

# 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）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 25 日

## 声 明

- 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。
- 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。
- 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。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021] 跟踪 1292 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及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 云投 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二一年六月二十五日**

**评级观点：**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 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 云投 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了云南省持续增长的区域经济、有力的股东支持、公司的重要战略地位、参股水电资产质量很高以及银行授信额度较为充足等因素对公司信用实力的支撑作用。中诚信国际同时关注到管理链条较长、面临较大的资本支出压力、总债务上升较快及财务杠杆较高等因素对公司未来经营以及整体信用状况的影响。

## 概况数据

云投集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,017.91	3,756.15	4,745.21	4,932.29
所有者权益合计（亿元）	986.25	1,289.35	1,678.42	1,763.78
总债务（亿元）	1,865.22	2,229.13	2,698.05	2,775.23
营业总收入（亿元）	1,089.89	1,283.32	1,786.20	481.05
净利润（亿元）	9.76	26.94	40.22	1.39
EBITDA（亿元）	107.26	137.76	178.87	--
经营活动净现金流（亿元）	39.54	69.36	74.73	-12.84
资产负债率(%)	67.32	65.67	64.63	64.24
云投集团（本部口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	957.27	1,021.04	1,630.99	1,657.32
所有者权益合计（亿元）	378.02	403.31	715.23	707.84
总债务（亿元）	504.61	543.14	774.29	792.97
营业总收入（亿元）	35.16	48.60	29.40	2.52
净利润（亿元）	9.23	7.49	21.69	-8.00
经营活动净现金流（亿元）	10.83	10.75	9.39	2.13
资产负债率(%)	60.51	60.50	56.15	57.29

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 正面

■ **持续增长的区域经济。**2020 年，云南省实现地区生产总值 24,521.90 亿元，同比增长 4.0%，持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **战略地位显著，能获得股东的有力支持。**公司是云南省政府下属最大的综合性投资主体，参股、控股公司多为关系云南省经济命脉的大型企业，在云南省经济发展中具有重要的战略地位。公司可获得股东在政策、资金等方面的持续支持，2020 年以来云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）陆续将云南省国有金融资本控股集团有限公司（以下简称“云南金控”）等多家公司股权注入公司，公司业务规模和多元化程度有所提升。

■ **参股水电资产质量很高。**公司下属公司云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）参股的澜沧江、金沙江等大

## 同行业比较

2020 年（末）部分投资控股企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	实收资本（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
广东恒健	2,995.77	1,764.66	227.17	41.09	513.28	57.52
云投集团	4,745.21	1,678.42	262.16	64.63	1,786.20	40.22

注：“广东恒健”为“广东恒健投资控股有限公司”简称；表中均为合并口径数据。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 云投 02	AAA	AAA	2020/06/24	10.00	10.00	2016/07/04~2021/07/04	-

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月 30 日，本次跟踪的公司债券募集资金已全部使用完毕，不存在违规使用情况。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏

观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度

增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

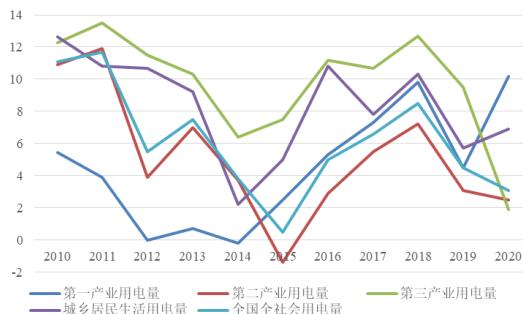
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020年初，新冠肺炎疫情对我国经济带来较大冲击，但随着复工、复产等的持续推进，我国经济稳步复苏，全国全社会用电量增速逐季回升，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时期内国内全社会用电量仍将保持低速增长**

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。其中，2020年新冠肺炎疫情导致我国一季度及上半年的全社会用电量增速均为负值，但随着复工复产、复商复市的持续推进，全国经济稳步复苏，新冠肺炎疫情对用电需求的影响逐渐得到缓解，加之农网改造和脱贫攻坚等举措的持续推进，共同带动我国全年全社会用电量同比增长3.1%。

图1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2020年的68.18%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2020年初，新冠肺炎疫情虽对我国经济以及全社会用电量带来较大冲击，但其随着复工复产等的持续推进已呈稳步复苏态势，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时期内国内全社会用电量仍将保持低速增长。

**2020年以来云南省经济实力稳步增强，为公司的发展提供良好的外部环境；省内用电需求保持高增速，水电消纳持续向好，火电发电量大幅增长；但云南省电力体制改革推进速度较快，市场竞争较为激烈，对省内发电企业电价水平形成较大影响**

近年来云南省地方经济保持较快发展，根据云南省2020年国民经济和社会发展统计公报，2020年全省地区生产总值（GDP）为24,521.90亿元，同比增长4.0%，增速高于全国水平1.7个百分点，其中，第一、二、三产业增加值分别同比增长5.7%、3.6%和3.8%。

经过多年的发展，云南省形成了以电力、烟草、矿产等产业为主导的工业体系格局。2020年云南省全部工业增加值5,457.96亿元，比上年增长2.4%，规模以上工业增加值增长2.4%，其中烟草制品业、电力业、有色金属冶炼和压延加工业增加值分别增长0.8%、6.5%和11.8%。在地区经济快速发展的同时，云南省固定资产投资规模稳步增长，投资结构趋于优化。2019年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长7.7%。

依托绿色能源优势，云南省加快打造“中国铝谷”和“世界光伏之都”，高耗能产业发展开始回升，带动省内用电需求持续增长，2020年，云南省全社

会用电量同比增长 11.8%，增速居全国第一，电力供需形势发生巨大转变。受益于此，云南省水电消纳持续向好，从 2016 年的弃水 314 亿千瓦时，到 2020 年控制在 25 亿千瓦时左右，同时，云南省火电发电量同比增长超过 30%。但云南省电力体制改革推进速度较快，2020 年省内电力市场化交易电量同比增长 22.3%，市场竞争较为激烈，对省内发电企业电价水平形成较大影响。

根据 2021 年云南省“四个一百”重点项目建设计划，2021 年云南省将实施重点建设项目共计 805 个，总投资 4.8 万亿元，年度计划完成投资 5,778.2 亿元。围绕交通基础设施、生态环境、公共卫生服务、行业区域投资等进行，为公司多元化的业务发展提供良好的外部环境。

### 2020 年以来，收购火电资产使得公司控股装机规模大幅增加，加之云南省电量消纳改善，公司发电量及上网电量均大幅提升；2020 年，参股水电站投产推动水电权益装机规模提升，投资收益及现金分红仍保持较大规模

公司电力生产与供应业务主要由下属子公司云南能投负责经营。2020 年，收购火电资产<sup>1</sup>推动云南能投可控装机容量增至 399.20 万千瓦，电源结构相对多元。受益于云南省电力需求增长，公司火电机组利用小时大幅提升，加之装机规模增长，公司火电上网电量同比大幅增加，进而推动了公司总发电量及上网电量的大幅提升。公司收购的火电资产上网主要通过市场化交易方式，电价水平较低，受其影响，2020 年公司火电平均上网电价同比下降。

公司水电资产主要为小水电，且全部参与市场竞争，电价水平处于全国较低水平，2020 年以来公司水电发电量及机组利用效率随所在流域来水增

加而小幅提升。2020 年，公司水电上网电价同比下降，主要系受疫情影响下游需求较弱使得市场化竞价较为激烈所致；2021 年 1~3 月，随着经济修复和用电需求增加，公司水电上网电价呈快速上升趋势。

随着用电需求以及促消纳政策的落实，2020 年以来公司新能源机组发电量有所增长，但由于新能源补贴到位滞后影响，应收电费补贴款规模持续增长，中诚信国际将持续关注公司新能源补贴到位情况。

