

信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪019 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发行的2013年度第一期5亿元短期融资券、2013年度第二期10亿元短期融资券的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信国际信用评级委员会最后评定，维持贵公司AA⁺的主体信用等级和A-1的债项信用等级，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

二零一四年二月十四日

云南省投资控股集团有限公司 2013 年第一期、第二期短期融资券跟踪评级报告

发行主体 云南省投资控股集团有限公司
 本次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 **稳定**
 上次主体信用等级 **AA⁺** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项信 用等级	本次债项 信用等级
13 云投 CP001	5	2013.08.15~2014.08.15	A-1	A-1
13 云投 CP002	10	2013.08.15~2014.08.15	A-1	A-1

概况数据

云投集团（合并口径）	2010	2011	2012	2013.9
总资产（亿元）	529.08	589.34	797.91	919.65
货币资金（亿元）	39.88	32.18	73.84	53.70
总负债（亿元）	394.33	439.47	566.90	677.62
总债务（亿元）	375.64	392.43	499.76	585.58
短期债务（亿元）	88.21	129.54	206.00	167.37
所有者权益(含少数股东权益)（亿元）	134.75	149.86	231.01	242.03
营业总收入(亿元)	36.15	75.04	138.35	181.98
EBIT（亿元）	12.22	16.60	19.34	--
EBITDA(亿元)	14.78	18.97	23.22	--
经营活动净现金流（亿元）	16.02	19.33	24.05	17.99
营业毛利率(%)	45.29	28.74	15.43	12.91
EBITDA/营业总收入(%)	40.88	25.29	16.78	--
总资产收益率(%)	2.58	2.97	2.79	--
资产负债率(%)	74.53	74.57	71.05	73.68
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.15	0.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.97	1.03	1.11	--
云投集团（母公司口径）	2010	2011	2012	2013.9
总资产（亿元）	341.91	357.66	384.58	449.88
货币资金（亿元）	17.45	13.05	18.54	19.48
总负债（亿元）	231.06	236.08	252.24	310.03
总债务（亿元）	214.27	213.50	231.51	292.93
短期债务（亿元）	52.26	71.87	89.75	85.31
所有者权益(含少数股东权益)（亿元）	110.85	121.58	132.34	139.85
营业总收入(亿元)	10.47	12.56	10.20	9.10
EBIT（亿元）	7.95	10.92	11.39	--
EBITDA(亿元)	8.04	10.99	11.46	--
经营活动净现金流（亿元）	5.22	6.36	5.28	7.22
营业毛利率(%)	99.81	99.82	99.77	99.81
EBITDA/营业总收入(%)	76.82	87.51	112.34	--
总资产收益率(%)	2.66	3.12	3.07	--
资产负债率(%)	67.58	66.01	65.59	68.91
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.15	0.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.00	1.09	1.05	--

注：公司各年度财务报表均按新会计准则编制；公司 2013 年三季度财务报表未经审计。

分析师

项目负责人：侯燕杰 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：刘礼彬 lbliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2014 年 2 月 14 日

基本观点

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 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“13 云投 CP001”的债项信用等级为 **A-1**；维持“13 云投 CP002”的债项信用等级为 **A-1**。

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、资金和短期债务压力较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

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，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。
- **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，培育新的业绩增长点；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。

关注

- **核心竞争力不突出，产业控制力不强。**截至 2013 年 9 月底，公司参股、控股企业超过 70 家，行业集中度不高，产业控制力有待进一步提升。
- **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。
- **收益能力偏低。**公司承担大量政策性项目投资，盈利能力较弱，资产收益率较低，且短期内不能得到实质性改观。
- **短期债务压力大。**截至 2013 年 9 月末，公司短期债务为 167.37 亿元，EBITDA、经营活动净现金流和货币资金对短期债务的覆盖能力不足，公司仍面临较大的短期债务压力。

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、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在短期融资券存续期内每半年进行定期跟踪评级。

近期关注

云南省国民经济保持平稳较快发展，财政实力稳步提升

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。其中，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。

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。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。

在地区经济保持高速增长的同时，2012 年云南省公共财政预算收入完成 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，同时高速增长税收收入对云南省一般预算收入提供了良好的支撑。

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。一般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 1：2010~2012 年云南省财政收支情况

