

信用等级通知书

信评委函字[2013]0143号

云南省投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司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AA⁺，评级展望为稳定。

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

二零一三年五月二十一日

2013 年度云南省投资控股集团有限公司信用评级报告

受评对象 云南省投资控股集团有限公司

主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

概况数据

云投集团（合并口径）	2010	2011	2012	2013.3
总资产(亿元)	478.93	543.52	756.36	818.88
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	135.60	150.71	231.55	231.06
总负债(亿元)	343.33	392.80	524.81	587.83
总债务(亿元)	323.13	344.08	454.93	508.91
营业总收入(亿元)	35.90	74.86	138.21	31.82
EBIT(亿元)	12.40	16.43	19.04	2.59
EBITDA(亿元)	14.96	18.81	22.42	--
经营活动净现金流(亿元)	16.02	19.33	24.05	0.55
营业毛利率(%)	41.20	25.01	13.25	15.22
EBITDA/营业总收入(%)	41.67	25.12	16.22	--
总资产收益率(%)	2.77	3.19	2.93	1.32*
资产负债率(%)	71.69	72.27	69.39	71.78
总资本化比率(%)	70.44	69.54	66.27	68.77
总债务/EBITDA(X)	21.60	18.29	20.29	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.96	1.01	1.22	--
云投集团（母公司口径）	2010	2011	2012	2013.3
总资产(亿元)	287.35	307.25	338.69	370.17
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	111.42	121.84	132.28	131.14
总负债(亿元)	175.93	185.40	206.41	239.03
总债务(亿元)	157.63	161.15	182.95	219.37
营业总收入(亿元)	10.23	12.38	10.07	1.56
EBIT(亿元)	7.64	10.45	11.07	1.34
EBITDA(亿元)	7.73	10.52	11.14	--
经营活动净现金流(亿元)	5.22	6.36	5.28	1.38
营业毛利率(%)	99.76	99.78	99.72	99.47
EBITDA/营业总收入(%)	75.56	85.00	110.69	--
总资产收益率(%)	2.81	3.51	3.43	1.51*
资产负债率(%)	61.23	60.34	60.94	64.57
总资本化比率(%)	58.59	56.94	58.04	62.59
总债务/EBITDA(X)	20.40	15.32	16.42	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.17	1.29	1.04	--

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司 2013 年一季报未经审计，且不含现金流量表补充说明，相关指标失效；3、带“*”数据经过年化处理。

基本观点

中诚信国际评定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 AA⁺，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司的重要战略地位、较为雄厚的资产规模、逐渐改善的盈利能力以及获得的政府有力支持，上述优势因云南省经济持续增长、电力产业以及基础设施投资逐年增加等因素而得到良好支撑和加强。中诚信国际同时关注公司产业控制力和盈利水平偏低以及面临一定的资金压力等因素对公司未来发展的影响。

优势

- **很强的区域经济和财政实力。**2012 年云南省实现地区生产总值 10,309.8 亿元，比 2011 年增长 13.0%，实现公共财政预算收入 1,338 亿元，比 2011 年增长 20.4%。云南省不断增长的地区经济为公司的发展提供了良好的外部环境。
- **有力的政府支持。**作为云南省政府下属唯一的综合性投资公司和投资主体，云投集团拥有政府在政策和信用等方面的支持，同时在体现政府投资意图的项目上，公司具有优先选择权。
- **重要的战略地位。**公司作为云南省经济社会发展的战略工具，担负着拉动云南省经济发展的重任，同时也享有省内优良的资源。公司参股、控股公司多为关系云南省经济命脉的各大企业，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。
- **较雄厚的资产规模。**云投集团是云南省最大的综合性投资公司，截至 2013 年 3 月末，公司总资产为 818.88 亿元，具有较大的资产规模。
- **未来盈利能力有望得到提升。**公司核心资产电力资产在建项目进展顺利，权益装机容量进一步扩大；此外，公司积极整合云南省境内旅游资源，培养新的业绩增长点；公司五大业务板块更加成熟，随着在建项目的完工投产，公司盈利能力有望得到进一步提升。

分析师

项目负责人：乔 潇 xqiao@ccxi.com.cn

项目组成员：胡君然 jrhu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 5 月 21 日

关 注

- **资产集中度较低，产业控制力不强。**截至 2013 年 3 月底，公司参股、控股企业超过 70 家，且行业分布广泛，由此导致的较长的管理链条给公司带来的管理压力仍然较大；此外，云南省能源投资集团有限公司的设立可能会削弱公司对下属电力资产的控制力度。
- **资金需求量大。**根据公司投资支出计划，未来几年公司还将在电力、铁路、旅游、林纸、燃气等行业进行股权投资和固定资产投资，资本支出压力较大，特别是铁路建设方面对政府财政依赖较大。
- **收益能力偏低。**公司承担大量政策性项目投资，盈利能力偏低，资产收益率较低，且短期内不能得到实质性改观。

声 明

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

二、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。

三、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。

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

五、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。

六、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

公司前身为云南省开发投资有限公司，系经云南省人民政府（以下简称“云南省政府”）云政发[1995]195号文批准，于1997年9月成立的大型国有独资企业。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，公司更名为云南省投资控股集团有限公司。公司自成立以来，经云南省国资委多次增资，截至2013年3月底公司注册资本87.29亿元。

公司作为云南省政府的投资主体、融资平台和经营实体，是云南省最大的综合性投资集团公司、中国投资协会的常务理事单位。公司经营业务范围包括，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，采取参股和根据国家批准的融资业务等方式进行投资和经营管理。

截至2012年底，公司总资产756.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）231.55亿元，负债总额524.81亿元，资产负债率69.39%；2012年度，公司实现营业总收入138.21亿元，利润总额2.03亿元。

截至2013年3月底，公司总资产818.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）231.06亿元，负债总额587.83亿元，资产负债率71.78%；2013年一季度，公司实现营业总收入31.82亿元，利润总额-1.21亿元。

表 1：截至 2012 年底公司主要参股、控股子公司

行业	细分行业	运营主体（公司）	持股比例
电力板块	水电	华能澜沧江水电有限公司	31.40%
	水电	云南华电怒江水电开发有限公司	20%
	水电	云南金沙江中游水电开发有限公司	10%
	火电	国电宣威发电有限责任公司	34%
	火电	威信云投粤电扎西能源有限公司	53.61%
	水电	保山苏帕河水电开发有限公司	56%
铁路建设板块	铁路	云南铁投昆玉铁路有限公司	100%
	铁路	沪昆铁路客运专线云南有限责任公司	15.00%
	铁路	滇南铁路有限责任公司	30.58%
	铁路	云桂铁路云南有限责任公司	44.64%

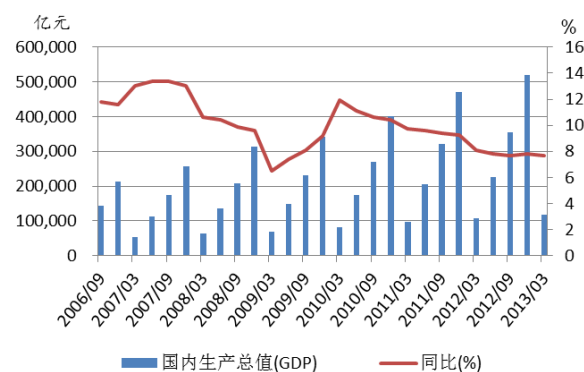
旅游板块	旅游	大理旅游集团有限责任公司	59%
	酒店	云南金孔雀旅游集团有限公司	66%
金融服务板块	银行	富滇银行股份有限公司	26%
	证券	红塔证券有限公司	18.75%
燃气石化板块	证券	中银国际证券有限责任公司	12%
	石化	云南云投版纳石化有限责任公司	67%
林纸板块	燃气	曲靖市燃气有限责任公司	51%
	林业	云南云景林纸股份有限公司	89.21%
公共服务业板块	苗木	云南绿大地生物科技股份有限公司	19.86%
	医疗	云南昆华医院投资管理有限公司	38.89%
其他板块	采矿 冶金	云南冶金集团股份有限公司	14.29%

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

2013年以来，中国经济仍处在政府换届和新型城镇化等利好因素推动下的弱复苏状态。上年四季度经济增速企稳回升至7.9%，2013年一季度又跌落至7.7%，回落0.2个百分点，低于市场预期的8%，受投资拉动，一季度各省市GDP继续延续之前“东低西高”的态势。另外，PMI、用电量及货运量等先行指标增长明显乏力，显示经济复苏动力不足，实际经济形势面临考验。

图 1：2006～2013 年 3 月中国 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

货币政策方面。中国广义货币供应量（M2）余额在2013年3月末首次突破100万亿元，引发市场对于宽松货币政策持续发酵和未来通胀的担忧。随着3月份CPI（2.1%）的进一步走弱，通胀舒缓和价格稳定的预期得到验证。央行行长周小川在公开场合也明确表示坚持稳健的货币政策不动

摇，这给市场稳定增加了信心。预计二季度整体货币政策趋向中性，维持相对宽松，而不会出现全面放松。另一方面，经济弱势复苏以及通胀低位运行又将缓和监管层政策从紧的“意愿”，预计市场资金利率大幅上行的可能性依然有限。

财政政策方面。一季度全国财政收入增速进一步下滑，“营改增”又致使中央财政收入降幅明显，而财政支出则在稳增长和民生保障指引下呈现较快增长，财政收支的矛盾有所加剧。年初扩大财政赤字的预算安排显示出中央将会继续维持积极财政政策的基调。预计二季度，积极财政政策的重点将在于继续确保重点交通运输等基建投资、住房保障以及节能环保等领域的投资，但不太可能出现中央政府大规模启动政府投资刺激经济增长的情况，而地方稳增长的意愿依旧很强烈，部分中西部省市财政对投资的刺激将会持续。

在稳增长和新型城镇化战略的推动下，投资拉动增长的模式仍在延续，与此同时，市场对于投资带动地方债务风险和信贷风险的担忧有所加剧。尽管地方债务及融资平台贷款规模有所增加，但总体幅度不大，系统性风险依然可控。随着财政部和银监会等相关部门对平台债务管控的升级，预计平台贷款将会呈现“有保有压，结构宽松”的局面。随着新国五条对房价调控加码以及地方配套的调控政策“落地”，房地产市场仍将会面临巨大的调控压力，这也将会引发部分行业的连锁反应，给其复苏带来一些不确定性。

信贷紧缩的局面利好债市的发展，监管层的引导和融资环境的变化，这些因素正在加速拓宽企业的直接融资渠道。2013年3月份新增社会融资规模达到创历史新高的2.54万亿元，较去年同期多增了7,000亿元。企业对融资需求的增加也引发各方对于信用风险的担忧。经济形势走弱和复苏乏力会在一定程度上影响企业的盈利水平，从而加剧债务资金链条的信用风险。但融资渠道的拓宽，监管层对风险管控的加强以及企业自律性的偿债意愿增强，将会减弱系统性的债务风险。预计二季度，信用风险总体稳定，局部仍需要关注。

2013年初的“两会”完成了领导层换届。国务院密集出台政策，确定时间表向市场放权。新一届政府开局便给复苏的国内经济注入一些信心，然而，经济形势的不确定性和复杂性因素仍未消除，这给下一步的政策效果平添了一些不确定性。预计二季度的中国经济仍将在结构调整和政策稳中求进中筑底徘徊。新一届管理层更看重增长质量，看淡规模扩张和增速，如何通过实施渐进的系统化的配套改革，实现经济的可持续的稳健增长以及将经济的成果惠及民众将是施政核心。这预示着经济下一轮的调整将陆续展开，二季度经济将“稳中求进”。

