

云南省能源投资集团有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：于美佳 mjyu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 17 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 中诚信国际关联机构中诚信绿金融科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 0679 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”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”、“21 能投 01”和“22 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

二零二二年六月十七日

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”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”、“21 能投 01”和“22 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强、电力业务盈利能力提升、经营获现能力保持较好水平、水电权益装机规模持续上升和参股优质上市公司等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到燃料供给及价格变动情况、能源物流贸易业务经营风险、经营性业务盈利能力很弱、债务规模增速较快且偿债压力较大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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,888.42	2,056.13	2,314.27	2,427.97
所有者权益合计（亿元）	720.97	744.52	850.62	851.49
总负债（亿元）	1,167.45	1,311.61	1,463.65	1,576.47
总债务（亿元）	980.92	1,092.86	1,254.61	1,377.86
营业总收入（亿元）	1,079.73	1,254.33	1,323.46	232.89
净利润（亿元）	21.32	24.87	28.50	3.79
EBIT（亿元）	56.99	71.53	80.26	--
EBITDA（亿元）	70.04	91.05	104.63	--
经营活动净现金流（亿元）	38.42	55.79	76.30	11.22
营业毛利率(%)	3.51	3.83	4.48	6.87
总资产收益率(%)	3.54	3.63	3.67	--
总资本化比率(%)	57.64	59.48	59.59	61.81
总债务/EBITDA(X)	14.00	12.00	11.99	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.96	1.94	2.11	--
云能投（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,199.58	1,321.33	1,508.71	1,602.62
所有者权益合计（亿元）	566.36	553.72	638.85	635.52
总债务（亿元）	581.43	692.07	796.22	881.37
营业总收入（亿元）	2.04	2.39	2.56	6.90
投资收益（亿元）	33.37	36.56	65.38	--
净利润（亿元）	15.46	9.98	26.95	-1.59
经营活动净现金流（亿元）	21.71	22.21	43.11	0.67
投资活动净现金流（亿元）	-144.87	-94.67	-27.71	-46.22
总资本化比率(%)	50.66	55.55	55.48	58.10

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **政府支持力度强。**公司是云南省人民政府授权的能源投资项目出资人代表及实施机构，是云南省能源战略的实施平台和能源资源开发、建设、运营和投融资主体，其自成立以来获得了来自各级政府 and 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”）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% 股权和云南融聚发展投资有限公司（以下简称“融聚发展”）注入公司，公司资本实力和业务实力均有所提升。

■ **电力业务盈利能力提升，经营获现能力保持较好水平。**随着云南省电力供需形势的转变，2021 年公司发电量、上网电量和上网电价均同比增加。此外，电力业务盈利能力的提升亦得益于经营活动净现金流规模扩大。

■ **水电权益装机规模持续上升。**随着参股项目陆续投产，公司水电权益装机规模持续提升至 2022 年 3 月末的 1,206.04 万千瓦，具备一定规模优势。目前公司参股的白鹤滩水电站正陆续投产，并计划于 2022 年内全面完工，公司权益装机规模或将进一步提

升。

■ **参股优质上市公司，可获得较大规模的投资收益和一定现金分红，上市公司股权资产亦可对债务偿付提供一定保障。**公司参股了中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”，股票代码：600900.SH）和华能澜沧江水电有限公司（以下简称“华能水电”，股票代码：600025.SH）等市值规模极大的上市公司，可获得大量的投资收益和一定的现金分红。流动性较强的上市公司股权资产亦可对债务偿付提供一定保障。

关注

■ **燃料供给及价格变动情况。**2021 年以来，煤炭价格持续上涨，且受云南省地质条件及运输条件影响，加之环保和安全检查带来的停产整顿，煤炭供给不足，加大了煤电机组运营压力，未来需持续关注燃料供给及价格变动对公司煤电业务运营的影响。

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

■ **经营性业务盈利能力很弱。**公司整体毛利率水平偏低，且债务规模持续上升使得财务费用对公司利润侵蚀较为严重，2021 年公司经营性业务利润继续为负，经营性业务盈利能力很弱。

■ **债务规模增速较快且偿债压力较大。**2021 年以来，公司债务规模快速提升，且本部近两年债务到期规模均较大，其未来债务控制情况及偿债安排有待持续关注。

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；政府支持力度下降等。

同行业比较

2021年（末）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	2,892.16	2,979.40	54.43	1,368.63	29.21
河北建投	2,552.49	2,473.82	59.25	387.36	11.96
云能投	1,620.78	2,314.27	63.24	1,323.46	28.50

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	2021/06/28	22.00	9.60	2017/06/22~2022/06/22 (3+2)	回售、调整票面利率
20 能投 01	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/04/29~2023/04/29	--
20 能投 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/03/24~2023/03/24 (3+N)	续期选择权、调整票面利率、赎回
21 能投 01	AAA	AAA	2021/06/28	5.00	5.00	2021/04/07~2024/04/07	--
22 能投 01	AAA	AAA	2022/01/20	15.00	15.00	2022/01/28~2025/01/28 (2+1)	回售、调整票面利率

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 2021 年年度报告，截至 2022 年 3 月末，“17 能投 01”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”、“21 能投 01”和“22 能投 01”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。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高新技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

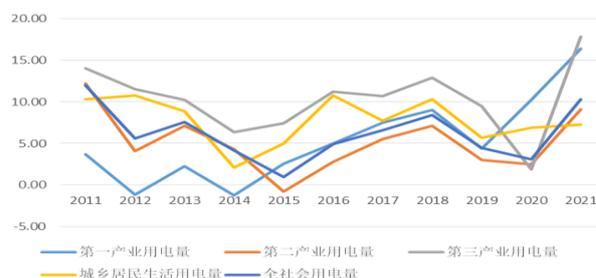
2021 年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

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。2021 年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长 10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

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 2021 年的 67.52%；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。

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

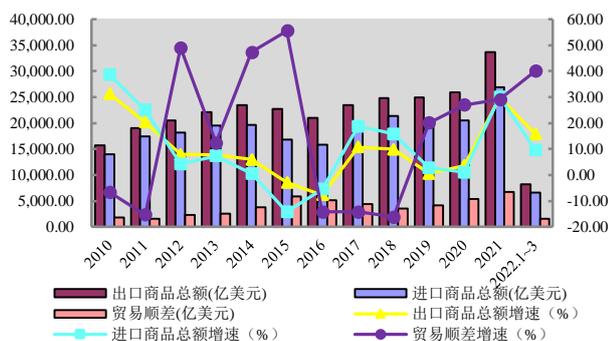
中诚信国际认为，2021 年在出口替代效应及 2020 年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和国际贸易形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

