



2022 年度

云南省投资控股集团有限公司
信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20220692M-02

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 12 月 15 日至 2023 年 6 月 30 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2022 年 12 月 15 日

评级对象	云南省投资控股集团有限公司
主体评级结果	AAA/稳定
评级观点	中诚信国际肯定了云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”或“公司”）良好的外部经济发展环境、显著的战略地位、有力的股东支持、可获得较为丰厚的投资收益及现金分红以及银行授信额度较为充足、持有上市公司股权可提供一定流动性等方面的优势。同时中诚信国际也关注到管理链条较长、总债务上升较快、面临较大的资本支出压力、对外资金拆借金额大，面临一定回收风险以及对外担保代偿风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
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。
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用。 可能触发评级下调因素： 外部支持能力或意愿下降；区域宏观经济或行业环境发生重大变化或其他因素导致盈利及获现水平大幅下滑；公司合并报表范围及参股重要股权发生重大变化；公司外部融资环境变化、债务规模和融资成本上升导致偿债能力大幅下滑和流动性风险等。
正面	
<ul style="list-style-type: none">● 持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境● 公司在云南省经济发展中具有重要的战略地位，可获得股东在政策、资金、股权注入等方面的持续支持● 可获得较为丰厚的投资收益及现金分红● 银行授信额度较为充足，财务弹性极强；直接及间接持有上市公司股权可提供一定流动性	
关注	
<ul style="list-style-type: none">● 下属业务板块较多，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的管理压力● 总债务上升较快，未来面临较大的资本支出压力● 对外资金拆借金额大，面临一定回收风险● 对外担保代偿风险有待关注	

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：李博伦 blli@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

云投集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
资产总计（亿元）	3,756.27	4,749.12	5,372.91	5,695.96
所有者权益合计（亿元）	1,289.34	1,679.82	2,080.35	2,017.69
负债合计（亿元）	2,466.93	3,069.30	3,292.56	3,678.28
总债务（亿元）	2,344.15	2,816.66	2,926.95	3,265.75
营业总收入（亿元）	1,283.32	1,785.26	2,056.60	1,435.14
净利润（亿元）	26.94	40.17	33.26	19.55
EBIT（亿元）	119.65	147.10	150.66	--
EBITDA（亿元）	139.40	177.55	186.39	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	69.36	74.74	85.84	77.27
营业毛利率（%）	10.62	8.97	10.02	11.41
总资产收益率（%）	--	3.46	2.98	0.60*
EBIT 利润率（%）	9.32	8.24	7.33	--
资产负债率（%）	65.68	64.63	61.28	64.58
总资本化比率（%）	66.62	64.29	59.39	62.64
总债务/EBITDA (X)	16.82	15.86	15.70	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.37	1.41	1.43	--
FFO/总债务 (X)	-0.004	-0.007	0.004	--

云投集团（本部口径）	2019	2020	2021	2022.9
资产总计（亿元）	1,021.04	1,637.53	1,960.09	2,009.18
负债合计（亿元）	617.73	923.21	981.02	1,201.85
总债务（亿元）	656.04	901.08	844.60	1,055.25
所有者权益合计（亿元）	403.31	714.32	979.06	807.32
投资收益（亿元）	--	--	--	--
净利润（亿元）	7.49	21.69	20.06	-18.19
EBIT（亿元）	36.91	54.58	60.19	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.75	9.39	5.54	0.96
经调整的净资产收益率（%）	--	4.89	2.68	-2.96*
资产负债率（%）	60.50	56.38	50.05	59.82
总资本化比率（%）	69.47	60.06	48.44	58.86
总债务/投资组合市值（%）	88.44	64.56	47.83	59.51
现金流利息覆盖倍数 (X)	0.35	0.39	0.65	--

注：1、中诚信国际根据云投集团提供的其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 2020~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；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，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、云投集团本部口径财务报表将投资收益列示于营业收入中。

评级历史关键信息 1

云南省投资控股集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2022/06/27	王梦莹、刘钊博	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	--	2014/06/25	王立、董旷	--	阅读全文	
AA+/稳定	--	2010/05/06	王磊、王雅芳、孙蕴	--	阅读全文	

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

云南省投资控股集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2019/08/08	张卡、刘凯	中国地方政府融资平台评级方法	阅读全文	
AAA/稳定	--	2016/02/03	龚天璇、张雪婷	--	阅读全文	

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2021 年本部数据）

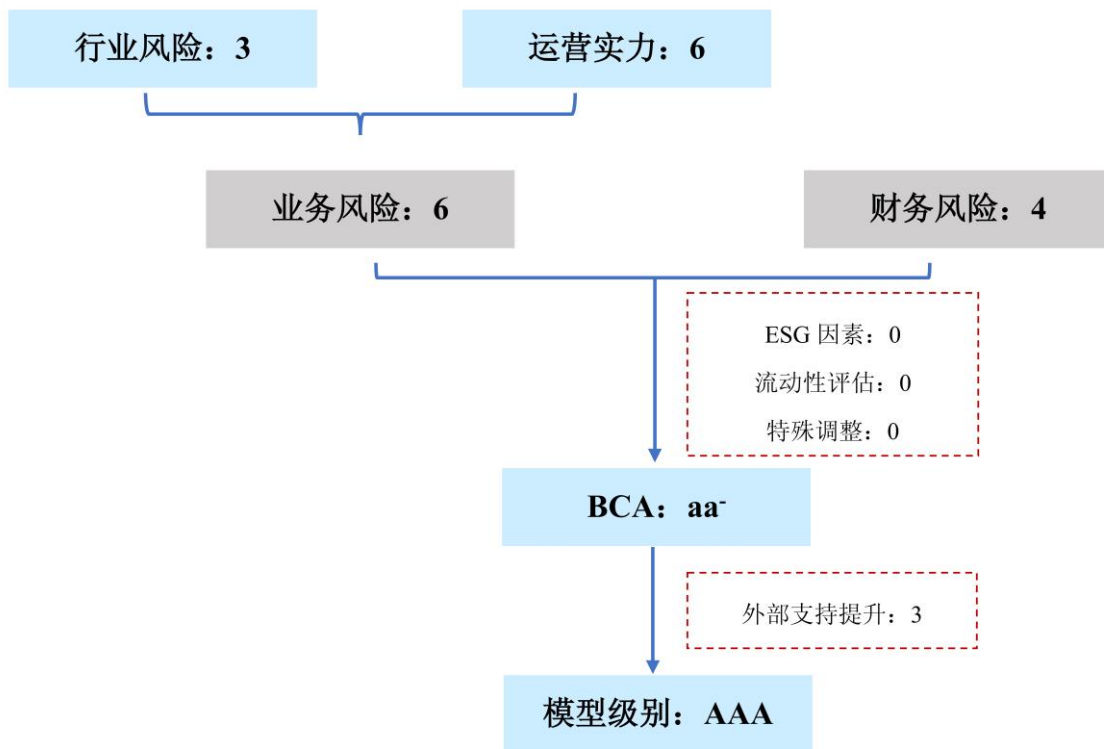
公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
恒健投资	公司为广东省唯一的省级国有资本运营公司和产融结合平台，聚焦资本运营、基金投资、股权管理的主业定位，投资领域涉及电力、钢铁、航空、轨道交通等	1,753.64	227.17	26.45	11.87	4.18
杭州资本	公司为杭州市重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机及电力设备制造等多个领域，以及战略新兴产业、国企改革项目等	302.85	100.00	34.70	1.06	0.24
云投集团	公司为云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，投资领域涉及信息产业、金融、大健康、铁路建设运营、能源、石化燃气、文化旅游等	1,960.09	262.16	50.05	53.60*	20.06

中诚信国际认为，云投集团与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，云投集团投资涉及领域更广，但存在对部分企业的拆借资金回收风险，通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，对偿债提供一定保障，但本部债务规模及财务杠杆较高。

注：恒健投资为“广东恒健投资控股有限公司”简称、杭州资本为“杭州市国有资本投资运营有限公司”简称。

评级模型

云南省投资控股集团有限公司评级模型打分(2022_01)



方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险：

云投集团属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；云投集团的投资职能定位高，整体投资风险较低，直接及间接持有上市公司股权可提供一定资产流动性，资本实力极强，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

云投集团本部盈利能力偏弱，债务规模及财务杠杆处于较高水平，整体偿债压力较大；但本部直接持有股权可变现能力强，投资组合市值对总债务的覆盖能力较强，为偿债提供一定保障，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对云投集团个体基础信用等级无影响，云投集团具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

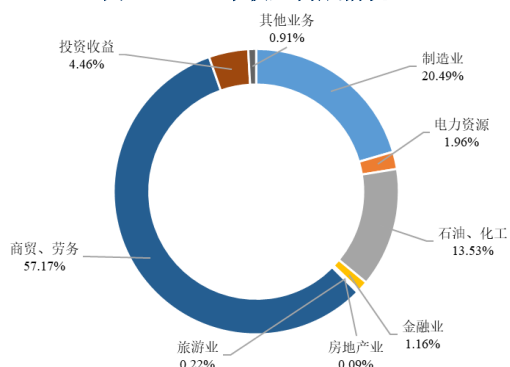
■ 外部支持：

公司是云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，战略地位突出，能够在资金、政策等方面能够获得云南省政府的大力支持，外部支持调升 3 个子级。

