

云南省能源投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）、公开发行 2019 年公司债券（第一期）、公开发行 2020 年公司债券（第一期）、公开发行 2021 年公司债券（第一期）、公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：王梦莹 mywang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

于美佳 mjyu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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）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 1692 号

云南省能源投资集团有限公司：

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最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 能投 01”、“19 能投 01”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”和“21 能投 01”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

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 能投 01”、“19 能投 01”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”和“21 能投 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了政府支持力度较强、水电权益装机规模持续上升和参股公司优质等优势。同时，中诚信国际也关注云南省电力市场情况、经营性业务盈利能力很弱、债务和偿债压力大和能源物资贸易业务经营风险等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

云能投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,330.28	1,888.42	2,056.13	2,158.77
所有者权益合计（亿元）	504.54	720.97	744.52	796.06
总负债（亿元）	825.74	1,167.45	1,311.61	1,362.71
总债务（亿元）	734.20	980.92	1,092.86	1,175.75
营业总收入（亿元）	868.82	1,079.73	1,254.33	311.15
净利润（亿元）	13.85	21.32	24.87	6.98
EBIT（亿元）	47.86	56.99	71.53	--
EBITDA（亿元）	58.43	70.04	91.05	--
经营活动净现金流（亿元）	26.96	38.42	55.79	-1.51
营业毛利率(%)	3.60	3.51	3.83	3.91
总资产收益率(%)	3.92	3.54	3.63	--
资产负债率(%)	62.07	61.82	63.79	63.12
总资本化比率(%)	59.27	57.64	59.48	59.63
总债务/EBITDA(X)	12.57	14.00	12.00	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.74	1.96	1.94	--
云能投（母公司）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	924.00	1,199.58	1,279.34	1,356.36
所有者权益合计（亿元）	431.06	566.36	553.72	604.46
总债务（亿元）	466.70	581.43	699.07	725.37
营业总收入（亿元）	1.21	2.04	2.39	11.08
投资收益（亿元）	27.79	33.37	36.56	--
净利润（亿元）	4.18	15.46	9.98	4.24
经营活动净现金流（亿元）	11.97	21.71	22.21	6.77
投资活动净现金流（亿元）	-223.58	-144.87	-94.67	11.65
总资本化比率(%)	51.98	50.66	55.80	54.55

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；母公司口径下 2021 年一季度营业总收入包含投资收益。

正面

■ **政府支持力度较强。**2021 年 3 月，云南省国资委将所持的云南金马集团有限责任公司（以下简称“金马集团”）100% 股权注入公司，公司资本实力和业务实力均有所提升，整体来看政府支持力度较强。

■ **水电权益装机规模持续上升。**2020 年以来，随着参股项目投产，2021 年 3 月末公司水电权益装机增至 1,072.93 万千瓦。公司参股的乌东德水电站和白鹤滩水电站目前已经进入投运期，未来随着参股水电项目大量在建、拟建电站投运，其贡献的投资收益或将进一步增加。

■ **参股公司优质，可获得较大规模的投资收益和现金分红。**公司参股企业优质，2020 年公司权益法核算的长期股权投资收益保持上升态势，并收到现金分红 17.08 亿元。

关注

■ **云南省电力市场情况。**2020 年以来，云南省用电需求保持高速增长，水电消纳持续向好，火电发电量大幅增长。但是云南省电改推进较快，竞价上网电价仍相对较低，对云南省内发电企业的盈利能力产生一定影响，中诚信国际将持续关注云南省电改进展情况。

■ **经营性业务盈利能力弱。**目前公司已投运控股电力装机规模较小，且受电力市场化改革的不断推进和煤炭价格高位运行影响，电力板块盈利能力弱；另外，公司天然气、煤炭业务尚处起步阶段，低毛利率的贸易业务占收入比重较高，加之利息支出较多，导致公司经营性业务呈持续亏损态势，且 2020 年来幅度有所扩大。

■ **债务和偿债压力大。**2020 年以来，持续提升的债务规模使得公司面临很大债务及偿债压力，其债务控制情况及偿债安排有待持续关注。

■ **能源物流贸易业务经营风险。**2020 年以来，能源物流贸易业务仍保持很大规模，使得公司毛利率水平处于很低水平，未来公司贸易业务扩张速度、盈利能力和资金管控有待关注。

评级展望

中诚信国际认为，云南省能源投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**债务规模继续大幅上升；面临的流动性压力迅速攀升；较大规模的处置参股水电资产；贸易业务规模持续扩张对账款回收以及现金流形成较大影响；政府支持力度下降。

同行业比较

2020年可比企业主要指标对比表					
公司名称	权益装机容量(万千瓦)	资产总额(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
浙能集团	2,711.65	2,764.26	52.13	1,073.85	89.84
河北建投	2,151.89	2,156.73	54.62	356.75	38.98
云能投	1,640.33	2,056.13	63.79	1,254.33	24.87

注：“浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称；“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称。

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
17能投01	AAA	AAA	2020/06/23	22.00	9.60	2017/06/22~2022/06/22 (3+2)	投资者回售选择权、公司调整票面利率选择权
19能投01	AAA	AAA	2020/06/23	20.00	20.00	2019/04/26~2022/04/26	--
20能投01	AAA	AAA	2020/06/23	20.00	20.00	2020/04/29~2023/04/29	--
20能投Y1	AAA	AAA	2020/06/23	20.00	20.00	2020/03/24~2023/03/24 (3+N)	公司续期选择权、调整票面利率选择权、赎回选择权
21能投01	AAA	AAA	2021/03/23	5.00	5.00	2021/04/07~2024/04/07	--

注：“20能投Y1”清偿顺序等同于公司普通债务。

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

根据公司债券 2020 年年度报告，截至 2021 年 3 月末，“19 能投 01”、“20 能投 01”和“20 能投 Y1”募集资金均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

