括云南能投债务。

资料来源：公司提供

母公司口径方面，投资活动净现金流由于公司本部对外投资及扶贫工作转贷款等支付持续保持

大额净流出；筹资活动现金流入保持较大规模，但2019年由于公司本部偿还到期债务规模较大，使得筹资活动净现金流入同比大幅减少。随着母公司总债务规模的快速增加，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱，整体偿债压力较大。

表 19：近年来母公司口径现金流及偿债能力情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	10.22	10.83	10.75	2.45
投资活动净现金流	-60.18	-114.03	-77.64	-31.35
筹资活动净现金流	19.83	173.48	22.66	107.35
总债务/EBITDA(X)	18.59	15.85	14.52	-
(CFO-股利)/总债务(%)	-4.37	-3.36	-4.18	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.02	1.42	1.27	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.49	0.48	0.37	-

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司债务偿还提供有力支撑

公司与银行等金融机构合作关系良好，截至2020年3月末，公司合并口径共获银行授信总额3,139.61亿元，其中未使用额度1,463.74亿元，财务弹性极强。此外，2020年5月，公司获得第一类成熟层 TDFI 资格，直接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至2020年3月末，公司对外担保余额为83.67亿元，其中担保金额较大的被担保企业包括云天化集团有限公司等国有企业和叙镇铁路有限责任公司等项目公司，中诚信国际将对公司对外担保的代偿风险情况保持关注。此外，截至2020年3月末，公司本部不存在影响正常经营的重大未决诉讼，或有风险可控。

表 20：截至 2020 年 3 月末公司主要对外担保情况

被担保人	担保余额(亿元)
云南省国有资本运营有限公司	30.00
叙镇铁路有限责任公司	20.18
云天化集团有限公司	16.00
滇南公司铁路有限责任公司	14.70

资料来源：公司提供

公司受限资产主要为房屋设备、土地使用权、景区收费权、股权等用于抵质押获得银行借款的资

产，截至 2019 年末余额为 102.63 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的人民银行出具的《企业信用报告》资料显示，截至 2020 年 5 月 25 日，公司本部无不良信贷信息。根据公开资料，公司未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。

外部支持

公司在云南省战略地位突出，业务发展在资金、政策等方面能够获得省政府的大力支持

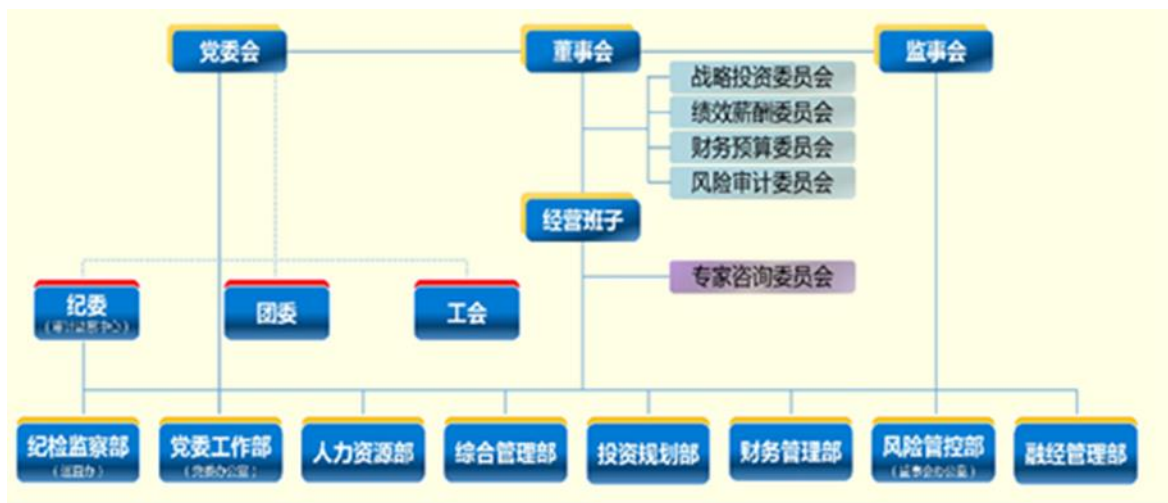
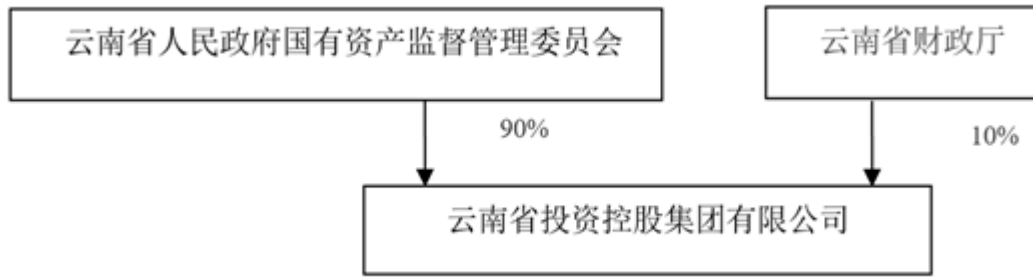
公司是由云南省国资委、云南省财政厅履行出资人职责的大型国有独资企业，为云南省政府推进全省经济社会发展的战略工具，其重要使命是在云南省全面建设小康社会的历史进程中，着力解决省政府关心、关系全省发展大局的重大问题。公司参控股的云南能投、云南铁投、云南城投、云南医投、云南旅投、云南石化、云投扶贫等多为关系云南省经济命脉和民生的企业，同时公司还代表云南省参股与国家部委和央企的合作项目，在云南省经济中具有重要的战略地位。