	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
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
地方公共预算支出	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，2012 年度云南省在面临自然灾害和复杂多变的宏观经济形势下，经济总量和财政实力得到进一步的成长。公司作为云南省最大的综合性投资公司，拥有政府的政策和信用支持，云南省持续向好的区域经济为公司发展提供良好的外部环境。

电力板块受到自然灾害影响运行效率有所下降，但在建项目进展顺利，资产规模进一步壮大

公司投资的电力项目主要集中在云南省且以水电为主。2012 年全省全社会用电 1,321.47 亿千瓦时，比 2011 年增长 9.8%；发电量 1,748 亿千瓦时，比 2011 年增长 12.2%。

2011 年以来，在旱情持续影响下，云南省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较有所下滑。

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能投集团。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），云南省国资委同意公司以所持全部电力及有关股权资产出资能投集团，资产价值以会计师事务所最终审计结果为准。

截至2013年9月末，公司电力项目可控及权益装机容量为3,474.53万千瓦，其中已投产项目可控及权益装机为942.28万千瓦，在建、拟建项目可控及权益装机为2,532.25万千瓦。

表 2：截至 2013 年 9 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 9 月发电量(亿千瓦时)
茄子山水电站	1.6	1999.11	56	0.4758	0.3
象达水电站	4	2006.1	56	1.1898	0.85
乌泥河水电站	3	2005.3	56	1.2650	0.89
阿鸠田水电站	11.55	2004.1	56	4.2855	3.03
龙川江一级水电	2.4	2008.7	56	1.0289	0.71
腾龙桥二级	8.1	2010.9	56	2.1307	1.56
新塘房电站	1.8	2009.8	51	0.5787	0.39
南荣田电站	0.64	1987.5	51	0.2431	0.16
挂篮子电站	0.24	1974.4	51	0.1271	0.08
利沙底水电站	1.4	2005.9	80	0.5376	0.42
跳石头电站	0.64	1995.6	51.87	0.1201	0.09
曲靖垃圾发电	2.4	2012.1	85	0.6614	0.52
石林太阳能发电	1	2012.1	41	0.1384	0.13
威信一电厂	120	2012.10	50	13.6132	27.07
合计	158.77			26.3954	36.2

资料来源：公司提供

在建电力项目方面，截至 2013 年 9 月末，公司电力项目投资主要涉及宣威煤矸石发电项目和会泽大海草山风电一期等。

表 3：截至 2013 年 9 月末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)	持股比例 (%)	预计投产日期
大丫口电站	10.2	9.8	3.96	51%	2014
宣威煤矸石热电厂	60	30.36	2.37	82%	2016
会泽大海草山风电一期	4.95	4.69	1.24	100%	2014
泸西县永三风电	4.8	4.72	4.2	100%	2014

资料来源：公司提供

总体来看，随着在建项目的陆续完工投产，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。此外，云南省能源投资集团有限公司的设立削弱了公司对下属电力资产的控制力度，中诚信国际将保持对公司对下属企业管控力度的关注。

公司未来资本性支出仍主要集中于铁路板块，公司积极探索融资渠道，云南省政府继续给予一定支持

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。截至 2013 年 9 月末，公司共有 6 个铁路在建项目。

表 4：截至 2013 年 9 月末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	昆阳-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
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
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	--
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

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。

表 5：截至 2013 年 9 月末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 (亿元)	累计完成投资额 (亿元)	投资安排		
			2014	2015	2016
大瑞铁路（大保段）	9.02	2.7	2.85	2.77	0.7
广大铁路扩能改造	28.62	9.66	6	5.22	5.37
昆玉铁路扩能改造	7.73	6.05	--	--	--
蒙河铁路	12.51	10.2	2.11	--	--
沪昆客专（云南段）	5.8	4.11	0.26	0.26	0.3
云桂铁路（云南段）	88.57	49	17	15.57	7
仁丽铁路	6.96	6.7	--	--	--
大瑞铁路（保瑞段）	21.34	--	3	9	15
成昆铁路（永广复线）	1.98	--	0.48	--	--
丽香铁路	13.8	0.9	3	6	--
成贵铁路	3.2	0.01	1.2	--	--

