中诚信国际
穆迪投资者服务公司成员

信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪228号

云南省投资控股集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司“10云投债”、“13云投债、“14云投MTN001”、“13云投CP001”、“13云投CP002”、“14云投CP001”和“14云投CP002”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级将贵公司主体信用等级由**AA$^+$**调升至**AAA**，评级展望为稳定，将公司债券和中期票据的债项信用等级由**AA$^+$**调升至**AAA**，维持短期融资券**A-1**的债项信用等级。

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
二零一四年六月二十五日

地址：北京市西城区复兴门内大街156号北京招商国际金融中心D座7层 邮编：100031
7th Floor, Tower D Beijing Merchants International Finamcial Center, No.156 Fuxingmennei Avenue, Beijing 100031 China
电话/Tel：010-66428877 传真/Fax：010-66426100
http://www.ccxi.com.cn

云南省投资控股集团有限公司 2014 年度跟踪评级报告

受评对象 云南省投资控股集团有限公司
本次主体信用等级 AAA 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/债务融资工具列表

债券简称	发行额(亿元)	存续期	本次债项信用等级	上次债项信用等级
10 云投债	20	2010.8.24~2017.8.24	AAA	AA+
13 云投债	7	2013.5.24~2018.5.24	AAA	AA+
13 云投 CP001	5	2013.8.15~2014.8.15	A-1	A-1
13 云投 CP002	10	2013.8.15~2014.8.15	A-1	A-1
14 云投 CP001	10	2014.1.23~2015.1.23	A-1	A-1
14 云投 CP002	5	2014.5.8~2015.5.8	A-1	A-1
14 云投 MTN001	5	2014.5.15~2019.5.15	AAA	AA+

概况数据

云投集团（合并口径）	2011	2012	2013	2014.3
总资产(亿元)	588.80	799.76	991.77	1,043.37
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	149.33	229.36	292.95	296.62
总负债(亿元)	439.47	570.39	698.82	746.76
总债务(亿元)	392.43	499.76	630.97	668.16
营业总收入(亿元)	74.51	137.22	383.34	73.04
EBIT(亿元)	16.07	18.01	27.82	7.10
EBITDA(亿元)	18.44	21.88	32.47	-
经营活动净现金流(亿元)	19.33	24.05	29.64	-14.39
营业毛利率(%)	24.63	12.76	9.03	12.22
EBITDA/营业总收入(%)	24.75	15.94	8.47	-
总资产收益率(%)	2.73	2.59	3.11	-
资产负债率(%)	74.64	71.32	70.46	71.57
总资本化比率(%)	72.44	68.54	68.29	69.26
总债务/EBITDA(X)	21.28	22.84	19.43	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.00	1.05	0.97	-
云投集团（母公司口径）	**2011**	**2012**	**2013**	**2014.3**
总资产(亿元)	357.66	384.66	449.86	474.18
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	121.58	132.42	174.60	178.08
总负债(亿元)	236.08	252.24	275.26	296.10
总债务(亿元)	213.50	231.51	260.16	256.99
营业总收入(亿元)	12.56	10.10	15.57	1.52
EBIT(亿元)	10.92	11.29	13.99	1.37
EBITDA(亿元)	10.99	11.36	14.06	-
经营活动净现金流(亿元)	6.36	2.28	9.31	-0.54
营业毛利率(%)	99.79	99.72	99.82	99.64
EBITDA/营业总收入(%)	87.51	112.46	90.29	-
总资产收益率(%)	3.05	3.04	3.35	-
资产负债率(%)	66.01	65.58	61.19	62.45
总资本化比率(%)	63.72	63.61	59.84	59.07
总债务/EBITDA(X)	19.43	20.37	18.50	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.09	1.04	0.88	-

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、2011~2013 年财务数据使用中审亚太会计师事务所有限公司出具的标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审的审计报告（中审亚太审[2014]020070 号）；公司未提供 2014 年一季度资本化利息支出数据，故相关指标略去。

分析师
项目负责人： 王 立 lwang03@ccxi.com.cn
项目组成员： 董 旷 kdong@ccxi.com.cn
电话： (010)66428877
传真： (010)66426100
2014 年 6 月 25 日

基本观点

中诚信国际调升云南省投资控股集团有限公司（简称“云投集团”或“公司”）的主体信用等级至 **AAA**，评级展望为稳定；调升“10 云投债”、“13 云投债”和“14 云投 MTN001”的信用等级至 **AAA**，维持“13 云投 CP001”、“13 云投 CP002”、“14 云投 CP001”和“14 云投 CP002”的信用等级为 **A-1**。

中诚信国际调升主体信用等级主要基于以下原因：公司在云南省内重要的战略地位、公司电力业务增长潜力较大并且参股水电资产质量较高，收益能力将大幅增强。中诚信国际同时关注公司产业控制力偏弱、面临一定的资金压力、毛利率持续下滑以及贸易业务存在一定风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优 势

- **电力业务增长潜力较大。**截至 2013 年末，公司已投产电力可控装机容量 159 万千瓦，参股电力企业权益装机容量达 904 万千瓦，随着在建拟建电力项目投运，公司电力业务竞争实力将大幅提高。
- **参股水电资产质量很高。**公司参股的澜沧江、金沙江等大水电项目资产质量很高。截至 2013 年末，公司参股水电企业权益装机 744.84 万千瓦；2012~2013 年，公司参股水电项目分别实现投资收益 8.32 亿元、15.72 亿元。未来随着参股水电项目在建拟建电站投运，其贡献的投资收益将进一步增加。
- **重要的战略地位。**公司作为云南省经济社会发展的重要战略工具，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大型企业，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。

关 注

- **核心竞争力不突出，产业控制力不强。**截至 2013 年末，公司控股企业 22 家，参股企业超过 80 家，行业集中度不高，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削弱了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。
- **毛利率持续下滑，贸易业务存在一定风险。**由于毛利率较低的商贸收入急剧扩大，导致公司的营业毛利率分别由 2012 年的 12.76%下降至 2013 年的 9.03%，贸易业务受市场环境影响，存在一定风险。

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，充分履行了实地调察和诚信义务，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。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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券/债务融资工具的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金投入项目进展

“10 云投债”募集资金 20 亿元，全部用于澜沧江小湾水电站项目。截至 2014 年 3 月末，该项目主体工程已完工，正在进行尾工施工，募集资金已经全部使用。

“13 云投债”募集资金 7 亿元，其中 5 亿元用于广通至大理铁路扩能改造工程项目，2 亿元用于昆明至玉溪铁路扩能改造工程项目，截至 2014 年 3 月末募集资金已全部使用，其中，广大铁路扩能改造工程项目完成投资 47.00 亿元，完成总投资 143.10 亿元的 32.84%；昆玉铁路扩能改造工程项目累计完成投资 35.61 亿元，完成总投资 50.76 亿元的 70.15%。

