

云南省投资控股集团有限公司 2022 年度跟踪评级 报告

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

2022 年 6 月 27 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。

■ 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 and 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 1482 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 云投 MTN003”、“19 云投绿色债/G19 云投 1”、“19 云投 MTN001”、“19 云投 MTN003”、“20 云投可续期 02/20 云投 Y2”、“20 云投 MTN001”、“20 云投 MTN002”、“20 云投 MTN003”、“20 云投 MTN004”、“20 云投 MTN005”、“20 云投 MTN006”、“20 云投 MTN007”、“20 云投 MTN008”和“21 云投 MTN001”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

二零二二年六月二十七日

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“17 云投 MTN003”、“19 云投绿色债/G19 云投 1”、“19 云投 MTN001”、“19 云投 MTN003”、“20 云投可续期 02/20 云投 Y2”、“20 云投 MTN001”、“20 云投 MTN002”、“20 云投 MTN003”、“20 云投 MTN004”、“20 云投 MTN005”、“20 云投 MTN006”、“20 云投 MTN007”、“20 云投 MTN008”和“21 云投 MTN001”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、总债务上升较快、面临较大的资本支出压力、对康旅集团、云煤化资金拆借金额大，面临一定回收风险以及对外担保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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	3,756.15	4,745.21	5,372.91	5,584.48
所有者权益合计（亿元）	1,289.35	1,678.42	2,080.35	2,084.49
总债务（亿元）	2,229.13	2,698.03	2,828.96	3,027.15
营业总收入（亿元）	1,283.32	1,786.20	2,056.60	397.50
净利润（亿元）	26.94	40.22	33.26	-0.70
EBITDA（亿元）	137.76	178.87	188.61	--
经营活动净现金流（亿元）	69.36	74.73	85.84	10.30
资产负债率(%)	65.67	64.63	61.28	62.67
云投集团（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,021.04	1,630.99	1,960.09	2,047.12
所有者权益合计（亿元）	403.31	715.23	979.06	972.06
总债务（亿元）	543.14	774.29	763.88	850.14
营业总收入（亿元）	48.60	29.40	54.58	6.41
净利润（亿元）	7.49	21.69	20.06	-5.08
经营活动净现金流（亿元）	10.75	9.39	5.54	2.42
资产负债率(%)	60.50	56.15	50.05	52.52

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

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019_02)

云南省投资控股集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	9.97	6
	总资产收益率(%)*	3.33	7
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	57.62	8
	总债务/EBITDA(X)*	15.42	4
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	1.49	5
	(CFO-股利)/总债务(%)*	-2.49	5
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	2,056.60	10
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件及行业特殊性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **持续增长的区域经济。**2021 年，云南省实现地区生产总值 27,146.76 亿元，同比增长 7.3%，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、股权注入等方面的持续支持，近年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、金沙江等大水电站项目资产质量很高。截至 2022 年 3 月末，公司参股水电企业权益装机 1,333.44 万千瓦。未来随着参股水电项目在建、拟建电站投运，其贡献的投资收益或将进一步增加。

■ **银行授信额度较为充足。**公司与银行等金融机构合作关系良好，截至 2022 年 3 月末，合并口径共获银行授信总额 4,126.74 亿元，其中未使用额度 1,820.62 亿元，财务弹性极强。

关注

■ **管理链条较长。**公司下属业务板块较多，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的管理压力。

■ **总债务上升较快，未来面临较大的资本支出压力。**近年来公司总债务快速增长，截至 2022 年 3 月末达 3,027.15 亿元，财务杠杆水平较高；所有者权益中其他权益工具为 78.92 亿元，系公司发行的永续债，公司债务控制及资金周转情况有待关注。此外，根据投资支出计划，未来几年公司在铁路、公共服务及电子信息板块投资金额较大，自身经营获现难以满足较大规模的资金需求。

■ **对康旅集团、云煤化资金拆借金额大，面临一定回收风险。**截至 2021 年末，公司对云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“康旅集团”）和云南煤化工集团有限公司（以下简称“云煤化”）各类资金拆借、投资金额分别为 251.01 亿元和 102.08 亿元，且 2021 年康旅集团盈利能力及经营回款有所弱化，债务压力较大，公司对上述企业拆借资金面临一定回收风险。

■ **对外担保代偿风险有待关注。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额 95.49 亿元，其中本部对外担保余额为 66.35 亿元，中诚信国际将对公司对外担保的代偿风险情况保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，云南省投资控股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。**外部支持能力或意愿下降；区域宏观经济或行业环境发生重大变化或其他因素导致盈利及获现水平大幅下滑；公司合并报表范围及参股重要股权发生重大变化；公司外部融资环境变化、债务规模和融资成本上升导致偿债能力大幅下滑和流动性风险等。

评级历史关键信息

云南省投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	17 云投 MTN003 (AAA) 19 云投绿色债/G19 云投 1 (AAA) 19 云投 MTN001 (AAA) 19 云投 MTN003 (AAA) 20 云投可续期 02/ 20 云投 Y2 (AAA) 20 云投 MTN001 (AAA) 20 云投 MTN002 (AAA) 20 云投 MTN003 (AAA) 20 云投 MTN004 (AAA) 20 云投 MTN005 (AAA) 20 云投 MTN006 (AAA) 20 云投 MTN007 (AAA) 20 云投 MTN008 (AAA) 21 云投 MTN001 (AAA)	2021/06/25	王梦莹、刘钊博	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	21 云投 MTN001 (AAA)	2020/11/03	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN008 (AAA)	2020/09/29	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN007 (AAA)	2020/09/21	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN006 (AAA)	2020/08/18	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN005 (AAA)	2020/06/03	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN004 (AAA)	2020/04/02	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN003 (AAA)	2020/04/02	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN002 (AAA)	2020/03/02	王慧媛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投 MTN001 (AAA)	2020/02/19	李琛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	20 云投可续期 02/ 20 云投 Y2 (AAA)	2020/02/07	李琛、赵粲钰	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	19 云投 MTN001 (AAA)	2019/08/23	李琛、黄仁昊	中诚信国际评级方法 (通用) CCXI_TY_2019_02	阅读全文
	19 云投 MTN003 (AAA)	2019/07/05	毛麒麟、李琛	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI_TY_2016_01	阅读全文
	19 云投绿色债/G19 云投 1 (AAA)	2019/02/13	李敏、黄菲、盛蕾	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI_TY_2016_01	阅读全文
AAA/稳定	17 云投 MTN003 (AAA)	2017/09/28	陆静怡、汪莹莹	--	阅读全文