表 1：近年来云南能投已投产可控和参股电力装机情况

指标	2018	2019	2020	2021.3
可控装机容量（万千瓦）	219.20	219.20	399.20	399.20
其中：煤电	120.00	120.00	300.00	300.00
水电	41.40	41.40	41.40	41.40
风电	37.00	37.00	37.00	37.00
垃圾发电	2.40	2.40	2.40	2.40
光伏	6.60	6.60	6.60	6.60
燃气	11.80	11.80	11.80	11.80
发电量（亿千瓦时）	48.49	60.73	129.36	47.09
其中：煤电	15.44	26.55	92.99	38.10
水电	15.58	12.94	14.35	2.79
新能源	17.46	21.24	22.02	6.19
上网电量（亿千瓦时）	47.71	58.51	121.13	44.05
机组利用小时（小时）	--	--	--	--
其中：煤电	1,287	2,213	3,100	1,270
水电	3,779	3,524	3,828	800
新能源	3,021	3,674	3,809	1,070
电煤采购均价（元/吨）	518.57	429.79	390.80	395.55
上网电价（元/千瓦时）	--	--	--	--
其中：煤电	0.2350	0.3901	0.3260	0.3381
水电	0.1800	0.1967	0.1826	0.2422
参股权益装机容量（万千瓦）	1,136.83	1,174.51	1,241.13	1,241.13
其中：参股水电	959.63	997.31	1,072.93	1,072.93
参股火电	177.20	177.20	168.20	168.20

注：因四舍五入存在尾数差异；2019 年起公司煤电上网电价统计口径包含长期备用补贴和调节电价，使得当期电价明显提升；2020 年火电相关业务数据假设曲靖电厂和红河电厂自期初已纳入合并范围。

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 2020 年 6 月，云南能投下属子公司云南省电力投资有限公司分别收购了东源曲靖能源有限公司（以下简称“曲靖电厂”，现更名为云南能投曲靖发电有限公司）55.4% 的股权以及云南大唐国际红河发电有限责任公司（以下简称“红河电厂”，现名云南能投红河发电有限公司）70% 的股权，目前公司已将曲靖电厂和红河电厂纳入合并范围。其中曲靖电厂原为云南东南煤业集团有限公司（以下简称“东南煤业”）子公司，公司收购 55.4% 股权的同时以 35% 折扣收购东南煤业和云南煤化工集团有限公司（以下简称“云煤化”）的债权，其中股权价值为 0，交易对价为 1

元，债权合计 11.93 亿元，交易对价为 4.18 亿元。红河电厂原为大唐国际发电股份有限公司全资子公司，公司通过北京产权交易所摘牌购买红河电厂 70% 股权，交易对价为 3.22 亿元。

两家电厂均位于云南省内，分别拥有 4 台和 2 台 30 万千瓦燃煤机组，合计装机容量 180 万千瓦，受此前年度云南省煤炭电煤采购价格较高以及机组利用效率较低影响，自 2007 年以来曲靖电厂经营持续亏损，目前处在资不抵债状态，红河电厂 2019 年以来虽实现扭亏为盈，但评估增值前也处于资不抵债状态。

云南能投参股了较多优质水电企业，每年可获得丰厚的投资收益以及现金分红。2020年，随着三峡金沙江云川水电开发有限公司（以下简称“云川水电”）在建的乌东德水电站陆续投产，2021年3月末公司水电权益装机规模增至1,072.93万千瓦。云川水电在建的乌东德和白鹤滩水电站合计装机容量为2,620万千瓦，乌东德水电站剩余4台机组将于2021年7月全部投产，白鹤滩水电站也将于2021年进入投运期，未来公司权益装机规模有望进一步上升。

**表2：截至2021年3月末云南能投主要参股水电企业情况（万千瓦，亿元）**

企业名称	持股比例（%）	已投产装机	市值/账面价值	2020年取得的现金分红
华能澜沧江水电股份有限公司	28.26	2,318.38	294.53	7.59
云南华电怒江水电开发有限公司	30.00	--	2.60	--
云南国投大朝山水电有限公司	10.00	135.00	1.77	--
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00	440.00	7.80	--
金安桥水电站有限公司	8.00	240.00	2.51	--
华能龙开口水电有限公司	2.00	180.00	0.53	--
华电鲁地拉水电有限公司	8.00	216.00	2.57	--
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00	300.00	4.68	--
中国长江电力股份有限公司	3.66	4,549.50	178.46	5.99
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00	680.00	61.91	--
云南滇能泗南江水电开发有限公司	39.00	20.10	1.18	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>9,078.98</b>	<b>558.54</b>	<b>13.58</b>

注：华能澜沧江水电股份有限公司（简称“华能水电”）、中国长江电力股份有限公司（简称“长江电力”）市值根据2021年3月31日收盘价格计算得出；其余企业为2020年末账面价值。

资料来源：公司提供

**公司作为云南省铁路基础设施建设的投资主体，持续获得云南省政府的大力支持；但目前在建铁路项目规模较大，建设资金主要来源于政府财政支持，资金及政策支持后续落实情况值得关注**

公司铁路投资工作由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。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，持续推动云南省与中国国家铁路集团有限公司合资建设的铁路项目。2020年，云南铁投完成铁路投资111.29亿元，未来尚面临一定投资支出压力。

**表3：截至2020年末公司主要在建铁路项目情况（亿元）**

项目	公司拟出资额	累计完成投资
大临铁路	43.48	47.08
大瑞铁路	38.60	38.29
玉磨铁路	101.42	101.42
弥蒙铁路	44.70	44.70
叙毕铁路（川滇段）	20.54	17.50
渝昆高铁	274.80	32.32
广大铁路补强及电气化改造	6.30	5.67
丽香铁路	15.84	15.84
<b>合计</b>	<b>545.68</b>	<b>302.82</b>

资料来源：公司提供

由于铁路投资业务公益性较强，云南省政府给予了云南铁投较大的财政支持。2020年云南铁投获得财政资金支持40亿元，其中资本金21.77亿元。此外，2020年4月云南铁投引入工银金融资产投资有限公司等3家投资者，注册资本由223.29亿元增至246.78亿元，资本实力进一步提升。

**表4：近年来公司铁路投资项目获得财政资金情况（亿元）**

年度	资本金	贴息收入	补贴收入	合计
2018	15.35	6.50	8.15	30.00
2019	24.81	6.60	8.59	40.00
2020	21.77	9.26	8.97	40.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营方面，现阶段云南铁投投资建成的铁路项目尚在运营初期阶段，根据国内已开通铁路项目情况来看，一般需要培育若干年后才能达到盈亏平衡点，因此近年来云南铁投下属铁路子公司尚未分红，该板块收益主要来源于财政资金贴息和补贴收入。2020年云南铁投昆玉铁路有限责任公司纳入云南铁投合并范围，其他铁路公司为云南铁投参股企业。截至2020年末，云南铁投合并口径总资产为646.75亿元，总负债为299.13亿元，资产负债率为46.24%，2020年营业总收入为4.08亿元，净利润6.46亿元，中诚信国际将持续关注公司获得的政府补助资金及政策支持的后续落实情况。

**2020年公司成品油贸易业务规模扩大，但毛利率水平低，经营持续亏损；燃气供应业务在曲靖市具有区域垄断优势，工业客户用气需求量下降导致收入减少；盐业板块资源优势突出，2020年收入保持稳定**

公司油气化工板块主要包括成品油销售、燃气供应和盐产品业务。云南石化燃气有限公司（以下简称“云南石化”）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”）是成品油销售业务的主要经营主体。截至 2020 年末，版纳石化自有在营 19 座加油站，租赁 1 座在建成品油库<sup>2</sup> 和总吨位为 482 吨的内河运输油船两艘及海关监管运油车队一支。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”）、河南延长石油销售有限公司等单位采购成品油，2020 年，版纳石化向元亨能源采购金额为 57.97 亿元，占采购总额 84.01%，占比较高，对元亨能源提供的成品油依赖较大。

成品油销售方面，云南石化下游成品油销售分为集团客户批发和加油站零售，其中以集团批发为主，约占收入的 90% 以上。结算方式方面，集团批发一般以按比例预收货款销售，加油站零售一般为现销，同时对部分单位客户进行赊销，赊销部分收入于次月收回。受 2020 年 4 月原油价格暴跌影响，公司 2020 年成品油销售均价大幅下滑；扩大贸易规模令成品油销售量大幅提升，板块收入仍实现较快增长。云南石化贸易业务毛利率低，加之负债水平较高，2020 年保持亏损状态，净利润为 -2.21 亿元，中诚信国际将对其未来持续经营情况保持关注。

**表 5：近年来公司成品油销售情况（万吨、元/吨）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售量	91.27	32.29	192.65	64.72
销售均价	5,096.51	5,259.56	3,428.75	3,401.89