2021 年，中国货物进出口贸易规模再上新台阶，首次突破 6 万亿美元关口；大宗商品价格单边上升并高位运行的市场态势，对我国流通企业的风控能力形成一定挑战

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。近年来，世界经济疲弱，贸易保护主义持续升温，加之新冠肺炎疫情冲击，我国对外贸易发展面临的形势复杂严峻。受新冠疫情的持续影响，全球多数国家难以复工复产，在此背景下中国外贸占国际市场的份额有所提升；出口持续超预期增长成为我国经济增长的重要支撑。2021 年，我国进出口总额实现 6.05 万亿美元，同比增长 30.0%，比 2019 年同期增长 32.2%，系首次突破 6 万亿美元关口；其中，货物出口总值 3.36 万亿美元，同比增长 29.9%；货物进口总值 2.69 万亿美元，同比增长 30.1%；贸易顺差 6,764.30 亿美元，同比增

长 29.1%。2022 年 1~3 月，我国进出口贸易金额创历史新高，当期进出口总值 1.48 万亿美元，较上年同期增长 13.0%；其中，出口 8,209.2 亿美元，同比增长 15.8%；进口 6,579.8 亿美元，较上年同期增长 9.6%。

图 2：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大。2020 年，受到新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至历史高点；2021 年以来，新冠疫情“长尾效应”、“双碳”等环保及产业政策对化石能源及高耗能产业的约束可能会长期存在、北美飓风和山西暴雨等极端天气对大宗商品供应造成较大影响以及 OPEC+原油增产计划和俄乌冲突等地缘政治风险亦对大宗商品带来较大不确定性，上述因素综合作用下大宗商品价格继续高位运行。但大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

图 3：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，中诚信国际整理

跟踪期内，受经济持续恢复和新增铝硅用电需求拉动明显以及来水来煤不足等原因，云南省电力供需格局强势逆转，省内电价水平亦有所提升

2021 年云南省 GDP 总量为 27,146.76 亿元，排名全国第 18 位，同比增长 7.3%，略低于全国平均 8.1% 的增速。整体来看地区经济运行平稳，总体延续疫情后恢复态势，有利于公司业务的良好发展。

从发电端来看，截至 2021 年底，云南省全口径装机容量为 10,625.34 万千瓦，其中水电 7,819.87 万千瓦，火电 1,527.56 万千瓦，风电 880.64 万千瓦，光伏 397.06 万千瓦。2021 年云南电网发电量（含小电）3,540.69 亿千瓦时，同比增长 3.26%，增量主要来源于乌东德投产新增发电量和省内火电。从需求端来看，受经济持续恢复发展及新增铝硅用电的明显拉动，2021 年云南省全社会用电量为 2,138.25 亿千瓦时，同比增长 5.63%，另外全年完成西电东送电量 1,473.07 亿千瓦时，但受供应不足影响，省内不得不启动阶段性有序用电，云南省电力供需形势强势逆转。整体来看，2021 年来水来煤不足导致发电能力不及预期，用户需求亦在一定程度上受有序用电和“能耗双控”制约，云南省电力电量“双缺”供需局面逐步显现。

市场运行方面，2021 年省内电力市场化交易电量同比增长 16.63%，连续七年保持两位数增速，交易电量占全社会用电量比例达 69.72%，清洁能源交易占比达 89.19%，电力体制改革推进继续保持全国领先水平，市场竞价较为激烈，但在当期电力供应

紧张的形势下，平均成交价每千瓦时同比上涨 1.82 分。未来随着电力市场化改革进一步深化，在国家持续推进 1439 号文¹等相关政策背景下，加之云南省电力供需形势逆转，或将助益于公司电力业务盈利能力的改善。

跟踪期内，公司产权结构保持稳定，经营管理仍相对独立于股东云投集团；但集团内部多位管理层接受纪律审查和检查调查，中诚信国际将对该事项保持关注

产权结构：截至 2022 年 3 月末，公司控股股东仍为云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”），持股比例未发生变化，实际控制人仍为云南省国资委。此外，根据云南省国资委《关于明确云南省能源投资集团有限公司有关管理事项的通知》（云国资统财[2012]95 号）文件意见，公司纳入云投集团财务报表合并范围，但公司的经营管理相对独立于云投集团，人事权、财权和重要事项决策权的控制人仍为云南省国资委。

公司治理：公司设有股东会、董事会和监事会，同时设有总经理 1 名、副总经理若干名，下设 16 个职能部门，并根据业务特性建立了较为完善的内部控制制度。**值得注意的是**，2021 年以来，公司先后发布公告称，云南省属国有企业专职外部董事、云能投原董事长段文泉，云能投党委委员、副总裁、董事杨万华，云能投总裁助理、云南省配售电有限公司党委书记、董事长张锦灿，云南能投德宏产业发展有限公司副董事长、德宏州国有资本投资控股集团有限公司董事长周巍，云南省天然气有限公司党委书记、董事长杨键，云南能投联合外经股份有限公司党委书记、董事长张静，云南省能源投资集团有限公司第二组监事会主席茹毅，怒江州扶贫投资开发有限公司党委书记、董事长赵林以及云南能源进出口有限公司董事长晏翼琨上述九人接受纪律审查和监察调查，中诚信国际将持续关注云能投集

团内部多位中高层管理者涉嫌严重违纪违法对公司未来经营及整体信用状况所带来的影响。

2021 年云南省用电需求上升推动公司上网电量和上网电价均同比有所增加，但未来需持续关注燃料供给及价格变动对公司煤电业务运营的影响

2021 年，公司控股装机规模保持稳定，随着区域经济持续恢复发展，云南省电力电量“双缺”局面显现，进而推动煤电机组利用效率同比提升。煤电上网电量逐年增加使得长期备用补贴减少，但受益于新增铝硅等高耗能产业对用电需求的明显拉动，加之 1439 号文实施，煤电市场化交易电价显著提升，拉动煤电全年平均上网电价同比上涨。2022 年 1~3 月，受煤价上涨且供应不足影响，煤电发电量同比下降，但当期煤电电量全部进入市场交易，在旺盛的用电需求拉动下，煤电电价进一步上涨。**值得注意的是**，目前煤炭价格持续上涨，且受云南省地质条件及运输条件影响，加之环保和安全检查带来的停产整顿，煤炭供给亦不足，加大了煤电机组运营压力，未来需持续关注燃料供给及价格变动对公司煤电业务运营的影响。

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，2021 年公司水电发电量及机组利用小时数随所在流域来水偏枯而均呈下降态势。但受益于区域用电供需偏紧，市场化结算电价较高，推动水电全年平均上网电价同比提升。由于 2022 年 1~3 月为枯水期，加之用电需求持续旺盛，公司水电电价进一步提升。

受来风及光照等资源偏弱影响，2021 年新能源机组利用效率同比有所下降。2022 年 1~3 月，随着用电需求上升以及风光等资源转好，公司新能源机组发电量和利用小时数同比上升。此外，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。