同行业比较

2021 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	3,543.24	1,791.70	227.17	49.43	689.29	-20.96
云投集团	5,372.91	2,080.35	262.16	61.28	2,056.60	33.26

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
17 云投 MTN003	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2017/10/30~2022/10/30 (5+N)	票面利率选择权，发行人 续期选择权，持有人救济 条款，赎回条款，利息递 延条款
19 云投绿 色债/G19 云投 1	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2019/03/25~2029/03/25 (5+5)	票面利率选择权，回售条 款
19 云投 MTN003	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2019/07/12~2022/07/12	-
19 云投 MTN001	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2019/11/06~2022/11/06 (3+N)	票面利率选择权，有条件 赎回条款，发行人续期选 择权，持有人救济条款， 利息递延条款
20 云投可续 期 02/ 20 云投 Y2	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/04/10~2023/04/10 (3+N)	票面利率选择权，发行人 续期选择权，利息递延条 款
20 云投 MTN001	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2020/02/26~2023/02/26	-
20 云投 MTN002	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/03/09~2023/03/09	-
20 云投 MTN003	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/04/13~2023/04/13	-
20 云投 MTN004	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/04/30~2023/04/30 (3+N)	票面利率选择权，发行人 续期选择权，持有人救济 条款，赎回条款，利息递 延条款
20 云投 MTN005	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/06/10~2023/06/10	-
20 云投 MTN006	AAA	AAA	2021/06/25	5.00	5.00	2020/08/28~2023/08/28	-
20 云投 MTN007	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/09/25~2023/09/25	-
20 云投 MTN008	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2020/10/27~2023/10/27	-
21 云投 MTN001	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2021/03/16~2023/03/16	-

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

本次跟踪的债项募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

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。

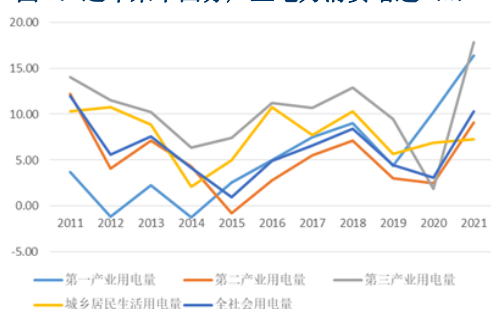
中诚信国际认为, 2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大, 实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效, 需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看, 亿万人民追求美好生活的愿望强烈, 畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅, 扩大内需的基础更加广泛, 中国经济运行长期向好的基本面未改。

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较大下行压力

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。

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 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。

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 international 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较大下行压力。

云南省资源丰富, 近年来经济实力稳步增强, 为公司的发展提供良好的外部环境

近年来云南省地方经济保持较快发展, 2021 年全省地区生产总值(GDP)为 27,146.76 亿元, 同比增长 7.3%, 增速低于全国水平 0.8 个百分点, 其中第一、二、三产业增加值分别同比增长 8.4%、6.1% 和 7.7%。

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。2021 年云南省规模以上工业增加值同比增长 8.8%, 其中有色金属冶炼和压延加工业增长 10.6%、黑色金属冶炼和压延加工业增长 6.3%, 烟草制品业增长 4.3%。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。2021 年, 云南省固定资产投资(不含农户)同比增长 4.0%, 其中第一、二、三产业投资分别增长 30.0%、2.8% 和 2.1%。

作为我国水能资源最丰富的省份之一, 云南的水能资源主要集中在金沙江、澜沧江、怒江、红河、珠江、伊洛瓦底江六大水系的干流上, 水能资源理

论蕴藏量为 10,437 万千瓦，占全国总蕴藏量的 15.3%，仅次于西藏、四川，居全国第 3 位。全省经济可开发装机容量为 9,795 万千瓦，年发电量为 3,944.5 亿度，占全国可开发装机容量的 20.5%，居全国第 2 位。云南水能资源 82.5% 蕴藏在金沙江、澜沧江、怒江 3 大水系，尤以金沙江蕴藏的水能资源最大，占全省水能资源总量的 38.9%。国家电力体制改革后，新成立的五大发电公司相继成立流域项目公司，控股开发云南“三江”水电资源，云南省内企业大多通过参股的形式来参与“三江”流域的开发。

跟踪期内公司产权结构及治理情况未发生重大变化

公司产权结构未发生变化，截至 2022 年 3 月末，云南省国资委、云南省财政厅分别持有公司 90% 股权和 10% 的股权，公司控股股东和实际控制人为云南省国资委。

公司已按照公司法和有关规定建立了完善的法人治理结构，作为综合性大型投资平台，在治理结构方面积极尝试按照市场化模式运行，主要内部制度和管理架构正在逐步完善，但相关制度仍需进一步完善和细化，精细化管理水平有待提高；同时下属企业较多导致管理链条较长且所属行业跨度较大，对公司管理能力提出了更高要求。资金归集方面，公司按照资金计划对下属企业资金进行归集，但云南能投、云南省戎合投资控股有限公司（以下简称“戎合控股”）、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”）等公司为云南省国资委直管的重点省属企业，经营相对独立；上市公司存在相关监管规定，以上企业资金不进行归集。

人事变动方面，2021 年 10 月 18 日公司召开干部大会，委任柳明林任公司党委委员、副书记，总裁、副董事长。该人事变动不对公司经营及董事会决议有效性造成影响。

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；参股较多云南省内的优质水电，资产质量优质，2021 年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。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。2022 年 1~3 月为枯水期，加之用电需求持续旺盛，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。

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

云南能投参股了云南省“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 年末公司水电权益装机规模增至 1,206.04 万千瓦。

2020 年 6 月，云南省电力投资有限公司（以下简称“云电投”）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，