资料来源：公司提供

燃气供应业务主要由云南云投中裕能源有限公司（以下简称“云投中裕能源”）负责运营。云投

<sup>2</sup> 红河州的建水油库（9 万方，一期 3.8 万方）目前正处于验收阶段，预计于 2021 年 7 月投运；公司另有位于西双版纳州的江北油库（0.46

中裕能源是曲靖市政府签约特许经营天然气的唯一供应商，在曲靖市燃气销售方面具有垄断地位，主要为城市居民、工业企业、商业服务业等提供燃气供应。云投中裕能源营业收入主要源自天然气销售收入，2020 年受疫情影响，工业企业用气需求及销售均价下降令其营业收入同比下降 27.13% 至 5.40 亿元。但受益于采购均价的下降，购销价差略有扩大。云投中裕能源主要客户包括主要客户包括南通长江油品销售有限公司、深圳南海石油联合服务物资有限公司、上海仁孚石化能源有限公司和师宗县沃来迪金属材料有限公司，2020 年上述客户销售收入占其营业总收入的 33.79%，结算方式主要为预付并按月结算。

**表 6：近年来公司燃气业务运营情况（亿立方米、元/立方米）**

	2018	2019	2020
采购量	1.84	2.57	1.70
采购均价	2.52	2.42	2.05
销售量	1.85	2.57	1.87
销售均价	2.87	2.59	2.51

资料来源：公司提供

公司盐产品业务主要由云南能投下属上市公司云南能源投资股份有限公司（以下简称“云南能投股份”）(002053.SZ) 负责运营。目前，云南能投股份是云南省唯一具有食盐生产和省级批发许可的企业，控制着云南省主要的盐矿资源，拥有昆明盐矿、一平浪盐矿、乔后盐矿和普洱制盐分公司四家盐矿的采矿权。2020 年云南能投股份持续丰富产品矩阵以应对盐改导致的市场竞争压力，将小袋盐产品聚焦划分为“臻品”、“尚品”、“臻选”、“经典”四大系列，新增 3 款低钠系列产品及 2 款腌制盐产品、1 款畜牧用盐舔砖产品，全年盐硝产品实现销售收入 10.88 亿元，同比保持稳定。

此外，云南能投股份下属云南省天然气有限公司是云南省天然气资源调控平台，在云南省多个州市以及滇中产业新区重点开展了 18 条天然气支（专）线管道项目，3 个应急气源储备中心项目和 1 个 CNG 母站项目。截至 2020 年末，云南省天然气有

万方）、关累油库（0.5 万方），受 2015 年“8·12 天津港爆炸事件”影响，两座油库于 2016 年保税资质到期后，至今处于停业状态。

限公司已取得普洱、富民等多个地区工业园区的燃气主体供应权，昭通、宣威、富民、通海等城市燃气特许经营权，河口跨境经济合作区天然气特许经营权以及玉溪研和工业园区、易门县工业园区范围内天然气管道项目特许经营权。但由于云能省天然气发展起步较晚，消费量在一次能源中消费占比较低，云南能投股份天然气业务规模较小，2020年实现收入3.49亿元。

**公司景区资源丰富，在区域市场保持较强竞争优势；2020年新冠疫情对旅游业冲击很大，接待人次和营业收入同比大幅下滑，经营亏损，后续经营恢复情况有待关注**

公司旅游业务主要由子公司云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）及其直接控股的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”）等负责运营，旗下旅游资源包括大理崇圣寺三塔（5A）、南诏风情岛（4A）、蝴蝶泉公园（4A）、鸡足山（4A）、洱海游船、苍山大索道、西双版纳野象谷（4A）、原始森林公园（4A）和勐景来傣寨（4A）等，旅游资源丰富，在区域内保持较强竞争优势。

2020年受新冠肺炎疫情影响，1月25日至4月末云南旅投旗下所有景区景点暂停运营，5月开始陆续复工，全年接待人数大幅下滑，当年云南旅投实现营业收入6.19亿元，同比下降34.43%，净利润亏损0.82亿元。随着疫情逐步缓和，云南旅投景区客流量逐步复苏，但2021年一季度仍呈亏损状态。公司将通过整合省内优质旅游资源、推进文化旅游产业链升级、拓展新业态、新模式、削减事务性的成本开支等方式提升盈利水平，中诚信国际将对云南旅投经营恢复情况保持关注。

**表7：近年来公司旅游业务运营情况（万人次、亿元）**

	类别	2018	2019	2020
大理旅游	接待人次	968.21	945.62	424.26
	营业收入	6.80	6.38	4.65
金孔雀	接待人次	357.73	370.48	222.17
	营业收入	2.47	2.34	1.35

资料来源：公司提供

**林纸业务具有较强的一体化优势；2020年以来纸浆销售价格有所下滑，清仓部分压库产品，销量有所提升**

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。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。截至2020年末，公司林业种植面积115.54万亩，其中自有人工原料林64.14万亩，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51.40万亩。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。

云景林纸主要业务包括纸浆、生活用纸、林产品、种苗、化肥等销售，其中纸浆业务收入占比约为80%左右。2020年以来公司纸浆产能保持稳定，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。纸浆销售方面，2020年前三季度受新冠疫情及经济增速放缓等影响，国内纸浆需求进一步下降，供需矛盾激化，纸浆价格有所下跌，公司于7~9月采取压库存销售措施；10月以来制品需求有所好转，纸浆价格上行，公司将之前部分压库商品销出，全年销量同比有所增加，但销售均价仍有所回落。同期云景林纸实现营业收入13.93亿元，净利润0.58亿元。受限塑令、禁废令等影响，2021年一季度以来纸浆价格快速上行，中诚信国际将对云景林纸纸浆销售情况保持关注。

**表8：近年来公司纸浆产销情况**

	2018	2019	2020
产能（万吨/年）	26.50	27.50	27.50
产量（万吨）	23.05	27.60	26.00
销量（万吨）	23.00	22.15	25.22
销售均价（元/吨）	5,468	4,352	4,206

注：上述数据不含生活用纸厂领用的纸浆数据，全部为外销的部分。

资料来源：公司提供

**公司贸易业务整体保持增长态势，毛利率处于较低水平；园林绿化业务盈利能力偏弱，后续盈利改善情况值得关注**

公司商贸劳务板块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、云南能投对外能源合作开发有限公司和云南能源达进出口有限公司负责运营，开展的能源贸易品种主要包括钢材、煤炭、金属、建筑材料及砂石料等。2020年公司贸易业务收入同比增长，但毛利率仍处于较低水平，其中受益于终端市场拓展力度的加大，钢材销量延续快速增长态势；煤炭贸易业务受下游需求偏弱等因素的影响销量同比下降。

**表 9：近年来云南能投主要贸易品种销量（万吨）**

品种	2018	2019	2020	2021.1~3
钢材	1,125.20	1,234.69	1,646.31	379.34
煤炭	1,554.84	1,465.89	1,062.81	546.29
铁矿石和建筑材料	131.50	-	-	-

资料来源：公司提供

此外，公司商贸劳务板块中园林绿化业务经营主体为云南云投生态环境科技股份有限公司（002200.SZ，以下简称“云投生态”）。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计了云投生态2020年财务报表并出具了带持续经营重大不确定性段落的无保留意见，该意见主要基于云投生态2018~2020年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为-1.98亿元、-1.04亿元及-1.84亿元，且其后续新增重大工程项目合同签订及资产结构优化事项尚在推进中。因此，继2020年6月之后，2021年4月29日，深圳证券交易所继续对其股票实施“其他风险警示”。云投生态称将推进砚山补左水库等四件水利基础设施PPP项目、遂宁仁里古镇海绵城市PPP项目等重点在手项目的建设、加大新项目拓展并优化财务结构以改善主营经营能力，中诚信国际将对其盈利能力改善情况保持关注。

