



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪751号

云南省投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”和“云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持“云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为**AAA**；维持“云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十八日

云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）		
发行主体	云南省投资控股集团有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2016/03/18-2021/03/18		
上次评级时间	2016/06/24		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

债券名称	云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）		
发行主体	云南省投资控股集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/07/04-2021/07/04		
上次评级时间	2016/06/14		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

云投集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	374.64	525.52	599.27	601.42
总资产（亿元）	1,236.73	1,559.00	1,982.39	2,032.91
总债务（亿元）	796.62	941.72	1,283.01	1,239.16
营业总收入（亿元）	488.47	538.04	698.31	140.77
营业毛利率（%）	3.28	4.66	5.33	5.99
EBITDA（亿元）	49.29	53.77	78.90	-
所有者权益收益率（%）	0.86	0.69	3.11	0.31
资产负债率（%）	69.71	66.29	69.77	70.42
总债务/EBITDA（X）	16.16	17.51	16.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.02	1.08	1.38	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、公司2014-2016年其他流动负债中短期融资券、长期应付款中融资租赁款及其他非流动负债中国开发展基金借款已调整至计息债务；
3、2017年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年云南省区域经济和财政实力持续增长，为云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”或“公司”）的发展提供了良好的外部环境。同时，公司持续获得较大力度的政府支持，资产规模进一步提升，且具有充足的备用流动性。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司核心竞争力不突出、产业控制力不强、债务规模快速上升、未来资本支出压力较大等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持云投集团信用等级 AAA，评级展望为稳定，维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA；维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 持续增长的区域经济和财政实力。2016 年云南省实现地区生产总值 14,869.95 亿元，同比增长 8.7%，实现一般公共预算收入 1,812.26 亿元，同比增长 5.1%，不断增长的经济规模和财政收入为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 获得政府支持力度大。公司是云南省最大的综合性投资控股公司，战略地位重要，2016 年继续获得政府补助资金、铁路专项资金、医院建设资金以及政策等多方面的支持。
- 资产规模持续增长。随着投资领域及业务规模的扩大，公司资产持续扩大。截至 2016 年末，公司资产规模达到 1,982.39 亿元，同比增长 27.16%；净资产规模达 599.27 亿元，同比增长 14.03%，公司综合实力进一步增强。
- 备用流动性充分。公司与银行的合作关系良好。截至 2016 年末，公司共获银行授信总额 1,642.38 亿元，实际已使用 681.13 亿元，有效剩余额度 961.26 亿元，可为公司偿付债务提供较强的流动性支持。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

赵屹 yzhaoy@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月28日

关 注

- 核心竞争力不突出，产业控制力不强。截至 2016 年末，公司控股企业 28 家，参股企业超过 80 家，且分布在能源、医疗、旅游、林浆纸、金融、商贸、劳务等多个领域，行业分散，盈利能力偏低，经营效益不佳，且由此导致较长的管理链条给公司带来的管理压力较大。
- 公司债务规模快速上升，仍有较大资本支出压力。截至 2016 年末，公司债务总额为 1,283.01 亿元，同比增长 36.24%，增速较快。且根据公司投资支出计划，未来几年公司还将持续在电力、铁路、旅游、林纸、燃气等行业进行股权投资和固定资产投资，仍有较大的资本支出压力，公司债务规模或将进一步上升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

2016年3月18日，公司成功发行云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第一期），实际发行规模20亿元，票面利率3.4%，期限5年。截至2016年12月31日，公司20亿元募集资金已全部使用完毕，其中10亿元用于偿还金融机构借款，10亿元用于补充公司流动资金。

2016年7月4日，公司成功发行云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第二期），实际发行规模10亿元，票面利率3.64%，期限5年。截至2016年12月31日，公司10亿元募集资金已全部使用完毕，全部用于偿还金融机构借款。

行业关注

2016年云南省区域经济和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件

依托资源优势，2016年云南省经济实现平稳发展，经初步核算全年实现生产总值（GDP）14,869.95亿元，同比增长8.7%。三次产业结构由2015年末的15.1: 39.8: 45.1优化为14.8: 39.0: 46.2，产业结构不断优化，第三产业比重较2015年提升1.1个百分点。

地区经济保持增长的同时，云南省不断加大固定资产投资。2016年云南省固定资产投资达15,662.49亿元，同比增长19.8%，较上年进一步提高1.8个百分点。其中，全省第一产业投资629.08亿元，同比增长25.8%，占全部投资的比重为4.0%，较上年同期提高0.2个百分点；第二产业投资2,850.91亿元，同比下降9.4%，占全部投资的比重为18.2%，较上年同期降低5.9个百分点；第三产业投资12,182.50亿元，同比增长29.3%，占全部投资的比重为77.8%，较上年同期提高5.7个百分点，三产比重超过二产投资比重59.6个百分点，投资结构进一步优化。

工业方面，2016年全省完成规模以上工业增加值3,668.28亿元，同比增长6.5%。受行业环境影响，2016年云南省粗钢及钢材产量有所收缩，但有色金属产量仍实现增长，当年全省粗钢产量1,417

万吨，同比下降0.07%；钢材产量1,655万吨，同比下降2.36%；十种有色金属产量356万吨，同比增长6.75%。

随着经济的持续发展，云南省财政实力亦不断增强。2016年云南省完成一般公共预算收入1,812.26亿元，同比增长5.1%。从收入结构看，税收收入完成1,173.49亿元，同比增长1.5%；非税收入完成638.77亿元，同比增长12.5%，非税收入增长较快。财政支出方面，2016年云南省一般公共预算支出5,019.62亿元，同比增长6.5%。其中，一般公共服务支出477.32亿元，增长22.9%。收支平衡方面，2016年云南省公共预算收支平衡率为36.10%，较上年下降2.26个百分点。

根据云南省的“十三五”规划，云南未来2016~2020年经济要保持中高速增长，在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，实现全省经济年均增速8.5%左右，地方一般公共预算收入增长5%以上，城镇常住居民人均可支配收入增长5%以上，农村常住居民人均可支配收入增长10%，居民消费价格涨幅控制在3%左右，城镇登记失业率控制在4.5%以内，并同时完成国家下达的节能减排指标。

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，是云南省政府下属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。2016年公司实现营业收入698.31亿元，同比增长29.79%，其中资源开发业（电力资源、油气化工、林业资源）、商贸及劳务板块仍系收入的主要来源，当年业务收入占比分别为14.30%和69.66%。

表 1：2016 年公司主要业务板块收入情况

单位：亿元、%

业务板块	收入	占比
资源开发业	99.86	14.30
金融业	5.75	0.82
旅游业	10.04	1.44
房地产业	10.35	1.48
商贸及劳务	486.41	69.66
投资收益	82.83	11.86
其他业务	3.07	0.44
合计	698.31	100.00

注：公司系投资控股型企业，根据 2004 年财政部印发的《投资公司会计核算办法》，投资公司的业务收益主要包括投资收益、利息收入、股权转让收益、委托管理收入、其他业务收入，因此公司本部及二级投资公司的投资收益计入营业收入项下核算；自身有主营业务的实体企业的投资收益不计入营业收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着中小水电资源的整合，2016 年公司控股水电装机规模有所提升；但由于参股公司权益的出售，参股水电装机规模有所下降

表 2：2014~2017.Q1 公司可控及参股电力装机情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
已投产可控装机容量	183.37	186.69	209.49	209.49
其中：火电	120	120	120	120
水电	45.57	35.09	42.69	42.69
风电	14.40	28.20	37.80	37.80
垃圾发电	2.40	2.40	2.40	2.40
光伏发电	1.00	1.00	6.60	6.60
发电量	46.51	37.52	44.98	10.77
上网电量	43.67	35.44	42.74	10.77
参股权益装机容量	892.39	1,240.22	1,083.58	1,083.58
其中：参股水电	715.19	1,063.02	906.38	906.38
参股火电	177.20	177.20	177.20	177.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司电力板块业务主要由下属子公司云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）负责运营。公司电力项目包括水电、火电、新能源等，其中新能源包括太阳能发电、风电、垃圾发电等，电源类型较为多元化，尤其以水电较为突出。公司电力业务发展历史较长，主要为参股大水电项目，控股电力装机相对较少。截至 2017 年 3 月末，公司可控及参股权益装机总容量为 1,293.07 万千瓦，

其中可控装机容量占比 16.20%，权益装机容量占比 83.80%。

截至 2017 年 3 月末，公司已投产可控装机容量 209.49 万千瓦，较 2015 年末增加 12.21%，其中火电、水电及新能源装机容量分别为 120 万千瓦、42.69 万千瓦和 9.00 万千瓦。2014 年以来，云南省境内向家坝水电站以及溪落渡水电站投产，导致省内水电发电机组利用小时数上升，从而挤占了火电的份额。受此影响，近年公司威信煤电一期项目 120 万千瓦火电机组利用小时数、发电量及上网电量均有所下降。2016 年公司可控机组实现发电量 44.98 亿千瓦时，同比增加 19.88%；上网电量 42.74 亿千瓦时，同比增加 20.60%。

公司运营电站主要集中在苏帕河流域，截至 2017 年 3 月末，公司在此流域已投产的水电项目为苏帕河流域上茄子山、象达、乌泥河、阿鸠田、龙川江和腾龙桥 6 个水电站，装机容量 30.65 万千瓦；茄子山水库年调节能力较强，有利于维持电站的稳定运作。

此外，云南能投于 2014 年牵头组建云南能投中小水电投资有限公司（以下简称“中小水电公司”），全面整合云南中小水电资源。截至 2017 年 3 月末，中小水电公司已整合大勐统水电站、大寨子水电站、南界田水电站和畔香河水电站 4 家水电站，总装机容量 8 万千瓦。

表 3：截至 2017 年 3 月末公司主要控股水电资产情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

子公司名称及持股比例	电站名称	装机容量	投产时间	2014	2015	2016	2017.Q1
云南保山苏帕河水电开发有限公司 (41.47%)	茄子山水电站	1.60	1999.01	0.37	0.37	0.5	0.15
	象达水电站	4.00	2006.01	1.35	1.39	1.88	0.46
	乌泥河水电站	3.00	2005.05	1.15	1.25	1.62	0.32
	阿鸠田水电站	11.55	2004.01	4.18	4.50	5.70	1.13
	龙川江一级水电站	2.40	2008.07	0.85	0.79	0.94	0.10
	腾龙桥二级电站	8.10	2010.09	1.95	1.85	2.98	0.24
云南电投对外能源合作开发有限公司 (100%)	怒江福贡利沙底水电站	1.40	2005.9	0.55	0.50	0.33	0.09
华宁跳石头水电有限责任公司 (38.41%)	玉溪华宁跳石头电站	0.64	1995.6	0.20	0.23	0.30	0.05
文山黄家坪水电开发有限公司 (52%)	黄家坪电站	2.00	2009.6	-	0.71	0.77	0.09
云南能投中小水电投资有限公司(40%)	大勐统水电站	5.00	2011.8	-	-	1.51	0.11
	大寨子水电站	2.00	2013.7	-	-	0.64	0.05
	南界田水电站	0.80	2010.9	-	-	0.26	0.02
	畔香河水电站	0.20	2008.1	-	-	0.094	0.02
小计	-	42.69	-	10.60	11.59	17.52	2.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司控股水电站整体装机规模不大，但参股的澜沧江、金沙江和怒江流域大水电项目资产质量较高，是水电业务的重要组成部分。2016 年截至 2017 年 3 月末，参股水电权益装机容量为 906.38 万千瓦，同比下降 14.74%。由于 2016 年公司向中国长江电

力股份有限公司（以下简称“长江电力”）出售公司所持有的三峡金沙江川云水电开发有限公司（以下简称“川云公司”）15% 股权，当年参股水电权益装机容量有所下降。

表 4：截至 2017 年 3 月末公司主要参股水电企业情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

企业名称	持股比例	投产装机容量	投产情况	2015 年发电量	2016 年发电量	2017 年一季度发电量
华能澜沧江水电有限公司	31.40%	2,348.50	部分投产	605.00	638.68	178.92
云南华电怒江水电开发有限公司	30.00%	-	否	-	-	-
云南国投大朝山水电有限公司	10.00%	135.00	是	55.76	66.46	16.96
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00%	1,160.00	部分投产	99.68	121.69	15.20
金安桥水电站有限公司	8.00%	240.00	是	103.78	87.27	11.95
华能云南龙开口水电有限公司	2.00%	180.00	是	48.77	35.79	7.63
华电鲁地拉水电有限公司	8.00%	216.00	是	60.74	57.35	9.46
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00%	300.00	否	64.87	85.97	11.36
中国长江电力股份有限公司	4.00%	4,549.50	是	1,049.79	2,060.60	326.40
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00%	2,620.00	否	-	-	-
小计	-	11,749.00	-	2,088.39	3,153.80	577.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结合云南省内能源结构及相关的政策导向，公司近年来积极投资开发包括风能、太阳能等在内的新能源业务，其中风能装机容量实现了较快增长。截至 2017 年 3 月末，公司已投产的新能源发电项目包括石林光伏电站示范项目、曲靖垃圾发电项目、泸西县永三风电场项目、泸西县孔照普风电场、

会泽大海梁子风电场项目、会泽头道坪风电场、大中山风电场和老尖山风电场等，已投产新能源发电装机容量为 46.80 万千瓦。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司新能源项目发电量分别为 2.576 亿千瓦时、5.77 亿千瓦时、11.50 亿千瓦时和 4.10 亿千瓦时，近年来公司新能源发电量快速上升。

表 5：2017 年 3 月末公司主要已投产新能源项目

单位：万千瓦、亿千瓦时

公司名称	持股比例	电站名称	装机容量	投产时间	2014 年发电量	2015 年发电量	2016 年发电量	2017 年 1~3 月发电量
泸西县云电投风电开发有限公司	70%	泸西永三风电场	4.8	2013.1	1.12	1.32	1.25	0.46
		泸西孔照普风电场	4.8	2015.01	试运营	1.25	1.37	0.50
会泽云能投新能源开发有限公司	100%	会泽大海梁子风电场项目	4.8	2014.08	-	1.20	1.76	0.66
		会泽头道坪风电场	4.8	2016.01	-	-	1.23	0.52
马龙新能源风电开发有限公司	100%	马龙对门梁子风电场	9	2015.07	0.52	0.91	2.32	0.82
大姚新能源风电开发有限公司	100%	大中山风电场	4.8	2016.03	-	-	0.90	0.35
		老尖山风电场	4.8	2016.03	-	-	0.75	0.31
石林云电投新能源开发有限公司	100%	石林光伏电站项目一期	1	2010.07	0.152	0.13	0.13	0.04
		石林光伏电站项目二期	5.6	2016.01	-	-	0.74	0.20
曲靖云电投新能源开发有限公司	85%	曲靖垃圾发电项目	2.4	2010.03	0.784	0.96	1.05	0.24
合计			46.8		2.576	5.77	11.50	4.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司铁路项目进展顺利，但在建及拟建项目投资规模较大，未来资本性支出压力较大

表 6：截至 2016 年末公司主要在建铁路项目

单位：亿元

项目	公司拟出资额	截至 2017 年 3 月末累计完成投资
大临铁路	43.48	16.04
大瑞铁路	38.60	15.40
广大扩能改造工程	28.62	28.62
丽香铁路	15.84	15.00
成昆铁路永广符线	1.30	1.30
成贵铁路云南段	3.47	3.47
玉磨铁路	101.42	37.00
弥蒙铁路	47.95	10.00
叙镇铁路	20.55	9.00
合计	301.23	135.83

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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拟建的合资铁路项目，项目建成后按照出资比例享受收益分配权。2016 年公司建成铁路 650 公里，完成铁路投资 44.79 亿元，截至 2017 年 3 月末，主要在建铁路项目 9 个，总投资规模为 301.23 亿元，已投资 135.83 亿元。

表 7：2014~2016 年公司铁路建设专项资金

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
铁路建设专项资金	30	30	30
其中：贴息收入	5.15	6.70	5.30
补贴收入	4.85	1.65	4.60
项目资本金	20	20.65	18.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

投资资金方面，云南省政府给予了公司较大的财政支持，约 60% 铁路建设资金来源于财政资金。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，2016 年公司共收到云南省财政资金 30 亿元，截至当年末，省政府已累计向公司拨付铁路建设专项资金 163.90 亿元。

根据公司未来资本性支出计划，2016 年~2020 年，公司需投入铁路项目建设资金超过 400 亿元，截至 2017 年 3 月末，已累计完成投资 287.24 亿元，未来 3 年每年投入将超过 70 亿元。根据 2014 年《云南省人民政府第 40 次常务会议纪要》，为破解云南省铁路建设资金筹集难题，云南省通过发起设立铁路建设基金筹集资金，会议明确基金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”）及全资子公司云南云投股权投资基金管理有限公司（以下简称“云投基金”）共同发起设立，基金募集规模不低于 50 亿元，存续期 5 年，目前已募集资金 50 亿元，已投资 40.22 亿元。

公司成品油销售业务规模有所下降，但石化燃气资源掌控能力进一步提升

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。

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 2017 年 3 月末，版纳石化拥有 18 个加油站，其中在建 1 个，已投入使用 17 个；2 个总库容为 1 万立方米的保税油库；1 个总库容为 9 万立方米的在建保税油库（目前属于前期工作）以及 2 个总吨位分别为 482 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有限公司、广州元亨能源有限公司、中国国际石油化工联合有限责任公司、陕西延长中立新能源股份有限公司以及元泰昌（厦门）有限公司采购成品油，2016 年，版纳石化通过这些供应商采购成品油占比达到 90.06%。

销售方面，2016 年版纳石化实现成品油销售 79.30 万吨，较上年下降 38.19%。由于 2015 年公司与深圳市庆鹏石油化工有限公司的垫资贸易出现坏账，2016 年，公司停止了该类贸易导致当年成品油销售量大幅下降。全年成品油销售均价为 5,130.65 元/吨，受国际原油价格影响，公司石油销售均价有所波动。

公司燃气业务主要由曲靖燃气负责运营，截至 2017 年 3 月末，曲靖燃气拥有合同签订居民用户 106,600 户、入户安装 55,000 户、通气 10,102 户；商业用户 47 户、工业用户 17 户、车辆公交车 138 辆、出租车 366 余辆，铺设中压燃气管道 466.97 余公里，均较上年有所提升。其中工业用户主要包括曲靖市李裕碳素有限公司、沾益县瑞丰铝业有限责任公司、云南驰宏资源综合利用有限公司曲靖分公司以及云南源鑫炭素有限公司等。2016 年及 2017 年一季度，曲靖燃气采购量分别为 4,523.31 万立方米和 1,104.02 万立方米，销售量分别为 7,254.41 万立方米和 1,048.13 万立方米，均有所上升；同期，公司分别实现天然气销售收入 17,727.78 万元和 3,224.57 万元。

表 8：2014~2017.Q1 公司燃气业务运营情况

单位：万立方米、元/立方米

	2014	2015	2016	2017.Q1
采购量	3,508.10	3,534.65	4,523.31	1,104.02
采购均价	3.81	2.93	2.56	2.46
销售量	4,277.77	3,956.36	7,254.41	1,048.13
销售均价	3.92	3.52	2.76	3.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

管网建设方面，截至 2017 年 3 月末，公司累计完成投资 8.6 亿元，建成燃气门站 1 座、LNG 储备调峰站 1 座、LNG 储配气站 2 座、LNG 瓶组站 2 座、LNG/CNG 输配站 1 座、汽车加气站 4 座、LNG 生产厂 1 座；铺设燃气中压管道和庭院管网共计 466.97 公里，基本上完成了麒麟区、经开区、沾益县、罗平县和部分县城主干管网的敷设；拥有西南最大的 LNG 运输车队，年运输能力达到 7,542.67 万立方米。

依托云南省丰富的旅游文化资源，公司旅游业务实现稳步发展

公司旅游业务板块的主要运作方式是股权投资和资本运作，目前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，拥有大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游”）和云南金孔雀旅游集团有限公司（以下简称“金孔雀集团”）等企业。此外，公司还持有丽江玉

龙旅游股份有限公司（以下简称“丽江旅游”）9.20%的股权，是丽江旅游第二大股东。

表 9：截至 2016 年末公司主要旅游资源分布及控制情况

所在市州	所属企业	持股比例	景区范围
大理	大理旅游集团有限责任公司	50.00%	三塔崇圣寺、洱海游船、苍山大索道
西双版纳	金孔雀旅游集团有限公司	63.72%	野象谷、森林公园、基诺山寨、勐景来
丽江	丽江玉龙旅游股份有限公司	9.20%	丽江古城、玉龙雪山

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，大理旅游接待游客 1,168 万人次，同比下降 1.06%，实现营业收入 5.57 亿元，同比下降 5.91%；当年金孔雀集团接待游客 453.83 万人次，同比增长 17.45%，实现营业收入 3.09 亿元，同比增长 26.12%。

表 10：2014~2017.Q1 公司旅游业务运营情况

单位：万人次、亿元

		2014	2015	2016	2017.Q1
大理旅游	接待人次	561	1,180	1,168	260
	营业收入	4.44	5.92	5.57	1.37
金孔雀集团	接待人次	345.20	386.40	453.83	147.35
	营业收入	2.39	2.45	3.09	0.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

依托云南省内丰富的林业资源，公司林浆纸业务具有较好的发展基础，2016 年产品产销量保持增长

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浆纸一体化的地区之一。公司拥有国内第一家按照林纸结合模式兴建的林浆纸一体化企业云南云景林纸股份有限公司（以下简称“云景林纸”）。2014 年 8 月起，公司开始生产生活用纸，业务范围进一步拓宽，为产销量的增

长提供了有力支持。2016 年公司生产各类纸浆 23.46 万吨，较上年略有提升，销售各类纸浆 22.65 万吨，同比增长 18.59%。

表 11：2014~2017.Q1 公司纸浆产品产销情况

单位：万吨、元/吨

	2014	2015	2016	2017.Q1
产能	23	23	24	26
产量	17.31	23.44	23.46	5.64
销量	17.36	19.10	22.65	5.63
销售均价	3,913	4,197	3,749	4,656

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

林地建设方面，公司采用自营、“公司+农户+基地”、联合造林等多种方式开展人工原料林基地建设。截至 2016 年末，公司拥有人工原料林 117.28 万亩。其中，公司自有人工原料林 61.33 万亩，通过“公司+农户+基地”、联合造林等方式获得的人工原料林 55.95 万亩，充裕的原料储备为云景林纸的业务发展提供了较有利的基础。

2016 年公司医疗服务项目建设顺利推进，对优化云南省卫生资源配置、提高医疗行业投资效率将起到积极的促进作用

公司公共服务板块主要涉及省内的医疗服务，经营运作模式方面，主要采取与国内优秀医疗机构合作建设的方式开展业务。目前，公司开展的项目包括与云南省第一人民医院合资建设的云南省第一人民医院新昆华医院项目、与首都医科大学合作建设的瑞丽国际医院项目以及与北京阜外医院合作的云南阜外心血管病医院和云南泛亚心血管病医院。但目前公司公共服务板块中涉及的医疗服务项目均处于在建阶段，暂无源于该业务板块的业务收入。

表 12：截至 2017 年 3 月末公司公共服务板块主要投资情况

项目	占地面积 (亩)	建筑面积 (万平)	床位 (个)	持股比例 (%)	总投资 (亿元)	截至 2017 年 3 月末已完成投资 (亿元)
新昆华医院	493.67	38.18	3,300	38.89	23.69	13.85
瑞丽国际医院	437.83	10.00	800	70.25	19.88	1.66
阜外心血管病医院和泛亚心血管病医院	105.00	23.25	1,000	100	32.73	13.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司合作项目的推进对优化全省的卫生资源配置、加快优质医疗资源广泛合理覆盖、提高医疗

投资运行效率等将起到积极的促进作用。但同时，医疗改革受国家相关政策制定影响较大，且医疗投

资的收益状况存在一定的不确定性，中诚信证评将持续关注公司在公共服务领域的投资及发展情况。

公司能源物资贸易业务收入快速上升，但业务盈利空间很小

公司的贸易业务主要由云南能投下属的云南能投物流有限公司、云南电投对外能源合作开发有限公司、云南能源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。

近年来随着云南能投商贸业务的急剧扩大，公司商贸业务收入快速上升。2016 年公司实现商贸收入 486.41 亿元，同比增加 34.01%。其中，云南能投实现 482.20 亿元，云南铁投实现 0.04 亿元，收入上升主要由于云南能投从事钢材、铁矿石和建筑材料贸易收入整体增长较快。但由于贸易业务获利空间较小，对公司利润贡献有限。

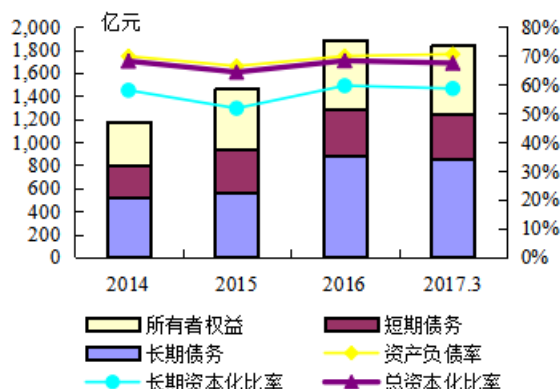
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

随着投资领域及业务规模的扩大，近年公司资产及负债规模持续较快增长。截至 2016 年末，公司总资产为 1,982.39 亿元，同比增长 27.16%；负债总额为 1,383.11 亿元，同比增长 33.83%。同时，受资产注入、合并范围扩大等因素影响，截至 2016 年末公司所有者权益为 599.27 亿元，同比增长 14.03%。另截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额进一步上升至 2,032.91 亿元，总负债为 1,431.49 亿元，所有者权益为 601.42 亿元。

图 1：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

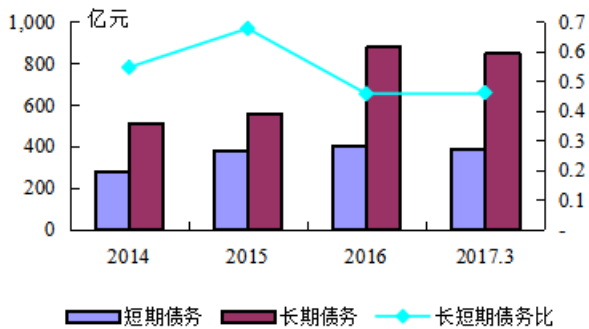
财务杠杆方面，由于 2016 年公司负债规模上升较快，当期末公司资产负债率较上年末上升 3.48 个百分点至 69.77%；总资本化比率上升 3.98 个百分点至 68.16%。另截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.42% 和 67.32%。

从资产结构来看，公司资产主要集中于非流动资产，2016 年末公司非流动资产为 1,421.53 亿元，占公司总资产的 71.71%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成，截至 2016 年末，上述资产在非流动资产总额中分别占比 38.12%、23.80%、15.07% 和 5.64%。公司流动资产主要以货币资金、存货、预付款项以及其他流动资产为主，截至 2016 年末，上述科目占流动资产比重分别为 39.55%、11.96%、9.42% 和 21.18%。

资产受限方面，截至 2016 年末公司所有权受限制的资产账面价值合计为 114.05 亿元，主要为公司持有的股权、发电站、设备、房屋建筑物及土地使用权等，受限资产占公司年末总资产的 5.75%，受限资产占比尚可。

从负债方面来看，2016 年末公司负债总额为 1,383.11 亿元，主要由计息负债构成，计息债务占期末负债总额的 92.76%，计息债务占比较上年上升 1.64 个百分点。另截至 2017 年 3 月末，公司负债总额为 1,431.49 亿元，其中计息债务在总负债中占比为 86.56%。

图 2：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，随着近年来公司投资项目的增多，其债务规模逐年增长。2016 年末公司债务总额为 1,283.01 亿元，同比上升 36.24%，债务规模增速较快。同期，公司长短期债务比由上年的 0.68 倍下降至 0.46 倍，债务期限结构有所优化但短期债务规模仍较大。截至 2017 年 3 月末，债务总额为 1,239.16 亿元，长短期债务比为 0.46 倍。

总体来看，公司资产规模持续增长，同时负债规模不断增加，财务杠杆水平进一步上升。此外，公司短期债务规模较大，其面临一定的即期债务偿付压力。

盈利能力

随着公司投资项目的陆续投产，贸易业务的快速扩张，以及受出售持有股权所致的投资收益大幅增长，公司收入规模快速上升。2016 年公司实现营业收入 698.31 亿元，同比增长 29.79%。营业毛利率方面，公司商品贸易规模较大，但该业务毛利空间较为有限，对毛利水平造成一定的影响。2016 年，随着市场环境的整体回暖，公司资源开发、旅游和商贸及劳务板块毛利水平均有所上升。2016 年公司营业毛利率为 5.33%，较 2015 年增加 0.67 个百分点。

表 13：2016 年公司主要业务板块收入及毛利率变动情况

单位：亿元、%、个百分点

业务板块	收入	较上年增减	毛利率	较上年增减
资源开发业	99.86	-16.64	18.16	9.32
金融业	5.75	0.70	63.74	-27.96
旅游业	10.04	-7.47	49.24	6.58
房地产业	10.35	895.19	12.57	-21.16
商贸及劳务	486.41	34.01	0.95	0.20

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 32.46 亿元，同比增长 41.83%，期间费用上升较快。其中管理费用占比较大，主要系公司管理结构层次较多所致。当年公司三费收入占比为 4.65%，较上年增加 0.40 个百分点，期间费用控制能力较好。

表 14：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	4.18	5.93	8.81	1.80
管理费用	8.40	10.81	16.36	3.34
财务费用	7.43	6.14	7.29	1.17
三费合计	20.01	22.88	32.46	6.30
营业总收入	488.47	538.04	698.31	140.77
三费收入占比	4.10%	4.25%	4.65%	4.48%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司实现利润总额 20.29 亿元，其中经营性业务利润 50.78 亿元，主要受益于公司营业收入中投资收益的大幅增加所致，公司经营性业务利润较上年大幅上升。营业外损益方面，2016 年公司实现营业外损益 5.40 亿元，同比增加 3.41 亿元，其中来自政府补助资金 5.92 亿元。此外，公司 2016 年大量计提资产减值损失 35.73 亿元，对公司利润总额造成一定影响。2016 年公司实现净利润 18.66 亿元，较上年大幅上升 15.02 亿元；当年所有者权益收益率为 3.11%，较上年上升 2.42 个百分点。

总体来看，2016 年公司收入规模及毛利水平均有所上升，盈利能力显著提高，但其利润总额中来自投资收益占比较大，须关注该部分利润可持续性。

偿债能力

从获现能力来看，折旧、利息支出和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。由于公司 2016 年利润总额的大幅上升，公司 EBITDA 较上年增长 46.74% 至 78.90 亿元。从偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 16.26 倍和 1.38 倍，公司 EBITDA 可对债务利息形成有效覆盖。

表 15：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	796.62	941.72	1,283.01	1,239.16
EBITDA（亿元）	49.29	53.77	78.90	-
资产负债率（%）	69.71	66.29	69.77	70.42
长期资本化比率（%）	57.9	51.66	59.50	58.51
总资本化比率（%）	68.01	64.18	68.16	67.32
EBITDA 利息倍数（X）	1.02	1.08	1.38	-
总债务/EBITDA（X）	16.16	17.51	16.26	-
经营净现金流/总债务（X）	0.03	0.02	0.02	-0.05
经营净现金流/利息支出（X）	0.55	0.42	0.38	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营活动净现金流为 21.58 亿元，同比增加 1.86%。2016 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.02 倍和 0.38 倍，经营性现金流对债务利息覆盖情况有待提升。

财务弹性方面，公司与多家金融机构一直保持良好的合作关系，截至 2016 年末，公司获得各银行授信额度共计 1,642.38 亿元，其中未使用授信额度为 961.26 亿元，具有较好的备用流动性。

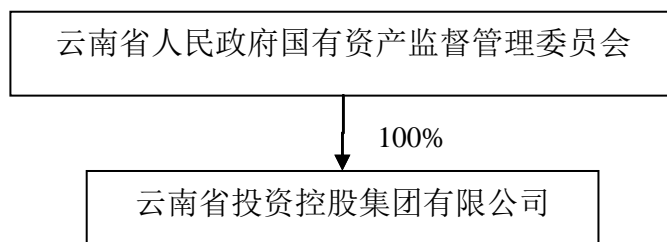
或有事项方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额为 58.93 亿元，其中，单笔担保金额较大的被担保企业有云南省国有资本运营有限公司等，占当期所有者权益的比重约为 9.83%。

总体来看，公司业务板块多元，铁路项目等建设的持续推进导致公司面临较大的资本支出压力。但公司收入规模逐年扩大，且作为云南省直属的重要投资控股集团，其战略地位重要，综合实力很强，为公司债务偿付提供了有力保障。

结 论

综上，中诚信证评维持云投集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**；维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）

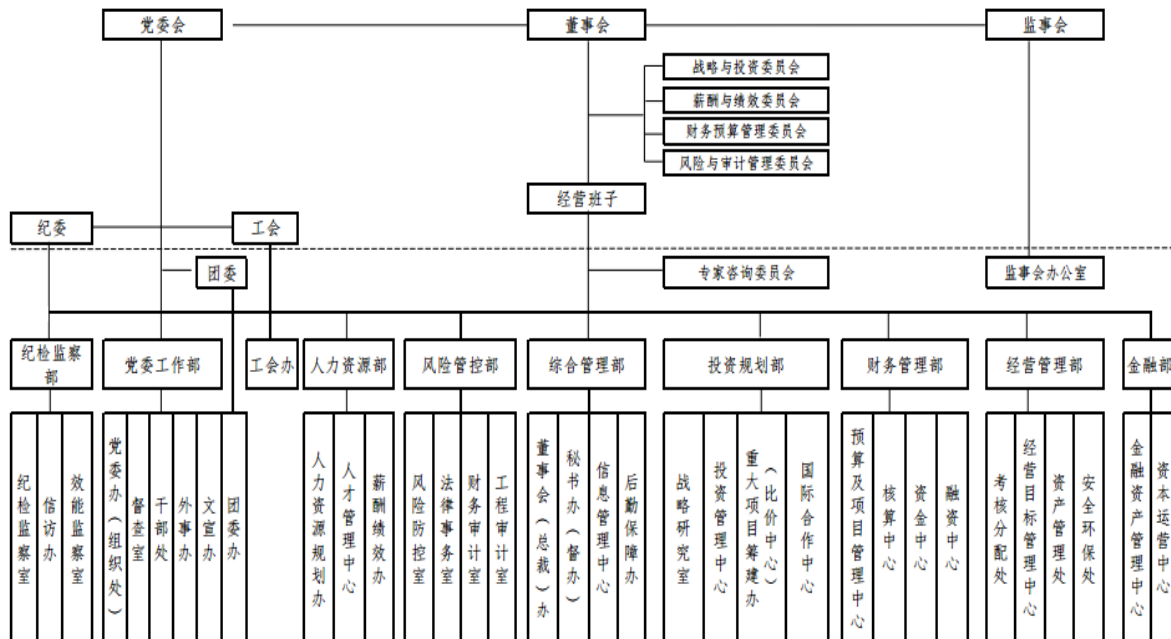


序号	企业名称	实收资本 (股本) (元)	持股比例 (%)	享有表决权 (%)	级次
1	云南省能源投资集团有限公司	11,659,997,623.80	83.08	83.08	二级
2	云南省旅游投资有限公司	500,000,000.00	100.00	100.00	二级
3	云南省铁路投资有限公司	16,989,440,000.00	72.082	72.082	二级
4	云南云景林纸股份有限公司	420,000,000.00	89.21	89.21	二级
5	普洱双木生物科技有限公司	1,000,000.00	100.00	100.00	二级
6	景谷符源贸易服务有限公司	20,000,000.00	89.21	89.21	二级
7	云南云投建设有限公司	500,000,000.00	99.00	99.00	二级
8	云南云投电子商务有限公司	16,815,366.00	100.00	100.00	二级
9	云南云投创新投资中心（有限合伙）	972,650,000.00	100.00	100.00	二级
10	云南省医疗投资管理有限公司	1,320,000,000.00	88.36	88.36	二级
11	云投文化发展（北京）有限公司	5,000,000.00	100.00	100.00	二级
12	中视云投文化产业投资有限公司	100,000,000.00	60.00	60.00	二级
13	云南省滇中产业新区开发投资有限公司	500,000,000.00	100.00	100.00	二级
14	云南云投生态环境科技股份有限公司	184,132,890.00	21.10	21.10	二级
15	云南云投股权投资基金管理有限公司	30,000,000.00	100.00	100.00	二级
16	云投旺世融资租赁有限公司	200,000,000.00	90.00	90.00	二级
17	云南石化燃气有限公司	1,166,813,542.01	100.00	100.00	二级
18	云南泰兴矿业有限公司	46,666,667.00	90.00	90.00	二级
19	云投国际（香港）有限公司	65,000,000.00	100.00	100.00	二级
20	云南云投国有资本运营股权投资基金合伙企业（有限合伙）	650,500,000.00	100.00	100.00	二级
21	云南云投酒店发展有限公司	40,000,000.00	100.00	100.00	二级
22	云南省扶贫投资开发有限公司	9,790,000,000.00	2.04	2.04	二级
23	云南云投新奥售电有限公司	20,000,000.00	51.00	51.00	二级
24	云南资产管理有限公司	10,000,000.00	100.00	100.00	二级
25	云南省信息产业投资有限公司	60,000,000.00	100.00	100.00	二级
26	云南中以科技创新发展有限公司	1,000,000.00	51.00	51.00	二级
27	吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司	-	51.00	51.00	二级
28	云南省现代农林投资有限公司	234,767,200.00	74.12	74.12	二级

注：公司为云南云投生态环境科技股份有限公司、云南省扶贫投资开发有限公司的第一大股东，虽拥有表决权不足半数但能对其形成控制。
资料来源：公司提供

附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）

云南省投资控股集团有限公司总部机构设置图



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

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	1,534,578.28	2,651,732.93	2,218,369.24	1,829,813.08
应收账款净额	208,283.21	318,560.16	411,193.13	592,847.76
存货净额	555,741.45	672,828.39	670,948.92	842,987.65
流动资产	4,022,309.27	5,248,829.56	5,608,539.86	5,995,206.06
长期投资	5,490,229.33	6,670,107.16	8,802,572.28	8,942,094.10
固定资产合计	2,066,057.64	2,618,385.27	2,971,868.72	3,006,405.36
总资产	12,367,288.68	15,589,989.59	19,823,867.76	20,329,104.91
短期债务	2,812,792.11	3,800,260.73	4,024,859.54	3,908,777.85
长期债务	5,153,390.70	5,616,929.88	8,805,195.46	8,482,806.37
总债务（短期债务+长期债务）	7,966,182.81	9,417,190.61	12,830,055.00	12,391,584.22
总负债	8,620,870.83	10,334,787.05	13,831,121.72	14,314,919.97
所有者权益（含少数股东权益）	3,746,417.85	5,255,202.55	5,992,746.04	6,014,184.94
营业总收入	4,884,665.55	5,380,444.65	6,983,106.26	1,407,676.34
三费前利润	214,301.49	283,159.50	832,374.90	51,608.41
投资收益	932.15	2,822.09	74.61	3,449.41
净利润	32,306.93	36,335.20	186,619.00	4,635.89
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	492,944.26	537,712.20	789,038.66	-
经营活动产生现金净流量	263,013.21	211,876.04	215,819.30	-140,651.76
投资活动产生现金净流量	-1,503,636.16	-1,949,508.35	-3,971,209.69	-508,603.60
筹资活动产生现金净流量	1,545,632.44	2,927,253.06	3,300,166.39	300,881.89
现金及现金等价物净增加额	304,765.38	1,190,185.84	-439,262.82	-348,544.22
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	3.28	4.66	5.33	5.99
所有者权益收益率（%）	0.86	0.69	3.11	0.31
EBITDA/营业总收入（%）	10.09	9.99	11.30	-
速动比率（X）	1.01	1.01	1.01	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.02	0.02	-0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.06	0.05	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	0.55	0.42	0.38	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.02	1.08	1.38	-
总债务/EBITDA（X）	16.16	17.51	16.26	-
资产负债率（%）	69.71	66.29	69.77	70.42
总资本化比率（%）	68.01	64.18	68.16	67.32
长期资本化比率（%）	57.9	51.66	59.50	58.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、公司 2014~2016 年其他流动负债中短期融资券、长期应付款中融资租赁款及其他非流动负债中国开发展基金借款已调整至计息债务；

3、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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+应付融资租赁款

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入营业总成本的利息支出+计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。