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，云南能投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%的股权划转至云南能投所有，另外，2022 年 4 月，云南能投以非公开协议方式收购云南省工业投资控股集团有限公司（以下简

云南能投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，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。

称“云南工投”)持有的中国铜业 5.2752% 股权², 并已完成股权转让预付款 38.01 亿元的支付³, 以上事项完成后云南能投将其第二大股东。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。2021 年, 云南铁投完成铁路投资 28.81 亿元, 未来尚面临一定投资支出压力。

表 3: 截至 2022 年 3 月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	39.24
玉磨铁路	101.42	111.36
弥蒙铁路	44.70	44.70
叙毕铁路(川滇段)	20.54	20.64
渝昆高铁	274.80	47.62
广大铁路补强及电气化改造	6.30	5.67
丽香铁路	15.84	18.10
合计	545.68	334.41

注: 由于计划变动, 实际出资额可能大于拟出资额。

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。2021 年云南铁投获得财政资金支持 40 亿元, 其中资本金 21.27 亿元, 截至 2022 年 3 月末其注册资本增至 286.94 亿元, 资本实力不断提升。

²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。

³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。

⁴位于红河州的建水油库(9 万方, 一期 3.8 万方)已完成建设, 于

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
2019	24.81	6.60	8.59	40.00
2020	21.77	9.26	8.97	40.00
2021	21.27	9.58	9.15	40.00
2022.1~3	--	--	--	12.00

注: 2022 年 1~3 月云南铁投已收到财政资金 12 亿元, 具体明细待云南省财政厅下文后进行明确。

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。截至 2022 年 3 月末, 云南铁投合并口径总资产为 703.27 亿元, 总负债为 321.26 亿元, 资产负债率为 45.68%, 2021 年营业总收入为 6.13 亿元, 净利润 6.69 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落实情况。

公司成品油贸易业务毛利率水平低, 2021 年呈持续亏损状态; 燃气供应业务在曲靖市具有区域垄断优势, 同期天然气价格增长带动收入增加; 盐业板块区域资源优势突出, 2021 年加强品牌营销及渠道建设带动收入增长

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 2022 年 3 月末, 版纳石化拥有自有在营 19 座加油站, 拥有成品油库 3 座⁴。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, 2021 年, 版纳石化向元亨能源采购金额为 49.99 亿元, 占采购总额 64.24%, 占比较高, 对元亨能源提供的成品油依赖较大。

2021 年 9 月 28 日完成政府各相关职能部门组织的项目验收工作, 预计于 2022 年 7 月投运; 位于西双版纳州的江北油库(0.46 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。

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。受全球原油供应收紧及需求持续复苏影响，公司 2021 年成品油销售均价有所回升，但在油价大幅波动的背景下，公司亦密切关注市场动向，谨慎控制采销节奏，成品油销售量因此同比有所下降。云南石化贸易业务毛利率低，加之负债水平较高，2021 年保持亏损状态，净利润为-3.20 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）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售量	32.29	192.65	175.67	41.55
销售均价	5,259.56	3,428.75	4,495.91	4,350.30

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，营业收入主要源自天然气销售收入。2021 年以来受新冠疫情影响减退、下游需求复苏及政治局势动荡等影响，天然气价格快速上涨，云投中裕能源天然气采购及销售均价亦随之增加，加之工业企业用气需求增加令其营业收入同比增长 61.67% 至 8.73 亿元，但由于其购销价差有所收窄，同期盈利水平变动不大，实现净利润 0.14 亿元。云投中裕能源主要客户包括师宗县沃莱迪金属材料有限公司、深圳南海石油联合服务物资有限公司和南通长江油品销售有限公司等，2021 年前五大客户销售收入占其营业总收入的 47.20%，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）

	2019	2020	2021	2022.1~3
采购量	2.57	1.70	2.36	0.48
采购均价	2.42	2.05	3.37	4.28

⁵ 截至 2021 年末，云南能投股份总资产为 98.31 亿元，净资产为 56.29

销售量	2.57	1.87	2.34	0.49
销售均价	2.59	2.51	3.39	4.34

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”）⁵（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。2021 年云南能投股份利用省内资源优势，强化品牌建设，重点推广“白象”牌食盐产品和“艾肤妮”牌日化盐产品，并通过京东、美团、淘宝、社区团购等一系列平台加强互联网线上网络销售渠道建设，全年盐硝产品实现销售收入 12.02 亿元，同比增长 10.44%。

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，其已取得普洱、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。2021 年云南省天然气有限公司围绕支管道拓展强化气量支撑及终端燃气市场，统筹协调管道气、LNG/CNG 业务的共同发展，全年天然气售气量同比增加 70%，入户安装量同比增加 80%。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仍较小，2021 年该业务实现收入 5.73 亿元。

公司景区资源丰富，在区域市场保持较强竞争优势；2021 年新冠疫情对旅游业冲击持续，云南旅游呈持续亏损态势，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

亿元，2021 年营业总收入为 22.59 亿元，净利润为 2.70 亿元。

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。

2021 年以来新冠肺炎疫情仍对旅游业造成较大冲击，云南旅投在疫情防控政策管控下，启动跟踪相应机制，加强成本控制，但客流量较疫情前仍有较大差距使其当年营业收入同比下降 29.40%至 4.37 亿元，净利润为-1.76 亿元。2022 年以来云南旅投进一步控制内部成本管理，提升运营能力，通过开发精品旅游路线项目等方式提升盈利水平，但受疫情持续影响，主要旅游景区仍然受到限制，中诚信国际将对其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	2019	2020	2021	2022.1~3
大理旅游	接待人次	945.62	424.26	343.51	67.11
	营业收入	6.38	4.65	2.52	0.62
金孔雀	接待人次	370.48	222.17	240.61	25.96
	营业收入	2.34	1.35	1.70	0.20

资料来源：公司提供

林纸业务具有较强的一体化优势，2021年产能利用率保持在较高水平，纸浆销售价格有所提升

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 2021 年末，公司林业种植面积 117.77 万亩，其中自有林原料林 64.10 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 53.67 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。2021 年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，2021 年受进口木浆现货