作为云南省政府下属的综合性投资公司和投资主体，公司在政策及资金等方面获得了有力支持，对投资项目有优先选择权，并与政府各级部门保持了良好的合作关系，在资金和业务方面得到了股东的大力支持。2014~2018 年期间累计获得注资 126.62 亿元；2017~2019 年分别获得政府补助 6.58 亿元、8.06 亿元和 9.11 亿元；同时 2020 年省内资产的陆续划入将进一步提升公司多元化程度、业务规模以及资本实力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南省投资控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 云投 01”和“16 云投 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：云南省投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,033,818.31	3,742,828.19	3,997,966.51	5,111,441.55
应收账款净额	459,841.51	743,694.52	898,279.84	971,458.37
其他应收款	582,817.55	734,090.63	1,373,725.47	1,692,039.10
存货净额	766,210.79	625,134.57	725,501.08	807,108.91
长期投资	10,977,602.49	12,887,192.78	15,469,119.88	15,651,444.63
固定资产	2,271,933.24	2,592,808.96	2,956,305.71	2,921,842.04
在建工程	1,590,312.10	2,133,250.58	2,786,754.71	2,979,908.78
无形资产	385,015.59	428,147.10	1,694,624.71	1,690,700.35
总资产	25,727,064.17	30,179,066.17	37,561,523.23	40,016,936.81
其他应付款	456,848.03	465,088.54	756,920.68	784,413.72
短期债务	4,431,007.02	6,762,336.27	7,147,489.03	7,631,463.77
长期债务	11,653,983.83	11,889,907.57	15,143,766.80	16,732,975.24
总债务	16,084,990.85	18,652,243.84	22,291,255.83	24,364,439.01
净债务	13,051,172.54	14,909,415.64	18,293,289.32	19,252,997.46
总负债	17,443,655.86	20,316,548.93	24,668,063.44	27,014,252.12
费用化利息支出	603,533.52	772,475.43	863,207.28	233,221.54
资本化利息支出	107,497.49	91,149.48	91,646.54	--
所有者权益合计	8,283,408.31	9,862,517.23	12,893,459.79	13,002,684.69
营业总收入	8,952,449.21	10,898,892.36	12,833,226.19	2,293,753.96
经营性业务利润	50,123.36	138,352.30	395,360.89	-130,097.14
投资收益	10,733.89	44,738.16	116,571.18	6,160.18
净利润	83,795.38	97,632.28	269,407.50	-131,852.59
EBIT	719,339.69	919,119.08	1,180,165.34	--
EBITDA	901,640.63	1,072,612.12	1,377,644.91	--
经营活动产生现金净流量	609,021.43	395,442.08	693,600.41	-113,531.91
投资活动产生现金净流量	-4,087,629.87	-3,093,104.01	-3,244,610.66	-1,010,642.87
筹资活动产生现金净流量	4,361,607.64	3,363,153.93	2,684,527.78	2,233,148.00
资本支出	764,397.44	1,141,669.58	937,913.14	234,621.27