行业及区域环境

云南省经济概况

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、泰国、老挝、越南等国接壤，是中国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份。云南省总面积39万平方公里，截至2012年末总人口为4,659万人。

云南省矿藏资源丰富，具有矿种齐全、储量丰富等主要特征。其中，铅、锌、锡、磷等9种矿产保有储量位居全国首位，铂、锗、硅藻土、铜、铋、镍等12种矿产储量居全国前3位。同时，云南省矿产资源的开发利用程度较高，在已探明储量的83种矿产中，已开采利用的有62种，占74.70%。形成规模开发利用的矿种有铜、铅、锌、锡、铋、钨、金、煤、铁、锰、磷、岩盐、石膏、石灰岩、白云岩、硅石、粘土和大理石等。在已探明资源储量的矿区中，高品位矿比例较大，多数具有较好的开采条件，开发价值高。

此外，云南省煤炭资源较丰富，煤类齐全。根据云南省煤田地质局地质勘察院完成的《云南省煤炭资源有效供给能力研究》，已探明资源总量253亿吨，保有储量246亿吨，预测资源总量约为691亿吨。在保有储量中，褐煤153.26亿吨，占62%；无烟煤51.91亿吨，占21%；烟煤41.32亿吨，占17%，其他分类不明的1.10亿吨，占保有储量的0.4%。

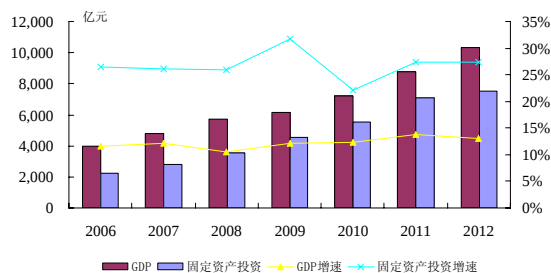
从煤炭资源的分布来看,全省 129 个县(市、区)中有 115 个境内有煤炭资源,以保有储量计,昭通市 90 亿吨以上,曲靖市 80 亿吨以上,红河州和文山州约 44 亿吨,昆明市和玉溪市约 13 亿吨,楚雄州和大理州约 11 亿吨,保山市和德宏州 3.4 亿吨,丽江市 1.3 亿吨,临沧地区、思茅市和西双版纳州 1.9 亿吨,怒江州和迪庆州 0.05 亿吨。

较好的资源禀赋促进了云南省地方经济持续快速的发展。“十一五”期间,云南省的地区生产总值(GDP)从 2006 年的 3,988.14 亿元上升至 2010 年的 7,224.18 亿元,年均复合增长率达到 16.01%。2011 年以来,云南省遭遇历史罕见的特大旱灾,在经济形势急剧波动的情况下,云南省国民经济仍保持了平稳较快发展的良好势头。2012 年,云南省实现 GDP10,309.8 亿元,同比增长 13.0%,高于全国 5.2 个百分点。

在地区经济保持高速增长的同时,云南省不断丰富和完善应对金融危机和扩大内需计划。“十一五”期间云南省的固定资产投资从 2006 年的 2,220.50 亿元上升至 2010 年的 5,528.71 亿元。2012 年,云南省固定资产投资(不含农户)达 7,553.51 亿元,比上年增长 27.3%。其中,第一产业投资 143.13 亿元,增长 46.1%;第二产业投资 2,530.19 亿元,增长 29.3%,其中工业投资 2,526.41 亿元,增长 29.5%;第三产业投资 4,880.19 亿元,增长 25.8%。

2012 年,云南省重点项目建设快速推进。其中,交通方面,南北大通道麻柳湾至昭通公路如期开工建设,丽江机场高速公路、石锁高速公路建成通车,18 座“索改桥”顺利完工;昆明轨道交通 6 号线一期试验段建成投入使用,1、2 号线首期工程接近收尾,铁路六沾二线、玉溪至蒙自建成通车,昆明长水国际机场建成启用。能源方面,功果桥水电站全部机组投产,糯扎渡、向家坝、阿海水电站蓄水发电。水利方面,建成山区“五小水利”工程,滇中引水工程项目建议书通过水利部审查;牛栏江—滇池补水工程即将试通水。

图 2: 2006~2012 年云南省 GDP 和固定资产投资情况



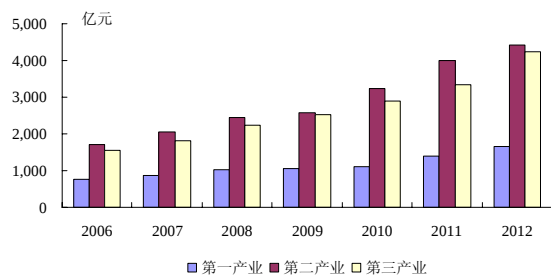
资料来源: 云南省统计局

产业构成方面,2012 年云南省第一产业实现增加值 1,654.56 亿元,比 2011 年增长 6.7%;第二产业实现增加值 4,419.10 亿元,比 2011 年增长 16.2%;第三产业实现增加值 4,236.14 亿元,比 2011 年增长 11.4%;三大产业的结构调整为 16.0:42.9:41.1。云南省为工业大省,近年来工业发展迅速。

2012 年规模以上工业中,烟草制品业实现增加值 976.25 亿元,比上年增长 13.2%;电力生产和供应业实现增加值 332.49 亿元,增长 10.1%。六大高耗能行业增加值 1,303.17 亿元,比上年增长 12.0%,其中,化学原料及化学制品制造业增长 9.6%、非金属矿物制品业增长 17.1%、电力热力的生产和供应业增长 10.1%、黑色金属冶炼及压延加工业增长 5.6%、有色金属冶炼及压延加工业增长 19.7%、石油加工炼焦及核燃料加工业下降 3.7%。

2012 年云南省规模以上工业发电量 1,533.94 亿千瓦小时,增长 14.5%;粗钢产量 1526.69 万吨,增长 14.6%;钢材产量 1,600.40 万吨,增长 16.8%;十种有色金属产量 286.46 万吨,增长 5.0%;水泥产量 7,793.66 万吨,增长 17.3%;卷烟产量 768.23 万箱,增长 5.2%;成品糖产量 205.93 万吨,增长 21.6%。

图 3: 2006~2012 年云南省产业结构



资料来源: 云南省统计局

根据云南省的“十二五”规划，至 2015 年云南省将努力实现以下经济发展目标：地区生产总值和人均生产总值年均增长 10%以上，力争实现翻番；全社会固定资产投资年均增长 15%以上，社会消费品零售总额年均增长 16%以上，外贸进出口总额年均增长 17%以上；产业结构进一步优化，第二产业占生产总值比重提高 2 个百分点左右，以文化、旅游、物流为重点的第三产业占生产总值比重提高 2 个百分点以上，城镇化率力争年均提高 2 个百分点左右，非公经济比重力争达到 50%左右，城乡区域发展协调性增强；全省公路总里程达到 22.3 万公里，铁路营运里程达到 5,000 公里，新增蓄水库容 25 亿立方米，电力装机容量达到 7,950 万千瓦；努力实现城乡居民收入增长与经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，城镇居民人均可支配收入、农村居民人均纯收入年均增长 10%以上。

总体来看，云南省资源丰富，近年来经济实力稳步增强，投资对经济的拉动作用较为明显，预计未来云南省将继续保持良好的经济增长的势头。

云南省财政实力

在地区经济保持高速增长的同时，云南省的财政实力不断增强。2012 年云南省公共财政预算收入¹完成 1,338 亿元，为年初预算的 102.9%，比上年决算数增加 226.8 亿元，增长 20.4%；其中，税收收入完成 1,063.9 亿元，比上年决算数增长 20.6%；非税收入完成 274.1 亿元，比上年决算数增长 19.6%。地区经济的快速增长对政府财政收入支持能力明显增强，同时高速增长的税收收入对云南省公共财政预算收入提供了良好的支撑。

基金预算收入方面，2010~2012 年云南省地方基金预算收入分别为 425.07 亿元、1,039.52 亿元和 784.80 亿元。其中，2011 年基金预算收入中国有土地使用权出让收入达到 895.48 亿元，占全省财政总收入的比重达 39.65%；2012 年云南省基金收入减少的主要原因是国有土地使用权出让收入比 2011 年减少 266.6 亿元，下降 29.8%。

¹ 2012 年起各级政府一般预算收入改称为公共财政预算收入，在口径上与 2011 年以前的“一般预算收入”相同。

同时，近年来中央财政对云南省转移支付和财力性补助力度较大。其中，2012 年中央财政对云南省各项补助收入 2,045.2 亿元。

表 2：2010~2012 年云南省财政收入情况(亿元)

	2010	2011	2012
公共财政预算收入	871.19	1,110.83	1,338.00
其中：税收收入	702.20	881.70	1,063.90
税收占公共财政预算收入比重(%)	80.60	79.38	79.51
地方基金收入	425.07	1,039.52	784.80
省本级公共财政预算收入	183.50	244.33	283.50
其中：税收收入	127.89	162.58	--
省本级基金收入	69.76	100.46	108.20

资料来源：云南省财政预决算报告

财政支出方面，2012 年云南省公共财政预算支出完成 3,573.4 亿元，比 2011 年决算数增支 643.8 亿元，增长 22%；基金预算支出 708.8 亿元。公共财政预算支出主要用于农林水务、教育、医疗卫生、住房保障以及社会保障与就业等关系社会民生领域。

表 3：2010~2012 年云南省财政支出情况(亿元)

	2010	2011	2012
公共财政预算支出	2,285.72	2,929.56	3,573.40
地方基金支出	415.73	1,007.72	708.80
省本级公共财政预算支出	463.57	573.77	696.30
省本级基金支出	27.40	34.65	25.00

资料来源：云南省财政预决算报告

总体来看，云南省在面临自然灾害和复杂多变的宏观经济形势下，区域经济保持稳定增长，财政实力不断增强，为公司的发展提供了强有力的支持。

竞争与抗风险能力

公司是直属于云南省人民政府、由省国资委履行出资人职责的大型国有独资企业。公司战略定位为云南省政府推进全省经济社会发展的战略工具，其重要使命是在全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。

作为云南省政府下属唯一的综合性投资公司和投资主体，公司拥有政府的政策和信用支持，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。公司自成立以来不断得到云南省政府在资金、政策等方面的支持。

表 4：2010~2012 年公司获得财政支持情况(亿元)

	2010	2011	2012
资本金注入	0.10	--	--
铁路专项资金	5.00	10.00	15.00
返还收益	--	--	--
政府补助	1.13	0.64	0.76
合计	6.23	10.64	15.76

资料来源：公司提供

业务运营

公司作为云南省政府的投资主体、融资平台和经营实体，是云南省最大的综合性投资集团公司，业务范围涵盖电力生产供应、铁路建设运营、石化燃气、旅游以及公共服务等多个领域。

电力生产与供应

公司电力生产与供应业务主要由云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）及其下属子公司云南省电力投资有限公司（以下简称“云电投”）负责运营。

2012 年 2 月 13 日，公司董事会通过《关于组建云南省能源投资集团有限公司的决议》，公司拟以所持全部电力及有关股权资产出资设立全资子公司云南能投。根据 2012 年 2 月 15 日《云南国资委关于云投集团请予组建能投集团请示的批复》（云国资统财[2012]25 号），同意公司以所持全部电力及有关股权资产出资组建全资子公司云南能投，资产价值以会计师事务所最终审计结果为准。