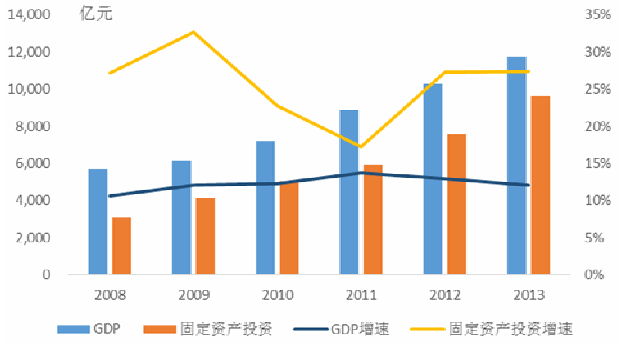
近期关注

持续增强的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部条件

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、泰国、老挝、越南等国接壤，是我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 2013 年末总人口为 4,687 万人。

较好的资源禀赋促进了云南省地方经济持续快速发展，2009~2013 年云南省地区生产总值（GDP）逐年增长，2013 年实现生产总值 11,720.91 亿元，较上年增长 12.1%，高于全国 4.4 个百分点。其中，第一产业完成增加值 1,895.34 亿元，增长 6.8%；第二产业完成增加值 4,927.82 亿元，增长 13.3%，第三产业完成增加值 4,897.75 亿元，增长 12.4%。三次产业结构由上年的 16.0:42.9:41.1 调整为 16.2:42.0:41.8。

图 1：2008~2013 年云南省 GDP 和固定资产投资情况



资料来源：云南省统计局

地区经济保持高速增长的同时，云南省不断加大固定资产投资，丰富和完善应对金融危机和扩大内需计划。2013 年，云南省固定资产投资（不含农户）达 9,621.83 亿元，较上年增长 27.4%。其中，第一产业投资 250.87 亿元，比上年增长 75.3%；第二产业投资 2,868.82 亿元，比上年增长 13.4%；第三产业投资 6,502.14 亿元，比上年增长 33.2%。

2013 年，云南省重点项目建设快速推进。交通方面，玉溪至蒙自铁路、昆明至广通复线铁路已建成并投入运营；成昆铁路扩能改造永仁至广通段、成贵铁路云南段 2 个项目开工建设；锁龙寺至蒙自、昆明至武定、大理至丽江和昆明绕城西北段等 5 条高速公路建成通车，镇雄至毕节、富宁至那坡等高速公路开工建设；澜沧江—湄公河航道二期整治工程，小湾库区、漫湾库区航运建设加快推进；西双版纳机场扩建工程投入使用，昆明长水国际机场配套工程、泸沽湖机场加快建设；沧源机场开工建设。

在地区经济保持高速增长的同时，2013 年全年云南省财政总收入达 2,975.68 亿元，比上年增长 13.4%。全省地方公共财政预算收入 1,610.68 亿元，比上年增长 20.4%；其中税收收入完成 1,215.1 亿元，增长 14.2%；非税收收入完成 395.6 亿元，增长 44.3%。全省基金预算收入完成 1,035.5 亿元，增长 32%。地区经济的快速增长对财政收入支持能力明显增强，同时高速增长的税收收入为云南省公共财政预算收入提供了良好的支撑。

财政支出方面，2013 年，云南省地方公共财政预算支出完成 4,096.6 亿元，比上年增长 14.7%，其中，用于教育、社会保障和就业、医疗卫生、农林

水事务和交通运输支出分别增长 1.7%、15.1%、12.5%、3.9%和 76.9%。

表 1：2011~2013 年云南省公共财政预算收入情况

项目	2011	2012	2013
公共财政预算收入(亿元)	1,110.83	1,337.98	1,610.68
公共财政预算收入占 GDP 比重(%)	12.70	12.98	13.74
税收收入(亿元)	881.7	1,063.9	1,215.1
税收占公共财政预算收入比重(%)	79.38	79.52	75.44

资料来源：云南省财政预决算报告

总体来看，受益于云南省地区经济的良好发展，云南省财政实力得到增强，财政收入结构逐步优化，为地方经济的发展提供了很强的保障。

参股水电资产质量较高，电力业务增长潜力较大，收益能力进一步增强

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，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。

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。根据云南省水力发电工程学会统计，截至 2013 年末云南省全口径装机容量 6,013.48 万千瓦；其中纳入省调平衡装机容量 5,096.86 万千瓦，包括水电 3,620 万千瓦、火电 1,240 万千瓦、风电 219 万千瓦和光伏 18 万千瓦，占总装机的比重分别为 71.02%、24.33%、4.3%和 0.35%。

云南能投投资的电力项目主要集中在云南省且以水电为主。云南省水能资源丰富，主要集中在金沙江、澜沧江、怒江、红河、珠江和伊洛瓦底江六大水系的干流上，可开发容量为 9,000 万千瓦，约占全国总量的 1/4，丰富的水能资源为云南能投发展提供了良好的外部环境。云南能投代表云南省政府参与澜沧江、金沙江和怒江流域水能开发，这部分参股资产质量较高，有力增强了公司能源业务竞争实力，并对公司债务偿还提供较强的保障。

截至 2013 年末，云南能投已投产电力项目权益装机 1,063 万千瓦，其中控股电力项目权益装机 159 万千瓦，参股电力项目权益装机 904 万千瓦。参股电力项目中：水电权益装机 744.84 万千瓦，火电权益装机 182 万千瓦。2012~2013 年，云南能投参股水电项目分别实现投资收益 8.18 亿元和 15.72 亿元。

表 2：截至 2013 年末公司控股电站情况

工程名称	装机容量（万千瓦）	投产时间(年)	持股比例(%)	2013 年发电量(亿千瓦时)
茄子山水电站	1.6	1999.4	56	0.48
象达水电站	4.0	2006.10	56	1.34
乌泥河水电站	3.0	2005.3	56	1.30
阿鸠田水电站	11.6	2004.10	56	4.52
龙川江一级水电站	2.4	2008.7	56	0.93
腾龙桥二级	8.1	2010.9	56	2.05
新塘房电站	1.8	2009.8	51	0.56
南荣田电站	0.6	1987.10	51	0.25
挂篮子电站	0.2	1974.4	51	0.12
利沙底水电站	1.4	2005.9	80	0.61
跳石头电站	0.6	1995.6	52	0.14
曲靖垃圾发电	2.4	2010.8	85	0.66
石林光伏电站	1.0	2009.12	41	0.16
永三风电	4.8	2013.10	70	0.08