价格波动、期货金融因素扰动等影响，云景林纸全年木浆销售价格先扬后抑，但销售均价同比仍有所上升。同时云景林纸加强产品生产把控，产能利用率保持在较高水平，同期实现营业收入 14.02 亿元，净利润 0.18 亿元。

表 8：近年来公司纸浆产销情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能（万吨/年）	27.50	27.50	27.60	9.50
产量（万吨）	27.60	26.00	27.72	6.92
销量（万吨）	22.15	25.22	23.92	6.12
销售均价（元/吨）	4,352	4,206	4,974	5,335

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；季度产能未经年化。

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；跟踪期内将园林绿化业务无偿划出

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。2021 年公司钢材等销售价格增长带动该部分业务收入同比增长，但各产品贸易利差较薄使得毛利率仍处于较低水平，未来其贸易业务经营模式、盈利能力和资金管控有待关注。

表 9：近年来云南能投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

此外，公司原园林绿化业务由云南云投生态环境科技股份有限公司（以下简称“云投生态”，股票代码：002200.SZ）运营，盈利能力较弱。2021 年 12 月 3 日，公司发布公告称，云南省国资委同意将公司所持云投生态 42,685,927 股股份（占云投生态总股本的 23.18%）无偿划转至云南省交通投资建设集团有限公司。2022 年 1 月 4 日，云投生态公告称

无偿还转事项过户登记已完成，公司不再持有云投生态股份。

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集团有限公司⁶（以下简称“云南医投”）、云南省社会事业发展有限公司⁷（以下简称“社会事业发展有限公司”）、云南省扶贫投资开发有限公司⁸（以下简称“云投扶贫”）负责运营。其中，2021年新昆华医院门急诊人次为20.2万人，同比增长29%；云南省阜外心血管病医院和云阜国际心血管病医院项目于2021年12月22日完成竣工备案，取得竣工验收备案表，目前正在开展云阜国际心血管病医院的竣工决算审计工作。2021年云南医投实现营业收入6.12亿元，亏损2.20亿元，主要系新昆华医院尚处于市场培育期，计提折旧和财务成本较高所致。社会事业发展有限公司作为云南教育卫生扶贫工程政府购买服务的提供者⁹，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。其中，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，目前已完成；二期目前尚未确定具体实施方案；2022年4~12月计划投资44.90亿元，投资金额较大。

表10：截至2022年3月末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	18.00	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	22.59	财政拨款

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。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2022年3月末，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95.90亿元，国家低成本长期贷款资金175亿元，已基本完成投资。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56家，参股65家。此外，在完成异地扶贫搬迁业务的同时，公司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2022年3月末，首期项目已完成投资5.33亿元，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，2021年以来陆续减持所持中银国际股份获得较好投资收益及现金回流

金融业务方面，子公司云南能投以云南能投资本投资有限公司（原名为云南能源金融控股有限公司，以下简称“云能资本”）和深圳云能基金管理有限公司为金融业务的主要平台，具体业务主要为股

⁶ 截至2021年末，云南医投总资产为225.13亿元，净资产为26.87亿元，2021年营业总收入为6.12亿元，净利润为-2.20亿元。

⁷ 截至2021年末，社会事业发展有限公司总资产为343.65亿元，净资产为101.20亿元，2021年营业总收入为4.59亿元，净利润为0.83亿元。

⁸ 截至2021年末，云投扶贫总资产为283.93亿元，净资产为119.05亿元，无营业收入及利润。

⁹ 项目原由云南医投承接，目前已划转至社会事业发展有限公司。

股权投资、融资租赁、商业保理和基金管理等，根据发展规划及出于风险管理角度，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 年云能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提升。

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。2021 年资管公司进一步进行云南省区域内不良资产收购及处置，收购资产原值 2.50 亿元，处置资产收回现金 4.14 亿元，实现营业总收入 3.76 亿元，净利润 1.70 亿元。此外，2021 年 10 月资管公司获得参与单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让试点资格，有助于其未来进一步围绕主业进行业务拓展。

表 11：近年来公司不良资产收购与处置情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
当期收购资产原值	17.51	1.79	2.50	7.30
当期收购成本	7.76	1.16	1.12	1.87
累计收购资产原值	75.60	77.39	79.89	87.19
累计收购成本	48.77	49.93	51.05	52.92
当期处置不良资产收回现金	7.68	16.22	4.14	1.30
累计处置不良资产收回现金	25.21	41.42	45.57	46.87
当期收购成本/当期收购资产原值	44.29	65.01	44.70	25.65
累计收回现金/累计收购成本	51.69	82.96	89.27	88.57

资料来源：公司提供

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，目前相关股权变更事项仍在办理中。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 2021 年末，云南金控总资产为 176.52 亿元，总负债为 22.25 亿元。2021 年实现营业收入 5.82 亿元，净利润为

1.19 亿元。

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 年公司陆续减持所持中银国际股份，取得较好的投资收益及现金回流，截至 2022 年 3 月末对其持股比例降至 3.11%。

表 12：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 2022 年 3 月末持股比例	2021 年贡献投资收益	2021 年现金分红（含税）
富滇银行股份有限公司	16.00	1.29	0.23
红塔证券股份有限公司	17.33	1.01	1.01
中银国际证券股份有限公司	3.11	16.84	0.38

资料来源：公司提供

此外，2021 年 12 月，云南省国资委将其所持云南融聚发展投资有限公司¹⁰100% 股权注入云南能投，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。

跟踪期内，民爆及贵金属业务经营良好

2020 年 5 月 25 日，公司与云南锡业集团（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”）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。2021 年 8 月 31 日，贵金属集团将其所持贵研铂业股份有限公司¹¹（以下简称“贵研铂业”，股票代码：600459.SH）39.64% 的股份以无偿划转的方式划转至公司并完成国有股份无偿划转过户相关手续，公司直接持有贵研铂业 39.64% 的股份并为其控股股东。