玉磨铁路	71.4	-	18	20	--
合计	270.93	88.73	53.90	58.82	28.37

资料来源：公司提供

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。

扩大燃气石化业务范围，进一步增强了公司盈利能力；石油销售均价出现较大幅度下滑

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。

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 8000 万元组建云南云投版纳石化有限责任公司（以下简称“版纳石化”），公司持有版纳石化 67% 的股权。2011 年，版纳石化成功与昆明钢铁集团、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，版纳石化销售成品油 90.96 万吨，实现营业总收入 71.98 亿元；2013 年 1~9 月，版纳石化销售成品油 82.28 万吨，实现营业总收入 47.88 亿元。石油销售均价在 2013 年出现了较大幅度的下滑。

表 6：2010~2013 年 1~9 月公司石油销售情况

	2010	2011	2012	2013.9
销售量(万吨)	11.23	56.43	90.96	82.28
销售均价(元/吨)	7,108.65	7,195.86	7,913.63	5,819.47

资料来源：公司提供

燃气业务方面，公司持有曲靖市燃气有限公司（以下简称“曲靖燃气”）51% 的股权。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。

表 7：2011~2013 年 9 月末公司燃气业务运营情况

	2011	2012	2013.9
采购量(万立方米)	42.24	3,498.02	1,499.42
采购均价(元/立方米)	3.72	2.79	2.62
销售量(万立方米)	41.38	3,921.51	1,697.73
销售均价(元/立方米)	4.68	2.95	3.70

资料来源：公司提供

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。

进一步整合云南省内旅游资源，培育新的业绩增长点

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。云南旅投主要的运作方式是股权投资和资本运作。截至 2013 年 9 月末，公司通过云南旅投持有大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游”）股权比例为 59%，持有云南金孔雀旅游集团（以下简称“金孔雀集团”）股权比例为 66%；此外，云南旅投还持有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）股权比例为 13.49%，是丽江旅游的第二大股东。

表 8：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 9：2010~2013 年 1~9 月公司旅游业务运营情况

		2010	2011	2012	2013.9
大理 旅游	接待人次 (万人次)	399.5	529.1	478.95	428.22
	营业收入 (亿元)	2.02	3.00	5.06	3.67
金孔 雀	接待人次 (万人次)	205.2	228.6	303.02	283.01
	营业收入 (亿元)	1.13	1.40	1.67	1.48

资料来源：公司提供

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。

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 年三年连审财务报告（中审亚太审[2013]020209 号）以及未经审计的 2013 年三季度财务报告。

根据公司于 2013 年 12 月 20 日公告，公司将受托承办的国家开发银行政策性贷款业务计入财务报表，修改了财务报表编制基础；同时，公司更正了前期会计差错，将子公司投资性房地产的后续计量模式由公允价值模式改为成本模式，与母公司会计政策保持一致。2013 年 12 月 23 日，中审亚太会计师事务所有限公司重新出具了标准无保留意见的 2010~2012 年三年连审的审计报告（中审亚太审[2013]020209 号）。

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 529.08 亿元增加到 2012 年底的 797.91

亿元，年均复合增长率达 22.81%。截至 2013 年 9 月末，公司的总资产达到 919.65 亿元。

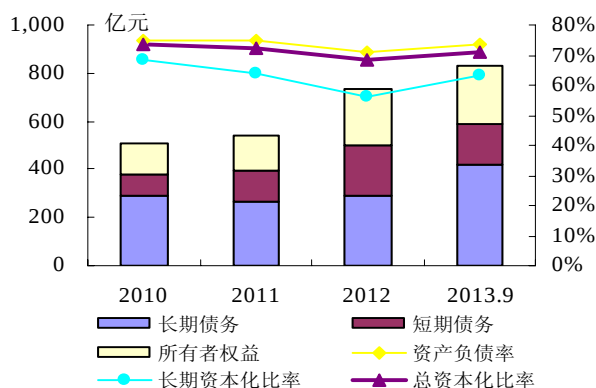
公司资产主要由长期股权投资、在建工程、货币资金、固定资产和其他应收款等构成，截至 2012 年底，上述资产在资产总额中分别占比 43.59%、9.36%、9.25%、8.83%和 6.18%。其中，截至 2012 年底，公司其他应收款为 49.30 亿元，主要由收购原昆商行不良资产款项、补偿空军资金（借出款本金、利息）等款项构成。其中，补偿空军资金是根据 2004 年云南省人民政府会议纪要的会议要求，为加快昆明巫家坝机场的迁建工作进程，由公司先垫付成都军区空军搬迁资金 13.90 亿元，公司 2005 年至 2007 年间实际已拨付成都军区后勤部 12.96 亿元，2010 年拨付尾款 0.94 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]56 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 9 月末，公司的长期股权投资进一步增加至 412.01 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影响，截至 2012 年底，公司货币资金余额达 73.84 亿元，比 2011 年底增长 129.48%。截至 2013 年 9 月末，公司货币资金余额减少至 53.70 亿元。