评级对象概况

公司前身为成立于 1997 年 9 月的大型国有独资企业云南省开发投资有限公司。2007 年 8 月，经云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）云国资规划[2007]261 号文批准，公司更为现名。作为云南省政府的投资主体、融资平台和经营实体，公司是云南省目前资产规模最大的综合类投资控股企业，经营业务范围包括经营和管理省级基本建设资金和省级专项建设基金，对云南省政府安排的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目进行投资和经营管理等，投资涉及信息产业、金融、大健康、铁路建设运营、能源、石化燃气、文化旅游等多个领域。2021 年，公司实现营业总收入 2,056.60 亿元，同比增长 15.20%。

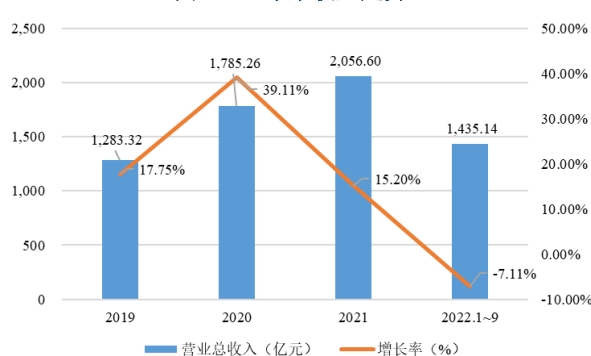
图 1：2021 年收入构成情况



注：制造业收入包含民爆、贵金属、林纸产品收入等。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 9 月末，公司注册资本为 241.70 亿元，实收资本为 262.16 亿元¹，云南省国资委持有其 90% 的股权，云南省财政厅持有其 10% 的股权，公司控股股东和实际控制人为云南省国资委。

表 1：截至 2021 年末公司主要子公司情况（亿元）

主要板块	全称（简称）	层级	持股比例	总资产	净资产	营业总收入	净利润
电力、贸易	云南省能源投资集团有限公司（云南能投）	2	83.08%	2,314.27	850.62	1,399.96	28.50
旅游	云南省旅游投资有限公司（云南旅投）	2	100.00%	28.82	9.07	4.37	-1.76
铁路	云南省铁路投资有限公司（云南铁投）	2	72.55%	696.60	379.27	6.13	6.69
制造	云南云景林纸股份有限公司（云景林纸）	2	86.26%	47.05	14.53	14.02	0.18
医疗	云南省医疗投资管理集团有限公司（云南医投）	2	100.00%	226.91	27.39	6.12	-2.20
石油化工	云南石化燃气有限公司（云南石化）	2	100.00%	56.52	2.31	107.40	-3.20
	云南云投中裕能源有限公司（云投中裕能源）	2	51.00%	13.77	3.01	8.73	0.14
扶贫	云南省扶贫投资开发有限公司（云投扶贫）	2	1.68%	272.97	119.03	-	-
大数据	云南省数字经济产业投资集团有限公司（云南数投）	2	100.00%	17.19	8.72	4.03	-1.38
金融	云南省资产管理有限公司（资管公司）	2	100.00%	89.75	64.90	3.76	1.70
	云南省国有金融资本控股集团有限公司 ² （云南金控）	2	100.00%	176.52	154.27	5.82	1.19

¹ 截至 2022 年 9 月末，公司尚未对 2018 年增资进行工商变更手续，因此实收资本大于注册资本。

² 2020 年 5 月 11 日，根据云国资产权[2020]75 号文件，云南省财政厅将持有的云南金控 100% 股权注入公司，截至目前相关股权变更手续尚未完成，仍在办理中。

制造	贵研铂业股份有限公司 ³ （贵研铂业）	2	38.16%	110.77	40.04	363.51	4.31
	云南省戎合投资控股有限公司 ⁴ （戎合控股）	2	90.00%	98.14	56.18	40.30	1.79
金融	云南省国有股权运营管理有限公司 ⁵ （股权公司）	2	100.00%	245.56	245.54	-	6.96

注：云投扶贫的章程约定公司的董事会可以决定公司的经营计划和投资方案，董事会作出决议只需全体董事过半数通过即可同意，公司在云投扶贫的董事会 5 席中占据 3 席，能够对云投扶贫的董事会进行控制和决定其经营决策，实现对其控制；公司为贵研铂业第一大股东，且其他股东股权分散且持股比例较小，公司能实际控制贵研铂业，根据会计准则纳入集团合并范围；云南金控、戎合控股于 2020 年纳入公司合并范围，贵研铂业、股权公司于 2021 年纳入公司合并范围；云南旅投、云南数投自 2020 年起持续呈亏损状态，云南医投、云南石化自 2016 年起持续呈亏损状态；公司未向云南能投、贵研铂业、戎合控股、云南金控、股权公司派驻董事和高级管理人员，因此对上述公司管控能力一般。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2022 年三季度，中国经济逐步走出二季度疫情超预期影响下的谷底并企稳回升，总体保持了韧性。随着一揽子稳经济政策以及接续措施落地显效，宏观经济生产端已向常态化水平回归，需求端依然偏弱但年内仍有改善空间，四季度宏观经济运行将延续修复态势，全年 GDP 增速或为 3.4% 左右。宏观经济结构性修复的同时面临的风险及挑战有增无减：海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部不确定性、不稳定性持续存在；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但负面影响尚未完全消除；预期偏弱或难以短期扭转，持续制约宏观经济复苏力度；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；房地产市场依然低迷，仍需警惕其负面影响外溢；债务风险仍处于高位，潜在的区域性财政风险不容忽视。从政策环境看，前三季度宏观政策积极发力稳增长，货币政策着力发挥总量和结构双重功能支持实体经济，财政政策收支两端同时发力兜底民生稳定经济大盘。四季度稳增长依然是宏观政策主线，但防风险的底线并不会放松，货币政策将在呵护流动性的同时持续引导宽信用，财政政策将在提升效能的同时延续出台接续措施。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，“二十大”提出的中国式现代化战略安排能够为经济高质量发展提供持续支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9458?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2021 年我国股权投资市场显著回暖，募资总额大幅提升，投资案例和金额实现双增长，投资赛道政策引导性强，行业集中度较高；注册制持续改革及北交所开市推动 IPO 为主的退出案例大幅增加。

在国内疫情防控常态化，经济运行稳步恢复，多项政策出台引导股权投资市场，鼓励提升直接融资比例背景下，募资市场显著回暖。根据清科研究中心数据显示：2021 年中国股权投资市场新募基金 6,979 支，同比增长 100.7%，共募集 22,085.19 亿元，同比上升 84.5%；投资案例发生

³ 2020 年 5 月 25 日，公司与云南锡业集团（控股）有限责任公司签订股权转让协议，以非公开协议方式获得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”）100% 股权，股权转让款为 31.70 亿元，上述股权转让及相应的工商变更登记手续已于当年 10 月完成。2021 年 8 月 31 日，贵金属集团将其所持贵研铂业 39.64% 的股份以无偿划转的方式划转至公司并完成国有股份无偿划转过户相关手续，公司直接持有贵研铂业股份并成为其控股股东。2022 年 3 月 16 日，公司与贵研铂业签订了《股权转让协议》，以 0.58 亿元向其转让所持贵金属集团 100% 股权。

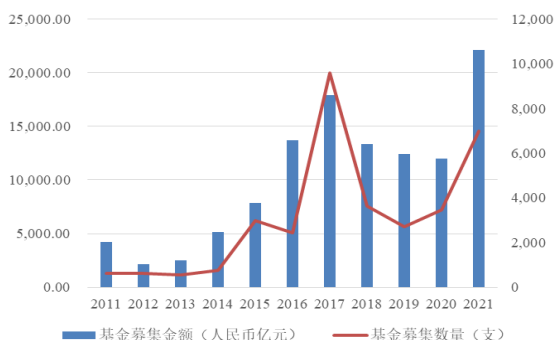
⁴ 2020 年 11 月 25 日，根据云国资产权[2020]216 号文件，云南省国资委将其所持戎合控股 90% 股权注入公司，相关股权变更已于 2020 年 12 月完成。

⁵ 2021 年 12 月，公司公告称云南省国资委将持有的股权公司 100% 股权划转注入公司，股权公司为云南省国有股权集中管理运营专业化平台。股权公司已于 2022 年 1 月 27 日完成工商变更，公司成为股权公司控股股东。

12,327 起，同比上升 63.1%，投资总金额为 14,228.70 亿元，同比上升 60.4%，实现投资数量及金额的双增长，投资活跃度明显回升；退出共发生 4,532 笔，同比增长 18.0%，被投资企业 IPO 案例发生 3,099 笔，同比增长 27.3%，随着国内注册制改革持续推进，2021 年北交所开市境内上市渠道拓宽，IPO 案例增长迅速。