**公司的医疗板块和大数据板块尚处于前期投资阶段，存在一定投资缺口；同时作为云南省易地搬迁扶贫项目的省级平台公司和公益类政策性投资公司，社会效益突出**

公司公共服务业务主要由云南省医疗投资管

理有限公司（以下简称“云南医投”）、云南省扶贫投资开发有限公司（以下简称“云投扶贫”）负责运营。云南医投作为云南教育卫生扶贫工程政府购买服务的提供者和国开行专项贷款承接主体，预计到2022年将完成103个现代职业教育工程建设项目和104个县级公立医院及妇女儿童医院建设规划项目。目前一期项目包括35个现代职业教育工程建设项目和24个县级公立医院及妇女儿童医院建设规划项目，二期目前尚未确定具体实施方案。截至2021年3月末，已完成32个现代职业教育工程建设项目和12个县级公立医院及妇女儿童医院建设项目，累计拨付专项资金208.18亿元，累计完成投资196.49亿元。截至2020年末，云南医投总资产232.47亿元，总负债204.83亿元；2020年实现营业收入5.85亿元，亏损1.93亿元，主要系新昆华医院尚处于市场培育期、阜外医院处于建设期<sup>3</sup>，计提折旧和财务成本较高所致。

**表 10：云南医投主要投资医院项目情况(万平方米、张、亿元)**

项目名称	规划总建筑面积	床位数	预计总投资	资本金	累计已投资	资本金来源
新昆华医院	38.18	3,300	23.69	5.40	18.07	自筹资金
云南省阜外心血管病医院和云阜国际心血管病医院	23.25	1,000	32.73	12.00	22.03	财政拨付

资料来源：公司提供

云投扶贫是云南省内唯一承接易地扶贫搬迁业务、涉农重点项目及重大民生工程的政策性投融资公司，公司持股比例1.68%，但由于云投扶贫章程约定公司董事会可决定云投扶贫经营计划和投资方案，可实现对云投扶贫控制，因而纳入合并范围。截至2020年末，云投扶贫总资产273.36亿元，所有者权益合计119.04亿元。因易地扶贫搬迁业务政策导向性强、市场化程度低、公益特征明显，云投扶贫目前暂无营业收入。

截至2020年末，云投扶贫累计向云南省121个县域公司投资270.90亿元，其中股权资金95.9亿元，国家低成本长期贷款资金175亿元，已基本完

<sup>3</sup> 云南医投仅负责阜外医院建设，不进行实际运营。

成投资。根据下拨资金的情况及各县（市、区）平台公司股权确权工作完成后，云投扶贫对各县（市、区）平台公司形成的股权关系为控股 54 家，参股 67 家。此外，在完成异地扶贫搬迁业务的同时，云投集团亦探索扶持产业扶贫项目，出资引入中央企业贫困地区产业投资基金在云南设立了规模 10 亿元的子基金，由云南云投股权投资基金管理有限公司作为基金管理人。目前，该基金已完成 10 亿元额度投资。

此外，公司还推进大数据板块的建设及运营工作，主要由云南省信息产业投资集团有限公司负责运营，目前主要建设项目为云上云•云南省信息化中心项目。该项目包括省政务信息中心（含电子政务云中心、电子政务数据中心）、电子政务专网中心（含十二金预留区）、省行业大数据中心及两亚丝路大数据中心，总建筑面积约 13 万平方米，总投资为 22.44 亿元，截至 2021 年 3 月末，首期项目已完成投资 2.50 亿元，未来仍存在一定投资支出压力。

### 参股金融公司有助于增强资产流动性；随着云南金控的划入，公司金融业务规模大幅增长

金融业务方面，子公司云南能投以云南能源金融控股有限公司（后更名为云南能投资本投资有限公司，以下简称“云能资本”）为金融业务的主要平台，形成了包括云能资本及其下属子公司云能融资租赁（上海）有限公司、深圳云能基金管理有限公司、云能商业保理（上海）有限公司各项业务在内的多业务相结合模式，业务范围涵盖债权投资、股权投资、融资租赁、基金管理、商业保理等金融投资业务，同时，云能资本还参股了华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）等金融企业。截至 2020 年末，云能资本总资产 159.81 亿元，所有者权益 99.17 亿元；2020 年实现营业收入 13.55 亿元，净利润 6.09 亿元。

此外，公司全资子公司云南省资产管理有限公司（以下简称“资管公司”）是云南省唯一一家省政府批准成立，以处置银行业不良贷款等不良信贷资

产和非信贷资产为目的的区域性资产管理公司。截至 2020 年末，资管公司总资产 50.05 亿元，所有者权益 20.99 亿元；2020 年实现营业收入 3.17 亿元，净利润 1.08 亿元。2020 年 10 月 24 日，云投资管与大华（集团）有限公司（以下简称“大华集团”）和上海申新（集团）有限公司（以下简称“申新集团”）签署《增资扩股协议》，增资扩股后公司持有资管公司 36% 股权、大华集团和申新集团持股 32%，增资额合计 42.9 亿元且于 2021 年 3 月 24 日全部到位。

参股公司方面，公司持有富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）、红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）和中银国际证券股份有限公司（以下简称“中银国际”）等金融企业股权，能够实现较为丰厚的投资收益。2021 年以来公司陆续减持所持中银国际 55,661,901 股股份，回笼资金 4.73 亿元，取得投资收益 2.58 亿元，截至 6 月 10 日对其持股比例降至 6.18%。

表 11：公司金融板块主要参股公司经营情况（亿元、%）

参股公司名称	截至 2020 年末持股比例	2020 年贡献投资收益	2020 年现金分红（含税）
富滇银行股份有限公司	16.00	1.08	-
红塔证券股份有限公司	18.00	0.65	0.65
中银国际证券股份有限公司	8.18	0.72	0.07

资料来源：公司提供

此外，根据云国资产权[2020]75 号文件，云南省财政厅将持有的云南金控 100% 股权注入公司。云南金控成立于 2019 年 6 月，注册资本 150 亿元，云南省财政厅以现金和股权出资，首期注册资本金 70 亿元。云南金控定位为省级国有金融资本集中统一运营管理专业化平台，主营业务为国有金融资本投资、运营、管理，资本运作和资产管理，受托管理专项资金等。截至 2020 年末，云南金控总资产 117.94 亿元，当年实现收入 5.62 亿元、利润 0.91 亿元，并纳入公司合并报表范围，目前相关股权变更事项仍在办理中。随着云南金控的划入，公司金融业务规模大幅增长。

### 2020 年以来陆续获得戎合控股、贵金属集团股权，

## 公司多元化程度有所提升

2020年5月25日，公司与云南省贵金属新材料控股集团有限公司（以下简称“贵金属集团”）的控股股东云南锡业集团（控股）有限责任公司（以下简称“云锡控股”）签订股权转让协议，以非公开协议方式获得贵金属集团100%股权，股权转让款为31.70亿元，上述股权转让及相应的工商变更登记手续已于当年10月完成，贵金属集团成为公司全资子公司。截至2020年末，贵金属集团总资产为101.79亿元，所有者权益34.22亿元；2020年实现营业收入318.83亿元，净利润3.07亿元。贵金属集团主要运营主体贵研铂业股份有限公司（以下简称“贵研铂业”，股票代码：600459.SH）建立了较完整的贵金属产业链体系，是国内唯一在贵金属材料领域拥有系列核心技术和完整创新体系、集产学研为一体的上市公司，业务领域涵盖了贵金属合金材料、化学品、电子浆料、汽车催化剂、工业催化剂、金银及铂族金属二次资源循环利用、贵金属商务贸易和分析检测等，生产各类产品涵盖390多个品种、4,000余种规格。

**表 12：贵研铂业近年来各业务经营情况（吨、亿元）**

业务名称	2018	2019	2020	2021.1~3
贵金属产品销量	647.80	678.30	788.92	--
贵金属产品收入	59.43	96.87	131.71	38.55
贵金属再生资源材料销量	1,326.83	1,369.49	1,367.52	--
贵金属再生资源材料收入	26.16	28.76	30.19	18.83
贵金属供给服务销量	1,685.19	1,809.15	1,572.43	--
贵金属供给服务收入	84.60	87.45	126.91	29.34

资料来源：贵研铂业年报

2020年11月，公司公告称收到文件通知（云国资产权[2020]216号），云南省国资委将其所持云南省戎合投资控股有限公司（以下简称“戎合控股”）90%股权注入公司，相关股权变更已于2020年12月完成。戎合控股是以云南民爆集团有限责任公司（以下简称“民爆集团”）等公司合并成立的