¹ 国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（简称“1439 号文”），燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，并将燃煤发电市场交易价格浮动

范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制，推动工商业用户都进入市场，取消工商业目录销售电价。

表 1: 近年来公司已投产可控和参股电力装机情况

指标	2019	2020	2021	2022.3
可控装机容量（万千瓦）	219.20	399.20	399.20	399.20
其中：煤电	120.00	300.00	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）	60.73	129.36	134.83	43.63
其中：煤电	26.55	92.99	101.57	34.43
水电	12.94	14.35	12.51	2.72
新能源	21.24	22.02	20.76	6.49
上网电量（亿千瓦时）	58.51	121.13	124.99	40.46
机组利用小时（小时）	--	--	--	--
其中：煤电	2,213	3,100	3,386	1,148
水电	3,524	3,828	3,503	773
新能源	3,674	3,809	3,592	1,123
电煤采购均价（元/吨）	288.51	289.11	260.81	372.74
上网电价（元/千瓦时）	--	--	--	--
其中：煤电	0.390	0.326	0.338	0.355
水电	0.197	0.183	0.206	0.257
参股权益装机容量（万千瓦）	1,174.51	1,241.13	1,333.44	1,333.44
其中：参股水电	997.31	1,072.93	1,206.04	1,206.04
参股火电	177.20	168.20	127.40	127.40

注：因四舍五入存在尾数差异；2020 年火电相关业务数据假设曲靖电厂和红河电厂²自期初已纳入合并范围；2021 年公司参股的国电宣威发电有限责任公司因破产而导致其中 120 万千瓦火电装机不再纳入参股火电核算口径。

资料来源：公司提供

公司参股较多云南省内的优质水电，资产质量优质，可获得大量的投资收益及现金分红

公司参股了云南省“三江”流域大型梯级水电企业，其中包含了华能水电以及长江电力等市值规模极大的上市公司股权，受益于云南省水电消纳不断改善，公司参股水电机组盈利能力不断提升，每年可获得丰厚的投资收益以及现金分红，对公司利润规模以及经营活动净现金流形成极大支撑。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（12*85 万千瓦）全部投产和白鹤滩水电站陆续投产，2021 年末公司

² 2020 年 6 月，云电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。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“云煤化工”）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

水电权益装机规模增至 1,206.04 万千瓦。

表 2: 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	持股市值/账面价值	2021 年确认投资收益	2021 年宣告发放的现金分红
华能澜沧江水电股份有限公司	28.26	2,318.38	296.05	16.50	8.14
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	1.84	0.46	0.67
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00	440.00	8.42	0.39	0.08
金安桥水电站有限公司	8.00	240.00	2.51	--	--
华能云南龙开口水电有限公司	2.00	180.00	0.79	0.10	0.03
华电鲁地拉水电有限公司	8.00	216.00	1.69	--	--
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00	300.00	6.49	0.60	0.21
中国长江电力股份有限公司	3.19	4,559.50	159.60	8.51	6.31
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00	1,720.00	80.36	6.45	--
云南滇能泗南江水电开发有限公司	39.00	20.10	1.18	--	--
合计	--	10,128.98	561.53	33.01	15.44

注：华能水电和长江电力市值根据 2022 年 3 月 31 日收盘价格计算得出；其余企业为 2021 年末账面价值。

资料来源：公司提供

此外，公司持有中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）9.51% 股权，同时云南省国资委将所持中国铜业 15.1% 的股权划转至公司所有³，另外，2022 年 4 月，公司以非公开协议方式收购云南省工

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，收购前多年来曲靖电厂经营持续亏损，2021 年虽实现扭亏为盈，但仍处于资不抵债状态，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。

³ 截至本报告出具日，该划转尚未完成工商变更。

业投资控股集团有限公司（以下简称“云南工投”）持有的中国铜业 5.2752% 股权⁴，并已完成股权转让预付款 38.01 亿元的支付⁵，以上事项完成后公司将为其第二大股东。中国铜业为中国铝业集团有限公司铜和铅锌板块的运营主体，在境内外拥有丰富的有色金属资源储量，此外，中国铜业不断向上下游板块延伸，产业链完整，综合实力极强，预计未来可为公司贡献一定规模投资收益。

公司目前正在对省内煤炭资源进行整合，2021 年以来煤炭产能、产量均进一步提升，但降本难度较大；同时，中诚信国际将持续关注煤炭安全生产和未来投资计划情况

公司煤炭生产业务主要由煤炭产业集团⁶负责运营。受益于羊场口煤矿、天井煤矿和团结煤矿产

能提升改造、观音山煤矿一井西一二采区建成投产以及陆东煤矿⁷纳入合并范围，截至 2022 年 3 月末，公司煤炭产能增至 1,200 万吨/年。2021 年 3 月，云南省国资委将金马集团 100% 股权注入公司⁸，将有助于提升公司煤炭业务竞争实力。根据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，未来生产能力不低于 5,000 万吨/年。

2021 年，观音山煤矿受停产整顿影响而煤炭产量同比下降，但由于先锋露天煤矿产量较大且增速较快，公司整体煤炭产量大幅提升。2022 年一季度，先锋露天煤矿产量同比大增，加之观音山煤矿恢复生产，公司煤炭产量维持上升态势。但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 2022 年 3 月末公司控股在产煤矿情况

煤炭项目名称	主要煤炭种类	煤炭可采储量 (亿吨)	计划产能 (万吨/年)	2020 年产量 (万吨)	2021 年产量 (万吨)	2022 年 1~3 月产量 (万吨)
先锋露天煤矿	褐煤	1.28	300	199.94	413.18	56.40
观音山煤矿一井	贫煤	1.52	180	44.13	21.37	11.37
观音山煤矿二井	贫煤	0.44	60	49.30	23.04	8.66
河兴煤矿	焦煤	0.25	30	6.13	3.28	3.28
祖德煤矿	焦煤	0.19	15	0.56	--	--
得马矿井	焦煤	0.09	30	16.06	20.23	4.78
兴云矿井	焦煤	0.20	60	53.18	47.25	9.46
恩洪煤矿二号井	焦煤	0.41	60	62.12	39.90	11.27
田坝煤矿二号井	焦煤	0.47	30	14.28	8.31	2.4
朱家湾煤矿	无烟煤	0.45	60	62.43	47.76	18.87
长岭煤矿	无烟煤	0.41	60	56.88	62.96	26.18
金发煤矿	焦煤	0.09	30	27.41	6.85	1.82
可保煤矿	褐煤	0.03	60	55.14	35.85	--
羊场口煤矿	焦煤	0.26	45	2.17	0.72	--
天井煤矿	无烟煤	0.28	60	3.10	8.87	1.15
团结煤矿	焦煤	0.07	30	5.03	8.10	0.67
四角地煤矿	无烟煤	0.14	30	2.73	6.11	0.74
陆东煤矿	焦煤	0.49	60	--	3.86	5.89
合计	--	7.07	1,200	660.59	757.64	162.94