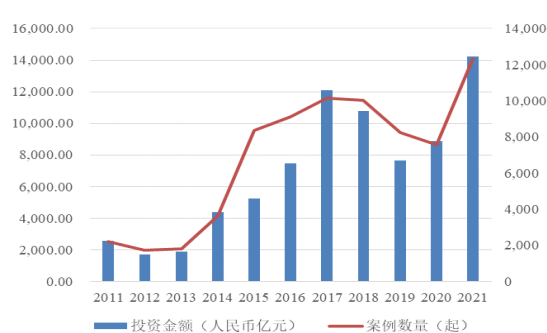
募资方面，根据清科研究中心统计数据，2021 年中国股权投资市场募资总规模大幅提升，募资结构两极化趋势愈发显著，规模超过百亿的基金积极设立，但资金实缴比例普遍不高，大规模基金管理人国资属性较强，单基金募集规模连年下滑，规模不足一亿的基金占量高而募集规模占比低。分币种看，2021 年人民币基金募集金额超 19,000 亿元，同比上升 88.6%，外币基金募集金额同比上升 62.6%。从募集基金类型看，成长基金和创业投资基金仍占据主要地位，2021 年上述两种类型基金按募资金额来看占比分别为 59.0%和 29.9%，按募集数量来看占比分别为 45.5%和 51.1%。从地域分布看，浙鲁苏粤等地仍为募资活跃地区，新募基金支数和金额位居前列。

图 3：2011~2021 年中国股权投资市场基金募资情况
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 4：2011~2021 年中国股权投资市场投资情况
(包括早期投资、VC、PE)

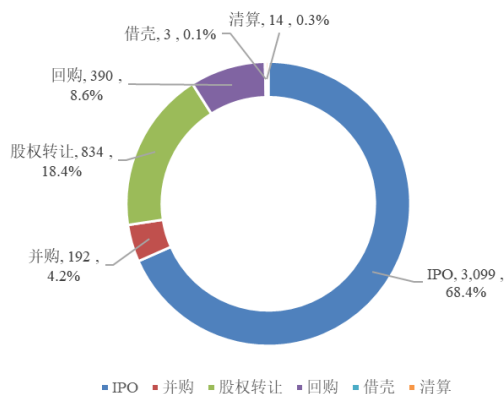


资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

投资方面，根据清科研究中心统计数据，2021 年中国股权投资市场热度明显回升，投资数量和金额再创历史新高，早期投资、创业投资以及私募股权投资的投资案例数及投资金额均呈现大幅增长。从投资行业看，各类型投资机构均偏好投资 IT、生物科技医疗/医疗健康、半导体及电子设备、互联网行业，符合行业更迭政策及产业需求增长趋势，前四大行业投资案例占比近 70%。2021 年，中国股权投资市场投资阶段集中在扩张期，投资案例以 A 轮、B 轮和天使轮为主，E 及 E 轮之后投资金额占比最大，投资区域集中在京沪粤苏浙等经济发达地区。从投资机构集中度来看，头部效应在早期市场较为明显，由于 PE 机构数量较多，且国资背景大型基金投资策略集中在 PE，PE 市场集中度相对较低。

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2021 年，中国股权投资市场退出案例同比增加 18.0%，其中，注册制改革及北交所开市，推动被投资企业 IPO 数量同比大幅上升。在 IPO 常态化的背景下，并购、借壳数量分别同比下降 37.3%和 91.2%，通过股权转让方式退出的数量同比上升 26.2%。分阶段看，早期投资市场退出方式仍以股权转让为主，VC 和 PE 市场退出方式以 IPO 为主。2021 年退出案例数集中在生物科技医疗/医疗健康、IT、半导体及电子设备等行业。

图 5：2021 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

中诚信国际认为，未来火电装机占全国电源结构比重以及机组利用效率或将随“碳达峰、碳中和”政策的大力推进而呈下降态势，但仍将维持主力电源地位。未来随着燃煤电价改革及煤炭保供措施的落地，煤电企业盈利能力有望得到改善。随着“碳达峰、碳中和”目标的推进，十四五期间我国风电及光伏装机规模将保持较快增速。集中投运的新能源项目短期内或将在外送受限及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素下面临一定消纳压力。平价上网和市场化交易的持续推进亦将使得上网电价呈持续下降态势。

我国目前突出的电力供需矛盾使得火电机组在我国电源结构中仍占据主力地位，据中国电力企业联合会数据统计，截至 2022 年 9 月末，火电装机所占比重仍达 52.82%，其中煤电装机占全国总装机比重仍有 44.76%，但受节能减排、火电去产能以及以风电、太阳能发电为代表的清洁能源发电受到政策的扶持等因素影响，其占比仍将保持下降趋势，同时其机组利用小时数长期看亦或将受清洁能源占比提升而整体呈下降态势。煤炭价格方面，受国内煤炭政策调控及需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，煤电企业亏损面扩大。为此，相关部门出台一系列煤炭保供政策引导煤价回归合理区间，目前煤炭产量已随政策逐步落地持续提升，但电煤价格仍处相对高位。上网电价方面，大型电力集团中火电的市场化程度最高，其近年来受交易电量电价影响整体呈小幅波动态势，但随着“1439 号文”将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大⁶，燃煤发电企业经营困难有所改善。中诚信国际认为，未来随着电煤价格回归合理区间，燃煤发电企业经营困难或将持续改善。

2021 年以来，随着抢装项目的陆续结转，国内风电和光伏发电装机增速均保持高速增长态势，考虑到未来技术的进一步成熟推动整体造价下降、在建项目陆续投运以及我国 2030 年 12 亿千瓦以上的光伏装机发展目标，预计“十四五”期间我国风电及光伏装机规模将维持快速增长态势，同时区域消纳的好转和外送通道的陆续投运也将使得新增风光装机逐步回归风光资源丰富的三北地区。受益于国家多项消纳政策的不断落实，弃风率及弃光率持续下降。2021 年“能耗双控”政策的严格执行使得清洁能源需求大幅提升，未来风电及光伏机组整体仍处于一个良好的消

⁶ 国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（简称“通知”），决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。有序推动工商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电，取消工商业目录销售电价。保持居民、农业用电价格稳定。

纳环境中。但值得关注的是，2021 年以来硅料产能紧缺导致光伏组件成本有所上升，加之大宗商品价格上行以及建设的加速推进等因素，或将推升机组造价水平，进而对项目收益形成一定影响。另外，以水电、风电及光伏为主的清洁能源机组利用效率短期内或将受限于装机规模快速提升、用电需求受抑制、外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素而面临一定下行压力。

详见《中国电力行业展望，2022 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

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，2021 年全省地区生产总值（GDP）为 27,146.76 亿元，同比增长 7.3%，增速低于全国水平 0.8 个百分点，其中第一、二、三产业增加值分别同比增长 8.4%、6.1%和 7.7%。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。2021 年云南省规模以上工业增加值同比增长 8.8%，其中有色金属冶炼和压延加工业增长 10.6%、黑色金属冶炼和压延加工业增长 6.3%，烟草制品业增长 4.3%。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。2021 年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长 4.0%，其中第一、二、三产业投资分别增长 30.0%、2.8%和 2.1%。

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。

运营实力

中诚信国际认为，云投集团是云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，具备重要的战略地位，投资职能定位高，投资标的涉及多个行业领域且较为分散，但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的管理压力，同时需关注对康旅集团等的拆借资金回收风险；通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，同时参股金融企业亦有助于增强整体资产流动性。

云投集团为云南省综合性国有资本投资运营总平台，投资职能定位高；投资决策与风险管理制度较为健全，但部分被投资企业存在一定信用风险；由于下属业务板块较多，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的管理压力。

公司系云南省综合性国有资本投资运营总平台，在云南省基础设施建设、基础产业发展、支柱产业培育中履行政府出资人代表和投资导向的职能。公司以投融资为主体功能，将金融资本与产业资本相结合，通过金融投资，提升融资能力，扩大融资规模，增强对产业的支撑；通过产业投资，引导社会投资方向，推动产业结构升级，形成融资与重点领域投资良性互动、互为依托的综合性现代投资集团。

投资管理方面，为保证对外投资活动的规范性、合法性和效益性，公司制定了《云投集团投资管理制度》及《云投集团投资项目后评价管理办法》等制度，对本部和下属子公司投资行为进行全面管理。公司投资决策委员会是集团董事会的议事机构和工作机构，主要负责对集团长期发展战略和重大投融资决策进行研究并提出建议，战略发展部为投资决策委员会的日常工作机构。集团办公会为所有投资的决策机构，对少数重大投资方案，集团办公会讨论前先召集投资决策委员会审议并提出意见，由战略发展部组织并提前将投资方案送投资决策委员会成员考虑。集团将制定总体投资原则，其中明确项目投资应达到的规模额度，以集中资金投入具有相当规模的项目。此外，公司通过委派高管、外派董监事、财务全面预算管理、投资项目管理、经营业绩及绩效考核等方式，实现了对控股子公司的全面管控，但由于云南能投、戎合控股、云南金控等公司为云南省国资委直管的重点省属企业，其经营相对独立。整体来看，公司投资决策管理及风险管理方面制度较为健全；但值得关注的是，公司对云南省康旅控股集团有限公司⁷（以下简称“康旅集团”）和云南煤化工集团有限公司（以下简称“云煤化”）各类资金拆借、投资金额较大，且 2021 年以来康旅集团盈利能力及经营回款有所弱化，债务压力较大，公司对上述企业拆借资金面临一定回收风险。此外，**中诚信国际认为**，近年来云南金控及戎合控股等股权陆续注入，且上述企业经营较为稳定，有助于公司多元化程度及业绩的提升；**但同时也关注到**，公司下属业务板块较多，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。