在公司合并范围扩大、资产规模大幅增加的的同时，公司负债规模也不断增大。截至 2012 年底，公司负债总额 566.90 亿元，比 2011 年底增加 127.43 亿元，增幅为 29.00%。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 年~2013 年 9 月末，公司资产负债率分别为 74.53%、74.57%、71.05%和 73.68%。

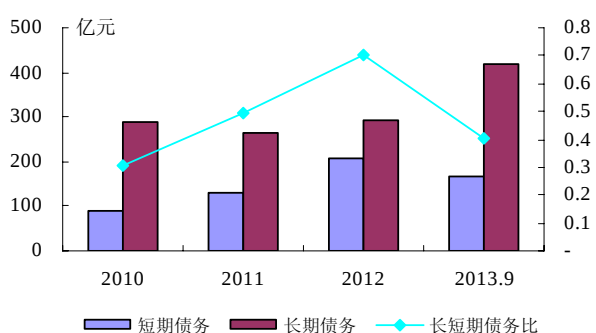
图 1：2010 年~2013 年 9 月末公司资产结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

近年来由于公司投资项目较多，债务规模逐年增加。2010 年~2013 年 9 月末，公司的总债务分别为 375.64 亿元、392.43 亿元、499.76 亿元和 585.58 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 9 月末短期债务/长期债务为 0.40 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，短期债务占比较高的问题在 2013 年得到一定的缓解。

图 2：2010 年~2013 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

所有者权益方面，受资产注入、合并范围扩大等因素影响，2010 年~2013 年 9 月末公司的所有者

权益（含少数股东权益）分别为 134.75 亿元、149.86 亿元、231.01 亿元和 242.03 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 9 月末，母公司的长期股权投资账面价值为 276.69 亿元，占母公司总资产的比重达到 61.50%。

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

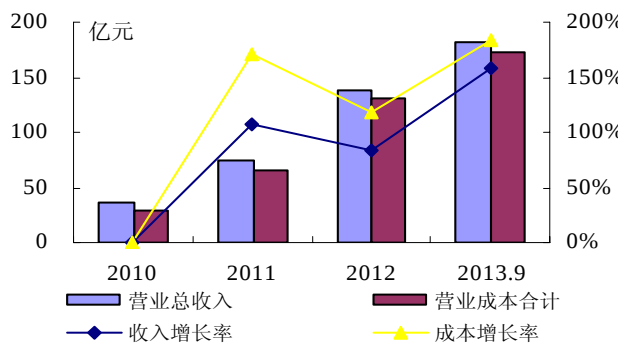
近几年，公司投资规模不断扩大，投资项目主要集中于电力、旅游、林纸、铁路、医疗、燃气石化等行业。其中，电力、旅游、林纸和燃气石化是资源优势突出、市场前景良好的行业，但具有建设周期长、收回投资慢的特点。近年来，林浆纸产能显著提升，销售量不断扩大。用电需求也还处于趋暖回升阶段，电力项目盈利能力较弱；而铁路等行业具有公共事业属性，当前投资回报不高。此外，公司在燃气石化业务领域取得跨越式的发展，2011 年实现燃气石化销售收入 41.49 亿元，比 2010 年增加 33.84 亿元，增幅达 442.36%；2012 年公司该业务收入进一步增加至 66.00 亿元，增幅达 59.07%。另外，2012 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 34.12 亿元。

2010~2012 年度公司分别实现营业总收入

36.15 亿元、75.04 亿元和 138.35 亿元，年均复合增长率 95.63%。2013 年 1~9 月，公司的营业总收入达到 181.98 亿元。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 45.29%、28.74%和 15.43%，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。2013 年 1~9 月，公司的营业毛利率进一步下降至 12.91%。

图 3：2010 年~2013 年 9 月公司盈利能力分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