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	8.19	8.98	10.62	5.10
期间费用率(%)	8.05	8.17	8.02	11.36
EBITDA 利润率(%)	10.07	9.84	10.73	--
总资产收益率(%)	3.16	3.29	3.48	--
净资产收益率(%)	1.18	1.08	2.37	--
流动比率(X)	1.29	1.02	1.07	1.22
速动比率(X)	1.15	0.94	1.00	1.14
存货周转率(X)	11.44	14.26	16.99	11.36*
应收账款周转率(X)	20.56	18.11	15.63	9.81*
资产负债率(%)	67.80	67.32	65.67	67.51
总资本化比率(%)	66.01	65.41	63.35	65.20
短期债务/总债务(%)	27.55	36.25	32.06	31.32
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.02	0.03	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.06	0.10	-0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.86	0.46	0.73	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.98	-3.11	-2.49	--
总债务/EBITDA(X)	17.84	17.39	16.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.16	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.27	1.24	1.44	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.01	1.06	1.24	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、合并口径2017、2018年财务数据经追溯调整；3、中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中带息部分计入债务，将研发费用计入管理费用；4、加“*”指标经年化处理。

附三：云南省投资控股集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	109,065.45	812,543.67	372,448.03	1,157,688.81
应收账款净额	260.00	2,719.15	3,404.24	3,404.24
其他应收款	1,357,058.71	1,720,762.63	1,879,132.88	2,317,364.66
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	5,341,907.94	6,178,873.98	6,523,346.99	6,440,659.20
固定资产	2,691.69	2,702.12	7,248.09	6,541.43
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,154.63	3,051.15	13,501.66	13,341.25
总资产	7,493,827.00	9,572,744.86	10,210,438.69	11,521,508.75
其他应付款	551,374.56	714,890.61	734,513.30	970,261.96
短期债务	2,250,317.45	2,464,918.62	2,597,490.73	3,215,900.31
长期债务	1,697,970.21	2,581,178.85	2,833,883.26	3,060,989.67
总债务	3,948,287.66	5,046,097.47	5,431,373.99	6,276,889.98
净债务	3,839,222.21	4,233,553.80	5,037,997.36	5,091,569.28
总负债	4,067,054.25	5,792,550.27	6,177,289.24	7,451,080.56
费用化利息支出	207,368.63	223,923.55	293,372.89	72,788.35
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,426,772.75	3,780,194.58	4,033,149.45	4,070,428.19
营业总收入	235,053.98	351,581.66	486,000.48	26,891.72
经营性业务利润	16,441.21	88,431.23	164,220.60	-53,525.75
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3,391.98	92,317.39	74,921.75	-53,470.84
EBIT	210,760.61	316,240.95	368,294.64	--
EBITDA	212,368.05	318,393.16	373,934.47	--
经营活动产生现金净流量	102,228.48	108,291.24	107,546.45	24,450.24
投资活动产生现金净流量	-601,787.47	-1,140,310.06	-776,387.87	-313,452.13
筹资活动产生现金净流量	198,343.24	1,734,809.82	226,649.60	1,073,478.24
资本支出	69.41	6,660.83	12,536.66	44.31
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	99.83	99.05	99.47	97.26
期间费用率(%)	92.19	73.63	65.41	295.57
EBITDA 利润率(%)	90.35	90.56	76.94	--
总资产收益率(%)	2.83	3.71	3.71	--
净资产收益率(%)	0.11	2.56	1.91	--
流动比率(X)	0.87	1.02	0.92	1.07
速动比率(X)	0.87	1.02	0.92	1.07
存货周转率(X)	65.88	--	--	--
应收账款周转率(X)	904.05	236.03	158.74	31.60*
资产负债率(%)	54.27	60.51	60.50	64.67
总资本化比率(%)	53.54	57.17	57.39	60.66
短期债务/总债务(%)	56.99	48.85	47.82	51.23
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.02	0.02	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.05	0.04	0.04	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.49	0.48	0.37	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.37	-3.36	-4.18	--
总债务/EBITDA(X)	18.59	15.85	14.52	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.13	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.02	1.42	1.27	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.02	1.41	1.26	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中带息部分计入债务，将研发费用计入管理费用；3、加“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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/交易性金融负债+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+租赁负债+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
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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-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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。