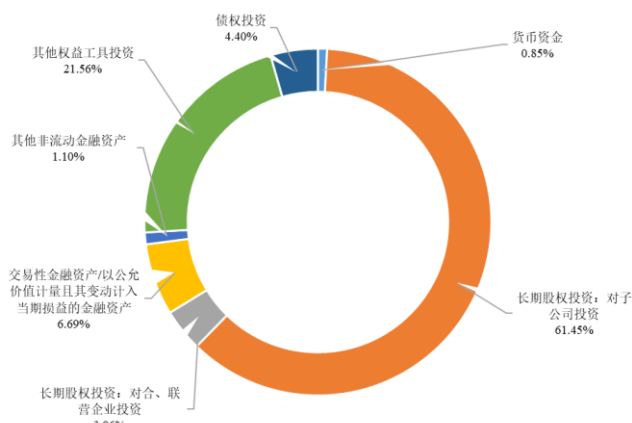
公司本部投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业领域，投资标的较为分散，但存在一定的信用风险，需关注对康旅集团的拆借资金回收风险；本部直接持有的上市公司市值较小，但通过下属公司持有部分优质上市公司股权，此外参股金融企业亦有助于增强整体资产流动性。

公司本部主要从事资产管理和股权运作业务，作为云南省政府下属最大的综合性投资主体和重要投资控股平台，主要业务通过各板块子公司具体运营。截至 2021 年末，本部投资组合市值为 1,765.72 亿元，以对控股子公司的投资为主，占比达 61.45%，其中在铁路、电力及金融领域的投资占比较大。部分被投资企业如云南旅投、云南医投、云南石化、云南数投等因疫情冲击、医院尚处于市场培育期、油价波动且贸易业务毛利率低、计提大额减值等因素近年来呈亏损状态。此外，本部投资组合中其他权益工具投资规模较大，主要为对康旅集团等公司的投资款项，考虑到对康旅集团的投资不具备实际流动性，若剔除此部分，截至 2021 年末本部投资组合市值为 1,417.94 亿元。2022 年 9 月 30 日，公司发布公告称收到云南省国资委相关批复，同意将公司所持康旅集团 44.9173% 股权无偿划转至云南省国资委⁸。截至 2022 年 9 月末，公司对康旅集团各类资金拆借、委托贷款及担保金额仍较大，且康旅集团债务压力大，盈利能力及经营回款有所弱化，资产处置和债权清收进度仍存在一定不确定性，中诚信国际将对康旅集团股权无偿划转后续进展及公司对其拆借资金回收情况保持关注。总体来看，本部投资标的较为分散，除个别板块子公司外，其余被投资企业整体经营较稳定，但存在一定的信用风险。

⁷ 截至 2022 年 6 月末，康旅集团总资产为 2,487.92 亿元，总负债为 1,932.32 亿元；2021 年及 2022 年 1-6 月净利润分别为 -91.72 亿元和 -51.10 亿元。

⁸ 截至本报告出具日，公司尚未完成国有产权变动登记和工商变更登记。本次无偿划转康旅集团股权账面价值为 144.97 亿元，占公司 2021 年末经审计净资产的 6.97%，公司合并口径资本公积及其他权益工具投资同时减少 144.97 亿元。

图 6：2021 年末本部投资组合分布情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 2：截至 2022 年 9 月末公司本部口径与康旅集团资金往来及担保情况（亿元、%）

	项目	金额	占本部口径相关科目比重
康旅集团	其他流动资产（短期债权投资）	74.39	49.35
	其他权益工具投资（优先股）	29.85	11.72
	其他权益工具投资（永续债）	119.50	46.91
	小计	223.74	--
	担保	47.00	--

注：除本部口径外，截至 2022 年 9 月末公司合并口径中还存在对康旅集团的其他流动资产（短期委托贷款）余额 12.00 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产流动性方面，公司本部直接持有红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）、中银国际证券股份有限公司⁹（以下简称“中银证券”）、贵研铂业等上市公司股权，截至 2022 年 9 月末，本部直接持有的上市公司股份市值合计为 105.57 亿元，占同期末本部投资组合市值（扣除货币资金）的 6.92%，其中未质押部分市值合计为 85.46 亿元。此外，同期末公司通过下属全资子公司股权公司间接持有云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”，股票代码：000538.SZ）25.02%股权¹⁰；2022 年 6 月，中国人寿保险（集团）公司发起设立了总规模 200 亿元的“中国人寿-云南国企改革发展股权投资计划（首期）”¹¹并向股权公司进行战略增资。截至 6 月 13 日，首笔 90 亿元资金完成投放，将用于支持股权公司投资云南省滇中引水工程有限公司股权。此外，公司还通过下属云南能投参股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.SH）以及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.SH）等优质水电上市公司股权，但由于公司未向云南能投派驻董事和高级管理人员，对其管控能力一般，上述股权可调动性较弱。公司本部持有一定的货币资金和交易性金融资产，此外还参股富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）等金融企业，能够实现较为丰厚的投资收益¹²。

⁹ 2021 年以来公司陆续减持所持中银证券股权，取得较好的投资收益及现金回流，截至 2022 年 9 月末对其持股比例降至 2.74%。

¹⁰ 由于股权公司与新华都实业集团股份有限公司及其一致行动人并列为云南白药的第一大股东，云南白药无实际控制人且无控股股东的情况不变。

¹¹ 该投资计划由中国人寿保险股份有限公司出资，由中国人寿资产管理有限公司（以下简称“中国人寿资管公司”）实施。根据《云南省投资控股集团有限公司关于云南省国有股权运营管理有限公司股权质押的公告》，公司将持有的股权公司 100%股权质押给中国人寿资管公司。本次质押事项已经公司决策并由云南省国资委审批通过，公司于 2022 年 6 月 1 日完成了股权质押登记手续。

¹² 2021 年，公司对富滇银行权益法下确认的投资收益为 1.29 亿元，取得现金分红 0.23 亿元。

表 3：截至 2022 年 9 月末公司本部直接持有及间接持有可调动的上市公司情况

上市公司简称	证券代码	对应市值（亿元）	已质押股份占其持股比例（%）	未质押部分对应市值（亿元）
红塔证券	601236.SH	59.82	28.94	42.51
中银证券	601696.SH	8.00	34.98	5.20
贵研铂业	600459.SH	32.33	-	32.33
云维股份	600725.SH	0.51	-	0.51
丽江股份	002033.SZ	4.14	-	4.14
滇池水务	03768.HK	0.77（港币折合人民币）	-	0.77
直接持有合计	--	105.57	--	85.46
云南白药	000538.SZ	235.38	42.42	135.52

注：公司通过全资子公司股权公司间接持有云南白药 25.02% 股权；除云南白药外，公司通过子公司云南能投间接持有华能水电、长江电力、云南能源投资股份有限公司（以下简称“云南能投股份”）和云维股份四家上市公司股权，但由于公司对云南能投管控能力一般，上述上市公司股权可调动性较弱，故未在上表中列示。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2021 年云南省用电需求上升推动公司上网电量和上网电价均同比有所增加，但未来需持续关注燃料供给及价格变动对公司煤电业务运营的影响；参股较多云南省内的优质水电，资产质量优质，投资收益及现金分红保持较大规模。成品油贸易业务毛利率水平低，2021 年呈持续亏损状态；燃气供应业务在曲靖市具有区域垄断优势，2021 年收入规模实现增长。

公司电力资源业务经营主体为云南能投。2021 年，公司控股装机规模保持稳定，随着区域经济持续恢复发展，云南省电力电量“双缺”局面显现，进而推动煤电机组利用效率同比提升。2022 年上半年，受煤价上涨且供应不足影响，煤电发电量同比下降，但当期煤电电量全部进入市场交易，在旺盛的用电需求拉动下，煤电电价进一步上涨。**值得注意的是**，2022 年以来煤炭价格持续处于高位，且受云南省地质条件及运输条件影响，加之环保和安全检查带来的停产整顿，煤炭供给亦不足，加大了煤电机组运营压力，未来需持续关注燃料供给及价格变动对公司煤电业务运营的影响。公司水电资产主要为小水电，且全部参与市场竞价，电价水平处于全国较低水平，2021 年公司水电发电量及机组利用小时数随所在流域来水偏枯而均呈下降态势。但受益于区域用电供需偏紧，市场化结算电价较高，推动水电全年平均上网电价同比提升。由于新能源补贴到位滞后影响，应收电费补贴款规模持续增长，中诚信国际将持续关注公司新能源补贴到位情况。此外，云南能投参股了云南省“三江”流域大型梯级水电企业，其中包含了华能水电以及长江电力等市值规模极大的上市公司股权，受益于云南省水电消纳不断改善，公司参股水电机组盈利能力不断提升，每年可获得丰厚的投资收益以及现金分红，对公司利润规模以及经营活动净现金流形成极大支撑。