<sup>4</sup>公司将持有的康旅集团50.59%股权除财产权、处置权之外的股东权利，包括股东提案权/召集权、董事/监事提名/表决权、股东会表决权等均授权委托云南省国资委行使；同时，公司暂不向康旅集团委派董事、监事及高级管理人员，康旅集团原管理方式不发生变化，仍然作为云南省直属骨干企业由云南省国资委直接管理，因此康旅集团

集团公司，下属参控股公司14家。其中，民爆集团是中国最大的民爆器材生产企业，拥有国内最先进的炸药、雷管、索类等民爆器材生产装备和生产技术，产品门类齐全，工业雷管市场占有率超过10%。此外，戎合控股还兼营特种装备、高端装备的研发制造等业务，截至2020年12月31日，戎合控股总资产为94.88亿元，所有者权益为54.92亿元，2020年实现营业总收入46.03亿元，净利润1.98亿元。上述股权注入有助于公司提升多元化程度，但中诚信国际也注意到，公司下属业务板块较多，行业分散，合并范围内企业数量众多导致管理链条较长给公司带来较大管理压力。

## 2020年云南省国资委将其持有的康旅集团股权注入公司，其成为公司参股企业；公司对康旅集团资金拆借、委托贷款及担保金额较大

2020年5月，公司发布公告称，根据云国资产权[2020]62号文件，云南省国资委将其持有的康旅集团50.59%股权注入公司，但康旅集团管理方式不变，仍由云南省国资委直接管理，亦不纳入公司财务报表合并范围<sup>4</sup>，此次股权注入将使得公司间接持有上市公司股权<sup>5</sup>。2021年1月，康旅集团公告称完成增加注册资本金事项工商变更登记，注册资本增至61.42亿元，公司对其持股比例降至44.92%，康旅集团仍为公司参股企业。

截至2020年末，康旅集团总资产为2,808.56亿元，总负债为2,099.41亿元；2020年营业总收入为314.48亿元，净利润为-14.06亿元。公司对康旅集团借款账面余额为55.96亿元，已计提坏账准备192万元；委托贷款余额12.00亿元，已计提减值准备0.41亿元；担保余额20.00亿元，资金拆借、委托贷款及担保金额较大，且康旅集团债务压力较大，盈利能力及经营回款有所弱化，资产处置和债权清收进度仍存在一定不确定性，中诚信国际将对其生

<sup>4</sup>控股股东仍为云南省国资委，亦不纳入公司财务报表合并范围。

<sup>5</sup>截至2021年3月末，云南省康旅控股集团有限公司直接持有上市公司云南城投（600239.SH）39.87%股权和闻泰科技（600745.SH）3.76%股权。

产经营情况以及对后续公司对其的拆借资金收回及担保情况保持关注。

## 财务分析

以下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 2018 年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中带息部分计入债务；使用的合并口径 2018 年财务数据经追溯调整，为 2019 年审计报告期初数。

**2020 年资产注入及贸易规模扩大带动公司营业总收入稳步提升，投资收益、金融资产公允价值提升及政府补助为其利润提供了较好支撑，但较大的费用支出对利润造成一定侵蚀；2021 年一季度利润总额同比提升**

2020 年，公司营业总收入同比有所提升。具体

来看，受益于钢材贸易终端市场拓展力度的加大，商贸、劳务板块收入延续增长态势，但毛利率相对较低。油气化工业务方面，受扩大贸易业务量影响，2020 年板块收入大幅增加，但毛利率有所下降。电力资源板块收入随着上网电量增加，但受新收购红河电厂和曲靖电厂的影响，燃料成本对利润侵蚀较为严重，毛利率水平明显下降。投资收益主要来自参股电力企业以及富滇银行、红塔证券和中银证券等参股金融企业，受益于参股电力企业较高的盈利水平，2020 年获得的投资收益保持在较高水平。公司房地产业务规模较小，板块收入受单个项目结转周期影响波动较大，受新冠疫情影响，同期项目结转较少令收入同比大幅下降。此外，2020 年贵金属集团、戎合控股等公司纳入公司合并范围，制造业收入同比大幅增长。由于毛利率较低的贸易类收入占比提升，2020 年公司营业毛利率有所下降。2021 年一季度，公司除旅游业板块持续性受疫情影响外，其他板块有不同程度恢复，营业总收入同比大幅增长，但贸易板块毛利率下降令整体毛利率有所下降。

表 13：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

板块	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
制造业	13.30	29.13	11.42	23.97	233.51	5.40	89.99	5.65
电力资源	18.26	34.07	20.28	35.28	32.12	15.23	13.55	26.51
石油、化工	131.83	9.49	121.07	12.43	240.48	10.75	68.49	8.96
金融业	8.34	100.00	8.36	100.00	21.62	100.00	5.03	100.00
旅游业	9.90	41.32	10.49	30.68	4.95	2.05	1.45	7.62
房地产业	14.62	22.04	43.05	20.16	6.10	39.88	2.01	16.43
商贸、劳务	843.11	1.32	983.90	1.09	1,161.18	1.18	273.55	0.67
投资收益	44.05	100.00	77.12	100.00	68.10	100.00	13.93	100.00
其他收入	6.47	67.93	7.62	42.26	18.14	60.92	13.04	21.20
<b>营业总收入/</b>	<b>1,089.89</b>	<b>8.98</b>	<b>1,283.32</b>	<b>10.62</b>	<b>1,786.20</b>	<b>8.97</b>	<b>481.05</b>	<b>8.07</b>

注：由于四舍五入原因，各业务板块收入加总可能不等于各年度营业总收入。

资料来源：公司财务报告

公司子公司数量庞大，管理层级及员工较多，使得以职工薪酬为主的管理费用支出较多，且 2020 年随着并表企业增加而同比上升；同时持续上升的债务规模使得财务费用亦持续增加，期间费用率处于较高水平，对盈利形成了一定侵蚀，经营性业务利润有所下降。此外，资产减值损失和公允价值变动收益对利润总额影响较大，其中，2020 年公司坏

账损失为 11.53 亿元，主要为对云南东源昭通煤业有限公司、云南省煤炭供销总公司、玉溪市东方煤业有限公司等的其他应收款发生的坏账损失。公允价值变动收益主要源自所持红塔证券股权公允价值提升。2020 年投资收益有所下降，主要系 2019 年以持有的云南铜业（集团）有限公司股权置换中国铜业有限公司股权实现的 8.57 亿元投资收益为

一次性事项，不具有可持续性所致。此外，公司与日常经营活动和收益有关的政府补助计入其他收益，2020年同比有所增长，对利润形成了有力补充。整体来看，2020年公司盈利保持处于较好水平。2021年一季度公司利润总额同比增长，经营情况仍较为稳健。

**表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	10.16	10.88	14.73	3.37
管理费用	21.86	25.94	43.71	10.03
财务费用	56.98	66.05	74.31	23.41
期间费用合计	88.99	102.87	132.75	36.80
期间费用率	8.17	8.02	7.43	7.65
经营性业务利润	13.84	39.54	33.05	3.71
资产减值损失	5.51	16.16	18.68	0.73
公允价值变动收益	2.38	-1.70	25.02	-0.30
投资收益	4.47	11.66	4.71	0.79
其他收益	8.01	9.12	13.19	3.28
利润总额	14.66	31.70	45.10	3.60
EBITDA	107.26	137.76	178.87	--
EBITDA 利润率	9.84	10.73	10.01	--
总资产收益率	3.29	3.48	3.49	--

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用。

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，云投集团本部营业收入主要为利息收入和子公司分红，2020年随投资收益减少<sup>6</sup>而有所下降，但较大规模的财务费用对母公司利润总额形成了一定侵蚀，其中2021年一季度财务费用同比提升31.44%。2020年及2021年一季度，母公司的营业总收入分别为29.40和2.52亿元；同期利润总额分别为21.69亿元和-8.00亿元。

**表 15：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
营业收入	35.16	48.60	29.40	2.52
财务费用		29.27	29.46	10.08
期间费用合计	25.89	31.79	31.10	10.47
公允价值变动收益	-	0.13	23.82	-
利润总额	9.23	7.49	21.69	-8.00

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

**公司总资产规模快速增长，但债务规模亦不断上升，债务控制、资金周转及对外拆借款回收情况值得关注**

<sup>6</sup>2019年12月18日，红塔证券公告称收到董事庞浩峰先生递交的辞职报告。因此，公司对持有红塔证券股权终止权益法核算，转为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