根据公司债券 2020 年年度报告，“17 能投 01”发行规模为 22.00 亿元，截至 2021 年 3 月末，募集资金期末余额为 0.02 亿元，其余部分均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况；截至 2021 年 3 月末，“21 能投 01”募集资金暂不涉及使用。

宏观经济与政策环境

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于持续修复过程中，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。

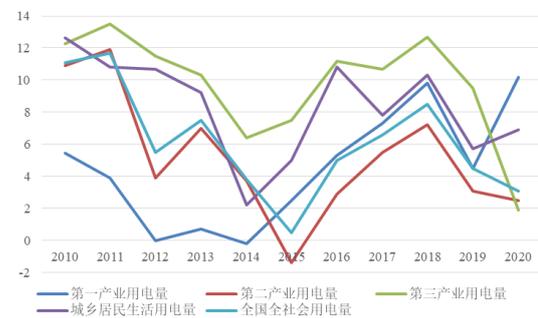
近期关注

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，预计未来一段时间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，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长。

我国内贸增速有所放缓，近期爆发的新型冠状病毒肺炎疫情也对贸易行业带来一定影响；近年来钢材价格保持在较高水平，2020 年上半年受新冠疫情影响，钢铁价格有所下降，三季度随着下游产业复苏、需求回暖，价格有所回升

从国内贸易情况来看，近年来我国经济下行压力有所加大，内贸增速有所放缓。同时，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。内贸政策方面，2016 年 11 月，商务部等 10 部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》，此规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。中

诚信国际认为，政策支持有助于推动国内贸易的长期发展，但内贸行业短期内面临宏观经济不振及成本高企等因素带来的压力。

2020年1月以来，武汉出现的新冠肺炎疫情向国内其他省市及国外快速扩散，2020年3月世界卫生组织（WHO）判定此次疫情为全球大流行病。尽管目前国内疫情形势向好、复工复产有序推进，但新冠肺炎疫情对贸易行业尤其是外贸行业造成的影响仍需关注。

从钢材价格来看，由于2018年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数5月初达到最高113.1点，10月底震荡下降至年内最低104.3点。全年中国钢材价格指数均值为107.98点，同比下降6.77点，降幅为5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在3,700元/吨以上，高于2017年水平，行业仍然维持一定利润。2020年1~4月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4月底降至97.00点，同比降幅为13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩；5月以来随着下游需求的回暖，钢材价格指数回升，11月初升至108.94点，各主要产品价格已基本升至上年末较好水平。

2020年以来，云南省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，市场竞价较为激烈，对省内发电企业电价水平形成较大影响

2020年，云南省GDP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%。

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%，市场竞价较为激烈，对省内发电企业电价水平形成较大影响。

2020年，云南省规模以上能源工业增加值同比增加1.9%，能源消费总量同比增长9.5%。分行业来看，有色金属冶炼和压延加工业和电力、热力生产和供应业能源消费量增速最快，分别同比增长18.8%和36.4%。

根据云南省能源投资计划，将重点开展以下工作：加快乌东德、白鹤滩、托巴等重大水电工程项目建设；推进800万千瓦风电及300万千瓦光伏项目建设；加快推进绿色铝硅供电保障工程建设进度；推动煤矿“五化”改造；加快油气基础设施建设。以上项目涉及多方面的能源业务，将对公司多元化的业务经营产生一定促进作用。

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，收购火电资产¹推动公司可控装机容量增至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。近年来云南省电力供应呈现“枯缺丰平”的特点，火电上网电量逐年大幅增加，长期备用补贴减少，受此影响2020年公司火电平均电价有所

¹ 2020年6月，公司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。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。

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，受此前年度云南省电力市场供大于求影响，火电机组利用小时低，发电量少，电费收入少，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。

下降，但刨除长期备用补贴后，火电电网结算电价因供需形势逆转呈上升态势。

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，由于2019年末水库蓄水情况较差，2020年枯水期高电价的发电量同比减少，进而导致2020年全年水电平均电价有所下降；2021年1~3月为枯水期，公司水电电价较高。

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：近年来公司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

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，公司权益法核算的长期股权投资收益保持上升态势，并收到现金分红17.08亿元。

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 月末公司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	0.84
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	0.35
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	--
合计	--	9,078.98	558.54	14.77

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

2020年，公司将先锋露天煤矿纳入合并范围，煤炭产能和产量均大幅增加

公司煤炭生产业务主要由云南省煤炭产业集团有限公司（以下简称“煤炭产业集团”）²负责运营。2020年，公司收购了先锋露天煤矿³并纳入合并范围，使得煤炭产能和产量同比大幅增加。

根据2020年4月云南省政府相关计划安排，煤炭产业集团将继续对省内煤炭资源进行整合，未来年生产能力不低于5,000万吨/年。由于公司大部分煤矿产能规模较小，自动化水平相对较低，使得人工成本较高，降本难度较大。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司在产控股煤矿情况

煤炭项目名称	主要煤炭种类	煤炭可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	2019年产量 (万吨)	2020年产量 (万吨)	2021年1-3月产量 (万吨)
先锋露天煤矿	褐煤	1.28	300	--	199.94	11.60
观音山煤矿一井	贫煤	1.37	90	1.54	44.13	1.17
观音山煤矿二井	贫煤	0.44	60	76.72	49.30	10.80
河兴煤矿	焦煤	0.26	30	2.66	6.13	0.54
祖德煤矿	焦煤	0.1891	15	0.94	0.56	--
得马矿井	焦煤	0.0871	30	6.33	16.06	3.06
兴云矿井	焦煤	0.1997	60	11.55	53.18	6.28
恩洪煤矿二号井	焦煤	0.62	60	20.45	62.12	5.74
田坝煤矿二号井	焦煤	0.4649	30	5.39	14.28	0.35
朱家湾煤矿	无烟煤	0.4500	60	10.73	62.43	12.92
长岭煤矿	无烟煤	0.4093	60	20.19	56.88	17.02
金发煤矿	焦煤	0.0916	30	7.11	27.41	1.15
可保煤矿	褐煤	0.0306	60	16.22	55.14	20.72
羊场口煤矿	无烟煤	0.2582	15	1.47	2.17	0.32
天井煤矿	无烟煤	0.2809	28	5.89	3.10	2.75
团结煤矿	无烟煤	0.0666	11	3.82	5.03	1.88
四角地煤矿	无烟煤	0.1414	30	1.44	2.73	1.30
合计	--	6.6394	969	192.45	660.59	97.60