公司投资的电力项目主要集中在云南省且以水电为主。近年来，云南省大力培育电力支柱产业，按照“优先发展水电，协调发展火电”的方针，实

行“水（电）火（电）并举”，发电能力和发电量稳步增长；同时，云南省经济的持续增长为电力行业奠定了良好的发展基础。2012 年，云南省新增发电装机容量 682.86 万千瓦，其中，火电新增 180 万千瓦，水电新增 400.83 万千瓦，新能源新增 102.03 万千瓦。截至 2012 年底，全省发电装机容量达 4,867.8 万千瓦，其中火电 1,344 万千瓦，占比 27.61%；水电 3,335.85 万千瓦，占比 68.53%；新能源 187.95 万千瓦，占比 3.86%。统调装机达到 3,990.11 万千瓦，其中水电 2,562.16 万千瓦，占比 64.21%；火电 1,240 万千瓦，占比 31.08%；新能源 187.95 万千瓦，占比 4.7%。

2012 年，云南省完成发电量 1,748 亿千瓦时，同比增长 12.2%；外送电量 443.53 亿千瓦时，同比增长 14.8%。全省发电量中，水电发电量 1,238.24 亿千瓦时，同比增长 22.91%，火电发电量 479.8 亿千瓦时，同比减少 10.5%；统调电网完成发电量 1,371.09 亿千瓦时，同比增长 10%，其中水电完成 928.83 亿千瓦时，同比增长 22%；火电完成 414.04 亿千瓦时，同比减少 14%。2012 年全省全社会用电 1,321.47 亿千瓦时，同比增长 9.8%。

依托丰富的水利资源优势，云南省电力装机容量中有 60%以上是水电装机，由此产生丰水期和枯水期供电量不平衡，冬、春两季枯水期用电呈现相对紧张的状况。2009 年以来，在旱情持续影响下，云南电网水电出力严重不足，主要流域来水同比均有较大幅度下降。受此影响，公司电力资产运行效率及盈利能力均有所下滑。

公司投资的电力项目主要以水电为主，且以参股项目为主。截至 2013 年 3 月末，公司电力项目可控及权益装机容量为 3,474.53 万千瓦（含拟建、在建、投产），其中已投产项目可控及权益装机为 793.59 万千瓦，在建、拟建项目可控及权益装机为 2,680.94 万千瓦。

表 5：截至 2013 年 3 月底公司控股电站情况

工程名称	装机容量（万千瓦）	投产时间(年)	持股比例(%)	2012 年发电量(亿千瓦时)	2013 年一季度发电量(亿千瓦时)
茄子山水电站	1.6	1999.11	56	0.4758	0.1362

象达水电站	4	2006.1	56	1.1898	0.3245
乌泥河水电站	3	2005.3	56	1.2650	0.2800
阿姆田水电站	11.55	2004.1	56	4.2855	1.0368
龙川江一级水电站	2.4	2008.7	56	1.0289	0.0927
腾龙桥二级	8.1	2010.9	56	2.1307	0.1635
新塘房电站	1.8	2009.8	51	0.5787	0.0613
南荣田电站	0.64	1987.5	51	0.2431	0.0531
挂篮子电站	0.24	1974.4	51	0.1271	0.0249
利沙底水电站	1.4	2005.9	80	0.5376	0.0525
跳石头电站	0.64	1995.6	51.87	0.1201	0.0081
曲靖垃圾发电	2.4	2012.1	85	0.6614	0.1697
石林太阳能发电	1	2012.1	41	0.1384	0.0457
威信一电厂	120	2012.10	50	13.6132	12.8175
合计	158.77			26.3954	15.2666

资料来源：公司提供

2011 年以来，公司参股的小湾电站、景洪电站、糯扎渡电站、金安桥电站相继建成投产发电，金沙江中游的阿海电站取得核准并全面开工建设。中小水电建设方面，公司加强了对苏帕河流域的管理，全面启动了质量、环境、职业健康安全管理体系认证工作；龙川江一级、腾龙桥二级电站相继建成发电，10 万千瓦装机的大丫口电站开工建设。新能源开发上，石林太阳能光伏发电并网项目一期 10MWp 成功并网发电；曲靖市生活垃圾焚烧发电项目也正式投产；会泽大海草山风能发电项目也在有序推进。

为了有效缓解云南省电力产业存在的结构性矛盾，增强对云南省用电峰谷电量的调配能力，

依托云南省丰富的煤炭资源，公司不断加大火电投资力度。

2011 年以来，公司投资的大火电项目取得重大突破。公司参股的华电镇雄电厂一期 2×60 万千瓦火力发电机组 2012 年 1 月首台机组正式并网发电；控股的威信煤电一体化项目一期 2×60 万千瓦新建项目已于 2012 年上半年实现首台机组试运行，二期 2×60 万千瓦火力发电项目前期工作正在积极开展。镇雄坪上煤电一体化项目前期工作也有序推进。

在建电力项目方面，截至 2013 年 3 月底，公司电力项目投资主要涉及宣威煤矸石发电项目、大丫口水电开发项目和会泽大海草山风电一期等。

表 6：截至 2013 年 3 月底公司控股主要在建电力项目

	装机规模 (万千瓦)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	2012 年投资额 (亿元)	持股比例 (%)	预计投产日期
大丫口电站	10.2	9.8	3.04	0.87	51%	2014
宣威煤矸石热电厂	60	30.36	2.37	0.33	82%	2016
会泽大海草山风电一期	4.95	4.69	0.36	0.36	100%	2013
泸西县永三风电	4.8	4.72	1.82	1.82	100%	2013

资料来源：公司提供

总体来看，公司在电力产业的投资已初具规模，形成了以水电为主的电源结构；同时，公司充分利用云南地区煤炭资源，开发建设煤电一体化项目。随着煤电一体化项目的陆续完工投产，公司电力业务盈利能力将会大大加强，同时可以较好地规

避单一电源结构风险。由于公司在大型水电项目的投资上主要采取了与大型发电集团合作的形式，因而在技术、资金等方面可获得较强的支持，同时国家鼓励发展水电的产业政策使得公司所参与的水电项目未来投产后市场风险较小；但是鉴于水电项

目具有资本密集、建设周期长的特点，而且公司投资的部分项目目前尚处于建设期，因此短期内难以带来收益的显著增长。此外，公司参股项目较多，在项目中所占投资比例不高，可能对未来实施资本化运作造成不利影响，也对公司与大股东关系的协调能力和对自身收益权的保障力度提出了更高要求。同时，云南省能源投资集团有限公司的设立进一步削弱了公司对下属电力资产的控制力度。对此，中诚信国际将保持关注。

铁路板块

云南省地处我国西南一隅，铁路基础设施滞后是制约云南经济发展的重要瓶颈。为了加快铁路建设、扩大路网规模、改善路网结构、提高整体运输能力，2004年上半年云南省委、省政府先后两次与铁道部签署《关于加快云南铁路建设的会谈纪要》，并在2004年12月与铁道部共同签署了《铁道部、云南省人民政府关于云南省铁路建设有关问题的会谈纪要》。纪要中明确了云南落实国家《中长期铁路网规划》、云南铁路发展目标、部省合作的总体框架及“十一五”期间将进行的铁路建设项目。2008年9月，云南省委、省政府为了进一步推进省内铁路建设，形成云南至泛长江、珠江三角洲和泛渤海地区的高速铁路通道以及连接中国与东盟的交通大通道，提出了云南铁路建设“八入滇、四出境”²的构想。

随着国家“十二五”规划的实施和深化西部大开发战略及云南省“两强一堡”发展战略的快速推进，未来五年铁路投资将在云南省固定资产投资中扮演重要角色。按规划到2015年，云南省将开工建设新线6,000公里以上，建成铁路约1,500公里，铁路营业里程达到4,000公里，覆盖全省100个州市、55个县（市区），总投资规模7,000亿元以上。共包括部省合资铁路27条（其中纳入国家规划项目15项），根据约定的出资方式，云南省共需出资499.34亿元。

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，代表云南省政府对云南省铁路建设投资进行专业化管理，负责云南省已开工的合资铁路项目和拟开工及其拟建的合资铁路项目，具体项目投资工作由公司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。云南铁投自成立以来按照云南省政府的统一部署，全面推动云南省与铁道部合作铁路项目的建设。2010~2012年，公司分别完成铁路投资24.01亿元、19.78亿元和23.32亿元。截至2012年底，公司在建铁路项目达6个。

² “八入滇、四出境”包括新建云桂线、沪昆线、滇藏线、重庆-昭通-昆明铁路、中越、中老泰、中缅、经缅甸至南亚铁路通道；改造南昆线、贵昆线、内昆、成昆线部分路段。

表 7：截至 2012 年底云南铁路在建项目情况

项目名称		里程 (公里)	总投资 (亿元)	建设期	资本金占比	资本金(亿元)		国家铁路 主管部门	项目公司
						出资比例	云南省		
在建项目									
大瑞铁路（大保段）	大理-保山	133.64	60.14	07~14	50%	30:70	9.02	21.05	滇西公司
广大铁路扩能改造	广通-大理铁路扩能改造	175.90	143.10	11~16	50%	40:60	28.62	42.93	滇西公司
昆玉铁路扩能改造	昆明-玉溪铁路扩能改造	48.26	51.55	10~15	50%	30:70	7.73	18.04	滇南公司
蒙河铁路	蒙自-河口	141.4	83.40	08~14	50%	30:70	12.51	29.19	滇南公司
沪昆客专（云南段）	--	183	271.82	10~15	50%	云南省出征拆费	10.3	125.61	沪昆公司
云桂铁路（云南段）	--	441	590.56	10~16	50%	30:70	88.57	206.69	云桂公司
拟建项目									
大瑞铁路（保瑞段）	保山-瑞丽	196	142.24	--	50%	30:70	21.34	49.78	滇西公司
成昆铁路（永广复线）	永仁-广通扩能改造	135.83	115.50	--	50%	云南省出征拆费	3.25	54.50	--
丽香铁路	丽江-香格里拉	139	92.00	--	50%	30:70	13.80	32.20	滇西公司
成贵铁路	乐山-贵阳（云南省内威信县、镇雄县境内）	85	104.00	--	50%	云南省出征拆费	3.47	48.53	成贵公司
昭攀丽铁路	昭通-攀枝花-丽江	380	450.00	--	50%	30:70	67.50	157.50	--
玉磨铁路	玉溪-磨憨	509.45	476.00	--	50%	30:70	71.40	166.60	--
渝昆铁路（云南段）	--	420	488.00	--	50%	云南省出征拆费	29.4	214.6	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

依据 2011 年《云南省财政厅关于下达省铁路投资有限公司铁路建设资金的通知》（云财建[2011]175 号），为确保完成 2011 年云南省铁路建设投资目标，公司获得云南省政府 5 亿元铁路建设资金，其中，2.78 亿元作为项目资本金，0.25 亿元作为财政补贴，1.97 亿元作为贷款贴息补助。

2011 年为加大对全省铁路建设的支持力度，在云南省政府安排下，云南省财政在原来每年安排预算内专项资金 5 亿元的基础上，2011 年再从地方债券中安排 5 亿元专项资金支持全省铁路建设工作。

2012 年 8 月，云南省人民政府召开全省铁路建设工作会，提出要进一步加大省级财政对铁路建设的支持力度，2012 年云南省财政安排 15 亿元专项资金，截至 2012 年底，15 亿元铁路建设专项资金已全部到位。根据 2013 年 4 月召开的云南省政府第 7 次常务会议，2013 年省财政要加大投入力度，将安排 20 亿元专项资金用于铁路建设，并从云南省土地出让收入中安排不低于 10 亿元的资金用于铁路建设。