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 9 月公司的三费收入占比分别为 13.69%、9.46%、6.90%和 4.61%。

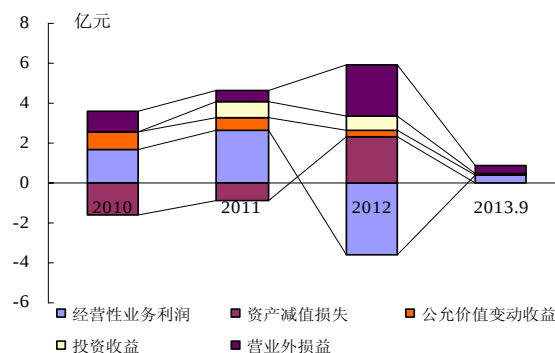
表 10：2010 年~2013 年 9 月公司期间费用变化

	2010	2011	2012	2012.9
销售费用(亿元)	1.76	1.93	2.27	2.04
管理费用(亿元)	2.75	3.67	4.54	3.88
财务费用(亿元)	0.43	1.50	2.73	2.46
三费合计(亿元)	4.95	7.10	9.55	8.38
营业总收入(亿元)	36.15	75.04	138.35	181.98
三费收入占比(%)	13.69	9.46	6.90	4.61

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 2.03 亿元、3.75 亿元和 2.34 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 2.80 亿元，主要由政府补助构成。2013 年 1~9 月，公司的利润总额为 0.85 亿元。

图 4：2010 年~2013 年 9 月公司利润总额构成



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，2010~2012 年母公司的营业总收入分别为 10.47 亿元、12.56 亿元和 10.20 亿元。2010~2012 年母公司的利润总额分别为 1.27 亿元、2.65 亿元和 0.69 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 1~9 月，母公司的营业总收入为 9.10 亿元，利润总额为-1.30 亿元。其中，经营性业务利润-1.29 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 181.33 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、-27.12 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 11：2010 年~2013 年 9 月公司现金流结构分析（亿元）

	2010	2011	2012	2013.9
经营活动现金流入	59.17	99.67	191.21	232.51
经营活动现金流出	43.14	80.34	167.16	214.53
经营活动净现金流	16.02	19.33	24.05	17.99
投资活动现金流入	61.25	55.45	22.15	98.38
投资活动现金流出	152.47	82.57	168.04	192.21
投资活动净现金流	-91.22	-27.12	-145.88	-93.83
筹资活动现金流入	171.34	123.91	297.04	223.35
其中：吸收投资	8.39	8.94	75.11	9.67
借款	149.94	85.90	209.83	212.54
筹资活动现金流出	129.13	124.05	138.55	167.64
其中：偿还债务	103.28	98.66	108.32	135.60
筹资活动净现金流	42.22	-0.14	158.49	55.72
现金及现金等价物净增加额	-32.98	-7.95	36.64	-20.13

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 499.76 亿元，比 2011 年底增加 107.34 亿元。其中，短期债务为 206.00 亿元，比 2011 年底增长 59.03%。截至 2013 年 9 月末，公司的总债务达 585.58 亿元，短期债务达到 167.37 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 0.97 倍、1.03 倍和 1.11 倍；经营活动净现金流利息倍数分别为 1.05 倍、1.05 倍和 1.15 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 12：2010 年~2013 年 9 月公司偿债能力分析（合并口径）

	2010	2011	2012	2013.9
总债务(亿元)	375.64	392.43	499.76	585.58
EBITDA(亿元)	14.78	18.97	23.22	--
经营活动净现金流(亿元)	16.02	19.33	24.05	17.99
总债务/EBITDA(X)	25.42	20.68	21.53	--
经营净现金流/总债务(X)	0.04	0.05	0.05	--
资产负债率(%)	74.53	74.57	71.05	73.68
总资本化比率(%)	73.60	72.36	68.39	70.76
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.97	1.03	1.11	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	1.05	1.05	1.15	--

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

短期偿债能力方面，2010~2012 年末及 2013 年 9 月末，公司短期债务分别为 88.21 亿元、129.54 亿元、206.00 亿元和 167.37 亿元。2012 年末，公司经营活动净现金流/短期债务、EBITDA/短期债务及货币资金/短期债务分别为 0.12 倍、0.11 倍和 0.36 倍，公司短期偿债压力较大。