公司油气化工业务经营主体主要包括云南石化下属云南云投版纳石化有限责任公司（以下简称“版纳石化”）和云投中裕能源。截至 2022 年 6 月末，版纳石化拥有自有在营 19 座加油站，拥有成品油库 3 座¹³。受全球原油供应收紧及需求持续复苏影响，云南石化 2021 年成品油销售均价同比上升 31.12%，但在油价大幅波动的背景下，公司谨慎控制采销节奏，成品油销售量因此同比下降 8.81%。云南石化贸易业务毛利率低，加之负债水平较高，2021 年仍为亏损状态，中诚信国际将对其未来持续经营情况保持关注。云投中裕能源是曲靖市政府签约特许经营天然气的唯

¹³ 位于红河州的建水油库（9 万方，一期 3.8 万方）已完成建设，目前已完成工程竣工验收、相关证照办理及铁路专用线开通，预计于 2022 年底投运；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。

一供应商，在曲靖市燃气销售方面具有垄断地位，主要为城市居民、工业企业、商业服务业等提供燃气供应，营业收入主要源自天然气销售收入。2021 年以来受新冠疫情影响减退、下游需求复苏及政治局势动荡等影响，天然气价格快速上涨，云投中裕能源天然气采购及销售均价分别同比增长 64.39%和 35.06%，加之工业企业用气需求增加令其营业收入同比大幅增长，但由于其购销价差有所收窄，同期盈利水平变动不大。

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。2021 年，云南铁投完成铁路投资 28.81 亿元。截至 2022 年 6 月末，公司主要在建铁路项目公司拟出资额合计 545.78 亿元，累计完成投资 339.41 亿元，未来尚面临一定投资支出压力。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。2021 年云南铁投获得财政资金支持 40 亿元，其中资本金 21.27 亿元，截至 2022 年 6 月末其注册资本增至 286.94 亿元，资本实力持续提升；2022 年 1~6 月，公司本部累计收到 30 亿元铁路专项资金，其中拨付给云南铁投 22 亿元。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。中诚信国际将持续关注公司获得的政府补助资金及政策支持的后落实情况。

金融板块涉及租赁、基金、保理、保险、资产管理等主要金融业务领域，近年来业务及收入规模均持续增长。

金融业务方面，公司下属经营主体包括全资子公司资管公司、云南云投融资租赁有限公司（以下简称“云投租赁”）和云投商业保理（深圳）有限公司（以下简称“云投保理”）等，其中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。2022 年 1~6 月资管公司进一步进行云南省区域内不良资产收购及处置，收购资产原值 7.83 亿元，收购成本 2.24 亿元，处置资产收回现金 1.94 亿元。此外，2021 年 10 月资管公司获得参与单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让试点资格，有助于其未来进一步围绕主业进行业务拓展。云投租赁聚焦新能源汽车、城市更新改造、清洁能源、5G 新基建、医疗大健康产业等行业，2021 年服务实体企业 29 户，全年净资产收益率为 6.58%。此外，云投保理落实国家发展战略，自成立以来累计为云南省经济发展提供近 30 亿元保理融资支持。

公司子公司云南能投以云南能投资本投资有限公司（原名为云南能源金融控股有限公司，以下简称“云能资本”）和深圳云能基金管理有限公司为金融业务的主要平台，具体业务主要为股权投资、融资租赁、商业保理和基金管理等。2021 年云能资本确认的投资收益增加以及基金业务增长推动金融投资业务收入规模提升。此外，2021 年 12 月，云南省国资委将其所持云南融聚发展投资有限公司¹⁴100%股权注入云南能投，其主业为重点产业基金投资，该股权注入或将进一步提

¹⁴ 截至 2021 年末，云南融聚发展投资有限公司的总资产为 58.63 亿元，净资产为 58.07 亿元，2021 年实现净利润 1.11 亿元。

升公司金融业务竞争力。

公司其他业务涉及旅游、制造业、贸易及公共服务等多个板块，其中旅游业务景区资源丰富，区域竞争优势较强，但需关注新冠疫情对旅游业冲击及后续经营恢复情况；贸易业务整体保持增长态势，但毛利率处于较低水平；医疗和大数据板块尚处于前期投资阶段，存在一定投资缺口。

公司旅游业务主要由子公司云南旅投及其直接控股的大理旅游集团有限责任公司和云南金孔雀旅游集团有限公司等负责运营，旗下旅游资源丰富，在区域内保持较强竞争优势。2021 年以来新冠肺炎疫情仍对旅游业造成较大冲击，客流量较疫情前存在较大差距，使得云南旅投当年营业收入同比下降 29.40% 并呈亏损状态。2022 年以来云南旅投进一步控制内部成本管理，提升运营能力，通过开发精品旅游路线项目等方式提升盈利水平，但受疫情持续影响，主要旅游景区仍然受到限制，中诚信国际将对其经营恢复情况保持关注。

公司林纸产业主要由下属子公司云景林纸负责运营，其为云南省首次利用亚洲开发银行贷款，以开发思茅区森林资源为目的，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 2021 年末，公司林业种植面积 117.77 万亩，其中自有人工原料林 64.10 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 53.67 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约为 80% 左右。2021 年公司纸浆产能保持稳定，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。纸浆销售方面，2021 年受进口木浆现货价格波动、期货金融因素扰动等影响，云景林纸全年木浆销售价格先扬后抑，但销售均价同比仍上升 18.26%。

公司贵金属业务主要是对贵金属进行深加工和综合利用，由子公司贵研铂业负责运营，目前已建立了相对完整的贵金属产业链体系，即贵金属深加工、贵金属二次资源回收及贵金属贸易等，能够为客户提供闭环式全过程服务。2021 年贵金属价格上涨，加之公司新产品实现规模化销售，低温银浆、特种浆料以及银粉等产品销量增加，贵研铂业全年营业总收入及净利润均同比增长。

公司民爆业务运营主体为子公司戎合控股，其是以云南民爆集团有限责任公司（以下简称“民爆集团”）等公司合并成立的集团公司，下属参控股公司 15 家。其中，民爆集团是中国最大的民爆器材生产企业之一，拥有国内最先进的炸药、雷管、索类等民爆器材生产装备和生产技术，产品门类齐全，工业雷管市场占有率超过 10%。目前民爆板块主要产能包括民用工业炸药 41.50 万吨/年、工业雷管 2.74 亿发/年、塑料导爆管 1.50 亿米/年、工业导爆索 2,400.00 万米/年等。受行业政策调整影响，2021 年公司将制式炸药按不低于总产能 30% 的比例调整为现场混装炸药，且新转换产品与公安和工信的政策协调联动不畅导致产销量略有下降。

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达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。2021 年公司钢材等销售价格增长带动该部分业务收入同比增长，但各产品贸易利差较薄使得毛利率仍处于较低水平，未来其贸易业务经营模式、盈利能力和资金管控有待关注。

公司公共服务业务主要由云南医投、云南省社会事业发展有限公司（以下简称“社会事业发展公司”）、云投扶贫负责运营。2021 年云南医投仍呈亏损状态，主要系新昆华医院尚处于市场培育期，计提折旧和财务成本较高所致。社会事业发展公司作为云南省教育卫生补短板项目承接主体，预计到 2022 年将完成 103 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，整体投资金额较大。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。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。截至 2022 年 6 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 175 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 60 家，参股 61 家。此外，在完成异地扶贫搬迁业务的同时，公司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·云南省信息化中心项目。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 2022 年 6 月末，首期项目已完成投资 5.72 亿元，未来仍存在一定投资支出压力。

在建项目规模较大，未来面临一定资本支出压力。

截至 2022 年 6 月末，公司在建项目较多，尚需投资金额较大，且公司另有部分投资通过股权形式进行，未来面临一定投资支出压力。

表 4：截至 2022 年 6 月末公司部分在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	累计已投资
云南省阜外心血管病医院和云阜国际心血管病医院建设项目	32.73	22.66
云上云·云南省信息化中心（首期）项目	22.44	5.72
观音山煤矿	46.28	57.65
色拉龙一级水电项目	10.08	9.85
天然气管道建设项目	29.69	24.40
云南理工职业学院项目	19.71	17.27
昆明市经开人民医院新医院项目	10.86	4.60
合计	171.79	142.15
暹粒吴哥国际机场项目	8.8 亿美元	3.83 亿美元

注：由于计划变动，实际出资额可能大于拟出资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

本部口径财务分析

中诚信国际认为，得益于子公司良好分红，2021 年以来本部投资收益规模保持增长，但财务费用的快速增加及证券市场波动使得 2022 年前三季度本部利润总额出现较大亏损；股权投资规模逐步增长及资产注入等使