2021 年贵金属价格上涨，加之公司新产品实现规模化销售，低温银浆、特种浆料以及银粉等产品

¹⁰ 截至 2021 年末，云南融聚发展投资有限公司的总资产为 58.63 亿元，净资产为 58.07 亿元，2021 年实现净利润 1.11 亿元。

¹¹ 截至 2021 年末，贵研铂业总资产为 110.77 亿元，净资产为 40.04 亿

元，2021 年营业总收入为 363.51 亿元，净利润为 4.31 亿元，经营活动净现金流为-9.09 亿元。

销量增加，全年营业总收入同比增长 25.67%。

表 13：贵研铂业近年来各业务经营情况（吨、亿元）

业务名称	2019	2020	2021
贵金属产品销量	678.30	788.92	1,084.28
贵金属产品收入	96.87	131.71	163.74
贵金属再生资源材料销量	1,369.49	1,367.52	961.72
贵金属再生资源材料收入	28.76	30.19	50.73
贵金属供给服务销量	1,809.15	1,572.43	1,983.58
贵金属供给服务收入	87.45	126.91	147.98

资料来源：贵研铂业年报

2022 年 3 月 16 日，公司与贵研铂业签订了《股权转让协议》，以 0.58 亿元向其转让所持贵金属集团 100% 股权。

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”）等公司合并成立的集团公司，下属参控股公司 15 家。其中，民爆集团是中国最大的民爆器材生产企业之一，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。受行业政策调整影响，2021 年公司将制式炸药按不低于总产能 30% 的比例调整为现场混装炸药，且新转换产品与公安和工信的政策协调联动不畅导致产销量略有下降，全年实现营业收入 40.30 亿元，净利润 1.80 亿元。

表 14：近年来公司民爆产品产销情况（万吨、万发、万米、元/吨、元/万发、元/万米）

产量	2020	2021	2022.1~3
工业炸药	285,807	244,115	48,537
工业雷管	11,655	11,928	2,200
工业索类	1,246	1,386	1,37
销量	2020	2021	2022.1~3
工业炸药	283,863	244,930	46,029
工业雷管	11,837	11,851	2,136
工业索类	1,210	1,510	136
销售均价	2020	2021	2022.1~3
工业炸药	0.56	0.62	0.56
工业雷管	4.28	3.49	3.09
工业索类	2.37	2.28	2.89

¹² 该投资计划由中国人寿保险股份有限公司出资，由中国人寿资产管理有限公司（以下简称“中国人寿资管公司”）实施，公司将股权公司 100%

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，上述公司股权注入后经营较为稳定，有助于公司多元化程度及业绩的提升，但考虑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。

获得云南省国有股权运营管理有限公司100%股权注入并因此间接持有云南白药25.04%股权，融资渠道有所提升

2021 年 12 月，公司公告称云南省国资委将持有的云南省国有股权运营管理有限公司（以下简称“股权公司”）100% 股权划转注入公司。股权公司为云南省国有股权集中管理运营专业化平台，2021 年末总资产为 245.56 亿元，2021 年净利润为 6.96 亿元，目前持有云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”，股票代码：000538.SZ）25.04% 的股权。股权公司已于 2022 年 1 月 27 日完成工商变更，公司成为股权公司控股股东；由于股权公司与新华都实业集团股份有限公司及其一致行动人并列为云南白药的第一大股东，云南白药无实际控制人且无控股股东的情况不变。

2022 年 6 月，中国人寿保险（集团）公司发起设立了总规模 200 亿元的“中国人寿-云南国企改革发展股权投资计划（首期）”¹²并向股权公司进行战略增资。截至 6 月 13 日，首笔 90 亿元资金完成投放，将用于支持股权公司投资云南省滇中引水工程有限公司股权。

中诚信国际认为，公司获得股权公司 100% 股权并因此间接持有云南白药 25.04% 股权，有助于其拓展融资渠道。

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

股权质押给中国人寿资管公司。

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¹³。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 2022 年 3 月末，康旅集团总资产为 2,579.40 亿元，总负债为 1,987.33 亿元；2021 年营业总收入为 376.42 亿元，净利润为-91.72 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司对康旅集团各类资金拆借、委托贷款及担保金额较大，且康旅集团债务压力大，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。中诚信国际将对公司对其拆借资金收回及担保情况保持关注。

表 15：截至 2021 年末公司与康旅集团资金往来及担保情况（亿元）

	项目	金额
康旅集团	其他应收款	10.00
	其他流动资产（短期委托贷款）	12.00
	其他流动资产（短期债权投资）	79.66
	其他权益工具投资（优先股）	29.85
	其他权益工具投资（永续债）	119.50
	小计	251.01
	担保	47.00

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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 2019~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 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。

2021 年油气价格及上网电价增长，加之贵研铂业等全年收入纳入合并范围，公司经营性业务利润提升，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，但较大的费用支出及减值损失对利润造成一定侵蚀；本部财务费用增长较快，对利润形成较大侵蚀

2021 年，公司营业总收入及营业毛利率同比均有所提升。具体来看，贵研铂业、戎合控股等公司经营良好，且由于上年仅合并纳入公司合并范围后的期内营业收入，公司制造业收入同比大幅增加。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，受原油及天然气价格上涨影响，2021 年板块收入及毛利率均有所增长。受益于上网电量及上网电价的增加，电力资源板块收入及毛利率呈现不同程度的上涨。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以及对中银证券的陆续减持，2021 年投资收益同比增长。旅游板块受疫情冲击，收入规模同比下降且毛利率保持在较低水平。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下降。2022 年一季度，公司商贸规模缩小令营业总收入同比下降 17.37%。除旅游板块持续受疫情影响毛利率大幅下降外，其他板块经营较为稳定，毛利率变动不大。

表 16：近年来公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

板块	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
制造业	11.42	23.97	233.51	5.40	421.49	4.57	63.37	4.94
电力资源	20.28	35.28	32.12	15.23	40.26	22.97	14.51	22.82
石油、化工	121.07	12.43	240.48	10.75	278.35	13.46	71.22	12.10
金融业	8.36	100.00	21.62	100.00	23.91	100.00	2.79	100.00

¹³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。

旅游业	10.49	30.68	4.95	2.05	4.57	4.81	0.95	-33.00
房地产业	43.05	20.16	6.10	39.88	1.80	65.85	0.35	53.41
商贸、劳务	983.90	1.09	1,161.18	1.18	1,175.79	1.19	218.82	1.44
投资收益	77.12	100.00	68.10	100.00	91.80	100.00	18.70	100.00
其他收入	7.62	42.26	18.14	60.92	18.63	48.39	6.80	23.97
营业总收入	1,283.32	10.62	1,786.20	8.97	2,056.60	10.02	397.50	10.37
营业毛利率								