威信煤电一体化	120.0	2012.7	50	36.26
小计	**158.77**			**49.46**

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 年末，公司电力项目投资主要涉及宣威煤矸石发电项目、观音山煤矿项目、大丫口水电开发项目等。

表 3：截至 2014 年 3 月末公司控股主要在建电力项目

	总投资（亿元）	截至 2014 年 3 月末累计投资额（亿元）	2014 年投资计划（亿元）	预计投产日期
观音山煤矿	25.94	25.69	1.43	2014
大丫口电站	9.80	4.96	3.98	2015
会泽大海梁子风电场	4.57	3.66	1.12	2015
宣威煤矸石热电厂项目	28.84	2.80	0.30	2015
呈贡电力装备工业园	6.51	2.30	3.87	2015
老挝吉象水泥厂	6.50	0.20	3.70	2015
合计	**82.16**	**39.61**	**14.40**	

资料来源：公司提供

总体来看，公司参股水电资产质量较高，未来增长潜力较大，收益能力将进一步增强。同时，公司充分利用云南省煤炭资源，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。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能力提出了更高要求。同时，云南能投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。

铁路项目进展顺利，但未来资本性支出压力较大

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》。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”[1]的构想。

随着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，铁路投资将在云南省固定资产投资中扮演重要角色。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 7,000 亿元以上。

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。2011~2013 年，公司分别完成铁路投资 19.78 亿元、23.32 亿元和 34.26 亿元。截至 2013 年末，公司在建铁路项目达 8 个。

云南省政府给予了公司较大的财政支持。根据相关文件，云南省政府每年向公司拨付铁路建设专项资金，用于铁路建设项目资本金、财政补贴和财政贴息等。截至 2013 年底，云南省政府已累计向公司拨付铁路建设专项资金 73.90 亿元。

根据云南省人民政府办公厅 2013 年 4 月 28 日《云南省人民政府第七次常务会议纪要》，2013~2015 年云南省政府每年安排 20 亿元省级铁路建设专项资金，主要用于落实省方资本金；同时，2013~2015 年，将从土地出让总收入中计提铁路建设专项资金，每年省级统筹安排计提资金用于铁路建设不低于 10 亿元。2013 年公司共收到云南省财政资金 30 亿元，计入经营活动现金流。

表 4：2007~2013 年公司获得云南省财政资金情况

年度	资本金	贴息收入	补贴收入
2007	2.75	0.23	-
2008	3.00	0.10	2.20
2009	3.50	1.30	0.52
2010	2.58	1.85	0.87
2011	7.78	1.97	0.25
2012	10.00	3.00	2.00
2013	25.00	3.10	1.90
合计	**54.61**	**11.55**	**7.74**

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

[1] “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 5：截至 2013 年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	累计完成投资额	投资安排		
			2014	2015	2016
大瑞铁路（大保段）	9.02	3.40	0.60	2.77	2.25
广大铁路扩能改造	28.62	17.40	4.00	7.22	-
昆玉铁路扩能改造	7.73	7.65	0.08	-	-
蒙河铁路	12.51	10.40	2.11	-	-
沪昆客专（云南段）	5.80	4.11	0.35	0.26	0.26
云桂铁路（云南段）	88.57	55.00	12.00	11.00	10.57
成贵铁路	1.60	0.03	1.00	0.48	0.03
成昆铁路（永广复线）	1.30	0.11	1.19		
大瑞铁路（保瑞段）	21.34	-	4.00	6.00	6.00
丽香铁路	13.80	-	2.00	4.00	4.00
玉磨铁路	71.40	-	5.00	10.00	15.00
隆黄铁路叙永至毕节段	12.29	-	1.50	4.00	4.00
渝昆铁路（云南段）	3.41	-		2.00	1.41
祥云至临沧铁路	35.75	-	1.00	8.00	10.00
弥勒至蒙自铁路	35.20	-	1.00	8.00	10.00
昆楚城际	61.88	-		5.00	10.00
合计	**410.22**	**98.10**	**35.83**	**68.73**	**73.52**

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。

石化燃气资源得到有效掌控，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

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 月末，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，截至 2013 年末版纳石化注册资本为 49,090 万元,公司持股比例为 63.95%。

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。公司目前是云南省唯一具备成品油进出口权的企业，拥有省内唯一的 2 座成品油保税仓库，以及澜沧江•湄公河成品油运输权、昆曼国际公路车辆危货运输经营权。截至 2013 年末，版纳石化拥有 28 个加油站，2 个总库容为 1.06 万立方米的保税油库，一个总吨位为 707 吨的内河运输船队。

成品油采购方面，版纳石化主要通过深圳市庆鹏石油化工经销有限公司、广州元亨能源有限公司、海南华海石油化工有限公司、中国国际石油化工联合有限责任公司、云南中炬石化集团有限公司、四川龙鑫石化进出口股份有限公司采购成品油，2013 年，版纳石化通过这些供应商采购成品油占比达到 90%。

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、广东石东实业、南通长江油品、大连贝壳、海南华海石油化工等签订大额批发合作协议。2013 年，版纳石化实现成品油销售 104.60 万吨。

表 6：2011~2013 年公司石油销售情况

	2011	2012	2013
销售量（万吨）	56.43	90.96	104.60
销售均价（元/吨）	7,195.86	7,913.63	6,871.33

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 2013 年末，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 2013 年末，曲靖燃气拥有 6.3 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、源鑫碳素有限公司、云南云铝涌鑫铝业有限公司、云南机器二机械有限公司、云南建水锰矿有限责任公司、云南唯克达零部件有限公司、曲靖中铭科技有限公司、沾益县瑞丰铝业有限责任公司、曲靖李裕碳素有限公司 10 户工业用户，拥有城市主干管网 80 公里。2013 年曲靖燃气实现天然气销售收入 7,615.57 万元，其中：贸易收入占比 13.44%，工业企业用户收入占 85.66 %、城市居民用户收入占 0.9 %。

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。2013 年，曲靖燃气采购天然气 1,690.56 万立方米。

表 7：2011~2013 年公司燃气业务运营情况

	2011	2012	2013
采购量（万立方米）	42.24	3,498.02	1,690.56
采购均价（元/立方米）	3.72	2.79	3.07
销售量（万立方米）	41.38	3,921.51	2760.94
销售均价（元/立方米）	4.68	2.95	3.54