表 8：截至 2012 年底公司铁路项目未来资本支出计划（亿元）

项目名称	公司拟出资额	累计完成投资额	投资安排		
			2013	2014	2015
大瑞铁路（大保段）	9.02	2.7	0.7	2.85	2.77
广大铁路扩能改造	28.62	5.4	12	6	5.22
昆玉铁路扩能改造	7.73	4.55	3.18	--	--
蒙河铁路	12.51	10.2	0.2	2.11	--
沪昆客专（云南段）	5.8	4	0.26	0.26	0.26
云桂铁路（云南段）	88.57	37	18	17	15.57
玉蒙铁路	6.75	6.75	0.55	--	--
仁丽铁路	6.96	6.7	0.26	--	--
大丽铁路（保瑞段）	21.34	--	1	3	9
成昆铁路（永广复线）	1.98	-	1.5	0.48	-

丽香铁路	13.8	0.9	1	3	6
成贵铁路	3.2	0.01	2	1.2	-
玉磨铁路	71.4	-	2	18	20
合计	277.68	78.21	42.65	53.9	59.02

资料来源：公司提供

根据公司未来资本性支出计划，未来 5 年内公司需投入铁路项目建设资金超过 200 亿元，公司在努力拓宽融资渠道的同时也在积极探索并建立“滚动发展、以地建路”的经营思路，与地方政府合作提前储备部分铁路沿线土地资源以平衡建设资金；同时，积极寻找战略合作伙伴，满足铁路投资资本金需求。

总体来看，公司目前铁路项目进展顺利，但未来资本性支出压力较大，新的资金平衡模式还有待于进一步的验证，目前仍需政府在铁路建设资金筹集方面的扶持。中诚信国际将密切关注政府的相关支持政策，包括协调融资及土地配置等其他渠道。

石化燃气

公司石化燃气业务主要由下属控股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”）和曲靖市燃气有限公司（以下简称“曲靖燃气”）负责运营。

2010 年 7 月底，公司与西双版纳石化集团有限责任公司共同出资 8,000 万元组建版纳石化，公司持有版纳石化 67% 的股权。目前，版纳石化注册资本已增至 30,000 万元。

版纳石化主要经营成品油的批发和零售，包括加油站零售、集团客户批发、转关销售等。截至 2012 年底，版纳石化拥有 6 座标准化加油站（其中在建 2 座），2 个总库容为 1.06 万立方米的保税油库，3 艘 500 吨级专业油运船只；此外，版纳石化拥有 10 万吨/年的成品油进口配额以及湄公河国际油品运输资质，可经营云南至泰国危险货物运输业务。

成品油采购方面，版纳石化主要通过深圳市庆鹏石油化工有限公司、广州元亨能源有限公司、海南华海石油化工有限公司、中国石油天然气有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）采购成品油，2012 年，版纳石化通过这五家供应商采购成品油占比达

到 95% 以上。目前版纳石化是云南省唯一具备成品油进出口权的企业。

销售方面，版纳石化成品油主要通过批发方式销售，按比例预收货款，月末结算。2011 年以来，版纳石化成功与昆明钢铁集团有限公司、江门润久石油化工有限公司、江门鸿玖化工经贸有限公司、玉溪三和新型建材技术有限公司、茂名市港安石油化工有限公司等签订大额批发合作协议。2012 年，版纳石化实现成品油销售 90.96 万吨。

表 9：2010~2013 年 3 月公司石油销售情况

	2010	2011	2012	2013.3
销售量（万吨）	11.23	56.43	90.96	26.92
销售均价（元/吨）	7,108.65	7,195.86	7,913.63	6,092.99

资料来源：公司提供

燃气业务方面，2008 年，公司与北京中燃伟业燃气有限公司以及曲靖市开发投资有限责任公司共同出资建立曲靖燃气。截至 2012 年底，公司持有曲靖燃气 51% 的股权。曲靖燃气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。

截至 2012 年底，曲靖燃气拥有 5.69 万户燃气用户，其中包括红云红河集团有限责任公司、长力春鹰板簧有限公司、云南源鑫碳素有限公司等 6 户工业用户，拥有城市主干管网 60 公里。2012 年曲靖燃气实现天然气销售收入 11,565.89 万元。其中，贸易收入占比 84.42%，工业企业用户收入占 15.23%、城市居民用户收入占 0.35%。

气源方面，曲靖燃气于 2011 年以来先后与达州市汇鑫能源有限公司以及新奥能源贸易有限公司签订了 LNG 购销合同，使气源的供应得到了保障。2012 年，曲靖燃气采购天然气 3,498.02 万立方米。

表 10：2011~2013 年 3 月底公司燃气业务运营情况

	2011	2012	2013.3
采购量（万立方米）	42.24	3,498.02	62.25

采购均价（元/立方米）	3.72	2.79	3.78
销售量（万立方米）	41.38	3,921.51	83.75
销售均价（元/立方米）	4.68	2.95	4.76

资料来源：公司提供

此外，公司代表云南省积极参与中缅油气管道项目，作为云南省城市燃气的投资和经营主体，公司参与主管道沿线相关产业建设，并在主管道沿线以外的州市拥有城市燃气相关建设的控制权，公司已先后与昆明、玉溪、大理、保山等州市签订了城市燃气管网设施建设及运营的合作框架协议。

近年来，公司通过与中石油昆仑燃气、新奥燃气、中燃伟业等企业合作，燃气石化业务取得了快速发展，中心气站、加气站、管网布局等项目推进顺利，资源得到有效掌控，品牌效应逐步显现。总体来看，公司燃气石化业务的快速发展为公司未来营业收入及利润水平的提高提供了有力的支持，但目前公司燃气石化业务尚处于投资成长期，中诚信国际将保持对公司各燃气石化项目投资建设进度的关注。

旅游板块

云南省是我国旅游资源大省，云南省旅游产业存在着巨大的发展空间。依托丰富的旅游资源，云南省计划将旅游业按照“一个中心、五大片区、六条精品线、八大特色旅游产品、三个旅游圈”的战略进行总体布局；同时，充分发挥旅游业对相关产业的带动和促进作用，将云南发展成为中国和亚洲地区水平较高、特色鲜明的国际旅游目的地。

公司旅游业务主要由下属子公司云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）负责运营。云南旅投成立于 2005 年，是一家政策性投资公司，主要承担云南省旅游产业投资主体和融资平台的功能，围绕云南省旅游产业发展的总体战略部署，开发增量资源，盘活存量资源，同时开展资本运作和筹资方式创新，为云南省旅游产业发展提供资金支持。

云南旅投主要的运作方式是股权投资和资本运作，截至 2012 年底已获得一批省级优势旅游项目和云南省重点旅游资源投资项目的优先选择权。

2009 年，云南旅投以货币资金方式向大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游”）增资 1 亿元，持有的大理旅游集团有限责任公司股权增至 59%，进一步增强对其控制力；完成了对云南金孔雀旅游集团（以下简称“金孔雀集团”）的股权并购，持有金孔雀集团 66% 的股权成为金孔雀集团的控股股东。2010 年云南旅投进一步加大对云南旅游资源的整合力度，以现金认购丽江玉龙旅游股份有限公司（以下简称“丽江旅游”，股票代码 002033）定向发行股票 1,700 万股（11.91 元/股）；截至 2013 年 3 月底，云南旅投持有丽江旅游总股本的 10.38%，是丽江旅游第二大股东。

表 11：公司主要旅游资源分布及控制情况

景区范围	控制程度
大理 三塔崇圣寺、洱海游船、苍山大索道	控制 两次向大理旅游集团增资扩股，实现控股，持股比例 59%
西双版纳 野象谷、森林公园、基诺山寨和勐景来	控制 2009 年 9 月出资 2.99 亿元并购重组，实现控股，持股比例 66%

资料来源：公司提供

2012 年，大理旅游接待游客 478.95 万人次，实现总收入 5.06 亿元，比 2011 年增长 68.67%；金孔雀集团接待游客 303.02 万人次，实现营业总收入 1.67 亿元，比 2011 年增长 19.29%。

表 12：2010~2013 年 3 月公司旅游业务运营情况

		2010	2011	2012	2013.3
大理旅游	接待人次 (万人次)	399.5	529.1	478.95	129.9
	营业收入 (亿元)	2.02	3.00	5.06	0.97
金孔雀	接待人次 (万人次)	205.2	228.6	303.02	81.1
	营业收入 (亿元)	1.13	1.40	1.67	0.50

资料来源：公司提供

此外，云南省政府授权公司对大理、迪庆、西双版纳地区以及曲靖等地区的旅游资源进行开发、投资、并购。

总体来看，云南省具有丰富的旅游资源，同时，公司作为云南省旅游产业投资主体，围绕云南省旅游产业发展的总体战略部署，将继续开发整合云南省旅游资源。但旅游产业属于高度市场化和充分竞

争的产业，公司面临着较激烈的市场竞争和人员、经验不足等不利因素的挑战。

林纸板块

云南省是全国重点林区和森林覆盖率最高的地区之一，具备发展造纸用短周期工业原料林的优良条件，是全国最适宜发展林纸一体化的地区之一。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”）和云南勐象竹业有限公司（以下简称“勐象竹业”）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。云景林纸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。截至 2012 年底，云景林纸拥有年产 16 万吨纸浆生产能力。2012 年，云景林纸生产纸浆 14.17 万吨，销售 14.33 万吨，实现营业收入 6.24 亿元。

表 13：2010~2013 年 3 月公司纸浆产销情况

	2010	2011	2012	2013.3
产能（万吨/年）	10	10	16	22
产量（万吨）	11.26	9.55	14.17	4.28
销量（万吨）	10.55	11.49	14.33	4.32
销售均价（元/吨）	5,362	5,271	4,351.23	4,910.49

资料来源：公司提供

林地建设方面，公司采用“公司+农户+基地”、有偿流转、租赁等方式开展人工原料林基地建设。通过多年的不断发展，截至 2012 年底，公司拥有人工原料林 111.08 万亩。其中，公司自有人工原料林 61.45 万亩，通过“公司+农户+基地”、有偿流转、租赁等方式获得的人工原料林 49.62 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。

纸浆销售方面，云景林纸在全国建立了代理商网络，并与下游造纸企业建立了良好的合作关系，同时，云景林纸通过先款后货的结算模式，有效地

提高了资金回笼效率。

表 14：2012 年公司纸浆销售主要客户

企业名称	销量（吨）	占比	结算方式
四川省广利贸易有限公司	39,806.20	27.78%	先款后货
郑州恒联浆纸贸易有限公司	22,264.80	15.54%	先款后货
浙江万邦浆纸集团有限公司	15,096.80	10.54%	先款后货
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	9,217.80	6.43%	先款后货
江苏三房巷国际贸易有限公司	4,404.80	3.07%	先款后货

资料来源：公司提供

总体来看，依托云南省丰富的林业资源，公司林纸业务具有较强的一体化优势，但造纸行业波动性较大，给公司林纸业务带来盈利的不确定性。为了有效地缓解下游市场波动对林纸产业盈利能力的影响，公司计划在“十二五”期间不断完善林纸一体化产业链，建立 3 万吨高档生活用纸生产能力，发展专业用纸市场，同时开展林地林木综合开发等。预计随着公司林纸业务发展规划的逐步实施，公司林纸业务盈利水平有望在未来获得较大提高。

公共服务

公司公共服务业务主要是医疗服务，由云南省医疗投资管理有限公司（以下简称“云南医投”，公司持股 100%）负责运营。云南医投于 2010 年 9 月 16 日经云南省人民政府批准设立，注册资本金 5 亿元。

云南医投是云南省在国家政策基础上探索引进社会资本多元办医新模式的创新，是新医改政策的产物。云南医投主要职责是围绕国家和云南省委省政府医药卫生发展战略，探索创新公立医院管办分开，优化卫生资源配置，促进云南省区域卫生资源整合，加快优质医疗资源广泛合理覆盖，建立现代医院管理制度，提高医疗投资运行效率，提高医院管理水平。