表 13：2010 年~2013 年 9 月公司短期偿债能力分析

	2010	2011	2012	2013.9
货币资金(亿元)	39.88	32.18	73.84	53.70
短期债务(亿元)	88.21	129.54	206.00	167.37
经营净现金流/短期债务(X)	0.18	0.15	0.12	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.15	0.11	--
货币资金/短期债务(X)	0.45	0.25	0.36	0.32

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 214.27 亿元、213.50 亿元和 231.51 亿元，经营活动现金流/总债务的值分别为 0.02 倍、0.03 倍和 0.02 倍，经营活动对债务的覆盖能力有待提高。

表 14：2010 年~2013 年 9 月公司偿债能力分析（母公司口径）

	2010	2011	2012	2013.9
总债务(亿元)	214.27	213.50	231.51	292.93
EBITDA(亿元)	8.04	10.99	11.46	--
经营活动净现金流(亿元)	5.22	6.36	5.28	7.22
总债务/EBITDA(X)	26.64	19.43	20.20	21.23
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.03	0.02	--
资产负债率(%)	67.58	66.01	65.59	68.91
总资本化比率(%)	65.91	63.72	63.63	67.69

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

根据公司 2012 年底债务的还款计划,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 9 月末,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 92.41 亿元。

或有事项方面,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,并处罚金人民币 1,000 万元;犯伪造金融票证罪,并处罚金人民币 20 万元;犯故意销毁凭证罪,并处罚金人民币 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。2013 年 5 月 30 日,公司收到中国证监会《行政处罚决定书》([2013]23 号)。

除上述事项外,截至 2013 年 9 月末,公司无未决诉讼或未决仲裁形成的或有负债。

截至 2013 年 9 月末,公司银行授信总额 612.29

亿元,可用授信余额为 168.63 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 15: 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

债务融资工具方面,云投集团分别于 2008 年 10 月 22 日、2010 年 8 月 24 日和 2013 年 5 月 24 日在银行间债券市场和上海证券交易所发行了 15 亿元、20 亿元和 7 亿元企业债(简称“08 云投债”、“10 云投债”和“13 云投债”);于 2013 年 8 月 13 日、2013 年 8 月 14 日和 2014 年 1 月 22 日在银行间债券市场分别发行了 5 亿元、10 亿元和 10 亿元的短期融资券(简称“13 云投 CP001”、“13 云投 CP002”和“14 云投 CP001”)。截至本评级报告出具之日,云投集团均已支付利息,“08 云投债”已经成功兑付。

表 16: 债务融资工具发行情况

债券简称	发行额 (亿元)	存续期
08 云投债	15	2008.10.22~2013.10.22
10 云投债	20	2010.08.24~2017.08.24
13 云投债	7	2013.05.24~2018.05.24
13 云投 CP001	5	2013.08.15~2014.08.15
13 云投 CP002	10	2013.08.15~2014.08.15
14 云投 CP001	10	2014.01.22~2015.01.22

资料来源:公司财务报告

评级展望

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、资金和短期债务压力较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