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、管网等项目顺利推进。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。

依托云南省丰富的旅游资源，公司进一步开发整合旅游资源

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，将云南省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 2013 年末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，云南旅投以货币现金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，成为其股东。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 12 月末，云南旅投持有丽江旅游总股本数 2,873 万股，占比 13.49%，是丽江旅游第二大股东。

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	股权变动
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，实现控股，持股比例 66%

资料来源：公司提供

2013 年，大理旅游接待游客 528.14 万人次，实现营业收入 4.59 亿元，接待人数较 2012 年上升 10.27%，但营业收入略微下降；金孔雀集团接待游客 353.47 万人次，实现营业总收入 1.98 亿元，接待人数及营业收入均同比增加。

表 9：2011~2013 年公司旅游业务运营情况

		2011	2012	2013
大理旅游	接待人次(万人次)	529.10	478.95	528.14
	营业收入(亿元)	3.00	5.06	4.59
金孔雀	接待人次(万人次)	228.60	303.02	353.47
	营业收入(亿元)	1.40	1.67	1.98

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。

尽管林纸业务一体化优势较强，但是受市场波动影响，公司林纸业务盈利能力存在较强的不确定性

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 2013 年末，云景林纸拥有年产 22 万吨纸浆生产能力。2013 年，云景林纸生产纸浆 21 万吨，销售 20.52 万吨.

表 10：2011~2013 年公司纸浆产销情况

	2011	2012	2013
产能（万吨/年）	10.00	16.00	22.00
产量（万吨）	9.55	14.17	21.00
销量（万吨）	11.49	14.33	20.52
销售均价（元/吨）	5,271.00	4,351.23	4,274.01

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 2013 年末，公司拥有人工原料林 113.55 万亩。其中，公司自有人工原料林 63.65 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 49.9 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 11：2013 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	31,318	35.70	先款后货
河南云新进出口贸易有限公司	15,687	17.88	先款后货
浙江万邦浆纸集团有限公司	7,416	8.45	先款后货
广州新理想浆纸有限公司	6,388	7.28	先款后货
江苏三房巷国际贸易有限公司	3,681	4.20	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。预计随着造纸行业市场改善，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。

引进社会资本创新办医模式，优化云南省卫生资源配置，提高医疗行业投资效率

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”）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 2013 年末，云南医投与首都医科大学、阜外医院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，预计 2015 年末营业。

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。

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，预计 2014 年末营业。

表 12：截至 2013 年末云南医投主要投资项目情况

	占地面积(亩)	建筑面积(万平方米)	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	5.06	2009~2015
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 年末，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、可研、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的创新，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。

商贸和劳务业务拓宽了公司的经营范围，增强了不同业务板块的协同效应，大幅提升公司收入水平

公司的商贸业务主要由云南能投下属的云南能投物流有限公司、云南电投对外能源合作开发有限公司、云南能源达进出口有限公司和云南铁投下属的云南铁投恒维实业发展有限公司负责运营。

商贸方面，公司于 2011 年进入商贸板块，主要经营钢材、铜材的贸易业务；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。2012 年云南能投实现商贸收入 30.99 亿元，云南铁投实现商贸收入 2.86 亿元。2013 年，随着云南能投商贸收入的急剧扩大，公司商贸收入达到 253.83 亿元（其中云南能投实现 226.17 亿元，云南铁投实现 14.77 亿元）。

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。

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(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审财务报告（中审亚太审[2014]020070 号）、未经审计的 2014 年一季度财务报告。

根据中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)于 2014 年 5 月 6 日出具的《关于华能澜沧江水电有限公司追溯调整事项对云南省投资控股集团有限公司财务报表影响的说明》，中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)编制并出具公司 2011~2013 年三年连审的审计报告（中审亚太审[2014]020070 号）期间，根据子公司云南能投的参股公司华能澜沧江水电有限公司（以下简称华能澜沧江）所提供的未经审计的财务报表确认了 2013 年度的投资收益。后待华能澜沧江 2013 年度审计报告最终出具时，华能澜沧江经审计的财务报表调整了 2011~2013 年归属于母公司的净利润，故公司对财务报表进行了相关追溯调整。

2013 年，经云南省国资委备案核准，公司出资 2,900 万元对云南泰兴矿业有限公司进行整合，整合后公司持有云南泰兴矿业有限公司 90%股份，出资款已于 2013 年全部支付，泰兴公司自收购之后纳入公司合并报表范围。

根据董事会决定，公司 2013 年出资 3000 万元成立云南云投股权投资基金管理有限公司，出资款已于 2013 年支付完毕，基金公司自设立之日起纳入公司合并报表范围。

2013 年 4 月，经云南省国资委备案核准，根据

和云投旺世设备租赁有限公司原股东的股权转让协议，公司和下属子公司中视云投文化产业投资有限公司以 1 亿元的价格收购旺世设备租赁有限公司 90%股权，其中公司持股 80%，中视云投文化产业投资有限公司持股 10%，并和旺世设备租赁有限公司原股东签订债务清偿协议，由公司为旺世设备租赁有限公司原股东代为清偿对旺世设备租赁有限公司的 143,183,269.42 元债务。云投旺世租赁自收购之日纳入公司合并报表范围。

表 13：2011~2013 年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
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	100%	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
2013 年			
云投旺世融资租赁有限公司	90%	新增	股权收购
云南泰兴矿业有限公司	90%	新增	股权收购
云南云投股权投资基金管理有限公司	100%	新增	投资设立

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 2011 年末的 588.80 亿元增加到 2013 年末的 991.77 亿元，年均复合增长率达 29.78%。 截至 2014 年 3 月末，公司总资产进一步增至 1,043.37 亿元。

公司资产主要由长期股权投资、固定资产、货币资金、在建工程和其他应收款等构成，截至 2013 年末，上述资产在资产总额中分别占比 45.74%、11.47%、11.43%、6.52%和 5.09%。其中，截至 2013 年末，公司其他应收款为 50.51 亿元，主要由收购原昆商行不良资产款项、补偿空军资金 20.13 亿元（借出款本金、利息）、收购原昆商行不良资产款项 18.53 亿元等款项构成。其中补偿空军资金挂账是根据 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 2013 年 12 月 31 日已计提相关利息 6.23 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。截至 2013 年末其他应收款补偿空军资金挂账 20.13 亿元，计提坏账准备 0.20 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司其他应收款达到 59.38 亿元。