得资本实力提升；但由于资金需求的增加，债务规模及财务杠杆亦快速上升，货币等价物对短期债务及现金流对利息的覆盖能力较弱，本部整体偿债压力较大；本部直接持有股权可变现能力强，能够为偿债提供一定保障，但剔除康旅集团投资后投资组合市值对总债务的覆盖能力一般。

公司本部营业收入主要为利息收入和子公司分红，2021 年及 2022 年前三季度本部投资收益规模均同比大幅增长。但本部财务负担较重，2021 年以来债务规模扩大及融资成本上升对利润形成了较大侵蚀，其中 2021 年和 2022 年 1~9 月本部财务费用分别同比增加 41.83%和 39.81%；此外 2022 年前三季度证券市场波动使得本部直接持有的红塔证券等市值下跌，令公允价值变动收益大幅下降，上述因素综合使得当期本部利润总额出现较大亏损。

本部总资产主要由对子公司及联营、合营企业的长期股权投资、货币资金和其他流动资产组成。其中，2021 年末长期股权投资大幅增长，主要系公司对云南铁投等主业板块投资增加以及股权公司股权注入所致；2022 年 9 月末受红塔证券由交易性金融资产调整至长期股权投资¹⁵核算影响较上年末大幅增长。2021 年执行新金融工具准则后，其他流动资产大幅增加，主要为对康旅集团等的贷款及债权投资，2022 年 9 月末受合同期限一年以内的内部借款的减少影响有所下降；其他权益工具投资规模较大，主要系对康旅集团、老中铁路有限公司等的股权投资（含优先股、永续债），2022 年 9 月末受康旅集团部分股权无偿划出影响大幅下降。负债方面，2021 年以来本部债务规模波动上行，为其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，且短期债务增速较快，截至 2022 年 9 月末短期债务已增至 649.30 亿元。本部所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2021 年股权公司划入令年末所有者权益大幅增加；2022 年 9 月末受无偿划转康旅集团股权影响，资本公积大幅下降，使得所有者权益较年初有所下降。

由于对外投资及扶贫工作转贷款等，近年来本部投资活动现金保持净流出状态，且借款力度加大以满足投资需求令筹资活动现金持续净流入。由于本部总债务规模较大且 2022 年以来快速增加，货币等价物/短期债务及现金流利息覆盖倍数指标表现较弱，本部整体偿债压力较大。但公司本部持有红塔证券、中银证券等上市公司部分股权可变现能力强，能够为偿债提供一定保障，但考虑到对康旅集团的投资不具备实际流动性，若剔除此部分，投资组合市值对总债务的覆盖能力一般。

表 5：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.9
营业总收入	48.60	29.40	54.58	41.61
其中：投资收益*	47.23	28.16	53.60	40.63
期间费用合计	31.79	31.10	43.41	43.36
公允价值变动收益	0.13	23.82	8.21	-16.01
利润总额	7.49	21.69	20.06	-18.19
经调整的净资产收益率(%)	-	4.89	2.68	-2.96*
货币资金	37.24	63.30	14.87	61.21
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	52.19	84.45	116.40	17.81
长期股权投资	595.19	827.52	1,138.45	1,252.58
其他应收款	187.91	29.98	29.65	61.32

¹⁵ 2022 年 7 月 22 日，红塔证券三名原董事辞职，新任董事之一张静女士为云投集团委派并于 8 月 18 日正式履行职责，因此公司对持有红塔证券股权由交易性金融资产调整至长期股权投资核算。

其他流动资产	28.94	193.89	184.86	150.73
其他权益工具投资	--	378.83	375.24	254.73
总资产	1,021.04	1,637.53	1,960.09	2,009.18
投资组合账面价值	741.77	1,395.74	1,740.66	1,789.52
投资组合市值	741.77	1,395.74	1,765.72	1,773.18
实收资本	262.16	262.16	262.16	262.16
其他权益工具	115.00	115.00	79.90	69.90
资本公积	21.13	321.30	613.65	472.96
经调整的所有者权益合计	288.31	599.32	899.16	737.42
其他应付款	73.45	132.17	212.85	212.50
短期债务	257.66	438.02	421.02	649.30
总债务	656.04	901.08	844.60	1,055.25
资产负债率(%)	60.50	56.38	50.05	59.82
总资本化比率(%)	69.47	60.06	48.44	58.86
经营活动产生的现金流量净额	10.75	9.39	5.54	0.96
投资活动产生的现金流量净额	-77.64	-249.64	-89.47	-94.46
其中：收回投资收到的现金	466.37	358.99	241.79	167.90
取得投资收益收到的现金	1.93	6.22	23.96	13.25
投资支付的现金	523.15	614.82	355.08	279.63
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)*	0.04	0.22	0.45	0.33
筹资活动产生的现金流量净额	22.66	260.26	35.12	133.24
货币等价物/短期债务(X)	0.35	0.32	0.30	0.10
现金流利息覆盖倍数(X)	0.35	0.39	0.65	--
总债务/投资组合市值(%)	88.44	64.56	47.83	59.51

注：公司本部口径投资收益计入营业收入中；本部投资收益中内部借款利息、委托贷款利息、担保费收入等计入经营活动净现金流，其余部分计入投资活动现金流；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，业务发展和资产注入带动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、资金周转及对外拆借款回收情况值得关注；营业总收入稳步提升，但财务费用增长较快，对利润形成较大侵蚀，且非经常性损益变动对利润总额影响较大；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。

2021 年油气价格及上网电价增长，加之贵研铂业等全年收入纳入合并范围，公司经营性业务利润提升。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支出较多，且 2021 年随着并表企业增加而同比上升；同时持续上升的债务规模使得财务费用亦持续增加，期间费用率处于较高水平。此外，云南能投对上海华信国际集团有限公司关联公司的委托贷款及保理款等计提资产减值准备，较大的减值损失对盈利形成了一定侵蚀。不过 2021 年股权公司纳入公司合并范围且确认较多投资收益；与日常经营活动和收益有关的政府补助计入其他收益，共同对利润形成了有力补充。整体来看，2021 年公司盈利保持在较好水平；2022 年前三季度公司利润总额同比小幅增长 5.56%。

受铁路、扶贫、医疗项目投入增加以及股权公司股权注入等影响，近年来公司资产规模保持快速增长态势。2021 年以来公司执行新金融工具准则，原可供出售金融资产调整至其他权益工具投

资等科目，主要为对康旅集团、云天化集团有限责任公司、云南冶金集团股份有限公司¹⁶、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。下属企业除云南省国资委直管的企业及上市公司外的货币资金均向上归集，公司货币资金保持较大规模，其中 2022 年 9 月末受限货币资金为 47.30 亿元，主要为各类保证金。公司其他流动资产主要为对康旅集团、云南省建设投资控股集团有限公司等云南省内企业的贷款及债权投资。2021 年云南能投对云煤化拆借款增加 81.31 亿元，但由于公司对康旅集团债权投资纳入其他流动资产，期末其他应收款变动不大，其中对云煤化和康旅集团其他应收款账面余额分别为 91.25 亿元¹⁷和 10.00 亿元，**中诚信国际将对上述账款回收情况保持关注**。在资产规模大幅增长的同时，公司以带息债务为主的负债规模亦持续增长。2021 年以来公司主要融资手段转向短期借款及超短期融资券，加之长期债务陆续临近到期，短期债务占比持续上升，但应付债券为主的长期债务在总债务中的占比仍在 50%以上，符合公司投资项目对长期资金需求较高的特点。受陆续收到云南财政厅拨入铁路专项资金以及云南金控、戎合控股、股权公司股权划入等影响，公司资本公积增加带动所有者权益逐年增加。截至 2022 年 9 月末，少数股东权益占比为 59.11%，权益稳定性一般；此外受无偿划转康旅集团股权影响，同期末资本公积大幅下降。整体来看，公司财务杠杆仍保持在相对高位，截至 2022 年 9 月末总资本化比率上升至 62.64%。

公司控股水电、火电资产现金流获取能力较好，近年来收入规模增长及较好的收现比带动经营获现水平不断提升。投资项目回报周期长且取得投资收益现金规模较小；近年来持续较大的对外投资使得公司承担了较重的投资压力，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，近年来筹资活动现金流入规模较大。近年来受益于利润水平提高，公司 EBITDA 对债务本息覆盖程度有所提升。但随着债务规模的快速扩张及融资成本的升高，经营活动净现金流无法覆盖债务本息，且扣除股利和利息的经调整后的经营活动净现金流为负，整体偿债能力仍有待提升。此外，期末货币等价物能对公司短期债务的偿还提供一定支持，但支持能力随短期债务的快速增加而有所下降。