## 注

受铁路、扶贫、医疗项目投入增加以及康旅集团等资产划入影响，2020年以来公司资产规模保持快速增长态势，其中非流动资产占比保持在70%左右，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。可供出售金融资产主要为对康旅集团、云天化集团有限责任公司、云南冶金集团股份有限公司<sup>7</sup>、云贵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公司的投资款项，随着公司铁路投资项目的稳步推进及康旅集团的划入，2020年末同比大幅增长。长期股权投资主要为对长江电力、华能水电、云川公司、富滇银行、华能资本等的投资，该部分股权为公司营业收入中投资收益的主要来源，2020年随云南能投对参股水电企业追加投资及投资收益增加而增长。固定资产主要为房屋建筑物和煤电机器设备。在建工程包括云投扶贫的教育卫生扶贫补短板项目投资、阜外医院、云上云信息化项目的建设投入等，截至2020年末云投扶贫的教育卫生扶贫补短板项目投资在建工程的比重超过50%。此外，公司作为云南省扶贫工作的融资主体，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，截至2020年末公司长期应收款中应收121家市、县级扶贫平台公司转贷资金175.00亿元。

流动资产主要以货币资金、其他流动资产为主。2020年以来货币资金随投融资变化有所波动，其中受限货币资金为27.85亿元，主要为各类保证金及诉讼冻结资金。其他流动资产主要包括短期委托贷款、理财产品等，2020年公司收回部分委托贷款令其有所下降，其中短期委托贷款年末余额为64.23亿元，主要为对康旅集团、云南省建设投资控股集团有限公司等云南省内企业的贷款。2020年公司对康旅集团借款令年末其他应收款大幅增加，对资金

<sup>7</sup>2019年，云南能投将所持云南冶金集团股份有限公司32.95%股权转让给中国铜业注册资本31.61亿元。

形成较大占用，其中对康旅集团借款账面余额为 55.96 亿元，中诚信国际将对其账款回收情况保持关注。

表 16：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	374.28	399.80	425.63	413.78
应收账款	74.37	89.83	147.71	159.97
存货	62.51	72.55	149.92	170.37
其他应收款	73.41	137.37	160.99	167.45
其他流动资产	111.74	136.92	106.41	99.55
<b>流动资产</b>	<b>842.80</b>	<b>998.96</b>	<b>1,210.41</b>	<b>1,245.64</b>
无形资产	42.81	169.46	218.72	217.59
长期应收款	268.46	279.44	275.00	272.81
可供出售金融资产	784.93	828.28	1,307.93	1,272.71
长期股权投资	501.66	702.13	777.09	890.67
固定资产	259.28	295.63	383.05	377.27
在建工程	213.33	278.68	311.28	329.19
<b>非流动资产</b>	<b>2,175.10</b>	<b>2,757.19</b>	<b>3,534.81</b>	<b>3,686.66</b>
<b>总资产</b>	<b>3,017.91</b>	<b>3,756.15</b>	<b>4,745.21</b>	<b>4,932.29</b>

注：可供出售金融资产含持有至到期投资，2021 年 3 月末可供出售金融资产为其他权益工具投资和其他非流动资产合计数。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

在资产规模大幅增长的同时，公司以带息债务为主的负债规模也不断增长。长期借款主要为保证借款、质押借款以及信用借款，截至 2020 年末信用借款占比约为 40%。2020 年公司加大直接融资力度，发行了中期票据、公司债、企业债、非公开定向债务融资工具和美元债等金融产品，年末应付债券同比大幅增长，其中美元债合计 68.05 亿元人民币；2021 年以来公司主要融资手段转向短期借款，加之长期债务陆续临近到期，一年内到期的非流动负债规模处于相对高位，短期债务占比有所上升，但应付债券为主的长期债务在总债务中的占比仍在 60% 以上，符合公司投资项目对长期资金的需求特点。除有息债务外，以应付工程款为主的应付账款随着项目建设的推进亦呈增长态势。长期应付款中的专项应付款主要为省级专项扶贫资金。

表 17：近年来公司债务结构情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	73.50	90.32	125.89	118.17
其他应付款	46.51	75.69	87.56	93.10
短期借款	222.14	195.63	356.73	450.01
其他流动负债	187.22	203.12	235.23	211.17
一年内到期的非	252.44	284.50	375.02	363.51

流动负债				
长期借款	707.37	876.00	977.62	991.73
应付债券	460.10	597.23	647.05	645.39
长期应付款	23.98	50.35	110.08	115.19
短期债务	676.23	714.75	1,006.96	1,080.00
长期债务	1,188.99	1,514.38	1,691.09	1,695.23
<b>总债务</b>	<b>1,865.22</b>	<b>2,229.13</b>	<b>2,698.05</b>	<b>2,775.23</b>

注：部分数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和少数股东权益构成，2021 年 3 月末占比分别为 14.86%、20.13% 和 59.12%，所有者权益稳定性一般。其他权益工具为公司本部发行的永续中期票据、可续期公司债券及债权融资计划，2021 年 3 月末为 105.00 亿元。2020 年受康旅集团、云南金控和戎合控股股权划入以及收到云南财政厅拨入铁路专项资金等影响，年末公司资本公积大幅增长。但整体来看，资产负债率和总资本化比率仍保持在相对高位，且若将其他权益工具划分至债务，公司财务杠杆水平将进一步提升，2021 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 66.37% 和 63.46%。

表 18：近年来公司资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
实收资本	262.16	262.16	262.16	262.16
少数股东权益	596.83	869.26	954.33	1,042.75
资本公积	14.65	40.68	340.95	355.09
其他权益工具	115.00	115.00	115.00	105.00
所有者权益	986.25	1,289.35	1,678.42	1,763.78
<b>资产负债率</b>	<b>67.32</b>	<b>65.67</b>	<b>64.63</b>	<b>64.24</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>65.41</b>	<b>63.35</b>	<b>61.65</b>	<b>61.14</b>

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，其总资产主要由对子公司及联营、合营企业的长期股权投资、货币资金、其他应收款和可供出售金融资产组成，其中长期股权大幅增长，主要系公司对云南铁投、云景林纸等主业板块投资增加、戎合控股和云南金控股权注入以及收购贵金属公司股权所致。其他应收款主要为对外拆借款，其中对康旅集团和云锡控股拆借款分别为 55.96 亿元和 10.00 亿元。负债方面，母公司债务规模逐年上行，其中近年来持续较大的融资规模为母公司各类投资业务的开展提供有力支撑，但同时也为其带来较大的债务负担。云投集团母公司口

径所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2020 年康旅集团等股权划入今年末所有者权益大幅增加。

**表 19：近年来母公司资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	81.25	37.24	57.17	44.70
其他应收款	172.08	187.91	241.82	264.31
长期股权投资	565.56	595.19	828.43	843.03
<b>总资产</b>	<b>957.27</b>	<b>1,021.04</b>	<b>1,630.99</b>	<b>1,657.32</b>
其他应付款	71.49	73.45	137.32	152.22
应付债券	189.65	201.75	249.96	271.95
短期债务	246.49	259.75	427.28	406.96
长期债务	258.12	283.39	347.01	386.01
总债务	504.61	543.14	774.29	792.97
其他权益工具	115.00	115.00	115.00	105.00
<b>所有者权益</b>	<b>378.02</b>	<b>403.31</b>	<b>715.23</b>	<b>707.84</b>
资产负债率	60.51	60.50	56.15	57.29
总资本化比率	57.17	57.39	51.98	52.84

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

**随着业务规模迅速扩大，公司投资活动现金流缺口较大，目前经营活动现金流尚不能完全满足自身的资金需求，高度依赖外部融资使得其筹资活动现金净流入保持在较高水平；由于债务规模快速扩张，整体偿债能力有待提升**

公司控股水电、火电资产获现能力较好但规模较小，同时物资贸易业务规模较大，经营活动净现金流一定程度上受应收账款、应付账款、预付款项等往来款的影响，2020 年净流入同比增长；2021 年一季度，受季节性因素影响呈净流出状态。公司投资活动主要包括铁路建设投资、电力投资、扶贫工作和理财产品购买等。近年来持续较大的对外投资使得公司承担了较重的投资支出压力，资金缺口较大，为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，2020 年投资活动现金净流出及筹资活动现金净流入规模均有所扩大。