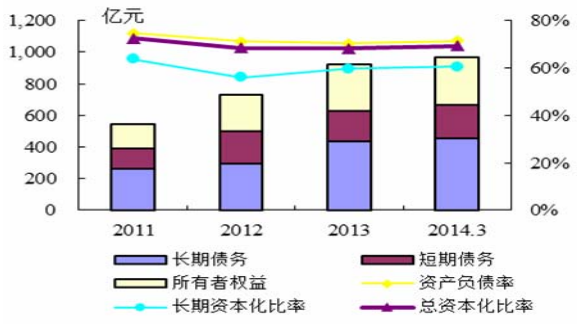
公司作为云南省综合性投资公司和投资主体，对云南省政府安排的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务等方式进行投资。长期股权投资是公司最主要的资产，随着近年来公司投资规模、业务范围不断扩大，截至

2013 年末，公司长期股权投资 453.64 亿元，比 2012 年末增加 107.71 亿元，增幅达 31.14%。公司长期股权投资主要包括对云南华能澜沧江水电有限公司、富滇银行、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单位的股权投资。截至 2014 年 3 月末，公司长期股权投资进一步增加至 470.12 亿元。

受公司及下属二级子公司云南省能源投资集团有限公司和云南省铁路投资有限公司加快发行债券融资工具的影响，截至 2013 年末，公司货币资金余额达 113.34 亿元，比 2012 年末增长 53.50%。截至 2014 年 3 月末，公司货币资金余额为 104.69 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 2013 年末，公司负债总额 698.82 亿元，比 2012 年末增加 128.43 亿元，增幅为 22.52%。近年来公司资产规模与负债规模均不断增加，公司资产负债率逐步下降，2011~2013 年末，公司资产负债率分别为 74.64%、71.32%和 70.46%。截至 2014 年 3 月末，公司总负债进一步增加至 746.76 亿元。

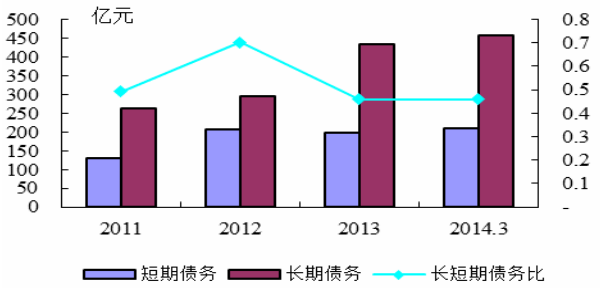
图 2：2011~2014 年 3 月公司资产结构分析



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。2011~2013 年及 2014 年 3 月末，公司的总债务分别为 392.43 亿元、499.76 亿元、630.97 亿元和 668.16 亿元。从债务结构来看，由于 2013 年公司长期借款大幅增加，短期债务占比大幅下降，截至 2013 年末短期债务/长期债务为 0.46 倍。总体来看，未来几年随着公司在铁路等项目的逐步投入，公司资本性支出将保持一定规模。

图 3：2011~2014 年 3 月公司债务结构分析



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，2011~2013 年及 2014 年 3 月末公司的所有者权益（含少数股东权益）分别为 149.33 亿元、229.36 亿元、292.95 亿元和 296.62 亿元。2013 年，公司根据云财建[2013]280 号文，将财政拨付 25 亿元铁路建设资金转为实收资本；并且将用于收购原昆商行不良资产的财政资金 17 亿元，转为资本公积。

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 2014 年 3 月末，母公司的长期股权投资账面价值为 319.75 亿元，占母公司总资产的比重达到 67.43%；母公司的其他流动资产达到 14.06 亿元，主要为委托贷款。同期，母公司的负债总额为 296.10 亿元，主要包括短期借款 23.67 亿元、其他应付款 31.53 亿元、长期借款 153.87 亿元和应付债券 46.70 亿元等。2014 年 3 月末，母公司的所有者权益 178.08 亿元，资产负债率为 62.45%。

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

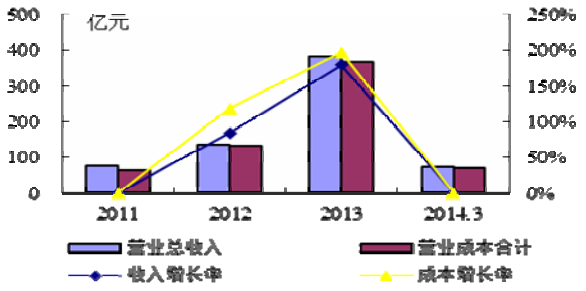
近几年，公司投资规模不断扩大，投资项目主要集中于电力资源、旅游、林纸、铁路、医疗、油

气和化工等行业。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，2012 年实现油气和化工销售收入 70.36 亿元，比 2011 年增加 28.81 亿元，增幅达 69.33%；2013 年公司该业务收入进一步增加至 75.67 亿元。另外，2012 年由于云南能投的组建，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 36.99 亿元，2013 年，该项业务收入增加至 253.83 亿元，其中云南能投经营钢材、铜材、矿产品贸易实现收入 226.17 亿元，云南铁投实现贸易收入 14.77 亿元。

2011~2013 年，公司分别实现营业总收入 74.51 亿元、137.22 亿元和 383.34 亿元，年均复合增长率 126.82%。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、油气和化工收入以及商贸和劳务收入等，2013 年以上三项收入分别为 23.20 亿元、75.67 亿元和 253.83 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 73.04 亿元。

毛利率方面，2011~2013 年公司的营业毛利率分别为 24.63%、12.76%和 9.03%，总体呈下降趋势，主要是由于公司收入构成中毛利较低的商品和劳务收入占比逐年上升所致。

图 4：2011~ 2014 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。2011~2013 年和 2014 年 1~3 月公司的三费收入占比分别为 9.52%、7.18%、3.52%和 5.01%。

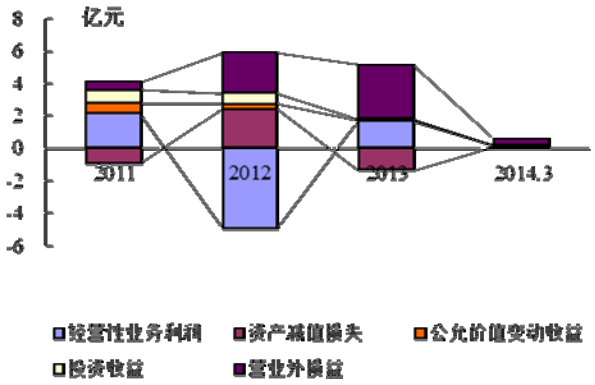
表 14：2011~2013 年和 2014 年 1~3 月公司期间费用变化

	2011	2012	2013	2014.1~3
销售费用(亿元)	1.93	2.30	3.02	0.75
管理费用(亿元)	3.67	4.90	6.31	1.25
财务费用(亿元)	1.50	2.66	4.15	1.66
三费合计(亿元)	7.10	9.86	13.48	3.66
营业总收入(亿元)	74.51	137.22	383.34	73.04
三费收入占比(%)	9.52	7.18	3.52	5.01