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。制造业收入包含民爆产品、贵金属产品、林纸产品收入等。

资料来源：公司财务报告

2021 年油气价格及上网电价增长，加之贵研铂业等全年收入纳入合并范围，公司经营性业务利润提升。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 2021 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。此外，云南能投对上海华信国际集团有限公司关联公司的委托贷款及保理款等计提资产减值准备，较大的减值损失对盈利形成了一定侵蚀。不过 2021 年股权公司纳入公司合并范围且确认较多投资收益；与日常经营活动和收益有关的政府补助计入其他收益，共同对利润形成了有力补充。整体来看，2021 年公司盈利保持在较好水平。2022 年一季度公司财务费用扩大进一步推升期间费用率，叠加收入下降，公司利润总额同比下降 46.66%。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	10.88	14.73	10.62	2.74
管理费用	25.94	43.71	52.24	10.25
财务费用	66.05	74.31	95.93	25.58
期间费用合计	102.87	132.75	158.79	38.57
期间费用率	8.02	7.43	7.72	9.70
其他收益	9.12	13.19	12.66	2.59
经营性业务利润	39.54	33.05	50.51	3.73
资产减值损失	-0.15	-17.91	-16.64	-3.01
信用减值损失	-16.00	-0.77	-19.69	-0.15
公允价值变动收益	-1.70	25.02	12.97	0.06
投资收益	11.66	4.71	11.21	1.10
利润总额	31.70	45.10	40.59	1.92
EBITDA	137.76	178.87	188.61	--
EBITDA 利润率	10.73	10.01	9.17	--
总资产收益率	3.48	3.49	3.02	--

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，减值损失以负号列示。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从本部口径来看，云投集团本部营业收入主要

为利息收入、子公司分红等，2021 年随投资收益增加而有所增长。但本部财务负担较重，2021 年以来债务规模扩大及融资成本上升对利润形成了较大侵蚀，其中 2021 年和 2022 年一季度本部财务费用分别同比提升 41.83% 和 8.09%。

表 18：近年来公司本部盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-3
营业总收入	48.60	29.40	54.58	6.41
财务费用	29.27	29.46	41.78	10.89
期间费用合计	31.79	31.10	43.41	11.31
公允价值变动收益	0.13	23.82	8.21	-0.12
信用减值损失	-	-	1.29	-
资产减值损失	-8.98	0.31	-	-
利润总额	7.49	21.69	20.06	-5.08

注：中诚信国际分析时将信用减值损失计入资产减值损失，减值损失以负号列示。

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

受铁路、扶贫、医疗项目投入增加以及股权公司股权注入等影响，2021 年以来公司资产规模保持快速增长态势，期末非流动资产占比为 77%，主要由长期股权投资、其他权益工具投资、固定资产和在建工程构成。2021 年以来公司执行新金融工具准则，原可供出售金融资产调整至其他权益工具投资等科目，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¹⁴、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。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，2021 年公司获得股权公司 100% 股权，长期股权投资大幅增长。固定资产主要为房

认缴中国铜业注册资本 31.61 亿元。

¹⁴ 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

屋建筑物和煤电机设备。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 2021 年末云投扶贫的教育卫生扶贫补短板项目投资占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 2021 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。2021 年以来货币资金随投融资变化有所波动，其中 2022 年 3 月末受限货币资金为 34.64 亿元，主要为各类保证金。2021 年公司执行新金融工具准则将债权投资纳入其他流动资产，期末该科目大幅增长，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及债权投资。2021 年云南能投对云煤化拆借款增加 81.31 亿元，但由于公司对康旅集团债权投资纳入其他流动资产，期末其他应收款变动不大，其中对云煤化和康旅集团其他应收款账面余额分别为 91.25 亿元¹⁵和 10.00 亿元，中诚信国际将对上述账款回收情况保持关注。

表 19：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	399.80	425.63	308.87	395.60
应收账款	89.83	147.71	166.09	176.43
存货	72.55	149.92	180.45	199.65
其他应收款	137.37	160.99	160.42	182.50
其他流动资产	136.92	106.41	157.56	151.85
流动资产	998.96	1,210.41	1,234.92	1,377.44
无形资产	169.46	218.72	270.63	271.56
长期应收款	279.44	275.00	271.79	286.62
其他权益工具投资	0.54	1.18	1,208.79	1,208.68
可供出售金融资产	828.28	1,307.93	-	-
长期股权投资	702.13	777.09	1,056.22	1,153.98
固定资产	295.63	383.05	370.94	366.61
在建工程	278.68	311.28	392.97	405.98
非流动资产	2,757.19	3,534.81	4,137.99	4,207.04
总资产	3,756.15	4,745.21	5,372.91	5,584.48

注：应收账款包含应收款项融资，存货包含合同资产，无形资产包含使用权资产

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

¹⁵此外，2021 年末云南能投对云煤化的其他权益工具投资余额为 10.83 亿元。同期末云煤化总资产为 206.01 亿元，总负债为 135.32 亿元；

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 2021 年末信用借款占比约为 40%。2021 年以来公司主要融资手段转向短期借款及超短期融资券，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，短期债务占比持续上升。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 20：近年来公司债务结构情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	90.32	125.89	156.35	155.94
其他应付款	75.69	87.56	78.75	105.46
短期借款	195.63	356.73	490.18	507.58
其他流动负债	203.12	235.23	271.69	380.66
一年内到期的非流动负债	284.50	375.02	520.22	551.02
长期借款	876.00	977.62	968.08	991.95
应付债券	597.23	647.05	486.56	470.20
长期应付款	50.35	110.08	120.71	122.25
短期债务	714.75	1,006.96	1,319.01	1,510.31
长期债务	1,514.38	1,691.07	1,509.95	1,516.84
总债务	2,229.13	2,698.03	2,828.96	3,027.15