2020 年受益于利润水平提高，EBITDA 对债务本息覆盖程度有所提升。但随着债务规模的快速扩张及融资成本的升高，叠加资本化利息支出增加，经营活动净现金流对利息覆盖程度有所下降，且扣除股利和利息的经调整后的经营活动净现金流无

法覆盖总债务，整体偿债能力仍有待提升。

**表 20：近年来公司现金流及偿债能力情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	39.54	69.36	74.73	-12.84
投资活动净现金流	-309.31	-324.46	-421.22	-23.03
其中：取得投资收益收到的现金	6.77	7.96	10.69	2.12
筹资活动净现金流	336.32	268.45	366.16	19.62
总债务/EBITDA(X)	17.39	16.18	15.08	-
(CFO-股利) / 总债务(%)	-3.11	-2.49	-2.48	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.24	1.44	1.50	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.46	0.73	0.63	-
货币等价物/短期债务	0.59	0.66	0.56	0.50

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

公开债务到期分布方面，2021 年公司需偿还债务 300 亿元人民币和 6.59 亿美元，到期债务规模较大，中诚信国际将对公司资金周转及债务偿付安排保持关注。

**表 21：截至报告出具日公司本部及控股子公司公开市场债务分布情况（亿元）**

到期时间	2021	2022	2023	2024 及以后
云投集团	155.50	99.00	220.00	33.00
云南能投	135.00	122.90	140.00	20.00
云南铁投	9.50	25.00	19.00	11.00
云投资管	-	-	5.00	-
云南电投	-	6.50	-	-
<b>合计</b>	<b>300.00</b>	<b>253.40</b>	<b>384.00</b>	<b>64.00</b>
云投集团美元债（亿美元）	-	6.00	-	-
云南能投美元债（亿美元）	6.59	2.93	2.93	-
<b>合计</b>	<b>6.59</b>	<b>8.93</b>	<b>2.93</b>	<b>-</b>

注：假设当期面临回售债券全额回售。

资料来源：公开资料整理

母公司口径方面，投资活动净现金流由于公司本部对外投资及扶贫工作转贷款等支付持续保持大额净流出；借款力度加大以满足投资需求令筹资活动现金净流入规模扩大。随着母公司总债务规模的快速增加，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱，整体偿债压力较大。不过，母公司持有红塔证券、中银证券等上市公司部分股权，对其偿债提供了一定保障。

**表 22：近年来母公司口径现金流及偿债能力情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	10.83	10.75	9.39	2.13
投资活动净现金流	-114.03	-77.64	-188.85	-18.04

其中：取得投资收益收到的现金	10.13	1.93	6.22	0.77
筹资活动净现金流	173.48	22.66	199.47	3.45
总债务/EBITDA(X)	15.85	14.52	14.11	-
(CFO-股利) /总债务(%)	-3.36	-4.18	-4.02	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.42	1.27	1.68	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.48	0.37	0.29	-

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

## 充足的外部授信和畅通的融资渠道为公司债务偿还提供有力支撑

公司与银行等金融机构合作关系良好，截至2020年末，合并口径共获银行授信总额3,813.34亿元，其中未使用额度1,863.93亿元，财务弹性极强。此外，2020年5月，公司获得第一类成熟层TDFI资格，直接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至2020年末，公司对外担保余额为82.25亿元，其中担保金额较大的被担保企业包括云天化集团有限公司、康旅集团等国有企业和叙镇铁路有限责任公司等项目公司，中诚信国际将对公司对外担保的代偿风险情况保持关注。此外，截至2020年末，公司本部不存在影响正常经营的重大未决诉讼，或有风险可控。

表 23：截至 2020 年末公司主要对外担保情况

被担保人	担保余额(亿元)
叙镇铁路有限责任公司	20.18
云南省康旅控股集团有限公司	20.00
云南省国有资本运营有限公司	10.00
云天化集团有限公司	8.00
滇南公司铁路有限责任公司	6.79
老中铁路有限公司	5.50

资料来源：公司提供

公司受限资产主要为房屋设备、土地使用权、景区收费权、股权等用于抵质押获得银行借款的资产，截至2020年末余额为185.15亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的人民银行出具的《企业信用报告》资料显示，2018~2021年5月8日，公司本部无不良信贷信息。根据公开资料，公司未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 外部支持

**公司在云南省战略地位突出，业务发展在资金、政策等方面能够获得省政府的大力支持**

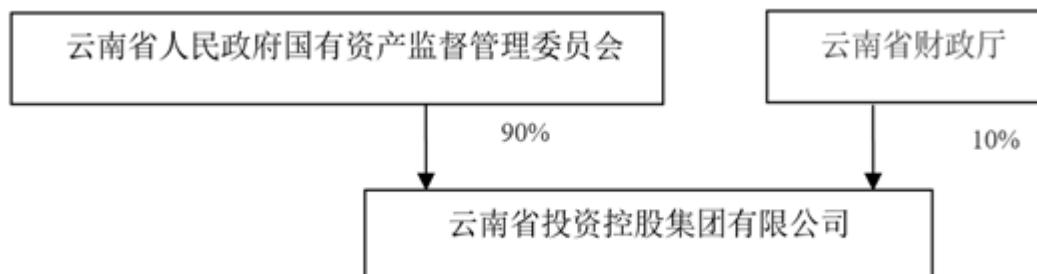
公司是由云南省国资委、云南省财政厅履行出资人职责的大型国有独资企业，为云南省政府推进全省经济社会发展的战略工具，其重要使命是在云南省全面建设小康社会的历史进程中，着力解决省政府关心、关系全省发展大局的重大问题。公司参股的云南能投、云南铁投、云南城投、云南医投、云南旅投、云南石化、云投扶贫等多为关系云南省经济命脉和民生的企业，同时公司还代表云南省参股与国家部委和央企的合作项目，在云南省经济中具有重要的战略地位。

作为云南省政府下属的综合性投资公司和投资主体，公司在政策及资金等方面获得了有力支持，对投资项目有优先选择权，并与政府各级部门保持了良好的合作关系，在资金和业务方面得到了股东的大力支持。2018~2020年分别获得政府补助8.06亿元、9.11亿元和12.86亿元；2021年2月及5月，公司先后收到国家资本金各10亿元；4月收到铁路专项资金20亿元。同时2020年省内资产的陆续划入将进一步提升公司多元化程度、业务规模以及资本实力。

## 评级结论

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AAA，评级展望为稳定；维持“16云投02”的债项信用等级为AAA。

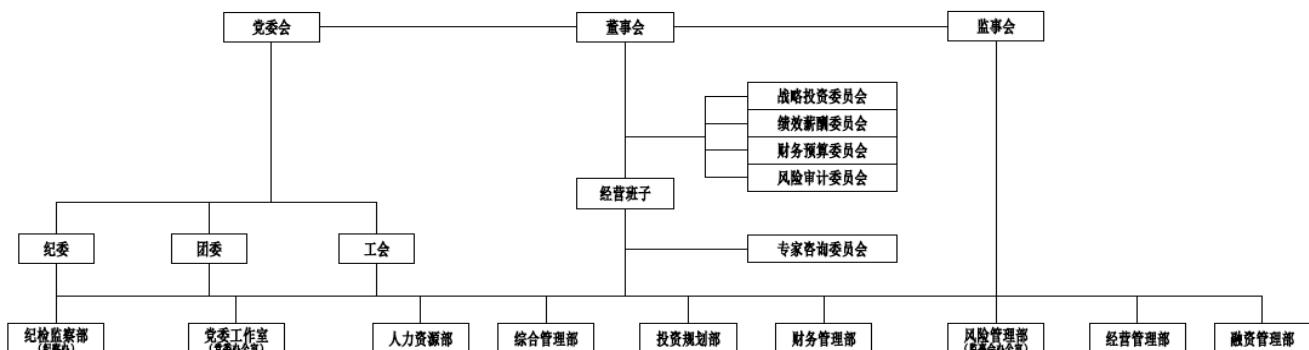
## 附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