注：公司于 2020 年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；金马集团未纳入上表统计范围。

资料来源：公司提供

⁴ 截至本报告出具日，该股权收购尚未完成工商变更，但双方已签订《股权质押合同》，云南工投将标的股权质押给公司，待双方办理完标的股权工商变更登记时解除该质押登记。

⁵ 根据双方签订的《股权转让协议》，确定以 2021 年 12 月 31 日为股权审计评估基准日，最终股权转让价格不低于经省国资委备案的评估结果。

⁶ 2019 年 6 月，应云南省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。

⁷ 2021 年云煤化以云南省陆东煤矿有限公司（简称“陆东煤矿”）作价及现金补足的方式对煤炭产业集团增资以完成注册资本的实缴，其中，陆东煤矿视同非同一控制下企业合并，股权取得成本为 1.49 亿元，截至 2021 年末，陆东煤矿净资产为 0.70 亿元，当年实现净利润-0.71 亿元。

⁸ 截至本报告出具日，该划转尚未完成工商变更。金马集团煤炭年产能 1,500 万吨，未来随着资产注入完成，公司煤炭产能将增至 2,700 万吨/年。

中诚信国际关注到，云南省煤矿地质条件特殊，百万吨死亡率常年高于全国平均水平。同时，公司下属大量矿井产能规模及可采储量规模均较小，公司面临较大安全生产风险以及关停和资源枯竭风险。同时，为整合周边煤炭资源和改造相关煤矿，未来面临一定的资金压力。

2021年以来公司持续推进天然气管网建设，售气量与收入规模显著提升；但公司天然气业务尚处于项目建设、市场开发培育阶段，未来发展潜力较大

公司天然气业务由云南能投股份子公司云南省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”）负责开展运营，为云南省天然气资源调控平台。目前公司天然气业务总体处于项目建设、市场开发培育阶段，管网资产规模相对较小。目前公司共取得9个地市工业园区燃气主体供应权以及7个地市级工业园区燃气特许经营权等。

公司天然气供应主要来源于中石油西南销售分公司，同时也在寻求川气、桂气入滇以及LNG等气源，供气具有一定保障。公司销售模式以天然气批量采购为主，下游客户以工业用户为主。2021年，公司稳步推进支线管网、应急气源储备中心等项目建设，已建成通气及具备通气条件支线管道合计727km，加之用气需求上升，当期天然气销售量和销售收入大幅提升。此外，2021年公司入户安装服务业务规模扩大，可助益燃气业务竞争实力的提升。

表 4：公司天然气板块主要经营数据情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
销售量（万方）	7,108.24	12,430.36	21,114.21	4,087.95
销售收入（亿元）	2.71	3.49	5.49	1.20

资料来源：云南能投股份年度报告及公司提供

2021年以来贸易业务规模有所缩减，盈利能力持续走弱；为提升盈利能力，公司未来计划拓展市场化客户业务，需持续关注贸易业务转型情况

公司现代物流板块主要包括物资贸易、运输、仓储和租赁等业务，由子公司云能投物流负责开展运营。目前贸易品种主要为钢材和煤炭，经营范围

以西南区域为主。

从经营模式来看，公司贸易业务主要为代理业务，采取“以销定采”的方式，签订合同价格条款一般设置成基础价格加浮动价格模式，盈利能力较低。公司上下游客户以国企为主，集中度一般，未来在满足风险管控的前提下，公司将逐步开展市场化客户业务，旨在提升盈利水平。受市场行情影响与经营模式变化，2021年以来，公司物资贸易收入呈波动下行态势，毛利率亦持续下降。

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。

中诚信国际认为，公司能源物流贸易业务依然保持在很大规模，使得公司毛利率处于很低水平，未来公司贸易业务经营模式、盈利能力和资金管控有待关注。

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	2019	2020	2021	2022.1~3
钢材	销售量	1,234.69	1,646.31	1,296.83	198.13
	销售价格	4,111.67	3,207.84	4,773.26	4,344.62
煤炭	销售量	1,465.89	2,543.90	2,019.36	229.32
	销售价格	1,208.28	1,013.84	982.44	1,100.65

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

盐化工业务主要由云南能投股份全资子公司云南省盐业有限公司（以下简称“云南盐业”）负责运营，云南盐业为云南省内最大的盐业企业，同时也是云南省唯一具有食盐生产和省级批发许可证的企业，主要产品包括食盐和芒硝等。2021年以来，云南盐业继续加大研发投入和品牌建设力度，同时进行产能结构调整，压缩工业盐产能，提升食品盐产能，因而使得当期食品类销量上升而化工类销量下降，加之大宗商品价格上升带动盐化工售价

上升，盐业收入整体呈上升态势。

表 6：近年来公司盐业板块主要经营数据（万吨）

品种	指标	2019	2020	2021	2022.1-3
食品类	生产量	27.84	31.40	38.07	6.49
	销售量	28.63	31.13	38.53	7.30
化工类	生产量	134.11	136.80	133.88	32.97
	销售量	132.34	138.42	134.84	33.75

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

公司氯碱化工产品主要以烧碱、PVC 和电石等为主，2021 年以来，受益于化工行业景气度上升，氯碱化工业务收入大幅上升，盈利能力有所修复。公司于 2020 年收购云南永昌硅业股份有限公司，加之市场行情向好，故 2021 年以来硅产品销量和价格大幅上升，推动其收入规模显著增长。此外，云南能投化工投资建设的有机硅项目一期 20 万吨已于 2021 年下半年投产，二期 20 万吨计划于 2022 年内开工，该项目可进一步丰富公司化工产品线，助益竞争实力提升。

公司金融投资业务运营主体为云南能投资本和云能基金，具体业务主要为股权投资、融资租赁、商业保理和基金管理等，根据公司发展规划，出于风险管理角度，目前商业保理和融资租赁处于存续业务陆续退出阶段，未来亦不会有大规模新增。2021 年云南能投资本确认的投资收益增加以及基金业务增长推动金融投资业务收入规模显著提升。此外，2021 年 12 月，云南省国资委将其所持融聚发展⁹100% 股权注入公司，其主业为重点产业基金投资，该股权注入或将进一步提升公司金融业务竞争力。

公司工程施工业务主体为联合外经，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。按照公司发展规划，工程施工业务主要围绕现有产业开展业务协同，目前处于业务规模压降状态，故 2021 年以来工程施工板块收入呈下

降态势。

公司在建项目较多，且持续对外股权投资，面临一定资本支出压力，中诚信国际将对此保持关注

在建项目方面，公司在各个主业均有较多在建拟建项目，截至 2022 年 3 月末，在建项目尚需投资额为 50.11 亿元，此外，公司目前持续通过股权投资基金进行对外投资，未来仍面临一定规模的投资支出压力。同时，中诚信国际将持续关注公司在建、拟收和并购项目盈利及债务压力情况。