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年和 2014 年 1~3 月公司利润总额呈现波动，分别为 3.21 亿元、1.00 亿元、3.79 亿元和 0.54 亿元。其中，2013 年公司的投资收益达到 0.12 亿元，主要来源于公司对外投资产生的收益；2013 年营业外损益 3.34 亿元，主要由政府补助构成。

图 5：2011~2013 年和 2014 年 1~3 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，2011~2013 年和 2014 年 1~3 月母公司的营业总收入分别为 12.56 亿元、10.10 亿元、15.57 亿元和 1.52 亿元，主要包括利息收入、投资收益和其他业务收入。2011~2013 年和 2014 年 1~3 月母公司的利润总额分别为 2.65 亿元、0.59 亿元、0.08 亿元和-1.52 亿元，利润总额大幅下滑主要由于母公司能源板块投资收益转由新成立的全资子公司云南能投进行确认，此外不断增长的有息债务以及银行贷款利率的高位运行增加了母公司的利息支出。

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，2011~2013 年和 2014 年 1~3 月分别为 19.33 亿元、24.05 亿元、29.64 亿元和-14.39 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，2011~2013 年和 2014 年 1~3 月公司的投资活动净现金流分别为-27.12 亿元、-141.52 亿元、-136.41 亿元和-18.03 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 15：2011~2013 年和 2014 年 1~3 月公司现金流结构分析（亿元）

	2011	2012	2013	2014.1~3
经营活动现金流入	99.67	191.21	423.46	97.23
经营活动现金流出	80.34	167.16	393.82	111.62
经营活动净现金流	19.33	24.05	29.64	-14.39
投资活动现金流入	55.45	26.52	160.28	39.46
投资活动现金流出	82.57	168.04	296.69	57.50
投资活动净现金流	-27.12	-141.52	-136.41	-18.03
筹资活动现金流入	123.91	297.04	449.25	89.81
其中：吸收投资	8.94	75.11	36.26	6.67
借款	85.90	216.83	406.27	81.72
筹资活动现金流出	124.05	142.91	305.40	66.03
其中：偿还债务	98.66	112.69	258.82	55.63
筹资活动净现金流	-0.14	154.13	143.86	23.78
现金及现金等价物净增加额	-7.95	36.64	37.06	-8.64

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 2013 年末，公司总债务规模为 630.97 亿元，比 2012 年末增加 131.21 亿元。其中，长期债务为 432.68 亿元，比 2012 年末增长 47.29%。

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，2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 18.44 亿元、21.88 亿元和 32.47 亿元；公司经营活动净现金流分别为 19.33 亿元、24.05 亿元和 29.64 亿元。

从偿债能力指标来看，2011~2013 年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.00 倍、1.05 倍和 0.97 倍；经营活动净现金流利息倍数分别为 1.05 倍、1.15 倍和 0.88 倍。由于目前公司盈利能力较弱，长期债务规模和利息支出的快速增长导致公司经营活动对利息的保障能力较弱。

表 16: 2011~2014 年 3 月公司偿债能力分析（合并口径）

	2011	2012	2013	2014. 3
总债务(亿元)	392.43	499.76	630.97	668.16
EBITDA(亿元)	18.44	21.88	32.47	-
经营活动净现金流(亿元)	19.33	24.05	29.64	-14.39
总债务/EBITDA(X)	21.28	22.84	19.43	-
经营净现金流/总债务(X)	0.05	0.05	0.05	-
资产负债率(%)	74.64	71.32	70.46	71.57
总资本化比率(%)	72.44	68.54	68.29	69.26
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.00	1.05	0.97	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	1.05	1.15	0.88	-

资料来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2011~2013 年末母公司的总债务规模分别为 213.50 亿元、231.51 亿元和 260.16 亿元，经营活动现金流/总债务的值分别为 0.03 倍、0.01 倍和 0.04 倍，经营活动对债务的覆盖能力有待提高。

表 17: 2011~2014 年 3 月公司偿债能力分析（母公司口径）

	2011	2012	2013	2014. 3
总债务(亿元)	213.50	231.51	260.16	256.99
EBITDA(亿元)	10.99	11.36	14.06	-
经营活动净现金流(亿元)	6.36	2.28	9.31	-0.54

总债务/EBITDA(X)	19.43	20.37	18.50	-
经营净现金流/总债务(X)	0.03	0.01	0.04	-
资产负债率(%)	66.01	65.58	61.19	62.45
总资本化比率(%)	63.72	63.61	59.84	59.07

资料来源：公司财务报告

截至2013年末公司总债务余额为630.97亿元，根据公司债务的还款计划，2013年和2016年还款压力相对较大，分别需偿还本息255.61亿元和137.87亿元，整体来看，公司近期偿债压力较大。

或有负债方面，截至2013年末，公司对集团外提供担保金额27.94亿元。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、华能龙开口水电有限公司等；非关联企业担保对象有十四冶建设集团有限公司。公司对外担保占净资产的9.54%。

受限资产方面，截至2013年末，公司通过将房产、土地使用权、景区收费权、股权设定抵质押方式，共获得金融机构长短期借款141.7亿元。

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。

除上述事项外，截至2013年末，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年末，公司银行授信总额594.90亿元，可用授信余额为153.47亿元，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2013年3月末，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：截至2013年3月末已到期未偿还短期借款明细

借款单位	发生时间	借款金额（万元）
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、2014年1月22日和2014年5月6日在银行间债券市场发行了5亿元、10亿元、10亿元和5亿元短期融资券（简称“13云投CP001”、“13云投CP002”、“14云投CP001”和“14云投CP002”）；并于2014年5月13日在银行间债券市场发行了5亿元中期票据（简称“14云投MTN001”）。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22：截至2013年6月末债务融资工具发行情况

债券简称	发行额(亿元)	存续期
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	2013.8.15~2014.8.15
13云投CP002	10	2013.8.15~2014.8.15
14云投CP001	10	2014.1.23~2015.1.23
14云投CP002	5	2014.5.8~2015.5.8
14云投MTN001	5	2014.5.15~2019.5.15