经营运作模式方面，云南医投采取与国内优秀医疗机构合作建设的方式开展业务。截至 2012 年底，云南医投与首都医科大学建立了战略合作关

系；与云南省第一人民医院合资成立昆华医院投资管理有限公司，投资建设安宁新昆华医院；与首都医科大学下属的幽州海棠医院管理有限公司合作建设瑞丽国际医院；与中华医学会健康管理分会合作开展健康管理项目。

其中，新昆华医院项目位于昆明安宁市太平镇太平新区奥林匹克小镇，占地 493.67 亩，按 3,300 床规模设计建设，其中医疗用床 1,300 张，老年医学康复 2,000 张；建筑面积约 38.19 万平方米，建设工期为 5 年，总投资 31.69 亿元，包括基本建设总投资约 23.69 亿元（不含设备、办公家具和开办费等），医疗设备投资 5 亿元，人才培养投资 1 亿元，开办费用 2 亿元。

瑞丽国际医院项目位于瑞丽市西面，弄莫湖片区南面，涵盖医疗服务、康复养生、医疗后勤、配套住宅和商业等内容。项目总用地面积 440 亩，其

中医院用地 130 亩；按国际标准（JCI）进行规划设计，以三级医院标准、总建筑面积 9.23 万平方米、总规模 800 床建设，以“总体规划，分步实施”的原则有序推进项目建设。项目总投资 15 亿元，含基本建设投资 8 亿元，医疗设备投资 4 亿元，人才培养 1 亿元，开办费用 2 亿元。项目建设周期为 3 年，计划 2015 年正式投入运营。

健康管理项目通过联合三甲医院、组织著名专家团队提供差异化的体检和健康管理产品。该项目将引入高端医疗检测设备，增设国内先进的亚健康检测、功能医学等检测手段，借助先进仪器和检测手段评估分析人体健康状况，通过后续的干预指导、营养指导、民族医药、生物产品调理、康复、理疗、专家会诊中心、双向转诊、特需服务等方法管理健康。该项目总投资 4,000 万元，建设周期为 8 个月。

表 15：截至 2013 年 3 月底云南医投主要投资项目情况

	占地面积 (亩)	建筑面积 (万㎡)	床位 (个)	持股比例 (%)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设期(年)
新昆华医院	493.67	38.19	3,300	38.89	31.69	3.15	2009~2014
瑞丽国际医院	130	9.23	800	49	15	1.6	2012~2015

资料来源：公司提供

依据公司“十二五”规划，截至 2015 年底，云南医投计划拥有临床治疗床位 4,000 床，康复、安养床位 2,000 床；病源覆盖全省，面向全国，面向东南亚；门诊数量达到 10,000 人/天，住院病人数量达到 30,000 人/年，形成一批达到国内先进治疗水平的特色专科，成为集医疗、教学、科研、医学康复于一身的医疗机构。

总体来看，云南医投作为云南省在国家政策基础上探索引进社会资本多元办医新模式创新，对优化云南省卫生资源配置，加快优质医疗资源广泛合理覆盖，提高医疗投资运行效率，提高医院管理水平将起到积极的促进作用。但是，中诚信国际也注意到，医疗服务是我国社会福利体系的重要组成部分，医疗体制改革涉及面广，改革的方式还在不断的摸索当中，改革的效果也有待于观察；同时，国家相关政策的制定与修改，也将给公司在该业务领域的发展带来不确定性。中诚信国际将持续关注

公司公共服务业务领域的发展状况。

商贸和劳务

公司的商贸和劳务业务分别由下属子公司云南能投和云南绿大地生物科技有限公司（以下简称“绿大地”，股票代码：002200）负责运营。

商贸方面，公司于 2011 年进入商贸板块，主要经营钢材的贸易业务，当年实现营业收入 0.45 亿元；2012 年云南能投成立后，公司加速扩张商贸业务，使得当年公司商贸板块收入大幅增长，达到 30.11 亿元。

劳务方面，2012 年，公司以 9.16 元/股的价格收购了绿大地 3,000 万股限售流通股股份，占总股数的 19.86%，成为绿大地的第一大股东。绿大地主营业务由绿化苗木种植及销售、绿化工程设计及施工构成。2012 年绿大地实现绿化工程施工收入 3.20 亿元，占绿大地营业总收入的比重为 93.14%。绿化

工程施工项目由绿大地采取招标方式取得，按照合同或协议书约定的合同价款及专用条款约定的合同价款调整内容，进行工程竣工结算，一般由发包人收到承包人递交的结算报告及结算资料后一定期限内进行核实，给予确认或者提出修改意见，绿大地最后按照双方确认的完工进度确认劳务收入及成本。

总体来看，近年来商贸和劳务业务扩大了公司的经营范围，有助于公司不同板块之间业务协同，对公司收入水平的提升起到了一定的促进作用。

管 理

产权结构

公司的实际控制人是云南省国资委，是云南省最大的综合性投资集团公司、中国投资协会的常务理事单位。截至 2012 年底，公司下属控股子公司 19 家，其中全资子公司 4 家。

法人治理结构

公司设有董事会、监事会，董事会任命的管理团队下设 17 个职能部门，各部门的职能较为明晰，为公司的整体协调运作提供了有力支持。

作为云南省政府的投融资平台，公司具有相当强的政府背景，但是公司在其治理结构方面一直在尝试按照市场化的模式来运行，许多内部制度和架构正在逐步完善。

管理水平

目前，公司总部是控股母公司，具有战略决策中心、投资管理中心、资金调配中心、财务控制中心和人力资源开发中心的功能，行使重大决策权、收益权、人事权，实施全面预算管理、战略管理、监督运营管理和产权事务管理。子公司为集团的经营主体、利润主体和成本核算主体，享有独立的法人财产权并对母公司等股东的投资承担保值增值责任。对于参股公司，公司通过派出董、监事的方式来参与参股公司的经营决策，特别是在参股公司实现收益的分配上，尽可能多的争取收益的分回。

公司已经先后制定了《云南省投资控股集团有

限公司控股企业投资立项决策程序》、《云南省投资控股集团有限公司控股公司财务管理办法》、《云南省投资控股集团有限公司下属控股公司资金管理中心管理办法》、《云南省投资控股集团有限公司控股公司管理办法》等规章制度。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，公司集团化战略投资控股的管理机制也需要进一步加强。

总体来看，公司对其集团公司本部和下属子公司之间的关系定位较为准确、清晰，在内部控制的建设方面逐步完备。但是，公司下属企业较多导致管理链条较长，给公司经营管理带来一定的挑战，中诚信国际将持续关注公司对管理体制和风险管理的进一步加强与改善。

战略规划

依据云南省“十二五”发展规划以及云南省对公司的发展定位，公司制定了“十二五”时期发展规划。“十二五”期间，公司将牢牢把握转变经济发展方式这条主线，抓住新一轮西部大开发和建设向西南开放重要桥头堡的历史机遇，深入实施“二次创业战略规划”，解决突出矛盾和问题，跨上建设一流投资控股集团的新台阶。

按照“二次创业战略规划”的要求，公司将主要工作转向发现投资机会、培育投资项目、与优秀企业和企业家合作投资、适时退出；积极探索建立适应公司特点的管理体系，推进管理创新；提高融资能力，扩大集团资本规模，改善集团资本结构，充分利用多层次资本市场和多种融资工具；进一步调整公司战略布局和投资结构；加大公司相关板块整合力度。

为了实现公司“十二五”发展规划的各项目标，公司将做大做强能源板块，积极支持大水电开发，争取更大的省方权益，同时在省内、周边国家推进中小水电开发；加快培育油气板块，抓住中缅油气管道机遇，加快培育燃气和成品油板块，尽快为公司做大经营现金流，做实经营利润；从掌控旅游资源向掌控产业价值链关键环节转型，利用掌控云南

省主要景区（点）的优势，延伸拓展旅游产业价值链，掌控旅游产业链关键环节；优化发展林产业板块，确保林资源供给，大力开展南美油藤种植、加工、市场开拓工作，以 10 万吨竹浆粕为突破口，重整版纳竹业板块；大力发展金融业，适时推进产融结合；加强铁路融资，推进物流产业发展，围绕云南省建设“中国面向西南开放桥头堡”的战略目标，以云南省合资铁路建设为核心，增强融资能力，确保建设资金筹措，推动全省“十二五”铁路建设目标，大力发展现代物流产业和商贸流通业；积极稳妥发展医疗板块，积极拓宽医疗投融资渠道，加快优质医疗资源供给和合理覆盖，在公立医院管理体制机制改革方面探索出一条适合云南省公立医院改革发展的新途径，促进云南省医疗产业健康发展；整合发展酒店板块，积极探索合作与创新发展、资本运作与行业整合相结合的路子，坚持综合开发、长短结合、合理布局的原则，以较低资金成本掌控优质资源，用综合配套开发的地产物业项目收益摊低酒店固定资产投资成本，加强专业化管理和品牌管理，建立引进国际知名品牌酒店的管理流程和经济可行的合作机制，做实做强酒店业务；充分发挥地产作为战略协同工具和利润中心的重要职能，做实地产板块。

总体来看，公司发展战略思路明晰，坚持发展核心产业，并根据自身的特点进行了合理的战略布局和投资计划，有利于未来公司的长远发展。同时，为实现战略发展所需的大量资本支出也将给公司带来一定资金压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告以及未经审计的 2013 年一季度财务报告。

根据云政复[2012]4 号文、云国资统财[2012]25 号文以及公司资产出资协议，以公司 2011 年年度审定的资产 23 项出资设立云南省能源投资集团有限公司。云南能投自设立之日起纳入公司合并报表

范围。原子公司云南省电力投资有限公司和云南云投镇雄矿业能源开发有限公司作为出资投入云南能投。上述两个公司作为云南能投的子公司纳入合并报表范围。云南能投组建后仍为公司控股子公司，对公司合并资产负债表、利润表、现金流量表均不产生影响。

根据云南云景林纸股份有限公司分立协议、2011 年第二次临时股东大会决议和修改后的章程规定，以 2011 年 12 月 31 日经审计的账面净资产为基础，云南云景林纸股份有限公司按照原股权比例分立成云南云景林纸股份有限公司和景谷符源贸易服务有限公司，分立后云南云景林纸股份有限公司注册资本 40,000 万元、景谷符源贸易服务有限公司注册资本 2,000 万元。景谷符源贸易服务有限公司自分立之日起纳入公司合并报表范围。

公司根据股东会决议，出资设立全资子公司普洱双木生物科技有限公司，注册资本为 100 万元，已全部缴清出资额。普洱双木生物科技有限公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

根据公司与云南云之梦酒店管理有限公司、汕头市龙湖区亿丰旅游用品有限公司的出资协议，三方共同出资 500 万元组建云南尚怡优选贸易有限公司，公司以人民币现金 275 万元出资，占注册资本的 55%，其出资额已缴付完毕。云南尚怡优选贸易有限公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

根据公司与中国石油天然气股份有限公司股东出资协议规定，双方共同出 7,000 万元组建云南云投中油油品销售有限公司，其中公司以人民币出资 4,200 万元，占注册资本的 60%，已缴付全部出资额。云南云投中油油品销售有限公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

根据公司股东会决议，公司以人民币出资 50,000 万元设立全资子公司云南省滇中产业新区开发投资有限公司，占有其出资比例的 100%，其出资额已全部拨付完毕。云南省滇中产业新区开发投资有限公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

公司与云南云岭工程造价咨询事务所有限公

司共同出资 1500 万元设立云南云投电子商务有限公司，公司以人民币认缴出资金额 765 万元，占公司注册资本的 51%，其出资额已缴付完毕。云南云投电子商务有限公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