表 7：截至 2022 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	57.31
天然气支线管网建设项目	29.69	23.47
双河煤矿续建工程	2.49	5.80
恒鼎煤业井巷系统	8.03	2.75
金城煤矿建设项目	7.93	4.04
顺源煤矿 30 万吨/年矿井工程	7.12	1.59
陆东煤矿整体修建项目	4.38	2.17
云南理工职业学院项目	19.71	17.36
昆明市经开人民医院新医院项目	10.85	4.60
安宁草铺麒麟工业园区项目	9.96	5.26
香格里拉市东部藏区旺池卡综合产业园建设项目 A 区	17.32	5.78
昭通市扶贫综合物流园区	11.11	3.11
云南省能源科研双创示范园	3.37	3.32
有机硅项目一期	29.86	21.43
合计	208.10	157.99

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 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 2020~2021 年审计报告以及公司公开披露的未经审计的 2022 年一季度财务报表。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和“其他非流动负债”中的基金借款、“租赁负债”计入长期债务，

58.07 亿元，2021 年实现净利润 1.11 亿元。

⁹ 截至 2021 年 12 月 31 日，融聚发展的总资产规模为 58.63 亿元，净资产规模为

将“其他流动负债”中的短期应付债券和融资融券本息计入短期债务。

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；2022年1~3月本部口径营业总收入未拆分投资收益等数据。财务数据均为财务报告期末数。

公司主营业务盈利能力弱，2021年经营性业务利润保持亏损态势，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，进而使得公司利润总额呈上升态势

2021年，电力、煤炭、化工和硅产品等板块均表现良好，推动营业总收入和营业毛利率均同比上升，但物流贸易收入占比较大，而贸易业务毛利率偏低，进而导致公司整体毛利率仍处于较低水平。2022年1~3月，受物流贸易和工程施工业务规模压缩影响，营业总收入同比下降，但毛利率进一步提升。

表 8：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
电力	20.28	32.12	40.26	14.51
煤炭	9.20	64.11	82.45	29.02
物流贸易	963.33	1,039.04	1,069.56	163.20
金融投资	12.26	15.31	17.03	1.07
天然气	2.71	3.38	5.73	1.23
盐化工	10.26	10.67	12.02	3.21
氯碱化工	20.64	15.59	19.84	9.88
工程施工	36.33	54.43	43.17	3.00
硅产品	--	4.51	13.25	4.76
其他	4.72	15.17	20.15	3.01
营业总收入	1,079.73	1,254.33	1,323.46	232.89
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力	35.28	15.23	22.98	22.82
煤炭	22.80	19.99	19.84	17.72
物流贸易	0.69	0.43	0.34	0.53
金融投资	70.46	75.44	75.51	32.07
天然气	24.34	15.52	12.91	5.49
盐化工	59.97	58.43	48.00	48.36
氯碱化工	19.95	12.99	17.04	13.18

工程施工	17.56	13.12	14.15	14.80
硅产品	--	15.72	45.81	32.80
营业毛利率	3.51	3.83	4.48	6.87

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021年以来，债务规模较大以及职工薪酬增加使得财务费用和管理费用规模持续攀升，进而推动公司期间费用规模和期间费用率均呈上升态势。

公司主业盈利能力弱且期间费用对利润侵蚀较为严重，2021年经营性业务利润依然为负。权益法核算的长期股权投资收益是利润总额的主要来源，2021年参股水电业绩提升，加之处置部分长江电力股权获得一次性收入，共同推动投资收益显著增长，受益于此，同期利润总额亦同比上升。此外，由于执行新的会计准则，公司对贸易业务等计提了较大规模坏账损失，加之固定资产报废毁损等因素，对利润形成一定侵蚀。2022年1~3月，经营性业务利润亏损幅度虽有所减少，但计提的减值损失使得当期利润总额仍同比减少。

跟踪期内，随着利润总额的增长以及折旧摊销规模的扩大，EBIT、EBITDA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	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	50.89	68.66	77.56	19.73
期间费用率	4.71	5.47	5.86	8.47
经营性业务利润	-13.34	-21.01	-20.96	-4.57
资产减值损失合计	-3.54	-13.04	-29.16	-2.84
投资收益	43.40	60.69	76.50	13.08
利润总额	24.56	28.86	32.69	5.56
EBIT	56.99	71.53	80.26	--
EBITDA	70.04	91.05	104.63	--
总资产收益率（%）	3.54	3.63	3.67	--

注：期间费用中管理费用包含研发费用；资产减值损失合计包括信用减值损失，损失以“-”列示。

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，总体保持较小规模，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，受参股企业经营业绩持续向好，2021年投资收益规模大幅上升，进而推动利润总额

亦同比显著提升。

表 10：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元）

指标	2019	2020	2021
营业总收入	2.04	2.39	2.56
期间费用合计	19.00	24.37	32.87
经营性业务利润	-17.06	-22.07	-30.59
投资收益	33.37	36.56	65.38
利润总额	15.46	9.98	26.95

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

2021 年以来，持续推进对外投资推动公司总资产和总债务均呈上升态势，且债务规模增速快，公司面临较大债务压力，但持有优质上市公司股权可提供一定偿债支持

公司资产主要以参股水电长期股权投资、固定资产和无形资产为主，随着对参股项目注资的增加以及其持续盈利，长期股权投资规模持续提升，此外，2021 年末新增采矿权和土地使用权带动无形资产规模亦同比上升。2021 年公司执行新金融工具准则，将可供出售金融资产等重分类至其他非流动金融资产和其他权益工具投资，进而使得其规模大幅上升。其他非流动资产中预付长期资产购置款规模快速提升，加之将尚未完成工商变更的金马集团计入该科目，使得 2021 年末其他非流动资产规模大幅上升。流动资产主要为货币资金、应收账款和其他应收款等，其中受工程回款较慢以及应收电费、应收新能源补贴款保有量较大影响，应收账款保持较大规模¹⁰。**值得关注的是**，其他应收款主要为与云南省内国有企业的往来款，2021 年，公司分别向云煤化、云投集团新增资金拆出 80.81 亿元¹¹和 7.00 亿元，致使其他应收款规模大幅提升，且云煤化自身流动性压力较大，未来需持续关注上述款项的收回情况。受债务到期偿付与新增融资影响，2021 年以来货币资金规模有所波动。得益于货币资金和长期股权投资规模进一步增加，2022 年 3 月末公司总资产规模较期初进一步增加。