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。

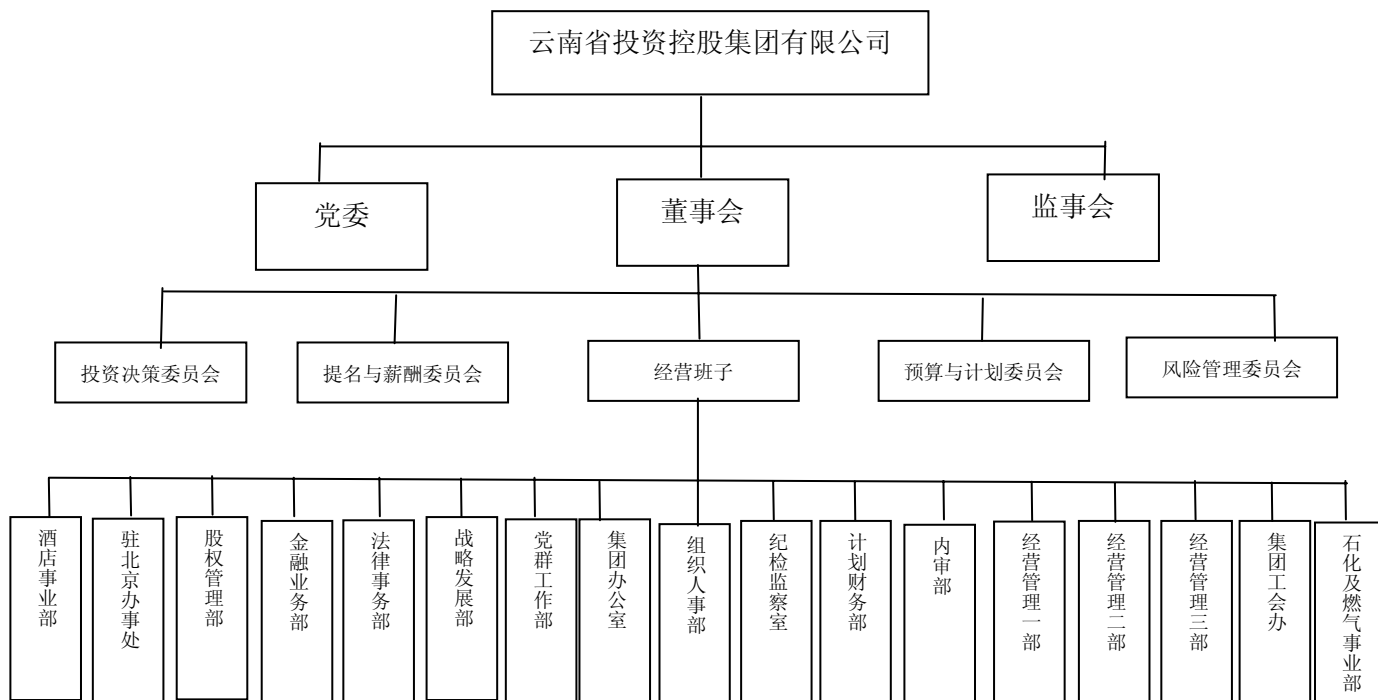
结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“13 云投 CP001”的债项信用等级为 **A-1**；维持“13 云投 CP002”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2013 年 9 月末）



附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2013 年 9 月末）



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	2013.9
货币资金	398,813.81	321,757.70	738,357.93	536,982.24
交易性金融资产	28,951.68	35,590.72	38,541.81	141,241.81
应收账款净额	17,176.53	21,349.14	79,630.04	187,516.00
存货净额	124,075.47	174,004.25	395,736.99	420,213.11
其他应收款	410,607.51	448,221.98	492,972.92	621,275.41
长期投资	2,132,369.65	2,401,684.96	3,479,023.49	4,141,448.75
固定资产(合计)	702,019.29	1,020,231.74	1,467,651.72	1,662,833.66
总资产	5,290,789.11	5,893,362.25	7,979,103.72	9,196,538.43
其他应付款	82,598.63	119,319.74	221,308.88	243,702.08
短期债务	882,083.90	1,295,405.65	2,060,040.92	1,673,724.60
长期债务	2,874,271.91	2,628,850.33	2,937,577.23	4,182,065.86
总债务	3,756,355.81	3,924,255.98	4,997,618.15	5,855,790.45
净债务	3,357,541.99	3,602,498.28	4,259,260.23	5,318,808.21
总负债	3,943,298.02	4,394,732.91	5,668,986.36	6,776,220.39
财务性利息支出	101,894.80	128,535.44	170,050.43	24,736.08
资本化利息支出	51,122.56	56,083.90	39,180.41	95,424.38
所有者权益（含少数股东权益）	1,347,491.09	1,498,629.35	2,310,117.36	2,420,318.04
营业总收入	361,470.69	750,408.05	1,383,479.67	1,819,750.90
三费前利润	66,579.68	97,364.94	59,262.38	88,123.42
投资收益	90.80	8,141.74	7,045.69	872.70
EBIT	122,224.73	166,011.75	193,439.10	--
EBITDA	147,773.05	189,749.19	232,159.80	--
经营活动产生现金净流量	160,238.33	193,294.30	240,484.44	179,872.97
投资活动产生现金净流量	-912,194.04	-271,244.10	-1,458,835.82	-938,338.93
筹资活动产生现金净流量	422,155.13	-1,422.57	1,584,884.80	557,163.04
现金及现金等价物净增加额	-329,800.75	-79,456.11	366,431.40	-201,306.87
资本支出	287,686.96	312,789.77	448,607.67	253,669.87
财务指标	2010	2011	2012	2013.9
营业毛利率(%)	45.29	28.74	15.43	12.91
三费收入比(%)	13.69	9.46	6.90	4.61
EBITDA/营业总收入(%)	40.88	25.29	16.78	--
总资产收益率(%)	2.58	2.97	2.79	--
流动比率(X)	1.42	1.09	0.94	1.20
速动比率(X)	1.30	0.98	0.78	1.01
存货周转率(X)	2.85	4.34	4.62	--
应收账款周转率(X)	29.35	38.96	27.40	--
资产负债率(%)	74.53	74.57	71.05	73.68
总资本化比率(%)	73.60	72.36	68.39	70.76
短期债务/总债务(%)	23.48	33.01	41.22	28.58
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.05	0.05	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.15	0.12	--
经营活动净现金/利息支出(X)	1.05	1.05	1.15	1.50
总债务/EBITDA(X)	25.42	20.68	21.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.15	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.97	1.03	1.11	--