注：祖德煤矿、羊场口煤矿、天井煤矿和团结煤矿有扩建计划。

资料来源：公司提供

2020年以来，随着新增支线投产运营，公司天然气销量及销售收入规模明显提升

公司天然气业务总体尚处于项目建设、市场开发培育阶段。天然气管网建设方面，截至2020年末，公司已通气或具备通气条件直线管道约665公里，约占全省通气直线管道里程数的50%。

公司天然气供应主要来源于中石油西南销售分公司，下游客户以工业用户为主，2020年以来，

随着新增支线投产运营⁴，公司天然气销量及销售收入均同比大幅增加。

表 4：公司天然气板块主要经营数据情况

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
销售量（万方）	6,135.21	7,108.24	12,430.36	4,196.25
销售收入（亿元）	2.35	2.71	3.49	1.13

资料来源：云南能投股份年度报告及公司提供

2020年以来，公司贸易业务规模保持增长态势，但盈利能力仍处于较低水平

以资产出资28.39亿元。

³ 公司向云南解化清洁能源开发有限公司（云煤化子公司）收购先锋露天煤矿51%股权，交易对价为5.71亿元。

⁴ 2020年，公司新增陆良支线一期投产运营，泸弥开支线一期、陆良支线二期通气试运行。

² 2019年6月，应云南省委和云南省人民政府要求，公司与云煤化共同组建煤炭产业集团，其中，公司认缴70亿元，持股比例70%，公司和云煤化注入了各自持有的煤炭资源。截至2020年末，煤炭产业集团实收资本为104.31亿元，其中公司出资75.92亿元，包括货币出资60亿元（含云南省财政现金增资10亿元）和资产出资15.92亿元，云煤化

公司能源物资贸易以代理为主，业务盈利能力较低。2020年以来，受下游需求增加影响，公司主要贸易品种销售量大幅增长，推动其物流贸易业务收入持续提升，但由于销售价格回落，其毛利率继续呈下降态势。

此外，公司还经营物流园运营、口岸跨境物流、铁路货运及公路联运等新兴物流业务，利用所处区位优势，建立口岸物流园和公铁联运物流园，提供装卸、场地、仓储、运输服务等。目前该业务处于前期建设阶段，投资规模相对较大。

表 5：近年来公司主要贸易品种销售量和价格情况（万吨、元吨）

品种	指标	2018	2019	2020	2021.1~3
钢材	销售量	1,125.20	1,234.69	1,646.31	379.34
	销售价格	4,132.17	4,111.67	3,207.84	3,761.01
煤炭	销售量	1,554.84	1,465.89	2,543.90	746.29
	销售价格	1,505.88	1,208.28	1,013.84	846.33

资料来源：公司提供

盐化工、氯碱化工、金融投资和工程施工等其他业务对公司收入和利润形成一定补充；2020年公司新增硅产品板块，业务多元化程度加强

2020年以来，公司食用盐销售量价齐升，化工盐销量也有所增加，但化工盐价格受行业影响处于较低水平，使得盐业板块收入同比小幅下降，加之主要原材料之一的原煤价格有所上涨，公司盐业板块利润同比下降。

表 6：近年来公司盐业板块主要经营数据（万吨、亿元）

品种	指标	2018	2019	2020	2021.1~3
食品类	生产量	35.40	27.84	31.40	6.71
	销售量	35.70	28.63	31.13	7.36
化工类	生产量	127.11	134.11	136.80	31.99
	销售量	127.76	132.34	138.42	33.00

注：食品类包括食用盐、肠衣盐、畜牧盐等产品；化工类包括工业盐、芒硝等产品。

资料来源：云南能投股份年度报告

公司氯碱化工产品仍主要以烧碱、PVC 和电石

等为主，2020年，受疫情影响公司氯碱化工业务下游需求下降，导致氯碱化工收入有所下降。

公司金融投资业务运营主体仍为云南能投资本投资有限公司（以下简称“能投资本”），具体业务主要为基金管理、融资租赁和商业保理等。2020年能投资本确认的投资收益同比增加以及基金业务增长推动其当期金融投资业务收入规模大幅提升。

公司工程施工业务主体为云南能投联合外经股份有限公司，其从事的主要业务包括国际贸易、电站及输电线路工程总承包、船舶建造及港口交通工程总承包、海外投资及资源开发等。2020年，由于工程施工业务主要项目结算规模增加，收入同比大幅增长。根据公司规划，工程施工业务未来将主要围绕现有产业开展业务协同，不会成为公司主要发展方向。此外，公司收购了云南永昌硅业股份有限公司⁵，并于2020年将其纳入合并报表。

公司在建拟建项目较多，且持续对外股权投资，投资规模较大，面临一定资本支出压力

公司在各个主业均有较多在建拟建项目，且目前持续通过股权投资基金进行对外投资，加之根据云南省相关规划，公司将于2021年开工位于红河州和曲靖市等地合计157万千瓦风电项目，总投资规模约为110亿元，其未来仍有较大规模投资支出，将面临一定资本支出压力。但随着在建拟建项目的投运，公司未来装机、煤炭及收益规模有望进一步提升。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司部分在建项目情况