¹⁰截至 2021 年末，公司 1 年以内（含 1 年）应收账款占比为 53.54%，当年预计信用损失率为 12.38%。

¹¹截至 2021 年末，公司向云煤化拆借的资金余额为 90.02 亿元。

表 11：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	154.96	154.96	113.54	148.19
应收账款	67.54	92.95	82.98	90.98
其他应收款	51.36	45.26	119.64	126.51
流动资产	462.09	458.36	486.27	572.65
固定资产	222.41	267.76	256.80	253.40
无形资产	144.98	157.88	205.13	205.11
长期股权投资	607.76	673.13	709.21	757.65
其他非流动金融资产	--	--	103.16	101.97
其他权益工具投资	0.54	0.54	88.02	86.55
其他非流动资产	48.12	75.41	211.60	193.07
非流动资产	1,426.32	1,597.77	1,828.00	1,855.32
资产总额	1,888.42	2,056.13	2,314.27	2,427.97

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且往来款规模增加，2021 年以来总债务保持快速上升态势，且短期债务占比迅速攀升，债务结构持续恶化，面临较大债务接续压力。2021 年，金马集团以及融聚发展股权注入推动公司资本公积和 2021 年末所有者权益规模同比大幅上升。此外，若将其他权益工具中的永续债计入债务，近年来公司财务杠杆水平整体呈下降态势¹²。

表 12：近年来公司债务结构及资本实力情况（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	353.97	427.31	668.48	746.12
长期债务	626.94	665.54	586.12	631.74
短期债务/长期债务（X）	0.56	0.64	1.14	1.18
总债务	980.92	1,092.86	1,254.61	1,377.86
资本公积	142.43	153.27	336.27	336.21
其他权益工具	228.98	214.01	115.01	115.01
所有者权益	720.97	744.52	850.62	851.49
资产负债率	61.82	63.79	63.24	64.93
总资本化比率	57.64	59.48	59.59	61.81

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从公司本部来看，2021 年持续的对外投资和参股资产盈利推动其总资产规模持续增加，但当期末货币资金随着债务到期偿付同比大幅下降，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¹³。可变现资产方面，公司本部持有云南

¹²若将其他权益工具中的永续债计入债务，则 2019~2022 年 3 月末公司总资本化比率分别为 71.09%、71.12%、65.06% 和 66.96%。

¹³截至 2022 年 3 月末，公司本部未来 1 年以内到期、1~2 年到期、2 年以上到期

能投股份 31.63%、云维股份 28.99%、长江电力 3.19% 和华能水电 28.26% 的上市公司股权，2022 年 3 月末总市值为 493.64 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。此外，2021 年 12 月 11 日长江电力发布公告称，拟以发行股份、发行可转换公司债券（如有）及支付现金的方式购买公司持有的云川公司 15% 股权，具体重组方案尚待公布，未来随着该重组工作的落地，公司或将在持有优质上市公司股权、获得一次性现金补偿等方面受益。

表 13：近年来公司本部资产、债务及资本实力情况（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.3
总资产	1,199.58	1,321.33	1,508.71	1,602.62
其中：货币资金	48.27	58.78	31.00	67.85
其他应收款	12.50	25.16	50.72	57.15
长期股权投资	916.14	982.77	1,048.43	1,094.63
其他非流动资产	81.82	114.20	261.59	241.22
总负债	633.22	767.62	869.86	967.10
总债务	581.43	692.07	796.22	881.37
所有者权益	566.36	553.72	638.85	635.52
其中：其他权益工具	228.98	214.01	115.01	115.01
资产负债率	52.79	58.09	57.66	60.34
总资本化比率	50.66	55.55	55.48	58.10

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 14：截至 2021 年末公司本部主要长期股权投资资产明细（亿元）

被投资单位	持股市值/账面价值	2021 年确认投资收益	2021 年宣告现金红利
子公司			
云南能源投资股份有限公司	34.06	--	--
云南云维股份有限公司	13.01	--	--
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	--	--
云南能投股权投资基金合伙企业（有限合伙）	49.25	--	--
云南融聚发展投资有限公司	58.00	--	--

的债务规模分别为 582.51 亿元、261.76 亿元和 134.73 亿元。

参股企业

中国长江电力股份有限公司	159.60	8.51	6.31
华能澜沧江水电股份有限公司	296.05	16.50	8.14
三峡资本控股有限责任公司	32.37	4.24	2.17
中国铜业有限公司	173.87	4.71	--
三峡金沙江云川水电开发有限公司	80.36	6.45	--
合计	1,128.45	40.41	16.62

注：华能水电和长江电力市值根据 2022 年 3 月 31 日收盘价格计算得出；其余企业为 2021 年末账面价值。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021 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；同时持续提升的债务规模亦导致各偿债指标处于弱水平，需关注债务接续情况

2021 年，随着电力业务获现能力的增强，加之乌东德和白鹤滩水电站的陆续投产使得计入经营活动现金流的现金分红增加，进而推动经营活动净现金流显著提升。随着对外投资规模有所下降，2021 年投资活动现金净流出规模呈下降态势。但同期受云南省区域融资环境趋紧影响，公司利用较多自有资金偿还债务，使得筹资活动净现金流由正转负。2022 年 1~3 月，随着煤炭和化工产品销量的增加，加之当期收到部分现金分红，经营活动净现金流同比提升；同期公司加大外部借款力度，使得筹资活动现金净流入规模显著扩大，且预付中国铜业股权转让款或将进一步增加投融资压力。

偿债指标方面，2021 年，受益于利润总额增加和经营获现能力增强，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均同比加强。但货币资金保有量相对债务规模较小，对债务本金覆盖能力呈波动下降态势且处于很弱水平，公司债务偿还主要通过借新还旧解决，整体偿债压力较大，需持续关注债务接续情况。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	38.42	55.79	76.30	11.22

投资活动净现金流	-192.82	-132.98	-105.79	-61.93
筹资活动净现金流	173.12	74.23	-14.94	80.62
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.05	0.06	0.03*
经调整后的经营活动净现金流/总债务(%)	-2.23	-0.72	0.75	-0.90*
EBITDA 利息保障倍数	1.96	1.94	2.11	--
总债务/EBITDA	14.00	12.00	11.99	--
经营活动净现金流/利息支出	1.08	1.19	1.54	--
货币资金/短期债务	0.44	0.36	0.17	0.20

注：由于缺乏相关数据，2022 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，2021 年，其对参股企业的投资规模进一步下降，使得公司本部投资活动净现金流缺口持续缩小，同时利用较多自有资金偿还债务，使得筹资活动净现金流由正转负。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 16: 近年来公司本部现金流及偿债指标情况(亿元、X、%)

指标	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	21.71	22.21	43.11	0.67
投资活动净现金流	-144.87	-94.67	-27.71	-46.22
筹资活动净现金流	117.66	49.03	-12.88	68.92
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.03	0.05	0.003*
经调整后的经营活动净现金流/总债务	-1.75	-2.91	-0.49	-1.07*