2012 年，公司以 9.16 元/股的价格收购了云南绿大地生物科技有限公司 3,000 万股限售流通股

份，占总股数的 19.86%，成为绿大地的第一大股东，收购总成本 274,870,533.00 元，收购款项于 2012 年 3 月支付完毕。收购完成后公司能对绿大地的股东会产生重大影响，且收购后公司对绿大地提供了大量的资金和业务支持，使得绿大地对公司形成了很大的依赖性，因此公司对绿大地形成了实质性控制，自 2012 年 4 月起公司将其纳入合并范围。

表 16：近年来公司合并范围的变化情况

子公司名称	股权比例	新增/减少	取得方式
2010 年			
云南省医疗投资管理有限公司	100%	新增	投资设立
2011 年			
云投文化发展（北京）有限公司	100%	新增	投资设立
中视云投文化产业投资有限公司	80%	新增	投资设立
香格里拉建塘酒店投资管理有限公司	60%	新增	投资设立
云南昆华医疗投资管理有限公司		减少	
2012 年			
云南省能源投资集团有限公司	83.33%	新增	投资设立
景谷符源贸易服务有限公司	89.21%	新增	分拆设立
普洱双木生物科技有限公司	1000%	新增	投资设立
云南尚怡优选贸易有限公司	55%	新增	投资设立
云南云投中油油品销售有限公司	60%	新增	投资设立
云南省滇中产业新区开发投资有限公司	100%	新增	投资设立
云南云投电子商务有限公司	51%	新增	投资设立
云南绿大地生物科技有限公司	19.86%	新增	股权收购

资料来源：公司财务报告

资本结构

近几年随着云南省政府的多次资产注入、公司投资规模的不断扩大以及合并范围的增大，公司的资产规模保持了快速增长态势。公司资产总额从 2010 年底的 478.93 亿元增加到 2012 年底的 756.36 亿元，年均复合增长率达 25.67%。截至 2013 年 3 月末，公司的总资产达到 818.88 亿元。

公司资产主要由长期股权投资、在建工程、货币资金、固定资产和其他应收款等构成，截至 2012 年底，上述资产在资产总额中分别占比 45.98%、9.87%、9.76%、9.32%和 6.28%。其中，截至 2012 年底，公司其他应收款为 47.53 亿元，主要由收购原昆商行不良资产款项、补偿空军资金（借出款本金、利息）等款项构成。其中，补偿空军资金是根据 2004 年云南省人民政府会议纪要的会议要求，为加快昆明巫家坝机场的迁建工作进程，由公司先垫付成都军区空军搬迁资金 13.90 亿元，公司 2005

年至 2007 年间实际已拨付成都军区后勤部 12.96 亿元，2010 年拨付尾款 0.94 亿元，至 2012 年 12 月 31 日已计提相关利息 5.41 亿元；根据《云南省人民政府办公厅关于昆明新机场项目贷款有关问题的函》（云政办函（2007）156 号），昆明巫家坝机场土地收益优先偿还公司垫付的空军搬迁费用的本息。

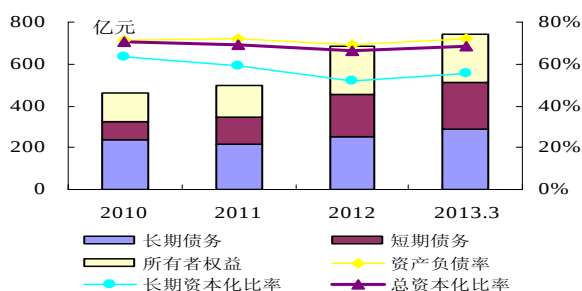
公司作为云南省综合性投资公司和投资主体，对云南省政府安排的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务等方式进行投资。长期股权投资是公司最主要的资产，随着近年来公司投资规模、业务范围不断扩大，截至 2012 年底，公司长期股权投资 347.79 亿元，比 2011 年底增加 107.66 亿元，增幅达 44.83%。公司长期股权投资主要包括对滇西铁路有限责任公司、云桂铁路云南有限责任公司、滇南铁路有限责任公司、云南冶金集团股份有限公司和中银国际证券有限

责任公司等机构的股权投资。截至 2013 年 3 月底，公司的长期股权投资进一步增加至 372.58 亿元。

受公司增加短期借款补充流动资金及下属二级子公司云南省电力投资有限公司 2012 年发行 7 亿元短期融资券等因素促进，截至 2012 年底，公司货币资金余额达 73.84 亿元，比 2011 年底增长 129.46%。截至 2013 年 3 月底，公司货币资金余额进一步增加至 81.84 亿元。

在公司合并范围扩大、资产规模大幅增加的同时，公司负债规模也不断增大。截至 2012 年底，公司负债总额 524.81 亿元，比 2011 年底增加 132.01 亿元，增幅为 33.61%。由于近年来公司资产规模与负债规模均不断增加，公司资产负债率基本稳定，2010~2013 年 3 月底，公司资产负债率分别为 71.69%、72.27%、69.39%和 71.78%。

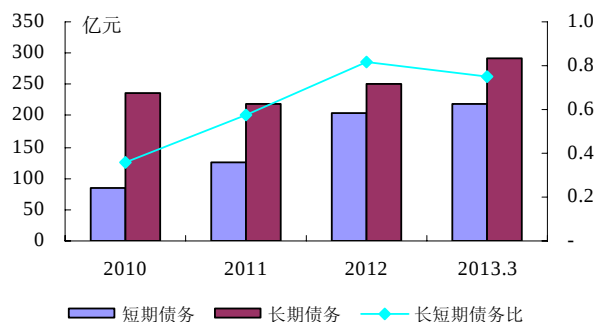
图 4：2010~2013 年 3 月末公司资产结构分析



资料来源：公司财务报告

近年来由于公司投资项目较多，债务规模逐年增加。2010~2013 年 3 月底，公司的总债务分别为 323.13 亿元、344.08 亿元、454.93 亿元和 508.91 亿元。从债务结构来看，由于 2012 年公司大幅增加短期借款，使短期债务占比大幅提高，截至 2013 年 3 月末短期债务/长期债务为 0.75 倍。总体来看，未来几年随着公司在铁路等项目的陆续投入，公司资本性支出将保持一定规模，此外，持续增长的短期债务使公司存在一定的流动性压力。

图 5：2010~2013 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，受资产注入、合并范围扩大等因素影响，2010~2013 年 3 月末公司的所有者权益（含少数股东权益）分别为 135.60 亿元、150.71 亿元、231.55 亿元和 231.06 亿元。此外，根据《云南省财政厅关于 2011 年铁路建设项目省级地方政府债券资金的通知》（云财建[2011]350 号），云南省财政厅向公司注入 2011 年铁路建设项目省级地方政府债券资金 5 亿元，公司将 5 亿元作为资本金，使得公司实收资本较 2010 年增加了 5 亿元。根据《云南省投资控股集团有限公司关于请求省财政厅拨付 2012 年 10 亿元铁路建设资金的请示》（云投发[2012]188 号），云南省财政厅向公司下划 2012 年铁路建设项目资金 10 亿元。

从母公司口径来看，公司的资产主要是由对子公司及联营企业的长期股权投资组成。截至 2013 年 3 月末，母公司的长期股权投资账面价值为 252.19 亿元，占母公司总资产的比重达到 68.13%；母公司的其他流动资产达到 15.42 亿元，全部为短期委托贷款。同期，母公司的负债总额为 239.03 亿元，主要包括短期借款 75.42 亿元、其他应付款 18.42 亿元、长期借款 102.51 亿元，一年内到期的非流动负债 21.58 亿元和应付债券 19.86 亿元等。2013 年 3 月末，母公司的所有者权益 131.14 亿元，资产负债率为 64.57%。

总体来看，由于资产注入、投资规模扩大及合并范围扩大等原因，公司资产规模近几年呈现快速上升趋势。考虑到公司资本性支出情况，未来几年

公司债务规模及资产负债率等财务指标可能进一步上升。

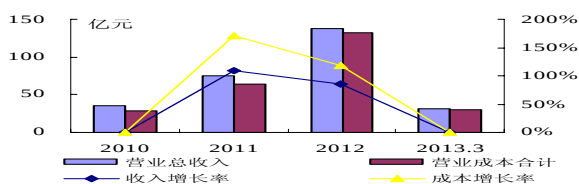
盈利能力

近几年，公司投资规模不断扩大，投资项目主要集中于电力、旅游、林纸、铁路、医疗、燃气石化等行业。其中，电力、旅游、林纸和燃气石化是资源优势突出、市场前景良好的行业，但具有建设周期长、收回投资慢的特点。近年来，林浆纸产能显著提升，销售量不断扩大。用电需求也还处于趋暖回升阶段，电力项目盈利能力较弱；而铁路等行业具有公共事业属性，当前投资回报不高。此外，公司在燃气石化业务领域取得跨越式的发展，2011年实现燃气石化销售收入41.49亿元，比2010年增加33.84亿元，增幅达442.36%；2012年公司该业务收入进一步增加至66.00亿元，增幅达59.07%。另外，2012年由于云南能投的组建和绿大地的并入，公司的商贸和劳务板块收入大幅增加，当年实现商贸和劳务收入34.11亿元。

2010~2012年度公司分别实现营业总收入35.90亿元、74.86亿元和138.21亿元，年均复合增长率96.35%。2013年1~3月，公司的营业总收入达到31.82亿元。从营业总收入构成来看，公司的营业总收入主要由营业收入、利息收入、投资收益和其他收入构成。其中，营业收入主要包括电力资源收入、燃气石化销售收入、矿产资源收入和林业资源收入等，2012年以上四项收入分别为10.89亿元、66.00亿元、4.36亿元和5.02亿元。

毛利率方面，2010~2012年公司的营业毛利率分别为41.20%、25.01%和13.25%，总体呈下降趋势，主要是由于公司收入构成中毛利较低的燃气石化贸易收入占比逐年上升所致。

图6：2010~2013年3月公司盈利能力分析



资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用，随着公司业务规模的扩大，三费收入占比呈下降趋势。2010~2013年3月公司的三费收入占比分别为13.78%、9.48%、6.91%和8.33%。

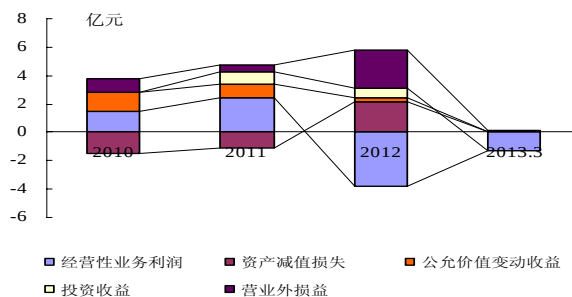
表17：2010~2013年3月公司期间费用变化

	2010	2011	2012	2012.3
销售费用(亿元)	1.76	1.93	2.27	0.65
管理费用(亿元)	2.75	3.67	4.54	1.15
财务费用(亿元)	0.43	1.50	2.73	0.85
三费合计(亿元)	4.95	7.10	9.55	2.65
营业总收入(亿元)	35.90	74.86	138.21	31.82
三费收入占比(%)	13.78	9.48	6.91	8.33

资料来源：公司财务报告

随着营业总收入的增长，公司2010~2012年利润总额逐年增加，分别为2.29亿元、3.70亿元和2.03亿元。其中，2011年公司的投资收益达到0.81亿元，主要来源于公司对联营企业的投资收益；2012年营业外收入2.63亿元，主要由政府补助构成。2013年一季度，公司的利润总额为-1.21亿元，经营性业务利润出现亏损，为-1.31亿元。