项目名称	总投资（亿元）	已投入（亿元）
威信观音山煤矿	46.28	55.29
南非杜马变电站项目	1.95	1.77
老树色拉龙一级水电开发项目	10.08	9.45
云南理工职业学院项目	19.71	15.43
昆明市经开人民医院新医院项目	10.85	3.19
居正健康 A10 酒店	4.14	2.59

2020年末，该公司总资产为6.60亿元，所有者权益为0.23亿元；2020年该公司实现营业总收入8.95亿元，净利润0.22亿元。

⁵云南永昌硅业股份有限公司成立于2009年4月，注册资本39,080万元，公司子公司云南能投化工有限责任公司收购了85.16%股权。截至

水目山公铁联运园区规划建设	3.03	1.38
货场改造维护	6.10	1.74
安宁草铺麒麟工业园区项目	9.96	5.97
云南省能源科研双创示范园建设	3.37	3.23
天然气支线管网建设项目	26.62	16.92
有机硅项目一期	42.96	8.98
合计	185.05	125.94

注：由于威信观音山煤矿实际施工中发现地质结构较为复杂，实际投资额超出可研报告的投资规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018~2019年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2020年审计报告⁶以及公司公开披露的未经审计的2021年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。中诚信国际计算公司债务时将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务，将“其他流动负债”中的短期应付债券调整至短期债务。此外，在财务报表中，公司将股权投资形成的投资收益及债权投资形成的利息收入列入主营业务收入科目下，为使公司收入增长及毛利率变化情况更符合其业务性质，本报告将投资收益从营业收入中划出，列入对应的投资收益科目，相关财务指标也以调整后的财务数据计算得出。财务数据均为财务报告期末数。

公司主营业务盈利能力弱，2020年经营性业务利润亏损规模扩大，但参股的优质水电资产及处置的股权资产继续为公司贡献了可观的投资收益，进而使得公司仍保持了较好的利润水平，公司经营性业务扭亏情况有待持续关注

2020年，物流贸易业务规模扩大、煤炭销量提升、上网电量增加以及工程结算额增加等因素使得当期公司相应板块业务收入均有所增加，进而推动公司营业总收入持续增长。营业毛利率方面，毛利率很低的物流贸易业务占比持续下降使得公司整

体毛利率水平同比小幅提升。具体来看，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，当期公司电力业务毛利率水平明显下降。2021年一季度，云南省用电需求的大幅提升使得公司上网电量同比大幅增加，进而推动公司当期电力业务毛利率大幅提升，加之物流贸易业务收入占比进一步下滑，使得公司当期营业毛利率同比增长。

表 8：近年来公司收入及毛利率构成

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
电力	18.26	20.28	32.12	13.55
煤炭	0.48	9.20	64.11	29.40
物流贸易	796.49	963.33	1,039.04	244.26
金融投资	3.77	12.26	15.31	1.40
天然气	2.35	2.71	3.38	1.20
盐化工	9.41	10.26	10.67	2.51
氯碱化工	17.57	20.64	15.59	4.01
工程施工	11.58	36.33	54.43	6.09
硅产品	--	--	4.51	2.74
其他	8.91	4.72	15.17	8.72
合计	868.82	1,079.73	1,254.33	311.15
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
电力	34.07	35.28	15.23	26.51
煤炭	3.44	22.80	19.99	13.65
物流贸易	0.81	0.69	0.43	0.31
金融投资	62.47	70.46	75.44	79.70
天然气	26.16	24.34	15.52	4.08
盐化工	62.67	59.97	58.43	42.97
氯碱化工	22.89	19.95	12.99	15.97
工程施工	15.18	17.56	13.12	15.44
硅产品	--	--	15.72	22.29
营业毛利率	3.60	3.51	3.83	3.91

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020年以来，债务规模增加推动公司财务费用快速增长，加之新收购电厂使得公司管理费用同比大幅增长，公司期间费用规模和期间费用率均同比上升。

2020年，公司主业盈利能力弱且期间费用规模迅速上升，经营性业务利润亏损幅度继续扩大。由于参股公司业绩不断增长且处置了部分长江电力股权，公司投资收益同比大幅增长。此外，公司于当期对上海华信国际集团有限公司（以下简称“上

控制人云南省国资委经过招标确定。

⁶ 根据公司公告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）由公司实际

海华信”）涉诉相关⁷、云南省能投资本有限公司涉诉相关和下属煤企破产重组所涉部分资产计提了减值，导致当期资产减值损失大幅提升。

公司利润主要来源于投资收益，2020年公司利润总额保持增长趋势，EBITDA、EBIT和总资产收益率亦随之上升。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
期间费用合计	43.47	50.89	68.66	17.47
期间费用率（%）	5.00	4.71	5.47	5.61
经营性业务利润	-12.45	-13.34	-21.01	-5.39
资产减值损失	8.53	3.54	13.04	0.63
投资收益	35.50	43.40	60.69	14.13
利润总额	16.91	24.56	28.86	8.18
EBIT	47.86	56.99	71.53	--
EBITDA	58.43	70.04	91.05	--
总资产收益率（%）	3.92	3.54	3.63	--

注：期间费用中管理费用包含研发费用；资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司本部收入主要为担保费、利息收入和租金收入等，2020年公司本部收入同比小幅增加，但受债务规模增加影响，公司本部经营性业务利润继续亏损且亏损幅度有所扩大。公司本部利润主要来自持有联营企业股份产生的投资收益，受计提上海华信涉诉资产减值影响，2020年公司本部利润总额同比下降。

表 10：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元）

指标	2018	2019	2020
营业总收入	1.21	2.04	2.39
期间费用合计	18.58	19.00	24.37
经营性业务利润	-17.45	-17.06	-22.07
投资收益	27.79	33.37	36.56
资产减值损失合计	5.81	0.20	3.92
利润总额	4.18	15.46	9.98