注：加“*”号数据经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司公开市场融资易受区域融资环境影响，但较为充足的外部授信和多元的融资渠道可为偿债能力提供保障

公开市场融资方面，受云南省区域融资环境影响，2021年公司公开市场融资有一定困难且成本较高，虽近期公开市场融资情况有所缓解，但考虑到公司债务规模很大，其后续的债务接续仍有待持续关注。间接融资方面，公司银行授信规模较为稳定，截至2022年3月末，公司授信总额和未使用授信余额分别为1,522.82亿元和468.42亿元。此外，公司控股上市公司云南能投股份及云维股份，融资渠道多元。

截至2021年末，公司受限资产共计172.03亿元，主要为抵质押的固定资产、长期股权投资、货币资金、无形资产和长期应收款等，占总资产的7.43%。受限资产中货币资金为18.64亿元，主要为保证金、安全生产风险抵押金和诉讼冻结款。截至2022年5月末，公司质押了353,086,421股长江电力股票用于发行可交换公司债券，质押股份数占公司所持股份的48.63%¹⁴。整体来看，公司受限资产规模尚可，仍有一定的剩余融资空间。

重大未决诉讼方面，公司重大未决诉讼主要有：（1）公司对云能投（上海）能源开发有限公司（以下简称“上海能源”）、上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信”）和北方石油化工（集团）有限公司（以下简称“北方石油”）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，并支付自 2018 年 8 月 1 日起至实际还清款项之日止按照年利率 10.5% 计算的逾期罚息及复利。2020 年 9 月 7 日，公司收到最高人民法院二审民事判决书（2019）最高法民终 2025 号，确认公司上述诉求。2022 年 4 月 15 日玉溪市中级人民法院将北方石油持有的华油天然气股份有限公司 19.67% 股权作价 7.16 亿元交付公司抵偿债务，同月北方石油不服最高人民法院生效判决，提出再审申请，再审期间执行程序不暂停，目前再审尚未审结。（2）对上海华信提起的保理合同纠纷案，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。中诚信国际将持续关注上海华信债务清偿以及公司减值损失计提情况。

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022年4月14日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告

¹⁴ 以上比例为根据 2022 年 3 月末公司对长江电力持股数量 726,053,158 股计算而

来。

出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

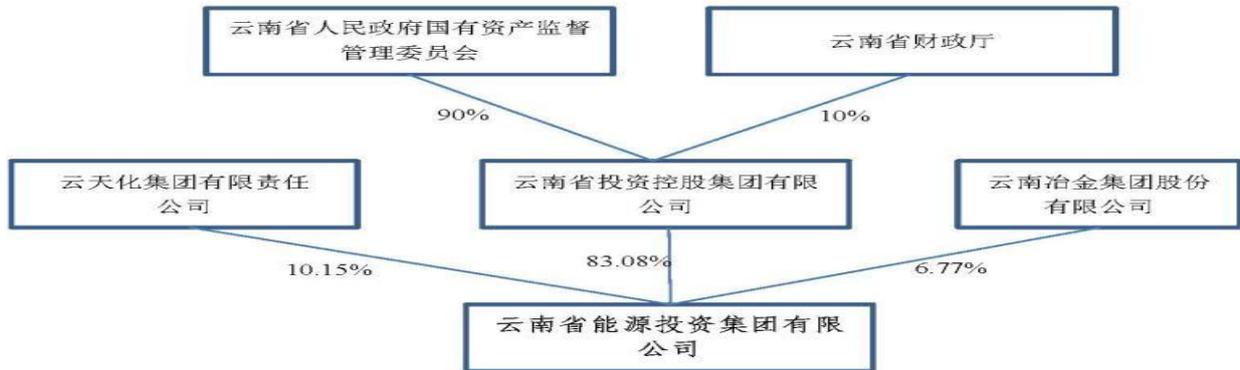
公司作为云南省国资委直接监管的省属国有企业和云南省能源战略的实施平台，可获得云南省政府很强的外部支持

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和融聚发展注入公司，公司资本实力和业务实力均有所提升。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，对公司支持力度很大。

评级结论

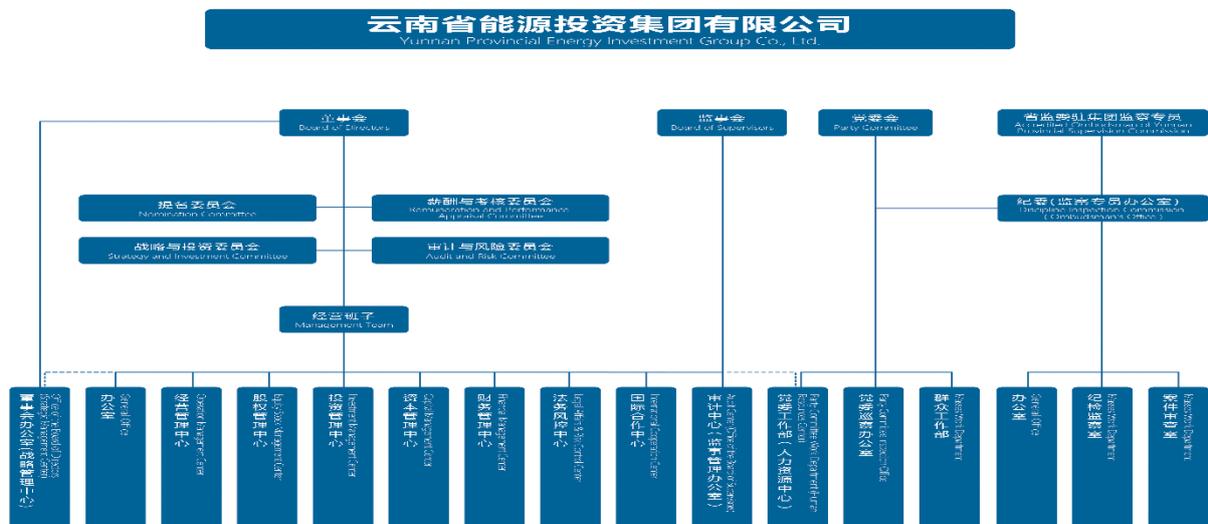
综上所述，中诚信国际维持云南省能源投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 能投 01”、“20 能投 01”、“20 能投 Y1”、“21 能投 01”和“22 能投 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2022 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	16	云南能投智慧能源股份有限公司	40.00
2	云南省电力投资有限公司	74.06	17	深圳云能基金管理有限公司	100.00
3	云南能投物流有限责任公司	40.00	18	云南能投缘达建设集团有限公司	50.00
4	云南能投资本投资有限公司	100.00	19	云南能投新能源投资开发有限公司	100.00
5	香港云能国际投资有限公司	100.00	20	云南能投股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100.00
6	云南能投有能科技股份有限公司	50.00	21	昆明云能经开健康产业有限公司	86.85
7	云南能源达进出口有限公司	51.00	22	云南能投电力装配园区开发有限公司	100.00
8	云南省能源研究院有限公司	100.00	23	云南能投昭通产业发展有限公司	65.00
9	怒江州扶贫投资开发有限公司	60.00	24	云南云维股份有限公司	28.99
10	云南能投化工有限责任公司	100.00	25	云南国资研究院有限公司	100.00
11	云南能投基础设施投资开发建设有限公司	100.00	26	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	27	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	28	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	62.98	29	云南金马集团有限责任公司	100.00
15	云南能投居正产业投资有限公司	40.00			