表 6：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.9
利润总额	31.70	45.06	40.59	25.73
总资产收益率(%)	--	3.46	2.98	0.60*
货币资金	399.80	425.55	308.87	470.08
长期股权投资	702.13	796.54	1,056.22	1,278.89
其他权益工具投资	0.54	1,105.26	1,208.79	1,151.00
固定资产	295.63	375.60	370.94	366.16
在建工程	275.79	300.42	392.97	436.40
总资产	3,756.27	4,749.12	5,372.91	5,695.96
总债务	2,344.15	2,816.66	2,926.95	3,265.75
所有者权益合计	1,289.34	1,679.82	2,080.35	2,017.69
总资本化比率(%)	66.62	64.29	59.39	62.64
经营活动产生的现金流量净额	69.36	74.74	85.84	77.27
投资活动产生的现金流量净额	-324.46	-421.33	-239.94	-207.88
筹资活动产生的现金流量净额	268.45	366.14	34.93	274.13
货币等价物/短期债务(X)	0.63	0.54	0.35	0.35

¹⁶ 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。

¹⁷ 此外，2021 年末云南能投对云煤化的其他权益工具投资余额为 10.83 亿元。同期末云煤化总资产为 206.01 亿元，总负债为 135.32 亿元；2021 年营业总收入为 47.09 亿元，净利润为 1.59 亿元。

经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.68	0.59	0.66	--
总债务/EBITDA(X)	16.82	15.86	15.70	--

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司合并口径受限资产合计为 575.22 亿元，占当期末总资产的 10.10%，主要包括受限货币资金 47.30 亿元及房屋设备、土地使用权、景区收费权、股权、交易性金融资产等用于抵质押获得银行借款的资产。截至 2022 年 9 月末，本部受限资产合计为 371.59 亿元，包括受限货币资金 13.14 亿元、交易性金融资产 43.98 亿元及长期股权投资 314.47 亿元。

截至 2022 年 9 月末，公司对外担保余额为 105.92 亿元（其中本部对外担保余额为 76.75 亿元），担保金额较大的被担保企业包括康旅集团、云南省国有资本运营有限公司等国有企业和老中铁路有限公司等项目公司，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 2022 年 9 月末，公司作为被诉或被执行方重大诉讼 3 起，涉案标的金额 1.81 亿元，或有风险可控。

表 7：截至 2022 年 9 月末公司对外担保情况（万元）

担保方	被担保方	担保余额	担保类型
云投集团	云南中寮矿业开发投资有限公司	282.29	保证担保
	云南省国有资本运营公司	114,000.00	保证担保
	老中铁路有限公司	55,000.00	保证担保
	云南省康旅控股集团有限公司	470,000.00	保证担保
	昭通市城市建设投资开发有限公司	28,179.96	保证担保
	云南锡业集团（控股）有限责任公司	100,000.00	保证担保
云南省铁路投资有限公司	滇西公司铁路有限责任公司	23,712.60	反担保保证
	滇南公司铁路有限责任公司	65,280.00	一般责任担保
	叙镇铁路有限责任公司	201,818.00	连带责任保证担保
云南省数字经济产业投资集团有限公司	昆明数字经济产业投资有限公司	960	保证担保
合计	--	1,059,232.85	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 9 月 29 日，公司本部及重要子公司¹⁸无不良信贷信息。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹⁹

假设

——2022 年，云投集团各板块业务将稳步发展，投资收益保持稳定；但盈利受公允价值变动收益波动较大。

——2022 年，云投集团权益规模受康旅集团部分股权划出影响有所下降。

¹⁸ 包含股权公司、云南旅投、戎合控股、云南医投、云景林纸、云南铁投、云投扶贫、云投中裕能源、资管公司、云南石化、云南数投。

¹⁹ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

——2022 年，云投集团的整体债务规模有所增长。

——2022 年，投资组合市值整体变动不大。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 预测
经调整的净资产收益率(%)	4.89	2.68	-1.55~ -1.40
总债务/投资组合市值(%)	64.56	47.83	55.98 ~ 61.87

注：各指标均为本部口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，云投集团本部未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

本部资金流出主要用于债务的还本付息、对子公司的投资及资金拆借，本部债务主要由公募债券、非标融资、私募债券、银行贷款和美元债务组成，且以债券和非标融资为主。其中，公司本部 2022~2023 年到期公开债务金额为 420.90 亿元，面临较大的公开债务兑付压力。截至 2022 年 9 月末，本部货币资金为 61.21 亿元，其中受限部分为 13.14 亿元；截至 2022 年 9 月末，本部共获得银行授信总额 1,332.90 亿元，其中未使用额度 465.85 亿元，合作银行以国有大型银行为主，备用流动性充足；债务融资工具发行顺畅，大部分债务到期可以接续。此外，本部直接持有红塔证券、中银证券等上市公司股权，且通过下属股权公司间接持有云南白药股权，有助于公司拓展融资渠道，可提供一定的流动性支撑。综上所述，本部未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

表 9：截至报告出具日公司本部及控股子公司公开市场债务分布情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025 及以后
云投集团	10.00	410.90	63.00	10.00
云南能投	-	325.00	142.00	63.50
云南铁投	9.50	29.60	25.90	5.00
资管公司	-	5.00	-	-
合计	19.50	770.50	230.90	78.50
云投集团美元债(亿美元)	-	-	-	2.00
云南能投美元债(亿美元)	-	2.67	-	2.30
合计	-	2.67	-	4.30

注：假设当期面临回售债券全额回售。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

合并口径资金流出主要系债务还本付息、铁路建设投资、电力投资、扶贫投资、债权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压力，投资资金缺口较大，因此公司主要通过银行贷款及发行债券等方式进行融资，债务规模持续增长。截至 2022 年 9 月末，合并口径货币资金为 470.08 亿元，其中受限部分为 47.30 亿元。公司与银行等金融机构合作关系良好，截至 2022 年 9 月末，合并口径共获银行授信总额 4,194.87 亿元，其中未使用额度 1,686.10 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。整体来看，公司较为依赖外部融资，需要债务续贷以对流动性形成覆盖，中诚信国际对云南省区域融资环境及公司后续的债务接续情况保持持续关注。

表 10：截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年以上
合并口径		
银行融资	508.36	1,107.86
公开债务（含永续债）	--	523.76
应付票据	99.99	-
租赁负债	-	2.30
其他带息负债	966.78	56.69
合计	1,575.14	1,690.61

注：因公司 2022 年三季报无财务报表附注，无法对一年内到期的非流动负债进行具体拆分，故统一列示在其他带息负债中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析

中诚信国际认为，公司面临的环境问题较少，积极履行社会责任，法人治理结构完善，主要内部制度和管理架构正在逐步完善，但精细化管理水平仍有待提高，整体看目前 ESG 表现较好，对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，作为投资控股类企业，公司面临的环境问题较少。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，积极履行社会责任；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已按照公司法和有关规定建立了完善的法人治理结构，作为综合性大型投资平台，在治理结构方面积极尝试按照市场化模式运行，主要内部制度和管理架构正在逐步完善，同时自 2018 年以来逐步建立健全全面风险管理体系，但相关制度仍需进一步完善和细化，精细化管理水平仍有待提高；同时下属企业较多导致管理链条较长且所属行业跨度较大，对公司管理能力提出了更高要求。资金归集方面，公司按照资金计划对下属企业资金进行归集，但云南能投、戎合控股、云南金控等公司为云南省国资委直管的重点省属企业，经营相对独立；上市公司存在相关监管规定，以上企业资金不进行归集。

战略方面，公司以成为一流的“综合性国有资本投资运营平台”为发展目标，树立了“大公益、大金融、大数据、大文旅、大健康”和“一带一路”的“5 大+1”战略性核心业务，整合优质股权和资产，加大投融资、产业培育和资本运作力度，促进产业集聚、推动产业升级、培育产业龙头，成为云南省战略资源整合的中枢平台、优势产业发展的支撑力量。

外部支持

公司在云南省战略地位突出，云南省政府对其支持能力和支持意愿很强，公司能够在资金、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。2019~2021 年公司分别获得政府补助 9.11 亿元、12.86 亿元和 12.15 亿元；2021 年收到国家资本金 25 亿元，铁路专项资金 40 亿元；2022 年财政资金已到位 32.5 亿元。同时，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。