注：期间费用中管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020年以来，由于持续推进对外投资，公司总资产和总债务均有所上升，但随着资产注入和永续债偿还，将永续债计入债务的公司财务杠杆水平已整体

⁷公司对云能投（上海）能源开发有限公司（简称“上海能源”）和上海华信等提起的诉讼，请求判令解除与上海能源签订的《统借统贷借款协议》，并请求判令上海能源归还本息8.16亿元，2020年11月，公司发布公告，称已经收到终审判决书，确认公司与上海能源已经于2018年7月31日协商解除《统借统还借款协议》，上海能源自本判决生效之日

呈下降态势

公司资产主要为非流动资产，符合能源投资集团特征。2020年以来，收购火电资产、持续对外投资和权益法核算的参股资产盈利较好等因素推动公司总资产规模持续增加。流动资产方面，2020年以来，受工程回款较慢影响以及上网电量增加导致应收电费款规模上升影响，公司应收账款快速增加，但其他流动资产由于公司赎回理财而大幅下降，加之预付的股权款项的减少以及部分其他应收款的收回，公司当期末流动资产规模呈下降态势。2021年3月末，受债务到期偿付影响，公司货币资金较年初大幅下降，进而导致流动资产继续下降。

表 11：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	128.25	154.96	154.96	106.73
其他流动资产	52.14	72.61	32.03	31.98
应收账款	44.44	68.58	93.42	100.87
预付账款	31.87	52.14	43.24	53.98
其他应收款	15.32	51.36	45.26	47.85
流动资产	326.94	462.09	458.36	435.29
固定资产	175.72	222.41	267.76	264.25
在建工程	83.81	103.26	95.04	101.07
长期股权投资	385.27	607.76	673.13	784.58
可供出售金融资产	214.83	170.60	192.72	182.93
无形资产	19.22	144.98	157.90	157.17
非流动资产	1,003.34	1,426.32	1,597.77	1,723.49
资产总额	1,330.28	1,888.42	2,056.13	2,158.77

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 12：截至 2020 年末公司应收账款前五大明细（亿元、%）

单位	账面价值	占比
云南电网有限责任公司	13.15	14.08
楚雄市城乡建设投资集团有限公司	7.89	8.45
飞达全球电子有限公司	4.14	4.43
缅甸电力能源部电力输送和系统控制司	2.94	3.15
昭通市城市建设投资开发有限公司	2.59	2.77
合计	30.71	32.87

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于公司持续推进对外投资，2020年以来公司

起十日内向公司支付所欠借款本金8.16亿元。此外，公司因保理合同纠纷起诉上海华信，请求判令上海华信支付价款共计14.69亿元，目前均因上海华信进入破产清算程序而取消开庭，公司已向破产清算管理人申报债权。

总债务保持上升态势，且短期债务增速更快；同期，随着永续债陆续偿还公司其他权益工具快速下降，但收购资产使得少数股东权益规模增长。此外，2021年3月，云南省国资委将金马集团100%股权注入公司，推动资本公积规模大幅上升。金马集团为国有独资公司，隶属云南省监狱系统，2011年6月正式挂牌成立，主要从事煤炭、冶金、化工、建材、机械、服装、建筑、农业种植养殖等行业。金马集团全资控股云南省最大露天煤矿年产量1,000万吨，扩建后年产量可达1,500万吨，随着资产注入完成，公司煤炭板块实力进一步加强。2020年金马集团实现收入30.3亿元，利润总额5.4亿元，净利润4.6亿元；截至2020年末金马集团资产总额为154.6亿元，净资产为117.5亿元。

整体来看，2020年以来公司所有者权益规模仍呈上升态势，若将其他权益工具中的永续债计入债务，永续债规模下降使得公司财务杠杆水平整体呈下降态势⁸。

表 13：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	276.68	353.97	427.31	523.50
长期债务	457.52	626.94	665.54	652.25
短期债务/长期债务 (X)	0.60	0.56	0.64	0.80
总债务	734.20	980.92	1,092.86	1,175.75
资本公积	38.83	142.43	153.27	270.77
其他权益工具	201.20	228.98	214.01	146.01
少数股东权益	101.88	181.48	207.72	208.65
所有者权益	504.54	720.97	744.52	796.06
资产负债率	62.07	61.82	63.79	63.12
总资本化比率	59.27	57.64	59.48	59.63

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从公司本部来看，2020年以来持续的对外投资推动其总资产规模持续增加，但货币资金随着债务的到期偿付等呈大幅下降态势，考虑到本部较大的债务规模，公司本部仍面临较大的债务及偿债压力⁹。截至2021年3月末，公司本部持有云南能源投资股份有限公司31.63%、云南云维股份有限公司28.99%、长江电力3.66%和华能水电28.26%的上市

⁸ 若将其他权益工具中的永续债计入债务，则2018~2020年末及2021年3月末公司资产负债率分别为75.51%、71.09%、71.12%和67.03%。

公司股权，总市值为496.34亿元，上市公司股权资产流动性较好，可为公司本部提供一定偿债支持。

表 14：近年来公司本部资产、债务及资本实力情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
总资产	924.00	1,199.58	1,279.34	1,356.36
其中：货币资金	53.77	48.27	24.69	9.40
其他流动资产	123.29	93.74	62.32	39.58
长期股权投资	594.63	916.14	982.77	1,092.46
其他非流动资产	10.57	81.82	114.20	115.66
总负债	492.94	633.22	725.62	751.90
总债务	466.70	581.43	699.07	725.37
所有者权益	431.06	566.36	553.72	604.46
其中：其他权益工具	201.20	228.98	214.01	146.01
资产负债率	53.35	52.79	56.72	55.43
总资本化比率	51.98	50.66	55.80	54.55