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，其中 2022 年 3 月末少数股东权益占比为 53.30%，所有者权益稳定性一般。其他权益工具为永续中期票据、永续期公司债券等永续债。2021 年股权公司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，2022 年 3 末调整的资产负债率和总资本化比率分别为 64.09% 和 60.76%。

表 21：近年来公司资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	262.16	262.16	262.16	262.16

2021 年营业总收入为 47.09 亿元，净利润为 1.59 亿元。

少数股东权益	869.26	954.33	1,098.93	1,111.07
资本公积	40.68	340.95	634.97	633.05
其他权益工具	115.00	115.00	78.92	78.92
所有者权益	1,289.35	1,678.42	2,080.35	2,084.49
资产负债率	65.67	64.63	61.28	62.67
总资本化比率	63.35	61.65	57.62	59.22

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从本部口径来看，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、货币资金和其他流动资产组成。其中，2021 年末长期股权大幅增长，主要系公司对云南铁投等主板块投资增加以及股权公司股权注入所致。2021 年执行新金融工具准则后，其他流动资产大幅增加，主要为对康旅集团等的贷款及债权投资。负债方面，2021 年以来本部债务规模波动上行，为其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，且短期债务增速较快。云投集团本部口径所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2021 年股权公司划入令年末所有者权益大幅增加。

表 22：近年来本部资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	37.24	57.17	14.87	65.75
其他流动资产	28.94	14.12	184.86	177.32
其他应收款	187.91	241.82	29.65	51.35
长期股权投资	595.19	828.43	1,138.45	1,163.52
总资产	1,021.04	1,630.99	1,960.09	2,047.12
其他应付款	73.45	137.32	212.85	221.09
应付债券	201.75	249.96	253.97	219.67
短期债务	259.75	427.28	421.02	552.88
长期债务	283.39	347.01	342.86	297.26
总债务	543.14	774.29	763.88	850.14
其他权益工具	115.00	115.00	79.90	79.90
所有者权益	403.31	715.23	979.06	972.06
资产负债率	60.50	56.15	50.05	52.52
总资本化比率	57.39	51.98	43.83	46.65

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，2021 年获现情况较好的业务规模扩大令经营活动现金净流入同比增长。公司投资活动主要包括铁路建设投资、电力投资、扶贫投资、债权投资和理财产品购买等。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，2021 年投资活动现金净流出及筹资活动现金净流入规模均减小。

2021 年受益于利润和经营获现水平的提高，EBITDA 对债务本息和经营活动净现金流对债务利息的覆盖程度有所提升，但公司债务规模较大，整体偿债能力仍有待提升。

表 23：近年来公司现金流及偿债能力情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	69.36	74.73	85.84	10.30
投资活动净现金流	-324.46	-421.22	-239.94	-62.07
其中：取得投资收益收到的现金	7.96	10.69	31.98	1.22
筹资活动净现金流	268.45	366.16	34.93	134.91
总债务/EBITDA(X)	16.18	15.08	15.00	--
(CFO-股利)/总债务(%)	-2.49	-2.48	-2.52	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.44	1.50	1.51	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.73	0.63	0.69	--
货币等价物/短期债务	0.66	0.56	0.37	0.38

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，2022 年公司需偿还债务 511 亿元人民币，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 24：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	2022	2023	2024	2025 及以后
云投集团	267.00	220.00	28.00	10.00
云南能投	219.00	210.00	67.00	50.00
云南铁投	25.00	26.00	14.00	5.00
资管公司	-	-	5.00	-
合计	511.00	456.00	114.00	65.00
云投集团美元债（亿美元）	-	-	-	2.00
云南能投美元债（亿美元）	-	4.30	1.50	2.30
合计	-	4.30	1.50	4.30

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

本部口径方面，由于对外投资及扶贫工作转贷款等，投资活动现金保持净流出状态，且借款力度加大以满足投资需求令筹资活动现金持续净流入。由于本部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。但是，公司本部持有红塔证券、中银证券等上市公司部分股权可变现能力强，对其偿债提供了一定保障。

表 25：近年来本部口径现金流及偿债能力情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	10.75	9.39	5.54	2.42
投资活动净现金流	-77.64	-188.85	-89.47	-13.28
其中：取得投资收益收到的现金	1.93	6.22	23.96	0.61
筹资活动净现金流	22.66	199.47	35.12	61.75
总债务/EBITDA(X)	14.52	14.11	12.57	--
(CFO-股利)/总债务(%)	-4.18	-4.02	-5.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.27	1.68	1.52	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.37	0.29	0.14	--

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

表 26：公司主要所持上市公司股权情况（%、亿元）

上市公司简称	股票代码	持股比例	对应市值	已质押股份占其持股比例
云南白药	000538.SZ	25.03	262.77	42.42
红塔证券	601236.SH	18.03	84.83	41.42
中银证券	601696.SH	3.80	11.58	34.42
贵研铂业	600459.SH	39.64	46.02	-

注：1、通过股权公司间接持有云南白药 25.03% 的股权；2、数据截至 2022 年 3 月 31 日，对应市值为持股数量*收盘价。

资料来源：公开资料整理

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，后续债务接续有待持续关注

公司与银行等金融机构合作关系良好，截至 2022 年 3 月末，合并口径共获银行授信总额 4,126.74 亿元，其中未使用额度 1,820.62 亿元；本部共获得银行授信总额 1,075.92 亿元，其中未使用额度 434.93 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。公开市场融资方面，受云南省区域融资环境影响，2021 年以来公司公开市场融资有一定困难且成本较高，考虑到公司债务规模大且快速扩张，

其后续的债务接续有待持续关注。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 95.49 亿元（其中本部对外担保余额为 66.35 亿元），担保金额较大的被担保企业包括康旅集团、云南省国有资本运营有限公司等国有企业和老中铁路有限公司等项目公司，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 2022 年 3 月末，公司作为被诉或被执行方重大诉讼 3 起，涉案标的金额 1.89 亿元，或有风险可控。

表 27：截至 2022 年 3 月末公司主要对外担保情况

被担保人	担保余额（亿元）	是否有反担保措施
云南省康旅控股集团有限公司	47.00	有
云南省国有资本运营有限公司	11.40	有
老中铁路有限公司	5.50	无
昭通市城市建设投资开发有限公司	2.42	有
云南中寮矿业开发投资有限公司	0.03	无
滇西公司铁路有限责任公司	8.96	无
叙镇铁路有限责任公司	20.18	无
合计	95.49	--