2020 年公司主要子公司情况（%、亿元）

序号	板块	公司名称	层级	持股比例	总资产	总负债	营业总收入	净利润
1	电力资源	云南省能源投资集团有限公司	2	83.08	2,056.13	1,311.61	1,315.02	24.87
2	旅游	云南省旅游投资有限公司	2	100.00	24.37	13.56	6.19	-0.82
3	铁路	云南省铁路投资有限公司	2	72.55	646.72	299.13	4.08	5.94
4	林纸	云南云景林纸股份有限公司	2	89.21	39.40	25.05	13.93	0.58
5	医疗	云南省医疗投资管理集团有限公司	2	100.00	232.47	204.83	5.85	-1.93
6	商贸劳务	云南云投生态环境科技股份有限公司	2	23.18	29.68	26.42	2.68	-1.15
7	石油化工	云南石化燃气有限公司	2	100.00	53.83	51.21	125.24	-2.21
8	扶贫	云南省扶贫投资开发有限公司	2	1.68	273.46	154.43	-	-0.07
9	大数据	云南省数字经济产业投资集团有限公司	2	100.00	14.53	4.42	1.19	-0.35
10	金融	云南省资产管理有限公司	2	100.00	50.05	29.06	3.17	1.08
11	石油化工	云南云投中裕能源有限公司	2	51.00	11.47	8.78	5.40	0.03
12	金融	云南省国有金融资本控股集团有限公司	2	100.00	117.94	22.32	5.62	0.19
13	制造	云南省贵金属新材料控股集团有限公司	2	100.00	101.79	67.57	318.83	3.07
14	制造	云南省戎合投资控股有限公司	2	90.00	94.88	39.96	46.03	1.98

注：截至 2020 年末，公司直接控股公司 42 家，上表仅列示主要子公司情况。



资料来源：公司提供

## 附二：云南省投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3,742,828.19	3,997,966.51	4,256,313.26	4,137,772.32
应收账款净额	743,694.52	898,279.84	1,477,076.80	1,599,718.20
其他应收款	734,090.63	1,373,725.47	1,609,899.48	1,674,459.36
存货净额	625,134.57	725,501.08	1,499,171.36	1,703,687.40
长期投资	12,887,192.78	15,469,119.88	21,039,682.33	22,420,890.25
固定资产	2,592,808.96	2,956,305.71	3,830,496.32	3,772,668.40
在建工程	2,133,250.58	2,786,754.71	3,112,790.49	3,291,861.15
无形资产	428,147.10	1,694,624.71	2,187,194.08	2,175,856.96
总资产	30,179,066.17	37,561,523.23	47,452,133.23	49,322,912.90
其他应付款	465,088.54	756,920.68	875,602.09	930,974.13
短期债务	6,762,336.27	7,147,489.03	10,069,612.58	10,800,008.88
长期债务	11,889,907.57	15,143,766.80	16,910,725.89	16,952,257.53
总债务	18,652,243.84	22,291,255.83	26,980,338.46	27,752,266.41
净债务	14,909,415.64	18,293,289.32	22,724,025.20	23,614,494.09
总负债	20,316,548.93	24,668,063.44	30,667,909.74	31,685,125.56
费用化利息支出	772,475.43	863,207.28	1,030,396.43	--
资本化利息支出	91,149.48	91,646.54	159,031.26	--
所有者权益合计	9,862,517.23	12,893,459.79	16,784,223.49	17,637,787.34
营业总收入	10,898,892.36	12,833,226.19	17,861,993.77	4,810,469.69
经营性业务利润	138,352.30	395,360.89	330,519.35	37,065.98
投资收益	44,738.16	116,571.18	47,120.64	7,903.00
净利润	97,632.28	269,407.50	402,193.72	13,944.82
EBIT	919,119.08	1,180,165.34	1,481,439.45	--
EBITDA	1,072,612.12	1,377,644.91	1,788,671.03	--
经营活动产生现金净流量	395,442.08	693,600.41	747,329.44	-128,388.99
投资活动产生现金净流量	-3,093,104.01	-3,244,610.66	-4,212,214.65	-230,321.73
筹资活动产生现金净流量	3,363,153.93	2,684,527.78	3,661,591.72	196,204.56
资本支出	1,141,669.58	937,913.14	1,004,888.92	303,818.94
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	8.98	10.62	8.97	8.07
期间费用率(%)	8.17	8.02	7.43	7.65
EBITDA 利润率(%)	9.84	10.73	10.01	--
总资产收益率(%)	3.29	3.48	3.49	--
净资产收益率(%)	1.08	2.37	2.71	0.32*
流动比率(X)	1.02	1.07	0.93	0.90
速动比率(X)	0.94	1.00	0.81	0.78
存货周转率(X)	14.26	16.99	15.31	11.05*
应收账款周转率(X)	18.11	15.63	15.11	12.51*
资产负债率(%)	67.32	65.67	64.63	64.24
总资本化比率(%)	65.41	63.35	61.65	61.14
短期债务/总债务(%)	36.25	32.06	37.32	38.92
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.03	0.03	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.06	0.10	0.07	-0.05*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.46	0.73	0.63	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-3.11	-2.49	-2.48	--
总债务/EBITDA(X)	17.39	16.18	15.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.19	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.24	1.44	1.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.06	1.24	1.25	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、合并口径 2018 年财务数据经追溯调整；3、中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中带息部分计入债务，将研发费用计入管理费用；4、加“\*”指标经年化处理。

### 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（本部口径）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	812,543.67	372,448.03	571,683.22	447,015.46
应收账款净额	2,719.15	3,404.24	6,834.09	6,804.38
其他应收款	1,720,762.63	1,879,132.88	2,418,242.31	2,643,051.16
存货净额	-	-	-	-
长期投资	6,178,873.98	6,523,346.99	12,337,337.74	12,518,011.82
固定资产	2,702.12	7,248.09	4,596.61	4,570.35
在建工程	-	-	-	-
无形资产	3,051.15	13,501.66	12,835.07	12,683.91
总资产	9,572,744.86	10,210,438.69	16,309,863.75	16,573,189.59
其他应付款	714,890.61	734,513.30	1,373,186.93	1,522,180.59
短期债务	2,464,918.62	2,597,490.73	4,272,849.46	4,069,623.89
长期债务	2,581,178.85	2,833,883.26	3,470,088.22	3,860,108.42
总债务	5,046,097.47	5,431,373.99	7,742,937.68	7,929,732.32
净债务	4,233,553.80	5,058,925.96	7,171,254.45	7,482,716.86
总负债	5,792,550.27	6,177,289.24	9,157,550.40	9,494,838.25
费用化利息支出	223,923.55	293,372.89	326,940.28	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	3,780,194.58	4,033,149.45	7,152,313.34	7,078,351.34
营业总收入	351,581.66	486,000.48	293,970.20	25,238.60
经营性业务利润	88,431.23	164,220.60	-22,370.00	-79,976.15
投资收益	-	-	-	-
净利润	92,317.39	74,921.75	216,861.11	-79,981.94
EBIT	316,240.95	368,294.64	543,801.39	--
EBITDA	318,393.16	373,934.47	548,570.15	--
经营活动产生现金净流量	108,291.24	107,546.45	93,858.25	21,348.44
投资活动产生现金净流量	-1,140,310.06	-776,387.87	-1,888,544.05	-180,419.78
筹资活动产生现金净流量	1,734,809.82	226,649.60	1,994,744.15	34,502.41
资本支出	6,660.83	12,536.66	261.54	20.66
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	99.05	99.47	98.96	98.34
期间费用率(%)	73.63	65.41	105.78	414.92
EBITDA 利润率(%)	90.56	76.94	186.61	--
总资产收益率(%)	3.71	3.71	4.10	--
净资产收益率(%)	2.56	1.91	3.88	-4.50
流动比率(X)	1.02	0.92	0.69	0.71
速动比率(X)	1.02	0.92	0.69	0.71
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	236.03	158.74	57.43	14.80*
资产负债率(%)	60.51	60.50	56.15	57.29
总资本化比率(%)	57.17	57.39	51.98	52.84
短期债务/总债务(%)	48.85	47.82	55.18	51.32
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.02	0.01	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.04	0.02	0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.48	0.37	0.29	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-3.36	-4.18	-4.02	--
总债务/EBITDA(X)	15.85	14.52	14.11	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.14	0.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.42	1.27	1.68	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.41	1.26	1.66	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他应付款、其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中带息部分计入债务，将研发费用计入管理费用；3、加“\*”指标经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入
	经营性业务利润	=营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。