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 15：公司本部主要长期股权投资资产明细（亿元）

被投资单位	市值/账面价值	2020年确认投资收益	2020年发放现金红利
子公司			
云南能源投资股份有限公司	16.85	--	--
云南云维股份有限公司	6.50	--	--
云南省电力投资有限公司	21.53	--	--
云南省煤炭产业集团有限公司	78.62	--	--
云南能投资本投资有限公司	57.05	--	--
香港云能国际投资有限公司	37.20	--	--
云南省配售电有限公司	37.48	--	--
云南能股权投资投资基金合伙企业（有限合伙）	49.45	--	--
参股企业			
中国长江电力股份有限公司	178.46	12.04	5.99
华能澜沧江水电股份有限公司	294.53	13.66	7.59
三峡资本控股有限责任公司	31.31	2.96	1.35
中国铜业有限公司	171.77	1.08	--
三峡金沙江云川水电开发有限公司	61.91	1.91	--
合计	737.98	31.65	14.93

注：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：公司财务报告，中诚信国际整理

2020年以来，公司经营获现能力虽有所提升，但仍难以覆盖较大的投资支出和到期债务，其对外部融资依赖程度较高；同时持续提升的债务规模亦导致

⁹ 公司本部于2021年6~12月、2022~2023年到期的债务规模分别为213.97亿元、287.41亿元和235.21亿元。

其各偿债指标较弱，公司面临较大偿债压力

2020年，受益于营业总收入增加，公司经营活动净现金流规模同比提升；同期，公司处置部分股权投资且外部借款下降，投资活动净现金流缺口及筹资活动净现金流均有所减少。2021年1~3月，由于去年同期疫情影响较大，公司经营活动净现金流缺口同比大幅收窄；同期随着对外投资规模的减少，投资活动净现金流由负转正；较大的债务偿付规模亦导致当期筹资活动净现金流由正转负。

2020年，受益于参股水电资产优质，公司EBITDA保持增长，但利息支出增长幅度相对较大，使得EBITDA对利息支出的覆盖能力有所下降；同期，公司经营活动净现金流增长较快，其对利息支出的覆盖能力有所加强。由于公司债务规模较大且持续提升，因此与其债务相关的偿债指标均较弱，公司面临较大债务和偿债压力。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	26.96	38.42	55.79	-1.51
投资活动净现金流	-177.95	-192.82	-132.98	-8.98
其中：长期股权投资取得的现金分红	9.08	18.46	17.08	--
筹资活动净现金流	161.86	173.12	74.23	-43.07
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.04	0.05	-0.01*
经调整后的经营活动净现金流/总债务（%）	-1.94	-2.23	-0.72	-5.30*
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.96	1.94	--
总债务/EBITDA	12.57	14.00	12.00	--
经营活动净现金流/利息支出	0.80	1.08	1.19	--

注：由于缺乏相关数据，2021年一季报部分指标无法计算，加“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从公司本部来看，2020年以来其对参股企业的投资规模同比有所下降，使得公司本部投资活动净现金流缺口有所缩小。公司经营活动净现金流未能对债务形成有效覆盖，但持有大量优质股权资产，可对债务本息的偿付提供一定支撑。

表 17：近年来公司本部现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	11.97	21.71	22.21	6.77

投资活动净现金流	-223.58	-144.87	-94.67	11.65
筹资活动净现金流	217.81	117.66	49.03	-33.64
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.04	0.03	0.04*
经调整后的经营活动净现金流/总债务	-2.33	-1.75	-2.91	--

注：带“*”号数据经过年化处理；因缺乏相关数据，2021年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道为偿债能力提供了保障；对外担保和受限资产占比均较低；2021年，公司质押了部分华能水电股权用于偿还债务

公司与银行的合作关系良好，截至2021年3月末，公司共获得各金融机构综合授信额度1,528.19亿元，其中未使用额度为714.47亿元，授信总额较之前已披露的数据节点亦有所增加。此外，公司控股上市公司云南能源投资股份有限公司及云南云维股份有限公司，融资渠道多元。

受限资产方面，截至2020年末，公司所有权受到限制的资产账面价值为136.35亿元，占期末总资产的6.63%，主要为受限的固定资产、长期股权投资和货币资金，其中，受限货币资金为15.15亿元，主要为使用用途受限的募集资金、各类保证金以及诉讼冻结款等。2021年5月，公司质押了4.60亿股华能水电股票用于偿还债务，质押股份数占公司所持股份的9.04%，质押期限为2021年5月20日至2022年5月20日。

或有负债方面，截至2021年3月末，公司对外担保金额为10.00亿元，主要为对云天化集团有限责任公司公司的保证担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至2021年04月27日，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

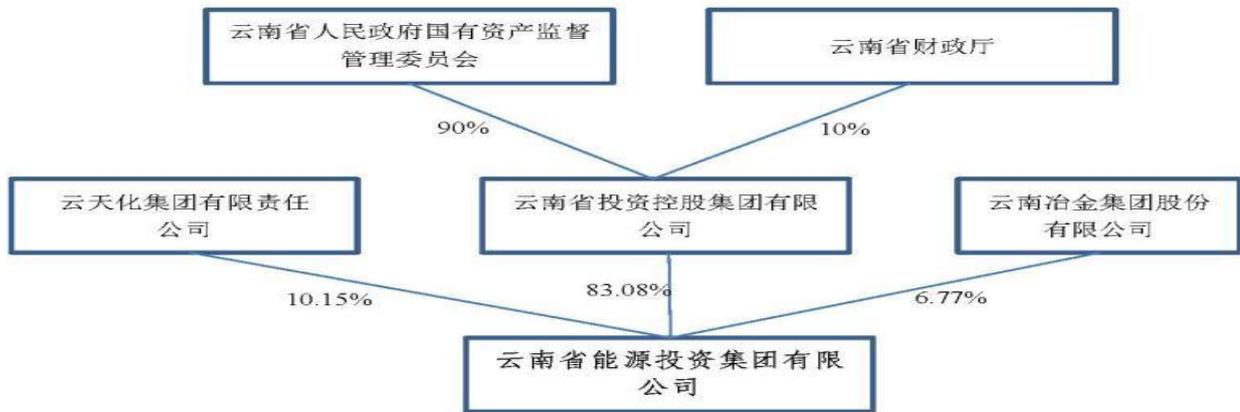
公司作为云南省国资委直接监管的省属国有企业和云南省能源战略的实施平台，可获得云南省政府较强的外部支持