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,549,649.56	1,549,579.87	1,135,354.42	1,481,910.05
应收账款净额	675,423.53	929,482.49	829,808.74	909,816.44
其他应收款	513,561.28	452,564.13	1,196,405.48	1,265,110.16
存货净额	325,635.11	489,384.98	462,027.07	544,873.48
长期投资	7,864,046.42	8,659,048.26	9,198,174.11	9,649,406.66
固定资产	2,224,061.04	2,677,612.87	2,568,014.20	2,533,958.26
在建工程	1,032,565.01	950,415.23	972,418.96	1,009,648.58
无形资产	1,449,805.33	1,578,840.62	2,051,281.79	2,051,097.62
总资产	18,884,177.71	20,561,290.27	23,142,723.79	24,279,656.44
其他应付款	487,512.49	462,441.94	372,277.06	447,988.35
短期债务	3,539,748.51	4,273,127.53	6,684,834.48	7,461,179.02
长期债务	6,269,430.20	6,655,512.04	5,861,246.95	6,317,403.36
总债务	9,809,178.71	10,928,639.58	12,546,081.42	13,778,582.39
净债务	8,259,529.15	9,379,059.70	11,410,727.00	12,296,672.34
总负债	11,674,453.81	13,116,126.33	14,636,516.79	15,764,725.45
费用化利息支出	324,300.06	426,638.51	475,726.75	--
资本化利息支出	32,518.45	42,473.31	20,721.92	--
所有者权益合计	7,209,723.90	7,445,163.93	8,506,207.00	8,514,931.00
营业总收入	10,797,338.31	12,543,272.73	13,234,551.19	2,328,914.54
经营性业务利润	-133,370.43	-210,062.76	-209,598.55	-45,714.90
投资收益	433,968.91	606,891.03	765,025.45	130,839.08
净利润	213,239.72	248,653.72	284,999.32	37,875.63
EBIT	569,939.32	715,269.53	802,588.80	--
EBITDA	700,424.55	910,520.73	1,046,277.93	--
经营活动产生现金净流量	384,211.44	557,884.59	763,004.75	112,177.36
投资活动产生现金净流量	-1,928,157.33	-1,329,786.32	-1,057,878.23	-619,290.65
筹资活动产生现金净流量	1,731,206.40	742,272.85	-149,394.02	806,174.98
资本支出	524,248.21	491,358.52	366,707.29	78,901.53
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	3.51	3.83	4.48	6.87
期间费用率(%)	4.71	5.47	5.86	8.47
EBITDA 利润率(%)	6.49	7.26	7.91	--
总资产收益率(%)	3.54	3.63	3.67	--
净资产收益率(%)	3.48	3.39	3.57	1.78*
流动比率(X)	0.92	0.75	0.56	0.62
速动比率(X)	0.86	0.67	0.47	0.52
存货周转率(X)	39.76	29.42	19.24	9.89*
应收账款周转率(X)	19.11	15.49	14.43	9.91*
资产负债率(%)	61.82	63.79	63.24	64.93
总资本化比率(%)	57.64	59.48	59.59	61.81
短期债务/总债务(%)	36.09	39.10	53.28	54.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.05	0.06	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.11	0.13	0.11	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.08	1.19	1.54	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.23	-0.72	0.75	-0.90*
总债务/EBITDA(X)	14.00	12.00	11.99	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.21	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.96	1.94	2.11	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.60	1.52	1.62	--

注：2022年1~3月财务报表数据未经审计；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“长期应付款”中的应付融资租赁款和“其他非流动负债”中的基金借款、“租赁负债”计入长期债务，将“其他流动负债”中的短期应付债券和融资融券本息计入短期债务；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2022年1~3月部分指标无法计算；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（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	482,658.57	587,782.91	309,987.34	678,520.48
应收账款净额	--	--	--	--
其他应收款	124,967.12	251,589.70	507,220.50	571,480.17
存货净额	0.96	--	--	--
长期投资	9,503,583.24	10,425,439.48	11,203,327.56	11,664,871.62
固定资产	57,883.28	55,640.01	53,315.76	52,771.72
在建工程	1,112.49	--	--	--
无形资产	716.85	610.70	509.06	483.65
总资产	11,995,791.88	13,213,344.48	15,087,145.03	16,026,165.61
其他应付款	263,363.76	752,437.60	733,844.38	856,274.37
短期债务	2,249,288.98	2,766,543.04	4,621,001.53	5,173,022.66
长期债务	3,565,048.00	4,154,183.72	3,341,226.25	3,640,699.84
总债务	5,814,336.99	6,920,726.77	7,962,227.78	8,813,722.50
净债务	5,331,678.41	6,332,943.86	7,652,240.44	8,135,202.02
总负债	6,332,181.33	7,676,156.52	8,698,612.79	9,670,977.12
所有者权益合计	5,663,610.56	5,537,187.96	6,388,532.24	6,355,188.49
营业总收入	20,422.39	23,913.11	25,630.50	68,991.34
经营性业务利润	-170,643.79	-220,718.53	-305,919.10	-15,857.90
投资收益	333,666.24	365,643.03	653,757.54	--
净利润	154,581.80	99,811.87	269,465.59	-15,897.90
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	217,124.67	222,058.37	431,135.95	6,655.90
投资活动产生现金净流量	-1,448,676.61	-946,745.17	-277,146.05	-462,206.35
筹资活动产生现金净流量	1,176,589.56	490,250.87	-128,783.90	689,233.12
资本支出	1,378.86	472.51	43.21	--
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	930.36	1,018.99	1,282.64	122.91
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.10	1.78	4.52	-1.00*
流动比率(X)	0.58	0.45	0.23	0.31
速动比率(X)	0.58	0.45	0.23	0.31
资产负债率(%)	52.79	58.09	57.66	60.34
总资本化比率(%)	50.66	55.55	55.48	58.10
短期债务/总债务(%)	38.69	39.97	58.04	58.69
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.03	0.05	0.003*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.08	0.09	0.01*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.75	-2.49	-0.49	-1.07*
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 2022 年 1~3 月外），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，2022 年 1~3 月部分指标无法计算；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。