注：2010~2012 年财务报告及 2013 年三季度财务报表均按照新会计准则编制；2013 年三季度财务报表未经审计。

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	2013.9
货币资金	174,459.42	130,506.14	185,410.07	194,780.19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	92,300.00
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	366,586.19	369,335.78	415,251.53	540,293.62
长期投资	1,975,058.68	2,282,080.56	2,532,939.91	2,828,242.16
固定资产(合计)	10,567.07	10,239.75	9,610.47	9,130.38
总资产	3,419,129.29	3,576,631.59	3,845,790.72	4,498,776.57
其他应付款	154,284.94	207,050.24	193,196.10	153,842.99
短期债务	522,640.00	718,656.00	897,490.10	853,126.11
长期债务	1,620,066.25	1,416,323.01	1,417,617.86	2,076,159.00
总债务	2,142,706.25	2,134,979.01	2,315,107.96	2,929,285.10
净债务	1,968,246.84	2,004,472.87	2,129,697.89	2,734,504.92
总负债	2,310,631.32	2,360,785.66	2,522,408.65	3,100,289.54
财务性利息支出	66,849.23	82,721.03	106,989.47	116,439.78
资本化利息支出	13,704.92	18,437.33	1,890.37	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,108,497.97	1,215,845.93	1,323,382.07	1,398,487.04
营业总收入	104,713.96	125,577.14	102,039.30	91,019.72
三费前利润	36,563.83	41,444.96	-6,299.81	-6,158.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	79,541.82	109,171.68	113,875.55	--
EBITDA	80,445.68	109,888.36	114,633.51	--
经营活动产生现金净流量	52,168.87	63,589.76	52,766.72	72,228.62
投资活动产生现金净流量	-202,579.77	-63,167.74	-107,096.56	-565,267.56
筹资活动产生现金净流量	215,068.56	-44,375.29	109,233.76	502,409.06
现金及现金等价物净增加额	64,657.66	-43,953.27	54,903.92	9,370.12
资本支出	214.64	282.47	216.19	19.20
财务指标	2010	2011	2012	2013.9
营业毛利率(%)	99.81	99.82	99.77	99.81
三费收入比(%)	6.37	6.97	8.53	7.39
EBITDA/营业总收入(%)	76.82	87.51	112.34	--
总资产收益率(%)	2.66	3.12	3.07	--
流动比率(X)	1.13	0.80	0.77	1.17
速动比率(X)	1.13	0.80	0.77	1.17
存货周转率(X)	-	-	-	--
应收账款周转率(X)	-	-	-	--
资产负债率(%)	67.58	66.01	65.59	68.91
总资本化比率(%)	65.91	63.72	63.63	67.69
短期债务/总债务(%)	24.39	33.66	38.77	29.12
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.03	0.02	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.10	0.09	0.06	--
经营活动净现金/利息支出(X)	0.65	0.63	0.48	--
总债务/EBITDA(X)	26.64	19.43	20.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.15	0.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.00	1.09	1.05	--

注：2010~2012 年财务报告及 2013 年三季度财务报表均按照新会计准则编制；2013 年三季度财务报表未经审计。

附五：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

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

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本合计/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额/ 应收账款平均净额

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（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+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。

附七：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
A-1	为最高级短期融资券，其还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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