公司作为云南省能源战略的实施平台，是云南省人民政府授权的能源项目出资人代表及实施机构，代表云南省参与能源开发、建设、运营、投融资和参与电力、煤炭、油气和相关能源资源、资产的整合主体。自成立以来，公司得到了各级政府和有关部门在资源、资金和人力等方面的诸多支持政策，同时还享有多项税收优惠政策。2021年，云南省国资委将金马集团注入公司，公司资本实力有所增强。未来，云南省国资委或将进一步向公司划拨资产或授权公司作为其他相关能源领域的整合主体，总体来看，政府支持能力较强。

评级结论

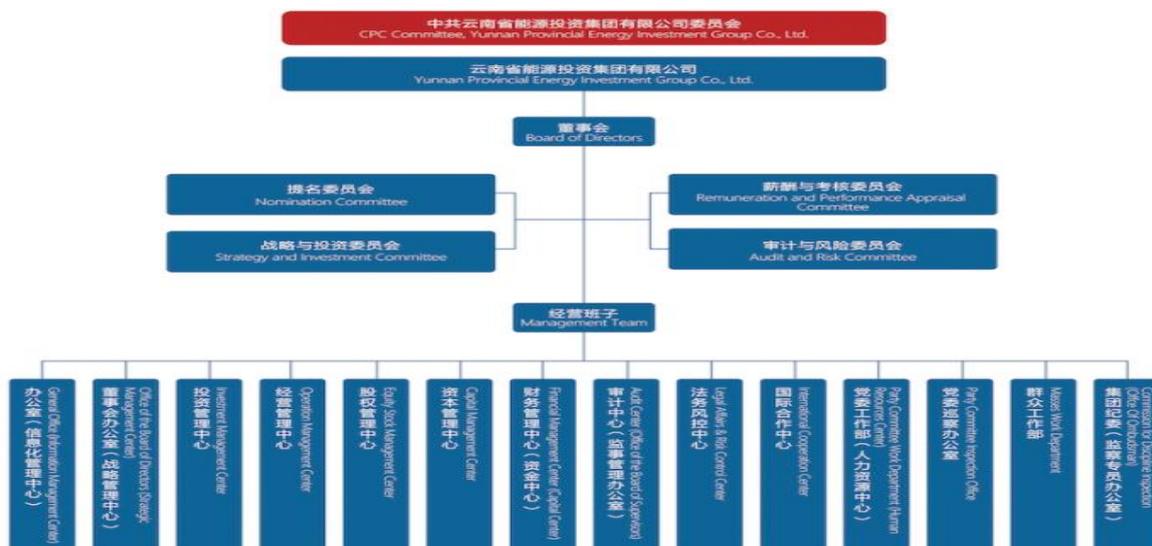
综上所述，中诚信国际维持云南省能源投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 能投 01”、“19 能投 01”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”和“21 能投 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：云南省能源投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



序号	公司名称	持股比例 (%)	序号	公司名称	持股比例 (%)
1	云南能源投资股份有限公司	58.26	15	云南能投居正产业投资有限公司	40.00
2	云南省电力投资有限公司	74.06	16	云南能投智慧能源股份有限公司	40.00
3	云南能投物流有限责任公司	40.00	17	深圳云能基金管理有限公司	100.00
4	云南能投资本投资有限公司	100.00	18	云南能投缘达建设集团有限公司	50.00
5	香港云能国际投资有限公司	100.00	19	云南能投新能源投资开发有限公司	100.00
6	云南能投有能科技股份有限公司	50.00	20	云南能投股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
7	云南能源达进出口有限公司	51.00	21	昆明云能经开健康产业有限公司	86.85
8	云南省能源研究院有限公司	100.00	22	云南能投电力装配园区开发有限公司	100.00
9	怒江州扶贫投资开发有限公司	60.00	23	云南能投昭通产业发展有限公司	65.00
10	云南能投化工有限责任公司	100.00	24	云南云维股份有限公司	28.99
11	云南能投基础设施投资开发建设有限公司	100.00	25	云南能投财务服务有限公司	100.00
12	云南省配售电有限公司	95.42	26	云南国资研究院有限公司	100.00
13	云南能投信息产业开发有限公司	100.00	27	云南省煤炭产业集团有限公司	72.73
14	云南能投联合外经股份有限公司	62.99			

注：公司享有云南能投物流有限责任公司 60%表决权、云南能投有能科技股份有限公司 57.14%表决权、云南能投居正产业投资有限公司 60%表决权、云南能投智慧能源股份有限公司 65%表决权、云南能投缘达建设集团有限公司 51%表决权，故能够对以上主体实施控制。



资料来源：公司提供

附二：云南省能源投资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	1,282,499.89	1,549,649.56	1,549,579.87	1,067,261.23
应收账款净额	444,375.71	675,423.53	934,219.37	1,008,674.81
其他应收款	153,186.62	513,561.28	452,564.13	478,510.53
存货净额	198,442.95	325,635.11	494,278.20	537,454.60
长期投资	6,022,302.62	7,864,046.42	8,659,048.26	9,865,579.82
固定资产	1,757,229.44	2,224,061.04	2,677,612.87	2,642,532.27
在建工程	838,080.96	1,032,565.01	950,415.23	1,010,680.20
无形资产	192,159.81	1,449,805.33	1,578,950.64	1,571,672.01
总资产	13,302,800.00	18,884,177.71	20,561,290.27	21,587,720.66
其他应付款	196,163.46	487,512.49	462,441.94	504,912.83
短期债务	2,766,805.54	3,539,748.51	4,273,127.53	5,235,024.20
长期债务	4,575,241.86	6,269,430.20	6,655,427.27	6,522,521.38
总债务	7,342,047.40	9,809,178.71	10,928,554.80	11,757,545.58
净债务	6,059,547.51	8,259,529.15	9,378,974.93	10,690,284.35
总负债	8,257,440.92	11,674,453.81	13,116,126.33	13,627,080.63
费用化利息支出	309,473.74	324,300.06	426,638.51	--
资本化利息支出	25,842.08	32,518.45	42,473.31	--
所有者权益合计	5,045,359.08	7,209,723.90	7,445,163.93	7,960,640.03
营业总收入	8,688,221.43	10,797,338.31	12,543,272.73	3,111,499.92
经营性业务利润	-124,511.92	-133,370.43	-210,062.76	-53,860.40
投资收益	355,027.57	433,968.91	606,891.03	141,312.54
净利润	138,454.06	213,239.72	248,653.72	69,812.87
EBIT	478,592.93	569,939.32	715,269.53	--
EBITDA	584,315.82	700,424.55	910,520.73	--
经营活动产生现金净流量	269,555.20	384,211.44	557,884.59	-15,134.99
投资活动产生现金净流量	-1,779,532.67	-1,928,157.33	-1,329,786.32	-89,814.58
筹资活动产生现金净流量	1,618,554.94	1,731,206.40	742,272.85	-430,662.14
资本支出	553,660.64	524,248.21	491,358.52	107,948.73
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	3.60	3.51	3.83	3.91
期间费用率(%)	5.00	4.71	5.47	5.61
EBITDA 利润率(%)	6.73	6.49	7.26	--
总资产收益率(%)	3.92	3.54	3.63	--
净资产收益率(%)	3.06	3.48	3.39	3.63*
流动比率(X)	0.91	0.92	0.75	0.62
速动比率(X)	0.86	0.86	0.67	0.54
存货周转率(X)	48.48	39.76	29.42	23.18*
应收账款周转率(X)	23.21	19.28	15.49	12.81*
资产负债率(%)	62.07	61.82	63.79	63.12
总资本化比率(%)	59.27	57.64	59.48	59.63
短期债务/总债务(%)	37.68	36.09	39.10	44.52
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.04	0.05	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.11	0.13	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.80	1.08	1.19	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.94	-2.23	-0.72	-5.30*
总债务/EBITDA(X)	12.57	14.00	12.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.20	0.21	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.74	1.96	1.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.43	1.60	1.52	--

注：中诚信国际分析时将投资收益从营业收入中划出，列入对应的投资收益科目；将公司计入长期应付款科目的融资租赁款和租赁负债计入长期债务，将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券计入短期债务；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021年一季报部分指标无法计算；财务数据均为财务报告期末数。

附三：云南省能源投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	537,720.84	482,658.57	246,853.24	94,037.52
应收账款净额	--	--	--	--
其他应收款	19,415.82	124,967.12	194,339.70	245,698.01
存货净额	--	0.96	--	--
长期投资	6,939,333.08	9,503,583.24	10,425,439.48	11,523,307.05
固定资产	60,155.13	57,883.28	55,640.01	55,047.36
在建工程	610.88	1,112.49	--	--
无形资产	820.42	716.85	610.70	585.29
总资产	9,240,049.99	11,995,791.88	12,793,414.82	13,563,622.52
其他应付款	259,377.89	263,363.76	262,507.94	259,221.11
短期债务	2,061,472.73	2,249,288.98	2,836,543.04	3,595,934.24
长期债务	2,605,546.34	3,565,048.00	4,154,183.72	3,657,808.68
总债务	4,667,019.07	5,814,336.99	6,990,726.77	7,253,742.92
净债务	4,129,298.23	5,331,678.41	6,743,873.52	7,159,705.40
总负债	4,929,441.21	6,332,181.33	7,256,226.86	7,518,985.18
所有者权益合计	4,310,608.78	5,663,610.56	5,537,187.96	6,044,637.34
营业总收入	12,062.36	20,422.39	23,913.11	110,825.62
经营性业务利润	-174,451.77	-170,643.79	-220,718.53	42,407.67
投资收益	277,887.08	333,666.24	365,643.03	0.00
净利润	41,823.42	154,581.80	99,811.87	42,367.58
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	119,688.73	217,124.67	222,058.37	67,738.88
投资活动产生现金净流量	-2,235,826.33	-1,448,676.61	-946,745.17	116,535.15
筹资活动产生现金净流量	2,178,108.58	1,176,589.56	490,250.87	-336,422.54
资本支出	822.68	1,378.86	472.51	0.53
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	1,539.98	930.36	1,018.99	61.73
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	1.11	3.10	1.78	2.93*
流动比率(X)	0.92	0.58	0.38	0.21
速动比率(X)	0.92	0.58	0.38	0.21
资产负债率(%)	53.35	52.79	56.72	55.43
总资本化比率(%)	51.98	50.66	55.80	54.55
短期债务/总债务(%)	44.17	38.69	40.58	49.57
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.04	0.03	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.06	0.10	0.08	0.08*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.33	-1.75	-2.91	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：中诚信国际分析时将投资收益从营业收入中划出，列入对应的投资收益科目（除 2021 年一季度外），并将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券计入短期债务；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021 年一季报部分指标无法计算；财务数据均为财务报告期末数。

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
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	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）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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）
偿债能力	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：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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
AAA	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 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
A-1	为最高级短期债券，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。