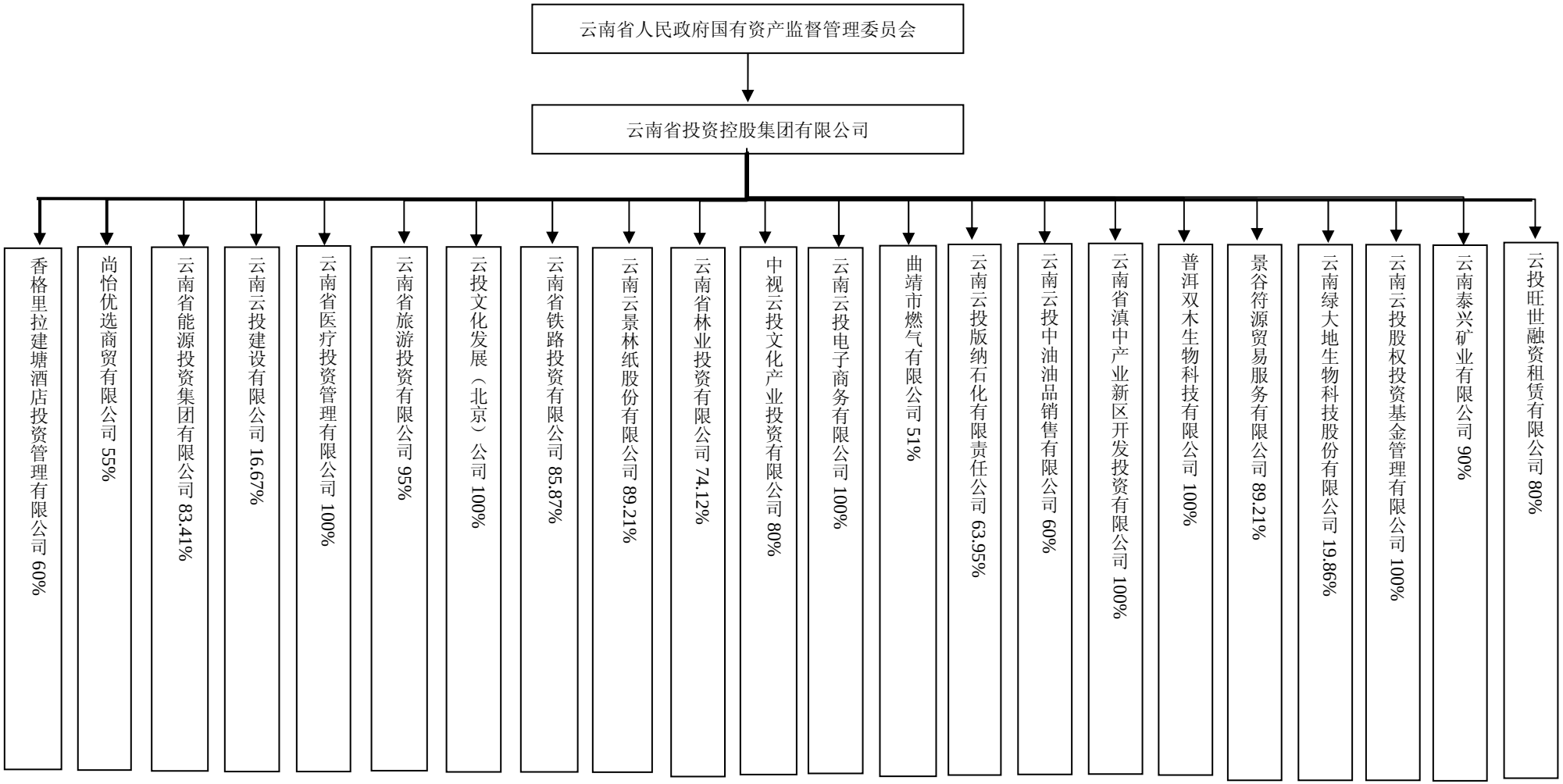
资料来源：公司财务报告

结论

中诚信国际调升云南省投资控股集团有限公

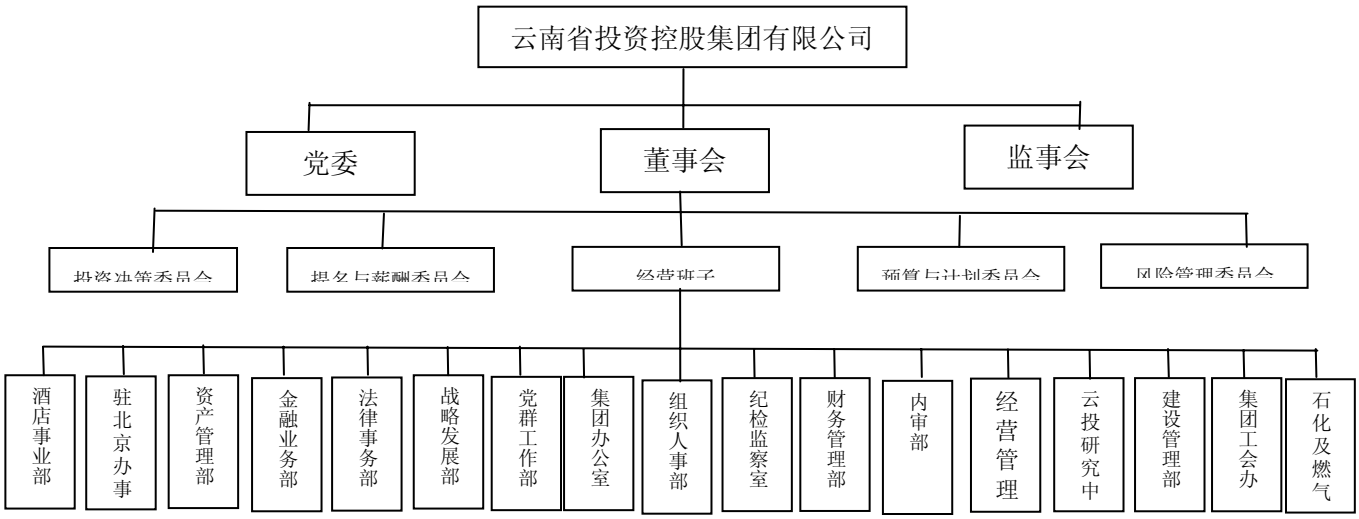
司的主体信用等级至 AAA，评级展望为稳定；调升“10 云投债”、“13 云投债”和“14 云投 MTN001”的信用等级至 AAA，维持“13 云投 CP001”、“13 云投 CP002”、“14 云投 CP001”和“14 云投 CP002”的信用等级为 A-1。