同行业比较

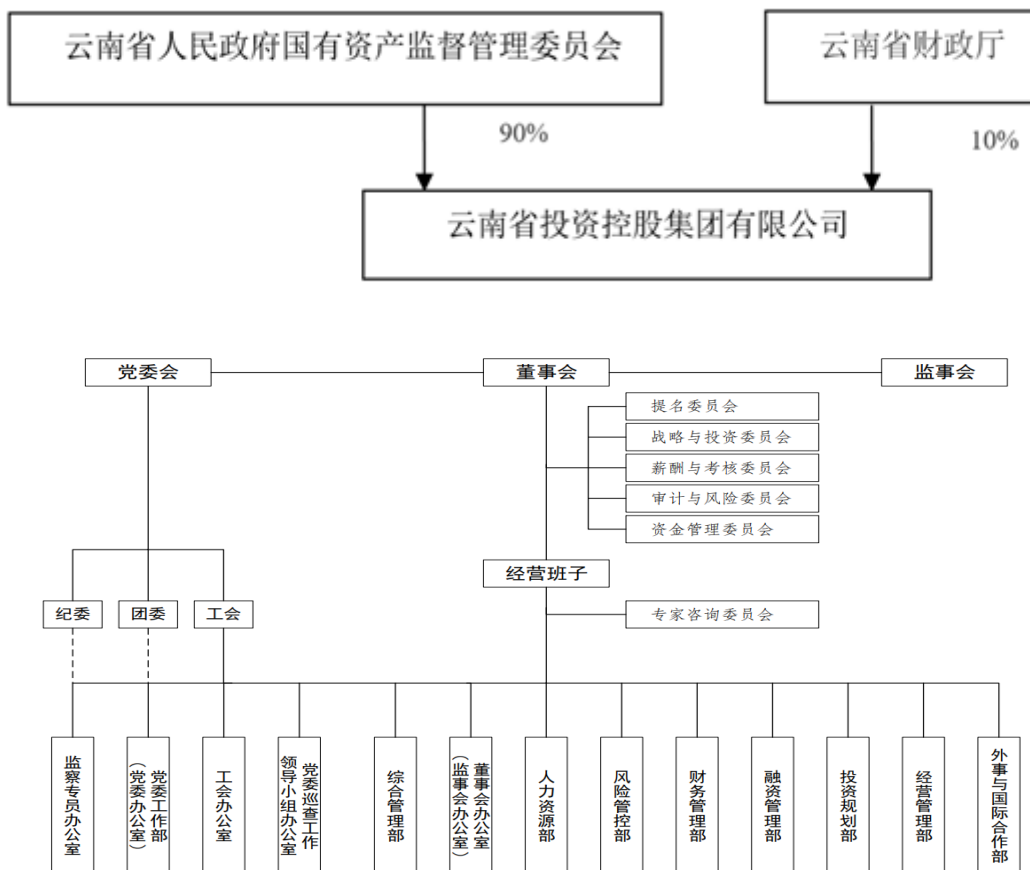
中诚信国际选取了广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健投资”）、杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”）为云投集团的可比公司，上述三家公司均系地方国有资产运营主体，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，云投集团与可比公司均具有明确的投资职能定位以及完善的投资管理机制，相较恒健投资和杭州资本，云投集团投资涉及领域更广，投资标的分散程度更高，但存在对部分企业的拆借资金回收风险，通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，对偿债提供一定保障；云投集团本部财务风险中等，与同行业相比，债务规模及财务杠杆处于较高水平，整体偿债压力较大。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定云南省投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

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 2022 年 9 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）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	3,997,966.51	4,255,480.56	3,088,695.77	4,700,799.72
应收账款	887,916.61	1,347,849.96	1,434,698.49	1,700,880.11
其他应收款	1,373,725.47	888,487.86	1,606,613.86	2,264,903.17
存货	625,481.66	1,390,063.63	1,388,207.93	1,545,553.12
长期投资	15,469,119.88	20,916,093.43	24,372,429.16	25,853,568.71
固定资产	2,956,305.71	3,756,007.67	3,709,416.68	3,661,622.77
在建工程	2,757,900.96	3,004,164.84	3,929,671.39	4,363,981.57
无形资产	1,694,358.40	2,255,607.97	2,632,021.82	2,667,417.28
资产总计	37,562,670.02	47,491,185.39	53,729,113.73	56,959,646.65
其他应付款	756,920.68	618,437.32	869,422.15	950,015.46
短期债务	7,147,489.03	10,077,651.10	13,308,493.98	15,751,369.17
长期债务	16,294,040.49	18,088,919.54	15,961,020.14	16,906,084.02
总债务	23,441,529.52	28,166,570.65	29,269,514.12	32,657,453.19
净债务	19,640,597.99	24,189,914.78	26,491,732.94	28,429,653.89
负债合计	24,669,311.22	30,692,968.76	32,925,642.22	36,782,789.55
所有者权益合计	12,893,358.80	16,798,216.63	20,803,471.52	20,176,857.10
利息支出	1,019,582.92	1,260,674.39	1,304,697.25	--
营业总收入	12,833,226.19	17,852,610.82	20,566,014.05	14,351,387.38
经营性业务利润	395,360.89	330,211.49	505,132.70	359,840.39
投资收益	116,571.18	47,045.47	112,059.70	82,610.46
净利润	269,407.50	401,682.70	332,591.35	195,466.66
EBIT	1,196,521.62	1,471,001.86	1,506,577.23	--
EBITDA	1,394,001.19	1,775,516.93	1,863,892.08	--
经营活动产生的现金流量净额	693,600.41	747,435.84	858,438.36	772,681.52
投资活动产生的现金流量净额	-3,244,610.66	-4,213,285.32	-2,399,352.42	-2,078,759.16
筹资活动产生的现金流量净额	2,684,527.78	3,661,383.72	349,259.02	2,741,310.05

财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率(%)	10.62	8.97	10.02	11.41
期间费用率(%)	8.02	7.43	7.72	9.21
EBIT 利润率(%)	9.32	8.24	7.33	--
总资产收益率(%)	--	3.46	2.98	0.60*
流动比率(X)	1.07	0.95	0.74	0.76
速动比率(X)	1.01	0.84	0.65	0.68
存货周转率(X)	--	16.13	13.32	11.56*
应收账款周转率(X)	--	15.94	14.76	12.21*
资产负债率(%)	65.68	64.63	61.28	64.58
总资本化比率(%)	66.62	64.29	59.39	62.64
短期债务/总债务(%)	30.49	35.78	45.47	48.23
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	-0.06	-0.05	-0.05	-0.03*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍 数(X)	0.68	0.59	0.66	--
总债务/EBITDA(X)	16.82	15.86	15.70	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.18	0.14	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.37	1.41	1.43	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.17	1.17	1.15	--
FFO/总债务(X)	-0.004	-0.007	0.004	--

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：云南省投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	372,448.03	633,035.78	148,678.29	612,104.80
应收账款	3,404.24	6,834.09	3,537.51	3,532.01
其他应收款	1,879,132.88	299,816.58	296,505.81	613,233.67
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	521,926.28	844,500.99	1,164,006.87	178,077.83
债权投资	--	220,428.60	766,349.11	1,868,520.29
其他债权投资	--	-	-	-
持有至到期投资	90,000.00	--	--	--
可供出售金融资产	481,400.11	--	--	--
长期股权投资	5,951,946.88	8,275,196.64	11,384,501.40	12,525,785.80
其他权益工具投资	--	3,788,322.73	3,752,424.74	2,547,256.53
其他非流动金融资产	--	195,909.83	190,657.44	163,491.25
固定资产	7,248.09	4,596.61	2,671.54	2,377.45
投资性房地产	2,931.73	2,725.13	2,518.52	2,363.57
资产总计	10,210,438.69	16,375,289.91	19,600,866.28	20,091,769.49
投资组合账面价值	7,417,721.29	13,957,394.56	17,406,617.85	17,895,236.49
投资组合市值	7,417,721.29	13,957,394.56	17,657,176.26	17,731,817.97
其他应付款	734,513.30	1,321,731.09	2,128,525.77	2,125,035.58
短期债务	2,576,562.13	4,380,213.59	4,210,221.03	6,493,022.00
长期债务	3,983,883.26	4,630,619.00	4,235,784.05	4,059,497.07
总债务	6,560,445.39	9,010,832.59	8,446,005.08	10,552,519.07
净债务	6,187,997.36	8,439,315.83	8,362,752.83	10,071,846.78
负债合计	6,177,289.24	9,232,079.07	9,810,244.28	12,018,529.17
所有者权益合计	4,033,149.45	7,143,210.84	9,790,622.00	8,073,240.32
利息支出	358,101.99	398,189.32	456,026.56	--
营业总收入	486,000.48	293,970.20	545,755.06	416,123.50
经营性业务利润	164,220.60	-22,370.00	106,332.28	-22,064.34
投资收益	--	--	--	--
净利润	74,921.75	216,861.11	200,599.15	-181,949.72
EBIT	369,070.54	545,849.39	601,919.60	--
经营活动产生的现金流量净额	107,546.45	93,858.25	55,392.21	9,646.89
投资活动产生的现金流量净额	-776,387.87	-2,496,405.69	-894,667.34	-944,582.76
筹资活动产生的现金流量净额	226,649.60	2,602,605.79	351,211.14	1,332,369.84
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
总资产收益率(%)	--	4.11	3.35	-1.22*
经调整的净资产收益率(%)	--	4.89	2.68	-2.96*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	--	--	--	--
应收类款项占比(%)	18.44	1.87	1.53	3.07
资产负债率(%)	60.50	56.38	50.05	59.82
总资本化比率(%)	69.47	60.06	48.44	58.86
短期债务/总债务(%)	39.27	48.61	49.85	61.53
总债务/投资组合市值(%)	88.44	64.56	47.83	59.51
现金流利息覆盖倍数(X)	0.35	0.39	0.65	--
货币等价物/短期债务(X)	0.35	0.32	0.30	0.10
总债务/EBITDA(X)	17.51	16.36	13.88	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.13	0.14	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.05	1.38	1.33	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.03	1.37	1.32	--

注：1、2022 年三季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、云投集团本部口径财务报表将投资收益列示于营业收入中。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出	

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn