



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪544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）”、“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；维持上述债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十五日

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（2018）

发行主体	云南省投资控股集团有限公司		
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）		
债券简称	16 云投 01		
债券代码	136309.SH		
发行规模	人民币 20.00 亿元		
存续期限	2016/03/18~2021/03/18		
上次评级时间	2017/06/28		
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

发行主体	云南省投资控股集团有限公司		
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）		
债券简称	16 云投 02		
债券代码	136517.SH		
发行规模	人民币 10.00 亿元		
存续期限	2016/07/04~2021/07/04		
上次评级时间	2017/06/28		
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

基本观点

2017 年云南省区域经济持续增长，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，公司持续获得政府的大力支持，资产规模进一步增长，且具有充足的备用流动性。但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，产业管控情况有待提升，债务规模快速上升，未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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。

正 面

- 云南省经济实力持续增长。2017 年云南省实现地区生产总值 16,531.34 亿元，较上年增长 9.5%，高于全国平均水平，持续增长的经济规模为公司的发展提供良好的外部环境。
- 战略地位显著，获得政府支持力度较大。公司作为云南省经济社会发展的战略工具，担负着全省经济发展建设的重任。目前公司参股、控股的企业涉及省内多个经济民生领域，同时还代表着云南省参与国家部委和中央的合作项目，在云南省经济中具有重要战略地位，2017 年公司继续获得政府补助资金、铁路专项资金等。
- 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 2017 年末，公司资产规模达到 2,572.88 亿元，同比增长 30.12%；净资产规模达 828.85 亿元，同比增长 39.42%，公司综合实力进一步增强。

概况数据

云投集团	2015	2016	2017	2018.3
所有者权益(亿元)	525.52	594.50	828.85	883.24
总资产(亿元)	1,559.00	1,977.25	2,572.88	2,710.82
总债务(亿元)	942.18	1,284.31	1,608.50	-
营业总收入(亿元)	538.04	698.17	895.17	186.39
营业毛利率(%)	11.22	16.71	7.91	9.68
EBITDA(亿元)	71.12	71.21	93.75	-
所有者权益收益率(%)	0.69	2.74	1.05	-
资产负债率(%)	66.29	69.93	67.79	67.42
总债务/EBITDA(X)	13.25	18.04	17.16	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.33	1.39	1.37	-

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、其他流动负债中短期应付债券调入短期债务，其他非流动负债中国开发展基金借款调入长期债务，长期应付款中的有息债务调入长期债务。

- 备用流动性充足。公司与银行的合作关系良好，截至 2018 年 3 月末，公司共获银行授信总额 2,112.12 亿元，已使用 1,071.77 亿元，有效剩余额度 1,040.35 亿元，可为公司偿付债务提供较强的流动性支持。

关 注

- 核心竞争力不突出，产业管控情况有待提升。截至 2018 年 3 月末，公司二级控股企业 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 2017 年末，公司负债总额为 1,744.03 亿元，同比增长 26.13%，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。

分 析 师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘 凯 lkl@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 25 日



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。

行业关注

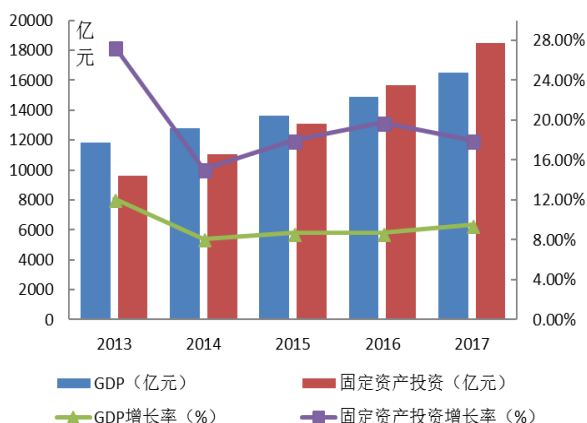
依托良好的发展战略规划和资源禀赋优势，云南省地方经济实力保持快速增长，2017 年实现地区生产总值 16,531.34 亿元，比上年增长 9.5%，增速高于全国平均水平

云南省位于我国西南边陲，东部与贵州省、广西壮族自治区为邻，北部与四川省相连，西北部紧依西藏自治区，西部与缅甸接壤，南部和老挝、越南毗邻，云南有 25 个边境县分别与缅甸、老挝和越南交界，国境线长 4,060 千米，是中国通往东南亚、南亚的窗口和门户。同时，云南省亦是我国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份。

云南省能源资源得天独厚，尤以水能、煤炭资源储量较大，开发条件优越；地热能、太阳能、风能、生物能也有较好的开发前景。云南省河流众多，全省水资源总量 2,256 亿立方米，居全国第 3 位；水能资源蕴藏量达 1.04 亿千瓦，居全国第 3 位，水能资源主要集中于滇西北的金沙江、澜沧江、怒江三大水系；可开发装机容量 0.9 亿千瓦，居全国第 2 位。

2017 年，云南省实现地区生产总值 16,531.34 亿元，比上年增长 9.5%，高于全国平均水平。其中，第一产业完成增加值 2,310.73 亿元，增长 6.0%；第二产业完成增加值 6,387.53 亿元，增长 10.7%，第三产业完成增加值 7,833.08 亿元，增长 9.5%。三次产业结构由 2016 年末的 14.8:39.0:46.2 优化至 2017 年的 14.0:38.6:47.4，第三产业比重较上年提升 1.2 个百分点，产业结构进一步优化。

图 1：2013~2017 年云南省 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：云南省统计局，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2017 年云南省固定资产投资 18,474.89 亿元，较上年增长 18.00%。分三次产业看，第一产业投资 896.00 亿元，增长 42.4%；第二产业投资 2,846.90 亿元，下降 0.1%；第三产业投资完成 14,731.99 亿元，增长 20.9%。云南省固定资产投资规模稳步增长，投资结构趋于优化。

工业经济方面，2017 年云南省全年规模以上工业（主营业务收入 2,000 万元及以上企业）增加值 3,900 亿元左右，较上年增长 10.6%，增速高于全国平均水平 4.4 个百分点。其中，规模以上采矿业增加值同比增长 9.3%；电力行业保持高速增长，对云南省规模以上工业增长的贡献率超过 30%，拉动作用均超过 3.0 个百分点，成为第一大拉动力。石油行业异军突起，2017 年石油加工、炼焦和核燃料加工增加值同比增长 534.3%，对全省规模以上工业增速贡献率达 15.3%，拉动全省工业增长 1.6 个百分点，是仅次于电力的第二大拉动力。

随着云南省经济增长，其地方财政实力亦随之增强。2017 年全省公共财政预算收入为 1,886.2 亿元，同比增长 6.2%，其中，全省税收收入完成 1,233.9 亿元，同比增长 8.5%，税收收入占公共财政预算收入的比重为 65.42%。基金预算收入方面，2017 年全省政府性基金预算收入为 731.9 亿元，比上年决算数增加 300 亿元。此外，云南省持续获得较大规模上级补助收入，2017 年云南省获得上级补助收入 3,010.8 亿元，持续增加，对其地方综合财力形成重要支撑。

财政支出方面，2017 年云南省完成公共财政预算支出 5,713 亿元，财政支出规模持续上升。云南省公共财政预算支出主要用于教育、社会保障和就业、医疗卫生、农林水事务和交通运输等。2017 年，云南省公共财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 33.02%，较上年下降 3.08 个百分点，公共财政平衡率进一步下降，公共财政平衡率的缺口主要由上级补助来弥补，财政自给能力有待提升。

表 1：2015~2017 年云南省财政预算收支情况

项目	2015	2016	2017
公共财政预算收入（亿元）	1,808.1	1,812.3	1,886.2
其中：税收收入（亿元）	1,210.5	1,173.5	1,233.9
上级补助收入（亿元）	2,534.8	2,693.6	3,010.8
政府性基金收入（亿元）	402.1	431.9	731.9
公共财政预算支出（亿元）	4,712.9	5,019.6	5,713
政府性基金支出（亿元）	446.5	434.4	614.5
公共财政平衡率（%）	38.36	36.10	33.02

资料来源：云南省财政厅，中诚信证评整理

总体来看，云南省资源较丰富，近年来经济实力稳步增强，地方财政实力稳步提升，财政收入结构稳定，可为地方经济发展提供稳定保障，预计未来云南省将继续保持良好的经济增长的势头。

2017 年全国用电量增速同比提高，服务业用电持续增长，全国发电装机结构进一步优化

2017 年以来，宏观经济总体延续稳中向好，工业行业供需关系明显改善，企业产能利用率持续回升，拉动工业用电回暖，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进；另外，夏季大部分地区气温明显偏高，7 月、9 月全国平均气温均创 1961 年以来历史同期最高，拉动用电较快增长。受此影响，2017 年全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全社会用电量的比重为 1.8%；第二产业用电量 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%，占全社会用电量的比重为 70.4%；第三产业用电量 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%，占全社会用电量的比重为 14.0%；城乡居民生活用电量 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%，占全社会用电量的比重为 13.8%。

电力装机容量方面，虽然近几年用电需求增速放缓，但我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2017 年末，全国发电装机容量 177,703 万千瓦，比 2016 年末增长 7.6%。其中，火电装机容量 110,604 万千瓦，增长 4.3%；水电装机容量 34,119 万千瓦，增长 2.7%；核电装机容量 3,582 万千瓦，增长 6.5%；并网风电装机容量 16,367 万千瓦，增长 10.5%；并网太阳能发电装机容量 13,025 万千瓦，增长 68.7%。

电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组，加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例，各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重仍保持在 71%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。随着电力结构及布局持续优化，风电、太阳能发电消纳问题有所缓解。电源投资建设重点向非化石能源方向倾斜。

发电量方面，2017 年全国发电量 64,179 亿千瓦时，较上年有所增加，其中火电发电量 45,513 亿千瓦时、水电发电量 11,945 亿千瓦时、风电发电量为 3,057 亿千瓦时、核电发电量为 2,483 亿千瓦时和太阳能发电 1,182 亿千瓦时，上述各项发电量较上年均有所增长。

发电设备利用小时方面，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，较上年有稍许下降。其中，受上年高基数等因素影响，水电设备利用小时 3,579 小时，较上年有小幅度的下降；受电力消费快速增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国火电设备利用小时 4,209 小时，较上年有所提高；核电利用小时 7,108 小时，较上年有稍许增加；风电利用小时 1,948 小时，较上年增长较多。

总体来看，2017 年受中国经济增速企稳以及夏季持续高温天气的影响，全社会用电量增速有所回升，全国电力供应能力总体充足，非化石能源发电装机及发电量保持较快增长，火力发电利用小时数同比有所上升。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强。

业务运营

公司作为云南省政府的投资主体和经营实体，

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、石油化工、旅游以及公共服务等多个领域。2017 年公司实现营业收入 895.17 亿元，较上年增长 28.22%，主要系商贸、劳务板块和石油、化工板块收入大幅度增加所致，其中商贸、劳务收入 690.78 亿元，占比 77.17%，较上年增长 39.15%；石油、化工收入 127.15 亿元，占比 14.20%，较上年增长 97.33%；投资收益 28.50 亿元，占比 3.18%，较上年减少 64.11%；电力资源收入 13.28 亿元，占比 1.48%，较上年减少 17.49%。

表 2：2016~2017 年公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

板块	2016		2017		收入同比增减
	收入	占比	收入	占比	
制造业	9.18	1.31	11.59	1.29	26.32
电力资源	16.10	2.31	13.28	1.48	-17.49
石油、化工	64.43	9.23	127.15	14.20	97.33
金融业	9.18	1.31	6.13	0.68	-33.24
旅游业	10.04	1.44	9.24	1.03	-7.91
房地产业	10.35	1.48	4.80	0.54	-53.61
商贸、劳务	496.43	71.10	690.78	77.17	39.15
投资收益	79.40	11.37	28.50	3.18	-64.11
其他业务	3.08	0.44	3.72	0.42	20.94
营业总收入	698.17	100.00	895.17	100.00	28.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司控股和参股装机容量规模保持稳定，火电调整等影响当年控股电站发电量有稍许下降，但参股水电站资产质量优质，水电业务整体实力较强

公司电力生产与供应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，主要为电力项目投资开发及运营，包括水电、火电、新能源等，其中新能源包括风电、太阳能发电以及垃圾发电等，电源类型较为多元化。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 年末，公司控股及权益装机总容量为 1,292.78 万千瓦，其中可控装机容量占比 16.18%，权益装机容量占比 83.82%。

可控装机方面，2017 年公司已投产可控装机容量为 209.20 万千瓦，较上年基本持平，其中火电 120.00 万千瓦、水电 43.20 万千瓦、新能源 46.00 万千瓦。

控股装机发电量方面，2017 年公司可控机组分别实现发电量 40.09 亿千瓦时，较上年减少 4.73 亿千瓦时，主要系火电调整所致。

参股电力企业方面，公司参股澜沧江、怒江、金沙江下游和中游等水电项目，参股的水电项目资产很高，是水电业务的重要组成部分。2017 年公司参股权益装机容量为 1,083.58 万千瓦，与上年保持一致。

表 3：2015~2017 年末云能投可控和参股电力装机情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

项目	2015	2016	2017
已投产可控装机容量	186.69	209.49	209.20
其中：火电	120.00	120.00	120.00
水电	35.09	42.69	43.20
风电	28.20	37.80	37.00
垃圾发电	2.40	2.40	2.40
光伏发电	1.00	6.60	6.60
发电量	37.52	44.82	40.09
上网电量	35.44	42.74	38.47
参股权益装机容量	1,240.22	1,083.58	1,083.58
其中：参股水电	1,063.02	906.38	906.38
参股火电	177.20	177.20	177.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

控股电站方面，公司控股的电站包括控股水电站、控股的火电站以及控股的新能源发电项目等。截至 2018 年 3 月末，公司控股的水电资产主要由中小型水电站组成，装机容量相对较小，水电站主要集中在苏帕河流域，该流域的 6 个水电站装机容量 30.65 万千瓦，占整个控股水电站装机容量的 74.39%。2017 年控股水电站发电量为 15.77 亿千瓦时，较上年减少了 1.75 亿千瓦时，主要系当年苏帕河流域的来水情况减弱所致，2017 年苏帕河流域平均流量为 9.03 立方米/秒较上年的 10.08 立方米/秒减少了 1.05 立方米/秒。

表 4：截至 2018 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	2015	2016	2017	2018.3
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	0.50	0.57	0.18
	象达水电站	4.00	2006.10	1.39	1.88	1.74	0.51
	乌泥河水电站	3.00	2005.05	1.25	1.62	1.49	0.35
	阿鸠田水电站	11.55	2004.10	4.50	5.70	4.97	1.21
	龙川江一级水电站	2.40	2008.07	0.79	0.94	1.00	0.09
	腾龙桥二级电站	8.10	2010.09	1.85	2.98	2.58	0.19
怒江州扶贫投资开发有限公司（80.00%）	怒江福贡利沙底水电站	1.40	2005.09	0.50	0.33	0.51	0.10
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	1995.06	0.23	0.30	0.321	0.046
文山黄家坪水电开发有限责任公司	黄家坪电站	-	2009.06	0.71	0.77	0.86	-
云南能投中小水电投资有限公司（40%）	大勐统水电站	5.00	2011.08	-	1.51	0.95	0.102
	大寨子水电站	2.00	2013.07	-	0.64	0.48	0.056
	南界田水电站	0.80	2010.09	-	0.26	0.10	0.019
	畔香河水电站	0.20	2008.01	-	0.094	0.094	0.06
	正觉庵水电站	0.514	1995.03	-	-	0.11	0.025
小计	-	41.204	-	11.59	17.52	15.765	2.938

注：文山黄家坪水电开发有限责任公司的股权已于 2018 年一季度出售
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

控股火电站方面，跟踪期内，公司的控股火电站主要是威信煤电一体化一期项目，与上年一致。2017 年威信煤电一期机组利用小时数 1,102 小时，较上年下降 227 小时；同期，发电量为 13.23 亿千瓦时，较上年下降了 2.72 亿千瓦时。

表 5：近年来威信煤电一期营运情况

项目	2015	2016	2017
装机容量（万千瓦）	2*60	2*60	2*60
发电量（亿千瓦时）	18.70	15.95	13.23
上网电量（亿千瓦时）	17.29	14.87	12.25
机组利用小时（小时）	1,558	1,329	1,102
上网电价（不含税，元/千瓦时）	0.32	0.23	0.43
综合厂用电率（%）	8.00	7.09	7.73
煤炭采购量（万吨）	63.95	21.52	67.44
电煤采购均价（元/吨）	239.88	381.56	304.45
供电标准煤耗（克/千瓦时）	319.34	317.39	318.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为保障所投火电项目的煤炭需求、控制发电成本，公司通过收购及自行开发的方式获取煤矿资源，目前控股的已投产煤矿包括观音山煤矿二井和华盖山煤矿，公司煤矿合计年产量达 75 万吨。公

司火电所需煤炭逐步实现自给自足，有利于下属火电企业收益状况的改善。

控股新能源发电项目方面，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 2018 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 46.00 万千瓦。2017 年发电量为 11.10 亿千瓦时较上年减少了 0.40 亿千瓦时，2018 年 1-3 月发电量为 4.02 亿千瓦时。

根据规划，公司将以“积极发展风能、有序发展太阳能、适度发展生物质能”的工作思路，加快在云南省优势地区布局新能源项目，积极推进新能源资源的获取及项目建设。截至 2018 年 3 月末，公司在建、拟建新能源项目包括泸西阿朝风电厂、会泽半边箐风电场和会泽平箐风电场项目等，建成后公司新能源发电总装机容量将超过 60 万千瓦。

表 6：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	2015 年发电量	2016 年发电量	2017 年发电量	2018.1-3 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	4.80	2013.10	1.32	1.25	1.146	0.371
		泸西孔照普风电场	4.80	2015.01	1.25	1.37	1.214	0.432
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	4.80	2014.08	1.20	1.76	1.679	0.619
		会泽头道坪风电场	4.80	2016.01	-	1.23	1.213	0.441
马龙新能源风电开发有限公司	100%	马龙对门梁子风电场	9.00	2015.07	0.91	2.32	2.044	0.772
大姚新能源风电开发有限公司	100%	大中山风电场	4.00	2016.03	-	0.90	1.038	0.487
		老尖山风电场	4.80	2016.03	-	0.75	0.898	0.412
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	1.00	2010.05	0.13	0.13	0.137	0.039
		石林光伏电站项目二期	5.60	2016.01	-	0.74	0.733	0.212
曲靖云电投新能源开发有限公司	85%	曲靖垃圾发电项目	2.40	2010.08	0.96	1.05	0.995	0.233
合计			46.00		5.77	11.50	11.097	4.018

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股水电站方面，公司目前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很高，是水电业务的重要组成部分。2017 年，公司参股水电权益装机容量分别为

906.38 万千瓦，与上年持平，未来随着澜沧江、金沙江下游和金沙江中游在建水机组的陆续投产，预计未来公司参股水电权益装机将进一步上升。

表 7：截至 2018 年 3 月末云能投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	装机容量	已投产装机容量	2015 年发电量	2016 年发电量	2017 年发电量
华能澜沧江水电站有限公司	28.26%	2,348.50	部分投产	605.00	639.77	585.71
云南华电怒江水电站开发有限公司	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	75.23
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	136.97
金安桥水电站有限公司	8.00%	240.00	是	103.78	87.27	87.26
华能云南龙开口水电有限公司	2.00%	180.00	部分投产	48.77	35.79	38.57
华电鲁地拉水电有限公司	8.00%	216.00	部分投产	60.74	57.35	69.30
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00%	300.00	否	64.87	85.97	104.67
中国长江电力股份有限公司	4.00%	4,387.70	是	1,049.79	2,060.60	2,130.29
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00%	2,620.00	否	-	-	-
云南滇能泗南江水电站开发有限公司	39.00%	20.10	是	-	9.34	9.49
小计	-	11,607.30	-	2,088.39	3,164.24	3,237.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司铁路项目进展顺利，同时铁路建设获得政府大力支持，但由于在建及拟将项目投资规模较大，未来资本支出压力较大

公司作为云南省政府授权进行铁路基础设施建设的投资主体，其铁路板块运营主体为下属子公司云南省铁路投资有限公司（以下简称“云南铁

投”）。2017 年云南铁投完成铁路投资 41.20 亿元，2018 年 1-3 月完成铁路投资 9.50 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在建及拟建项目共有 13 个，目前主要在的项目包括玉溪至磨憨铁路位于云南省南部地区、弥勒至蒙自铁路位于云南省东南部和大理至临沧铁路线路等，主要在建铁路预计总投资额

为 295.51 亿元，截至 2018 年 3 月末，已投资 168.15 亿元，尚需投资 127.36 亿元。

表 8：截至 2018 年 3 月末公司主要在建铁路项目投资情况

单位：亿元

项目	公司拟出资额	截至 2018 年 3 月末累计完成投资
大临铁路	43.48	23.60
大瑞铁路	38.60	29.29
广大扩能改造工程	28.62	28.26
丽香铁路	15.84	15.00
玉磨铁路	101.42	51.00
弥蒙铁路	47.00	10.00
叙镇铁路	20.55	11.00
合计	295.51	168.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

云南省政府给予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。2017 年，公司收到云南省财政资金 30 亿元，截至 2017 年末，省政府已累计向公司拨付铁路建设专项资金 193.80 亿元。

表 9：2015~2017 年公司铁路建设专项资金

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
铁路建设专项资金	30	30	30
其中：贴息收入	6.70	5.30	6.50
补贴收入	1.65	4.60	4.84
项目资本金	20.65	18.61	17.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着成品油贸易量的增长，公司的石油、化工板块收入增长较快

公司石油、化工板块主要经营成品油批发、零售，天然气和化工产品销售业务，该板块运营主体主要为下属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”）、曲靖市燃气有限公司（以下简称“曲靖燃气”）。

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 2018 年 3 月末，版纳石化拥有 19 个加油站（其中在建 1 个，已投入使用 18 个），1 个总库容为 3.80 万立方米的在建保税油库以及 2 个总吨位分别为 482 吨的内河运输船队。

2017 年，版纳石化采购量为 125.10 万吨，较上年增长 57.76%；同期，销售量为 125.10 万吨。2018 年 1-3 月，采购量和销售量均为 27.29 万吨。

表 10：2015~2018 年 3 月版纳石化石油销售情况

单位：万吨、元/吨

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
采购量	117.03	79.30	125.10	27.29
采购均价	5,945.83	4,678.22	4,338.51	4,946.22
销售量	117.03	79.30	125.10	27.29
销售均价	5,959.95	4,687.78	4,350.46	4,955.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

成品油采购方面，版纳石化主要通过广州元亨能源有限公司（以下简称“元亨能源”）、珠海中寰石油有限公司、深圳市庆鹏石油化工有限公司、福建石油化工集团华南联合营销有限公司以及深圳市庆鹏石油化工有限公司东莞分公司采购成品油。2017 年，版纳石化通过元亨能源采购成品油 42.49 亿元，占采购总额的 78.29%，占比较高，对元亨能源提供的成品油依赖较大。

表 11：2017 年版纳石化前 5 大供应商情况

单位：亿元、%

供应商名称	采购金额	占采购总额比例
广州元亨能源有限公司	42.49	78.29
珠海中寰石油有限公司	2.23	4.10
深圳市庆鹏石油化工有限公司	1.65	3.05
福建石油化工集团华南联合营销有限公司	1.02	1.88
深圳市庆鹏石油化工有限公司东莞分公司	0.83	1.53
合计	48.22	88.85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

成品油销售方面，公司主要以批发和零售方式销售，其中集团客户批发销售一般以按比例预收货款销售，月末结算本月收入。零售方式主要通过加油站现销模式，加油站零售销售收入占比不足 10%。2017 年，前 5 大销售客户金额合计 47.32 亿元，占总销售金额的 86.95%，版纳石化客户集中度相对较高。

表12：2017年版纳石化前5大销售商情况

单位：亿元、%

销售商名称	销售额	占销售总额比例
南通长江油品销售有限公司	18.78	34.51
好盈（南通）实业有限公司	13.18	24.22
江苏润富新能源发展有限公司	7.92	14.55
深圳市庆鹏石油化工经销有限公司	5.56	10.22
广州市中陆石化有限公司	1.88	3.45
合计	47.32	86.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的燃气业务主要由曲靖燃气负责运营，截至 2018 年 3 月末，曲靖燃气拥有合同签订居民用户 83,188 户、入户安装 73,797 户、通气 16,547 户；商业用户 124 户、工业用户 31 户、车辆公交车 131 辆、出租车 400 辆，铺设中压燃气管道 253.85 余公里。

2017年采购量为13,258.24万立方米，较上年大幅度增加，主要系当年在环保政策情况下，用气需求增加多所致。当年采购均价为1.89元/立方米，较上年增长，主要系在大气污染防治、北方地区冬季清洁取暖等政策下，天然气市场出现供不应求格局，使得采购价格上升。2018年1-3月，采购量为3,251.04万立方米，采购均价为2.90元/立方米。

表 13：2015~2018 年 3 月公司燃气业务运营情况

单位：万立方米、元/立方米

项目名称	2015	2016	2017	2018.3
采购量	3,534.65	7,536.24	13,258.24	3,251.04
采购均价	2.91	1.74	1.89	2.90
销售量	3,956.36	7,254.41	13,290.27	3,207.01
销售均价	3.52	2.44	2.39	3.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

燃气销售方面，受曲靖燃气客户积累及用气需求增加，使得燃气销售持续增长，2017 年曲靖燃气实现燃气销售 13,290.27 万立方米；受采购价格影响，2017 年燃气销售均价为 2.39 元/立方米。2018 年 1-3 月，销售量为 3,207.01 万立方米，销售均价为 3.34 元/立方米。

在云南省实施旅游市场秩序整顿的背景下，公司旅游业收入有稍许下降；得益于环保政策趋严，纸业迎来了一定的发展，公司的纸业收入呈现增长趋势

公司旅游板块运营主体为下属子公司云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）。云南旅投采用并购重组和直接投资的方式，参控股了一批旅游企业，截至 2018 年 3 月末，云南旅投直接控股子公司包括大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游集团”）、云南金孔雀集团有限公司（以下简称“金孔雀集团”）、云南印象旅游股份有限公司和云南旅通科技有限公司等 4 家旅游企业。

2017 年大理旅游集团接待游客量为 903.31 万人次，较上年减少了 48.00 万人次；当年实现营业收入为 5.87 亿元，较上年增加 0.12 亿元。2018 年 1-3 月接待游客量为 202.17 万人次，实现营业收入 1.41 亿元。

2017 年金孔雀旅游集团接待游客量为 388.65 万人次，较上年减少 51.23 万人次；当年实现营业收入 2.23 亿元，较上年减少 0.44 亿元。2018 年 1-3 月接待游客量为 115.61 万人次，实现营业收入 0.80 亿元。

表 14：2015~2018 年 3 月公司旅游业务运营情况

单位：万人次、亿元

		2015	2016	2017	2018.3
大理旅游集团	接待人次	1,180	951.53	903.31	202.17
	营业收入	5.92	5.75	5.87	1.41
金孔雀旅游集团	接待人次	386.40	439.88	388.65	115.61
	营业收入	2.45	2.67	2.23	0.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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”）负责运营。截至 2017 年末，公司纸浆年产能达到 26 万吨，生活用纸项目产能达到 3.72 万吨。

生产销售方面，2015~2017 年及 2018 年 1-3 月公司纸浆产量分别为 23.44 万吨、23.46 万吨、26.10 万吨和 5.86 万吨，产能利用率维持在 95%以上；同期，销量分别为 19.10 万吨、22.65 万吨、22.40 万吨和 7.72 万吨，产销率分别为 81.48%、96.55%和 85.82%。近两年来，受环保政策等影响，纸浆销售均价则上升趋势，2016~2018 年 1-3 月，纸浆销售均价分别为 3,749.00 元/吨、4,900.00 元/吨和 5,511.18 元/吨。

表 15：2015~2018 年 3 月公司纸浆产销情况

单位：万吨/年、万吨、%、元/吨

	2015	2016	2017	2018.3
产能	23.00	24.00	26.00	26.50
产量	23.44	23.46	26.10	5.86
销量	19.10	22.65	22.40	7.72
产能利用率	101.91	97.75	100.38	-
产销率	81.48	96.55	85.82	-
销售均价	4,197.00	3,749.00	4,900.00	5,511.18

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生活用纸方面，2015~2017 年及 2018 年 1-3 月公司纸浆产量分别为 2.71 万吨、2.01 万吨、3.38 万吨和 0.88 万吨，产能利用率有所波动；同期，销量分别为 1.94 万吨、2.03 万吨、2.06 万吨和 0.53 万吨，产销率分别为 71.59%、101.00%和 60.95%，销售均价由 2015 年的 7,486 元/吨上升至 2018 年一季度 10,219.60 元/吨。

表 16：2015~2018 年 3 月公司生活用纸产销情况

单位：万吨/年、万吨、%、元/吨

	2015	2016	2017	2018.3
产能	2.25	3.30	3.72	3.70
产量	2.71	2.01	3.38	0.84
销量	1.94	2.03	2.06	0.53
产能利用率	120.44	60.91	90.86	-
产销率	71.59	101.00	60.95	-
销售均价	7,486.00	8,128.00	9,662.14	10,219.6

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 2018 年 3 月末，公司拥有人工原料林 117.53 万亩，其中公司自有人工原料林 59.92 万亩，通过“公司+农户+基地”、有偿流转和租赁等方式获得人工原料林 57.61 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。

公司商贸、劳务板块业务收入快速上升，但业务盈利空间很小

表 18：截至 2018 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 2018 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	14.76
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	19.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的商贸业务主要由云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。

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 年云能投成立后，公司加速扩张商贸业务。随着云能投商贸收入的急剧扩大，2017 年公司商贸收入为 690.78 亿元，较上年大幅度增长 42.02%，主要系云能投从事铁矿石和建筑材料贸易收入整体增长较快。

表 17：2015~2018 年 1-3 月公司主要贸易品种情况

单位：万吨

品种	2015	2016	2017	2018.3
钢材	963.30	1,349.49	940.55	152.56
铁矿石、水泥、建筑材料及其他	238.89	253.25	521.97	66.37
油料	-	80.36	203.38	-
合计	1,202.19	1,683.10	1,665.90	218.93
公司商贸收入	362.96	486.41	690.78	128.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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发展，对公司的收入水平提升起到了一定的促进作用。

2017 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

公共服务板块运营主体为云南省医疗投资管理有限公司（以下简称“云南医投”），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。目前云南医投开展的项目包括与云南省第一人民医院合资建立的云南省第一人民医院新昆华医院项目，与北京阜外医院合作的云南阜外心血管医院和云南泛亚心血管病医院项目等。

总体来看，公司合作医院项目的建设进展顺利，项目建成后将对优化卫生资源配置和提高医疗投资运行效率等起到积极的促进作用。但同时中诚信证评也关注到，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。

财务分析

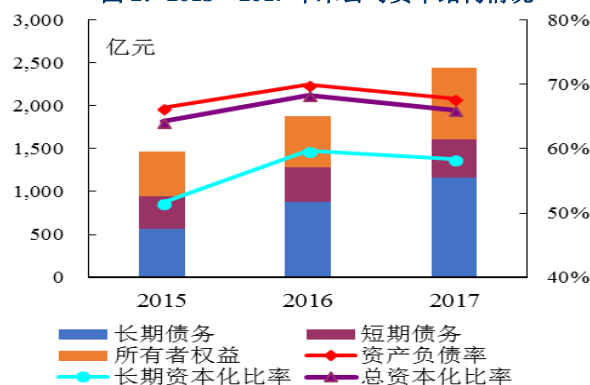
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表。

资本结构

随着业务规模的扩大，公司资产和负债保持较快增长。截至2017年末，公司资产总额为2,572.88亿元，同比增长30.12%；同期，负债总额为1,744.03亿元，同比增长26.13%。2017年所有者权益为828.85亿元，同比增长39.42%，较上年大幅度增加主要系公司当年收到了政府拨付的17.66亿元的铁路建设资金转为实收资本、发行了65.00亿元的永续金融产品和少数股东权益增加161.28亿元，少数股东权益大幅度增加主要系当年云能投发行永续债和云投医疗（双百项目）第三方平台公司投入的资本金所致。截至2018年3月末，公司资产总额进一步上升至2,710.82亿元，总负债为1,827.58亿元，所有者权益为883.24亿元。

财务杠杆方面，2017年公司资产负债率较上年减少2.15个百分点至67.79%，总资本化比率较上年减少2.36个百分点至65.99%。整体来看，近两年，资产负债率和总资本化比率均有小幅度的下降。2018年3月末，公司资产负债率为67.42%。

图 2：2015~2017 年末公司资本结构情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要由非流动资产构成。流动资产方面，截至2017年末，公司流动资产为725.42亿元，占当期总资产的比重为28.19%，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为41.82%、10.56%和24.13%。货币资金为303.40亿元，主要系银行存款285.85亿元和其他货币资金17.43亿元，其中6.48亿元的资金使用权受限；存货为76.62亿元，主要系开发成本41.49亿元、在建的工程施工10.83亿元；其他流动资产为175.06亿元，主要系短期委托贷款70.74亿元和理财产品88.29亿元。截至2018年3月末，公司流动资产为818.99亿元。

非流动资产方面，截至2017年末，公司非流动资产为1,847.46亿元，占当期总资产的比重为71.81%，主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和固定资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为36.40%、12.83%、23.02%和12.31%。可供出售金融资产为672.51亿元，主要系可供出售权益工具633.19亿元，其中可供出售权益工具主要系公司对云桂铁路云南有限责任公司、滇西铁路有限责任公司、滇南铁路有限责任公司等铁路类公司的投资款，对云天化集团有限责任公司等化工类公司的投资款，投资的企业主要以云南省当地的国有企业为主；长期应收款为237.00亿元，主要系市县级扶贫平台公司转贷资金和融资租赁款，其中市县级扶贫平台公司转贷资金为公司作为全省统一的扶贫工作融资主体，负责统一向国开行、农发行办理政策性贷款后，再转借各市、县扶

贫平台公司所产生；长期股权投资 425.25 亿元，主要系公司持有中国长江电力股份有限公司和华能澜沧江水电股份有限公司等优质水电企业的股权以及持有富滇银行股份有限公司和红塔证券等金融企业的股权；固定资产为 227.38 亿元，主要系房屋、建筑物 108.92 亿元和机器设备 96.34 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 1,891.83 亿元。

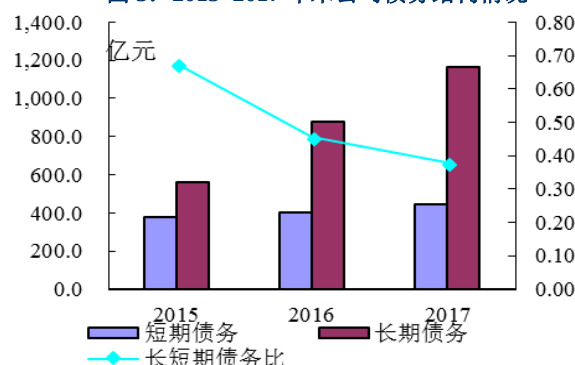
负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，且非流动负债占负债总额的比重有逐年增加趋势。流动负债方面，截至 2017 年末，公司流动负债为 562.49 亿元，占当期负债总额的比重为 32.25%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 28.48%、28.98%和 18.12%。短期借款为 160.19 亿元，主要系信用借款 105.55 亿元和保证借款 41.45 亿元；一年内到期的非流动负债为 163.00 亿元，主要系一年内到期的长期借款 65.96 亿元和一年内到期的应付债券 93.87 亿元；其他流动负债为 101.94 亿元，主要系公司发行的短期债券。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债为 628.93 亿元。

非流动负债方面，近年来，公司非流动负债呈现快速增长态势，截至2017年末，非流动负债为 1,181.54 亿元，占当期负债总额的比重为 67.75%，主要由长期借款和应付债券构成，上述科目占当期非流动负债的比重分别为 61.70%和 35.84%。长期借款为 728.98 亿元，主要系质押借款 243.44 亿元、信用借款 274.88 亿元和保证借款 198.12 亿元，长期借款规模较上年增加 256.62 亿元，主要系公司业务规模扩张、投资力度加大使得资金需求较高；应付债务为 423.48 亿元，主要系公司发行的 PPN、中票、私募债、公司债、企业债、非定向融资工具和美元债等金融品种。截至 2018 年 3 月末，公司的非流动负债为 1,198.65 亿元。

债务期限结构方面，近年来随着公司投资项目的增多，公司的债务规模呈现快速增长态势，截至 2017 年末公司债务总额分别为 1,608.50 亿元，较上年增长 25.24%，债务规模增速较快。2017 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）0.38 倍，较上年

下降 0.08 倍，债务规模期限结构有所优化但短期债务规模仍较大。

图 3：2015~2017 年末公司债务结构情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模持续增长，同时负债规模不断增加，得益于政府的支持所有者权益亦进一步增加；公司的资产主要以可供出售金融资产、长期股权投资和货币资金为主，资产质量较好。此外，虽然公司的债务期限结构有所优化，但公司的短期债务规模较大，公司面临一定的即期债务偿付压力。

盈利能力

受益于商贸、劳务板块和石油化工板块收入的增长，公司营业总收入快速增长，2017 年公司实现营业收入 895.17 亿元，同比增长 28.22%。其中商贸、劳务收入 690.78 亿元，较上年增长 39.15%；石油、化工收入 127.15 亿元，较上年增长 97.33%；投资收益 28.50 亿元，较上年减少 64.11%；电力资源收入 13.28 亿元，较上年减少 17.49%；制造业收入 11.59 亿元，较上年增长 26.32%；旅游业收入 9.24 亿元，较上年减少 7.91%。2018 年 1-3 月，公司营业总收入为 186.39 亿元，其中商贸、劳务收入 128.82 亿元、石油、化工收入 33.81 亿元、投资收益 6.00 亿元、电力资源收入 5.54 亿元、制造业收入 3.96 亿元、旅游业收入 2.50 亿元。

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 7.91%，较上年下降 8.80 个百分点，主要系 2016 年公司出让三峡金沙江川云水电开发有限公司股权获得的投资收益较多使得 2016 年毛利率较高和 2017 年商贸、劳务收入大幅度增加及该板块毛利率较低影响所致。2018 年 1-3 月，公司营业毛利率为 9.68%。

表 19：2015~2017 年和 2018 年 1-3 月公司营业总收入情况

单位：亿元、%

板块	2015		2016		2017		2018.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
制造业	8.65	10.80	9.18	11.38	11.59	28.28	3.96	25.23
电力资源	22.21	18.68	16.10	28.01	13.28	35.44	5.54	45.68
石油、化工	77.90	4.28	64.43	15.02	127.15	9.23	33.81	10.23
金融业	5.17	91.70	9.18	77.30	6.13	52.82	2.68	66.03
旅游业	10.85	42.66	10.04	49.24	9.24	42.81	2.50	45.58
房地产业	1.04	33.73	10.35	12.57	4.80	27.98	0.63	13.60
商贸、劳务	374.00	1.30	496.43	1.47	690.78	1.77	128.82	0.93
投资收益	35.36	100.00	79.40	100.00	28.50	100.00	6.00	100.00
其他业务	2.32	64.37	3.08	45.55	3.72	48.28	1.60	34.80
营业总收入	538.04	11.22	698.17	16.71	895.17	7.91	186.39	9.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年和 2018 年 1-3 月末公司期间费用分别为 69.21 亿元和 19.20 亿元，其中 2017 年期间费用较 2016 年增加 5.88 亿元。公司期间费用中主要由财务费用和管理费用构成，财务费用较大主要系公司有息债务规模较大而管理费用较大主要系公司管理结构层次较多所致。2017 年及 2018 年 1-3 月末，公司三费收入占比分别为 7.73% 和 10.30%，整体来看三费收入相对较低，期间费用控制能力相对较好。

表 20：2015~2018 年 3 月末公司期间费用情况

单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	5.93	8.81	10.66	2.30
管理费用	10.81	16.39	17.95	4.06
财务费用	6.14	38.13	40.60	12.84
三费合计	22.88	63.33	69.21	19.20
营业总收入	538.04	698.17	895.17	186.39
三费收入占比	4.25	9.07	7.73	10.30

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2017 年及 2018 年 1-3 月，公司利润总额分别为 11.89 亿元和 1.18 亿元，其中 2017 年利润总额较 2016 年减少 6.01 亿元。从利润总额构成上来看，主要由经营性业务利润、资产减值损失和其他收益构成。2017 年及 2018 年 1-3 月，公司经营性业务利润为-1.04 亿元和-1.59 亿元；同期，资产减值损失为-4.63 亿元和 0.21 亿元；同期，其他收益 6.36 亿元和 2.16 亿元。

总体来看，公司收入规模呈现增长态势，但受毛利率波动影响，公司净利润呈现先涨后跌的走势；此外，公司净利润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

从债务规模来看，近年来随着公司对铁路、电力等板块的投入，公司对外融资规模呈现明显增长的趋势。截至 2017 年末，公司总债务规模为 1,608.50 亿元，其中长期债务为 1,161.86 亿元，较上年增加 283.57 亿元；同期短期债务分别为 443.10 亿元，较上年增加 40.61 亿元。

获现能力方面，折旧、利息支出和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。2017 年公司 EBITDA 为 93.75 亿元，较上年增加 22.54 亿元；其中，同期利息支出为 57.46 亿元，较上年增加 18.62 亿元；同期，折旧为 22.66 亿元，较上年增加 10.16 亿元。从偿债能力指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 17.16 倍，较上年减少 0.88 倍；2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.37 倍，较上年减少 0.02 倍，公司 EBITDA 可对债务利息形成有效覆盖。

现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 60.97 亿元，公司经营活动净现金/总债务为 0.04 倍，较上年提高 0.02 倍；经营活动净现金/利息支出为 0.89 倍，较上年提高 0.47 倍，经营性现金流对债务本息覆盖情况有待提升。

表 21：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017
总债务（亿元）	942.18	1,284.31	1,608.50
EBITDA（亿元）	71.12	71.21	93.75
资产负债率（%）	66.29	69.93	67.79
长期资本化比率（%）	51.68	59.73	58.44
总资本化比率（%）	64.19	68.36	65.99
EBITDA 利息倍数（X）	1.33	1.39	1.37
总债务/EBITDA（X）	13.25	18.04	17.16
经营净现金流/总债务（X）	0.02	0.02	0.04
经营净现金流/利息支出（X）	0.40	0.42	0.89

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

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 2018 年 3 月末，公司获得各银行授信额度共计 2,112.12 亿元，已使用 1,071.77 亿元，有效剩余额度为 1,040.35 亿元，具有较好的备用流动性。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 45.78 亿元，其中，单笔担保金额较大的被担保企业为云南省国有资本运营有限公司，担保金额 30.00 亿元。

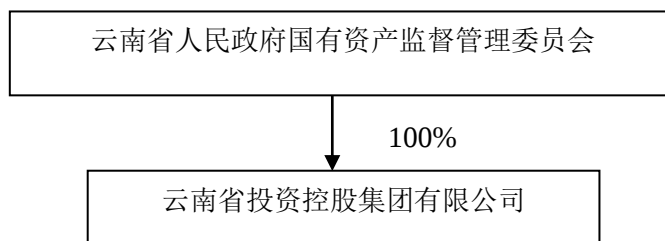
受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产总计 31.28 亿元，主要系长期股权投资账面价值 17.26 亿元、货币资金 6.48 亿元、可供出售金融资产账面价值 4.18 亿元和固定资产账面价值 2.46 亿元构成，受限资产总额占当期总资产的比重为 1.22%。

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 2018 年 3 月 31 日）

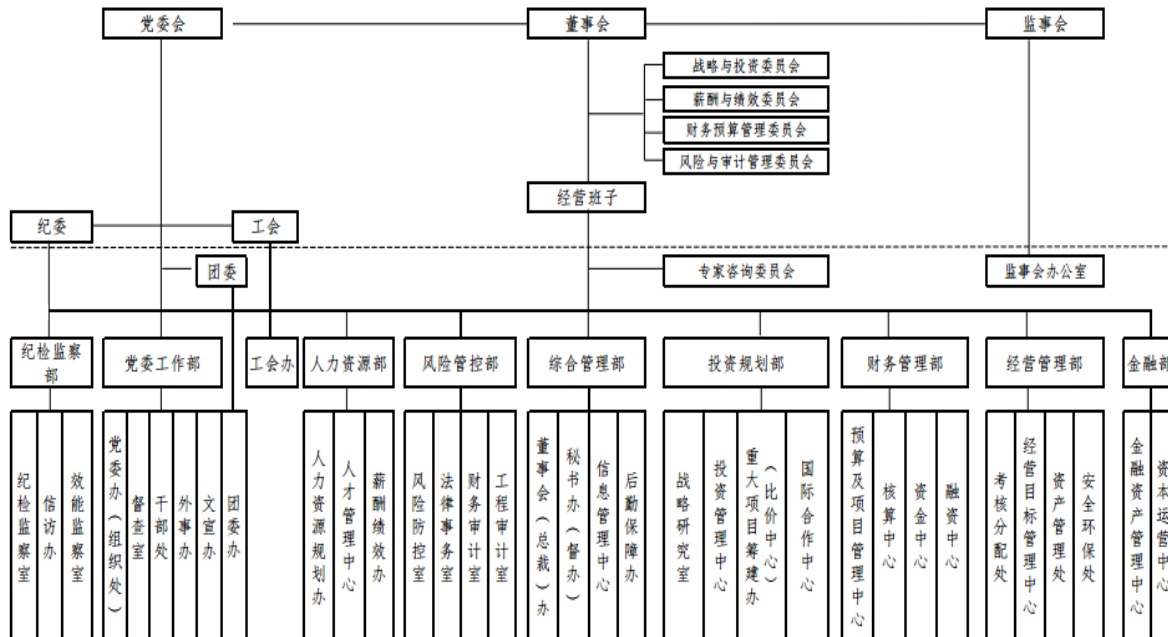


序号	企业名称	实收资本（股本） （元）	持股比例（%）	享有表决权 （%）	级次
1	云南省能源投资集团有限公司	11,659,997,623.80	83.08	83.08	二级
2	云南省旅游投资有限公司	500,000,000.00	100.00	100.00	二级
3	云南省铁路投资有限公司	16,989,440,000.00	72.082	72.082	二级
4	云南云景林纸股份有限公司	420,000,000.00	89.21	89.21	二级
5	云南省现代农林投资有限公司	234,767,200.00	74.12	74.12	二级
6	云南云投建设有限公司	500,000,000.00	99.00	99.00	二级
7	云南云投创新投资中心（有限合伙）	972,650,000.00	100.00	100.00	二级
8	云南省医疗投资管理有限公司	1,320,000,000.00	88.36	88.36	二级
9	云投文化发展（北京）有限公司	5,000,000.00	100.00	100.00	二级
10	中视云投文化产业投资有限公司	100,000,000.00	60.00	60.00	二级
11	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
12	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
13	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
14	云投旺世融资租赁有限公司	200,000,000.00	90.00	90.00	二级
15	云南石化燃气有限公司	1,166,813,542.01	100.00	100.00	二级
16	云南泰兴矿业有限公司	46,666,667.00	90.00	90.00	二级
17	云投国际（香港）有限公司	65,000,000.00	100.00	100.00	二级
18	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
19	云南云景符源贸易服务有限公司	20,000,000.00	89.21	89.21	二级
20	云南省扶贫投资开发有限公司	9,790,000,000.00	2.04	2.04	二级
21	云南省信息产业投资有限公司	60,000,000.00	100.00	100.00	二级
22	云南中以科技创新发展有限公司	153,000.00	100.00	100.00	二级
23	云南资产管理有限公司	2,000,000,000.00	100.00	100.00	二级
24	吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司	549,362,442.00	76.60	76.60	二级
25	云南西南招标有限公司	5,000,000.00	100.00	100.00	二级
26	云南云投融资租赁有限公司	200,000,000.00	100.00	100.00	二级
27	云南云投康养投资有限责任公司	1,000,000,000.00	100.00	100.00	二级
28	云南省体育产业投资有限公司	1,000,000,000.00	100.00	100.00	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，中诚信证评整理

附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）

云南省投资控股集团有限公司总部机构设置图



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）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	2,651,732.93	2,218,369.24	3,033,974.85	3,531,062.75
应收账款净额	318,560.16	411,148.31	459,841.51	564,279.44
存货净额	672,828.39	670,948.92	766,210.79	816,553.49
流动资产	5,248,829.56	5,608,483.20	7,254,194.70	8,189,926.81
长期投资	6,670,107.16	8,802,572.28	10,977,602.49	11,305,454.90
固定资产合计	2,618,385.27	2,926,414.30	3,906,818.34	4,016,345.53
总资产	15,589,989.59	19,772,461.62	25,728,791.36	27,108,205.52
短期债务	3,800,260.73	4,024,859.54	4,431,007.02	-
长期债务	5,621,567.80	8,818,253.56	11,653,983.83	-
总债务（短期债务+长期债务）	9,421,828.53	12,843,113.10	16,084,990.85	-
总负债	10,334,787.05	13,827,429.38	17,440,333.07	18,275,821.98
所有者权益（含少数股东权益）	5,255,202.55	5,945,032.24	8,288,458.28	8,832,383.54
营业总收入	5,380,444.65	6,981,705.85	8,951,740.60	1,863,933.02
三费前利润	283,159.50	1,138,609.33	681,736.50	176,134.63
投资收益	2,822.09	1,207.46	10,733.89	4,820.77
净利润	36,335.20	162,686.72	86,948.91	4,983.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	711,190.12	712,106.38	937,522.30	-
经营活动产生现金净流量	211,876.04	215,819.30	609,697.96	-177,596.34
投资活动产生现金净流量	-1,949,508.35	-3,971,209.69	-4,087,629.87	-577,731.85
筹资活动产生现金净流量	2,927,253.06	3,300,166.39	4,361,087.64	1,271,132.18
现金及现金等价物净增加额	1,190,185.84	-439,262.82	859,048.55	513,379.70
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	11.22	16.71	7.91	9.68
所有者权益收益率（%）	0.69	2.74	1.05	-
EBITDA/营业总收入（%）	13.22	10.20	10.47	-
速动比率（X）	1.01	1.01	1.15	1.17
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.02	0.04	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.05	0.14	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.40	0.42	0.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.33	1.39	1.37	-
总债务/EBITDA（X）	13.25	18.04	17.16	-
资产负债率（%）	66.29	69.93	67.79	67.42
总资本化比率（%）	64.19	68.36	65.99	-
长期资本化比率（%）	51.68	59.73	58.44	-

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、其他流动负债中短期应付债券调入短期债务，其他非流动负债中国开发展基金借款调入长期债务，长期应付款中的有息债务调入长期债务。

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

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。