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司财务报告

附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

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)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	321,757.70	738,357.93	1,133,358.22	1,046,916.97
交易性金融资产	35,590.72	38,541.81	43,800.42	83,910.42
应收账款净额	21,349.14	79,325.48	131,365.35	182,104.68
存货净额	174,004.25	397,184.12	436,597.65	474,444.58
其他应收款	448,221.98	488,384.89	505,074.56	593,771.03
长期投资	2,396,350.35	3,460,495.73	4,536,754.16	4,701,564.42
固定资产(合计)	1,020,231.74	1,466,738.98	1,800,779.96	1,858,237.57
总资产	5,888,027.64	7,997,562.59	9,917,713.77	10,433,746.48
其他应付款	119,319.74	217,508.59	88,859.28	103,604.36
短期债务	1,295,405.65	2,060,040.92	1,982,882.14	2,106,217.74
长期债务	2,628,850.33	2,937,577.23	4,326,837.15	4,575,424.97
总债务	3,924,255.98	4,997,618.15	6,309,719.29	6,681,642.71
净债务	3,602,498.28	4,259,260.23	5,176,361.07	5,634,725.74
总负债	4,394,732.91	5,703,917.43	6,988,248.58	7,467,571.70
财务性利息支出	128,535.44	170,050.43	240,302.91	65,584.56
资本化利息支出	56,083.90	39,180.41	95,878.87	-
所有者权益（含少数股东权益）	1,493,294.73	2,293,645.16	2,929,465.19	2,966,174.78
营业总收入	745,073.43	1,372,184.77	3,833,368.05	730,409.32
三费前利润	92,030.32	49,315.39	151,303.10	37,657.21
投资收益	8,141.74	7,045.69	1,204.38	50.45
EBIT	160,677.13	180,061.69	278,163.17	71,007.98
EBITDA	184,414.58	218,782.39	324,692.95	-
经营活动产生现金净流量	193,294.30	240,484.44	296,362.91	-143,887.34
投资活动产生现金净流量	-271,244.10	-1,415,215.82	-1,364,116.38	-180,304.88
筹资活动产生现金净流量	-1,422.57	1,541,264.80	1,438,557.47	237,767.56
现金及现金等价物净增加额	-79,456.11	366,431.40	370,550.04	-86,441.24
资本支出	312,789.77	448,607.67	357,321.72	97,616.62
财务指标	**2011**	**2012**	**2013**	**2014.3**
营业毛利率(%)	24.63	12.76	9.03	12.22
三费收入比(%)	9.52	7.18	3.52	5.01
EBITDA/营业总收入(%)	24.75	15.94	8.47	-
总资产收益率(%)	2.73	2.59	3.11	-
流动比率(X)	1.09	0.92	1.19	1.20
速动比率(X)	0.98	0.77	1.01	1.03
存货周转率(X)	7.43	4.60	8.80	-
应收账款周转率(X)	69.80	27.26	36.39	-
资产负债率(%)	74.64	71.32	70.46	71.57
总资本化比率(%)	72.44	68.54	68.29	69.26
短期债务/总债务(%)	33.01	41.22	31.43	31.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.05	0.05	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.15	0.12	0.15	-
经营活动净现金/利息支出(X)	1.05	1.15	0.88	-
总债务/EBITDA(X)	21.28	22.84	19.43	-
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.11	0.16	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.00	1.05	0.97	-

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司未提供 2014 年一季度资本化利息支出数据，故相关指标略去。

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)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	130,506.14	185,410.07	211,213.64	240,002.19
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	369,335.78	415,251.53	471,147.19	591,665.10
长期投资	2,282,080.56	2,533,749.73	3,099,939.31	3,237,875.26
固定资产(合计)	10,239.75	9,610.47	9,053.89	8,867.73
总资产	3,576,631.59	3,846,600.54	4,498,623.86	4,741,789.50
其他应付款	207,050.24	193,196.10	128,644.15	315,315.07
短期债务	718,656.00	897,490.10	569,947.27	564,220.00
长期债务	1,416,323.01	1,417,617.86	2,031,690.87	2,005,723.50
总债务	2,134,979.01	2,315,107.96	2,601,638.14	2,569,943.50
净债务	2,004,472.87	2,129,697.89	2,390,424.50	2,329,941.31
总负债	2,360,785.66	2,522,408.65	2,752,634.77	2,961,030.24
财务性利息支出	82,721.03	106,989.47	139,078.04	28,971.80
资本化利息支出	18,437.33	1,890.37	21,567.17	-
所有者权益（含少数股东权益）	1,215,845.93	1,324,191.89	1,745,989.09	1,780,759.26
营业总收入	125,577.14	101,049.12	155,734.69	15,190.30
三费前利润	41,444.96	-7,289.99	14,704.70	-14,018.12
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	109,171.68	112,885.37	139,879.56	13,741.97
EBITDA	109,888.36	113,643.33	140,614.85	-
经营活动产生现金净流量	63,589.76	22,766.72	93,122.00	-5,385.43
投资活动产生现金净流量	-63,167.74	-153,506.56	-579,903.45	-125,654.00
筹资活动产生现金净流量	-44,375.29	155,643.76	482,585.03	159,827.98
现金及现金等价物净增加额	-43,953.27	24,903.92	-4,196.43	28,788.55
资本支出	282.47	216.19	1,882.33	0.00
财务指标	**2011**	**2012**	**2013**	**2014.3**
营业毛利率(%)	99.79	99.72	99.82	99.64
三费收入比(%)	6.97	8.61	6.71	7.98
EBITDA/营业总收入(%)	87.51	112.46	90.29	-
总资产收益率(%)	3.05	3.04	3.35	-
流动比率(X)	0.80	0.77	1.35	1.23
速动比率(X)	0.80	0.77	1.35	1.23
存货周转率(X)	-	-	-	-
应收账款周转率(X)	-	-	-	-
资产负债率(%)	66.01	65.58	61.19	62.45
总资本化比率(%)	63.72	63.61	59.84	59.07
短期债务/总债务(%)	33.66	38.77	21.91	21.95
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.01	0.04	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.09	0.03	0.16	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.63	0.21	0.58	-
总债务/EBITDA(X)	19.43	20.37	18.50	-
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.13	0.25	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.09	1.04	0.88	-

注：1、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司未提供 2014 年一季度资本化利息支出数据，故相关指标略去。

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
AA+A	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 AA+A 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用”十”、”一”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AA+A 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。

附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等　级	含　　义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附九：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。