图7：2010~2013年3月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2010~2012年母公司的营业总收入分别为10.23亿元、12.38亿元和10.07亿元，主要包括利息收入、投资收益和其他业务收入。2010~2012年母公司的利润总额分别为1.03亿元、2.30亿元和0.37亿元，利润总额的大幅下降主要是由于母公司投资收益的减少和利息支出的增加所致。受此影响，2013年一季度，母公司的营业总收入为1.56亿元，利润总额为-1.14亿元。其中，经营性业务利润亏损-1.14亿元。2012年，母公司发放的委托贷款呈下降趋势，导致利息收入出现明显

下降；利息支出方面，截至 2012 年末公司长、短期借款合计余额为 182.95 亿元，同时当期银行贷款利率的高位运行增加了母公司的融资成本，使得母公司的利息支出负担加重。此外，由于母公司所参股的电力企业股权已划转至云南能投，相关投资收益转由云南能投确认使母公司口径投资收益减少。

总体来看，公司目前盈利能力较弱，预计未来随着公司在建项目的陆续投产，收入和利润水平将有所提高，整体盈利能力将有所增长，公司盈利能力将得到改善。

现金流

近几年随着业务规模的增长，公司的经营活动现金流入保持增长，公司的经营性活动净现金流也保持较快增长，2010~2012 年分别为 16.02 亿元、19.33 亿元和 24.05 亿元。由于近年铁路建设板块、电力板块的投资支出规模增长较快，公司的投资活动为现金净流出，2010~2012 年公司的投资活动净现金流分别为-91.22 亿元、-27.06 亿元和-145.88 亿元。为了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，使得公司近年来筹资活动的现金流入规模较大。

表 18：2010~2013 年 3 月公司现金流结构分析（亿元）

	2010	2011	2012	2013.3
经营活动现金流入	59.17	99.67	191.21	50.86
经营活动现金流出	43.14	80.34	167.16	50.31
经营活动净现金流	16.02	19.33	24.05	0.55
投资活动现金流入	61.25	51.23	22.15	22.81
投资活动现金流出	152.47	78.29	168.04	61.41
投资活动净现金流	-91.22	-27.06	-145.88	-38.60
筹资活动现金流入	171.34	119.62	297.04	103.18
其中：吸收投资	8.39	8.94	75.11	0.35
借款	149.94	81.61	209.83	93.09
筹资活动现金流出	129.13	119.83	138.55	57.12
其中：偿还债务	103.28	94.43	108.32	38.56
筹资活动净现金流	42.22	-0.21	158.49	46.06
现金及现金等价物净增加额	-32.98	-7.95	36.64	8.01

资料来源：公司财务报告

总体来看，随着营业规模迅速地扩大，公司经营活动现金流规模逐渐增大，但目前经营活动现金流尚不能完全满足公司的资金需求，公司的投资主要依赖外部融资解决，公司投资需求在业务扩张的压力下将保持旺盛态势。

偿债能力

近几年，随着电力、铁路等建设投入，公司对外融资规模呈逐年上升的趋势。截至 2012 年底，公司总债务规模为 454.93 亿元，比 2011 年底增加 110.85 亿元。其中，短期债务为 204.57 亿元，比 2011 年底增长 63.30%。截至 2013 年 3 月底，公司的总债务达 508.91 亿元，短期债务达到 218.62 亿元。

随着公司营业总收入的不断提高，利润总额的逐年增加，EBITDA 和经营活动净现金流也逐年增长，2010~2012 年，公司 EBITDA 分别为 14.96 亿元、18.81 亿元和 22.42 亿元；公司经营活动净现金流分别为 16.02 亿元、19.33 亿元和 24.05 亿元。

从偿债能力指标来看，2010~2012 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.96 倍、1.01 倍和 1.22 倍；经营活动净现金流利息倍数分别为 1.03 倍、1.04 倍和 1.31 倍。由于目前公司盈利能力较弱，短期债务规模和利息支出的快速增长导致公司经营对利息的保障能力较弱。

表 19：2010~2013 年 3 月公司偿债能力分析（合并口径）

	2010	2011	2012	2013.3
总债务(亿元)	323.13	344.08	454.93	508.91
EBITDA(亿元)	14.96	18.81	22.42	--
经营活动净现金流(亿元)	16.02	19.33	24.05	0.55
总债务/EBITDA(X)	21.60	18.29	20.29	--
经营净现金流/总债务(X)	0.05	0.06	0.05	0.00*
资产负债率(%)	71.69	72.27	69.39	71.78
总资本化比率(%)	70.44	69.54	66.27	68.77
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.96	1.01	1.22	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	1.03	1.04	1.31	0.09

注：带“*”数据经过年化处理

资料来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2010~2012 年底母公司的总债务规模分别为 157.63 亿元、161.15 亿元和 182.95 亿元，经营活动现金流/总债务的值分别为 0.03 倍、0.04 倍和 0.03 倍，经营活动对债务的覆盖能力有待提高。

表 20：2010~2013 年 3 月末公司偿债能力分析（母公司口径）

	2010	2011	2012	2013.3
总债务(亿元)	157.63	161.15	182.95	219.37
EBITDA(亿元)	7.73	10.52	11.14	--
经营活动净现金流(亿元)	5.22	6.36	5.28	1.38
总债务/EBITDA(X)	20.40	15.32	16.42	--
经营净现金流/总债务(X)	0.03	0.04	0.03	0.03*

资产负债率(%)	61.23	60.34	60.94	64.57
总资本化比率(%)	58.59	56.94	58.04	62.59

注：带“*”数据经过年化处理

资料来源：公司财务报告

根据公司还款计划，公司 2013~2017 年共需偿还长期借款本息 415.25 亿元，其中 2013 年和 2017 年还款压力相对较大，分别需偿还本息 188.83 亿元和 85.85 亿元，整体来看，公司近期偿债压力较大。

或有负债方面，截至 2012 年底，公司对集团外提供担保金额 42.35 亿元。被担保企业主要为公司参股企业，包括云南华电巡检司发电有限公司、中寮矿业开发投资有限公司、国电宣威发电有限责任公司、华能澜沧江水电有限公司、滇西铁路有限责任公司等；非关联企业担保对象有云南省机械设备进出口公司、昆明市城建投资开发有限责任公司和云南煤化工集团有限公司。

受限资产方面，截至 2013 年 3 月底，公司通过将房产、土地使用权、景区收费权、股权设定抵押方式，共获得金融机构借款 233.10 亿元。

或有事项方面，公司 1998 年为云南宣创电子有限公司（以下简称“宣创公司”）向华夏银行提供的 800 万美元的授信额度担保，由于宣创公司无力偿还到期借款，华夏银行向云南省高级人民法院提起诉讼，2001 年 3 月 15 日，法院一审判决公司承担 532 万美元及其利息的连带赔偿责任。公司向最高人民法院提起上诉，最高人民法院于 2001 年 11 月以“原判决认定事实不清”裁定撤消原判决，发回云南省高院重审。2002 年 6 月由于公安机关对宣创公司的有关人员涉嫌经济犯罪已立案侦查，云南省高院裁定本案中止诉讼。2008 年 11 月省高院决定恢复审理本案，经过审理，法庭认为“本案是否涉及经济犯罪还有待查清”，裁定继续中止。

2013 年 2 月 7 日，绿大地收到昆明市中级人民法院《刑事判决书》[(2012)昆刑一初字第 73 号]。一审判决绿大地公司犯欺诈发行股票罪，判处有期徒刑人民币 1,000 万元；犯伪造金融票证罪，判处有期徒刑人民币 20 万元；犯故意销毁凭证罪，判处有期徒刑人民币 20 万元；决定执行罚金人民币 1,040 万元。2013 年 4 月 3 日，绿大地收到云南省高级人民法院《刑

事裁定书》[(2013)云高刑终字第 365 号]，终审裁定：维持昆明市中级人民法院《刑事判决书》[(2012)昆刑一初字第 73 号]判决。

2013 年 3 月 25 日，绿大地收到中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》(处罚字[2010]89-1 号)，因绿大地在 2007、2008、2009 年度报告中虚增资产、虚增业务收入的行为，责令绿大地改正，给予警告，并处罚款 60 万元。绿大地对中国证监会拟作出行政处罚不进行陈述和申辩。截至 2013 年 3 月 31 日，绿大地尚未接到正式的处罚结果。

除上述事项外，截至 2013 年 3 月 31 日，公司无未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

同时，公司与银行的合作关系良好。截至 2013 年 3 月底，公司银行授信总额 433.84 亿元，可用授信余额为 132.21 亿元，为公司偿付债务提供较强的流动性支持。

过往债务履约情况

截至 2012 年底，云投集团下属子公司云景林纸存在 138 万元已到期未偿还的短期借款。债权人对此债务无明确处理方式，未对公司进行催收。根据《民事诉讼法》，该债务已过诉讼时效。考虑到上述债务发生时间较早，且债务规模较小，中诚信国际认为上述到期未偿还债务对公司信用水平的影响极小。

表 21：已到期未偿还短期借款明细（万元）

借款单位	发生时间	借款金额
景谷县建行	早于 2000 年	60.00
景谷县财政	早于 2000 年	78.00
合 计		138.00

资料来源：公司财务报告

评级展望

基于对公司外部环境和内部运营实力的综合评估，中诚信国际肯定了公司的重要战略地位、较为雄厚的资产规模、逐渐改善的盈利能力以及获得的政府有力支持，上述优势因云南省经济持续增长、电力产业以及基础设施投资逐年增加等因素而得到良好支撑和加强。中诚信国际同时关注公司产业控制力和盈利水平偏低以及面临一定的资金压力等因素对公司未来发展的影响。

综上，中诚信国际认为云投集团在未来 12~18 个月内的信用水平将保持稳定。

结论

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

中诚信国际关于云南省投资控股集团有限公司 的跟踪评级安排

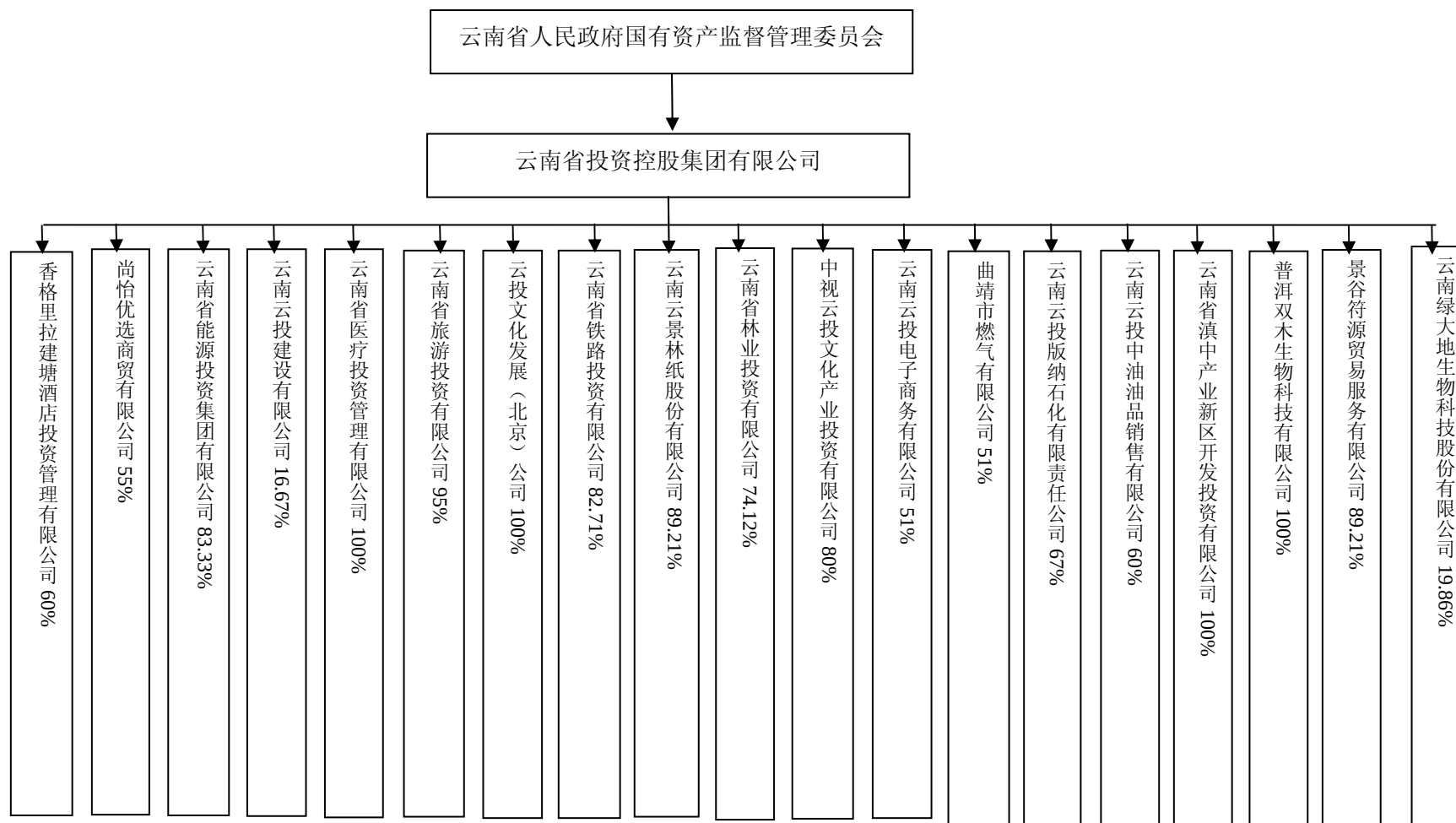
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对云南省投资控股集团有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体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，并在中诚信国际公司网站对外公布。

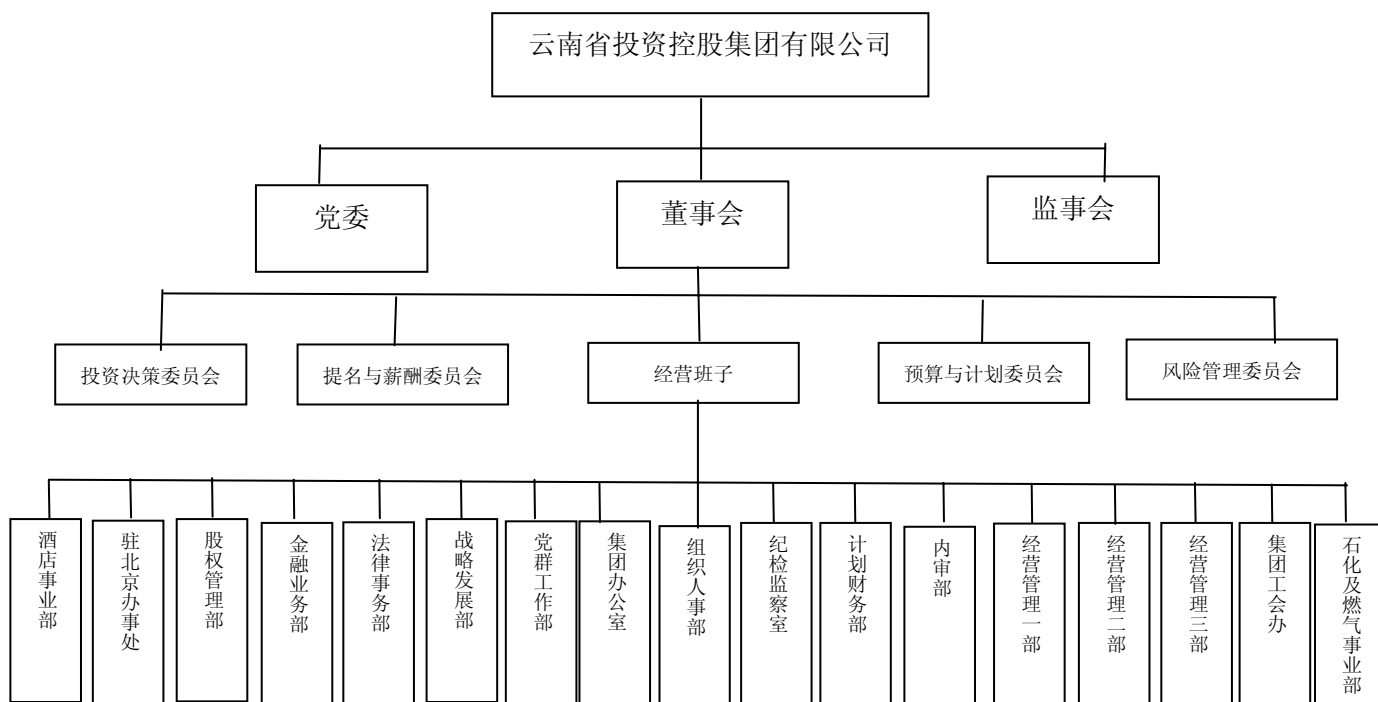
中诚信国际信用评级有限责任公司

2013 年 5 月 21 日

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2012 年底）



附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2012 年底）



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（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	398,813.81	321,757.70	738,357.93	818,414.05
交易性金融资产	28,951.68	35,590.72	38,541.81	38,541.81
应收账款净额	17,176.53	21,349.14	79,630.04	110,958.86
存货净额	124,075.47	174,004.25	395,736.99	357,410.94
其他应收款	391,147.57	429,876.38	475,254.52	663,771.91
长期投资	2,132,369.65	2,401,684.96	3,479,023.49	3,736,699.67
固定资产(合计)	706,554.75	1,027,736.65	1,475,163.75	1,551,336.75
总资产	4,789,253.88	5,435,155.10	7,563,606.43	8,188,820.69
其他应付款	98,718.81	137,192.60	249,718.91	312,200.74
短期债务	854,533.90	1,252,745.65	2,045,657.58	2,186,196.71
长期债务	2,376,731.91	2,188,035.33	2,503,625.57	2,902,935.13
总债务	3,231,265.81	3,440,780.98	4,549,283.15	5,089,131.84
净债务	2,832,451.99	3,119,023.28	3,810,925.23	4,270,717.79
总负债	3,433,299.25	3,928,029.54	5,248,075.94	5,878,250.99
财务性利息支出	101,134.50	127,324.14	170,050.43	37,987.79
资本化利息支出	55,127.90	58,675.60	13,056.05	24,936.04
所有者权益(含少数股东权益)	1,355,954.63	1,507,125.56	2,315,530.49	2,310,569.70
营业总收入	359,032.21	748,600.78	1,382,107.68	318,234.38
三费前利润	64,170.19	95,592.18	57,927.90	13,396.56
投资收益	90.80	8,141.74	7,045.69	-0.01
EBIT	124,042.46	164,345.98	190,356.03	25,915.84
EBITDA	149,590.78	188,083.42	224,184.30	--
经营活动产生现金净流量	160,238.33	193,294.30	240,484.44	5,500.53
投资活动产生现金净流量	-912,194.04	-270,604.10	-1,458,835.82	-386,048.77
筹资活动产生现金净流量	422,155.13	-2,062.57	1,584,884.80	460,608.30
现金及现金等价物净增加额	-329,800.75	-79,456.11	366,431.40	80,056.13
资本支出	287,686.96	312,789.77	448,607.67	93,665.33
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	41.20	25.01	13.25	15.22
三费收入比(%)	13.78	9.48	6.91	8.33
EBITDA/营业总收入(%)	41.67	25.12	16.22	--
总资产收益率(%)	2.77	3.19	2.93	1.32*
流动比率(X)	1.41	1.07	0.91	0.95
速动比率(X)	1.29	0.96	0.75	0.82
存货周转率(X)	2.85	4.34	4.62	3.22*
应收账款周转率(X)	29.15	38.86	27.37	13.36*
资产负债率(%)	71.69	72.27	69.39	71.78
总资本化比率(%)	70.44	69.54	66.27	68.77
短期债务/总债务(%)	26.45	36.41	44.97	42.96
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.06	0.05	0.00*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	0.15	0.12	0.01*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.03	1.04	1.31	0.09
总债务/EBITDA(X)	21.60	18.29	20.29	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.15	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.96	1.01	1.22	--

注：1、公司各年度财务报表均按新准则编制；2、公司 2013 年一季报未经审计，带“*”数据经过年化处理。

附四：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)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	174,459.42	130,506.14	185,410.07	330,905.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	347,201.10	350,990.18	397,533.13	497,055.51
长期投资	1,975,058.68	2,282,080.56	2,532,939.91	2,555,199.19
固定资产(合计)	10,567.07	10,239.75	9,610.47	9,449.58
总资产	2,873,485.46	3,072,471.52	3,386,905.31	3,701,693.12
其他应付款	170,405.13	224,923.10	221,606.13	184,169.46
短期债务	495,090.00	675,996.00	879,406.76	970,024.07
长期债务	1,081,226.25	935,458.01	950,106.20	1,223,667.76
总债务	1,576,316.25	1,611,454.01	1,829,512.96	2,193,691.83
净债务	1,401,856.84	1,480,947.87	1,644,102.89	1,862,785.92
总负债	1,759,332.56	1,854,032.30	2,064,131.74	2,390,289.45
财务性利息支出	66,088.93	81,509.73	106,989.47	24,737.05
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,114,152.91	1,218,439.22	1,322,773.57	1,311,403.67
营业总收入	102,275.48	123,769.87	100,667.31	15,614.22
三费前利润	34,154.34	39,672.20	-7,634.29	-9,455.28
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	76,372.04	104,486.45	110,673.75	13,367.16
EBITDA	77,275.90	105,203.13	111,431.71	--
经营活动产生现金净流量	52,168.87	63,589.76	52,766.72	13,798.92
投资活动产生现金净流量	-202,579.77	-62,527.74	-153,506.56	-161,740.00
筹资活动产生现金净流量	215,068.56	-45,015.29	155,643.76	293,436.93
现金及现金等价物净增加额	64,657.66	-43,953.27	54,903.92	145,495.84
资本支出	214.64	282.47	216.19	0.00
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	99.76	99.78	99.72	99.47
三费收入比(%)	6.52	7.07	8.65	12.32
EBITDA/营业总收入(%)	75.56	85.00	110.69	--
总资产收益率(%)	2.81	3.51	3.43	1.51*
流动比率(X)	1.11	0.75	0.70	0.92
速动比率(X)	1.11	0.75	0.70	0.92
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	61.23	60.34	60.94	64.57
总资本化比率(%)	58.59	56.94	58.04	62.59
短期债务/总债务(%)	31.41	41.95	48.07	44.22
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.04	0.03	0.03*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.11	0.09	0.06	0.06*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.79	0.78	0.49	0.56
总债务/EBITDA(X)	20.40	15.32	16.42	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.16	0.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.17	1.29	1.04	--

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司 2013 年一季报未经审计，带“*”数据经过年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业总收入净额 - 营业总成本) / 营业总收入净额

营业利润率 = 营业利润 / 营业总收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入营业总成本的利息支出 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (营业总成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业总收入净额

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

EBITDA 利润率 = EBITDA / 营业总收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 【(年初应收账款 + 年末应收账款) / 2】

流动资产周转率 = 营业总收入净额 / 【(年初流动资产 + 年末流动资产) / 2】

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

净资产 = 所有者权益 + 少数股东权益

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入营业总成本的利息支出 + 财务性利息支出 + 资本化利息支出)

现金利息保障倍数 = 经营活动净现金流 / (财务性利息支出 + 资本化利息支出)

附六：主体信用等级的符号及定义

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

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