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、交易性金融资产等用于抵质押获得银行借款的资产，截至 2021 年末余额为 317.85 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的人民银行出具的公司本部及重要子公司¹⁶《企业信用报告》资料显示，2019~2022 年 5 月 5 日，其无不良信贷信息。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

¹⁶包含股权公司、云南旅投、戎合集团、云南医投、云景林纸、云南铁

投、云投扶贫、云投中裕能源、资管公司、云投石化、云投数产。

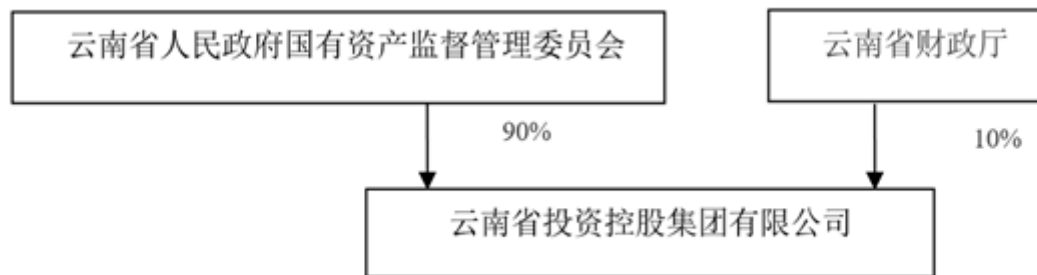
政府关心、关系全省发展大局的重大问题。公司参控股的云南能投、云南铁投、云南城投、云南医投、云南旅投、云南石化、云投扶贫等多为关系云南省经济命脉和民生的企业，同时公司还代表云南省参股与国家部委和央企的合作项目，在云南省经济中具有重要的战略地位。

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。2019~2021 年公司分别获得政府补助 9.11 亿元、12.86 亿元和 12.15 亿元；2021 年收到国家资本金 25 亿元，铁路专项资金 40 亿元。同时，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

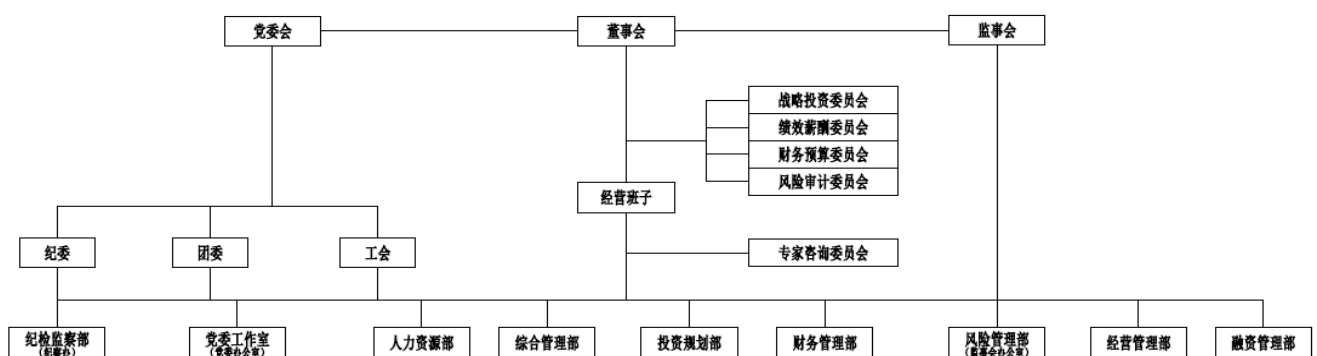
综上所述，中诚信国际维持云南省投资控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 云投 MTN003”、“19 云投绿色债/G19 云投 1”、“19 云投 MTN001”、“19 云投 MTN003”、“20 云投永续期 02/20 云投 Y2”、“20 云投 MTN001”、“20 云投 MTN002”、“20 云投 MTN003”、“20 云投 MTN004”、“20 云投 MTN005”、“20 云投 MTN006”、“20 云投 MTN007”、“20 云投 MTN008”和“21 云投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2022 年 3 月末）



2022 年 3 月末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	2021 年营业总收入	2021 年净利润
1	电力资源	云南省能源投资集团有限公司	2	83.08	2,427.97	1,576.47	1,399.96	28.50
2	旅游	云南省旅游投资有限公司	2	100.00	28.27	19.82	4.37	-1.76
3	铁路	云南省铁路投资有限公司	2	72.55	703.27	321.26	6.13	6.69
4	林纸	云南云景林纸股份有限公司	2	86.26	54.39	39.59	14.02	0.18
5	医疗	云南省医疗投资管理集团有限公司	2	100.00	225.13	198.26	6.12	-2.20
6	石油化工	云南石化燃气有限公司	2	100.00	52.88	50.82	107.4	-3.20
7	扶贫	云南省扶贫投资开发有限公司	2	1.68	283.93	164.88	-	-
8	大数据	云南省数字经济产业投资集团有限公司	2	100.00	17.12	8.58	4.03	-1.38
9	金融	云南省资产管理有限公司	2	100.00	92.92	27.52	3.76	1.70
10	石油化工	云南云投中裕能源有限公司	2	51.00	13.46	10.46	8.73	0.14
11	金融	云南省国有金融资本控股集团有限公司	2	100	184.01	21.95	5.10	1.19
12	制造	贵研铂业股份有限公司	2	38.16	113.75	71.40	363.51	3.63
13	制造	云南省戎合投资控股有限公司	2	90.00	98.49	42.97	40.30	1.80
14	金融	云南省国有股权运营管理有限公司	2	100.00	246.08	1.12	-	4.96



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	3,997,966.51	4,256,313.26	3,088,695.77	3,955,963.98
应收账款净额	898,279.84	1,477,076.80	1,660,909.78	1,764,290.62
其他应收款	1,373,725.47	1,609,899.48	1,604,209.17	1,825,029.72
存货净额	725,501.08	1,499,171.36	1,804,505.42	1,996,512.47
长期投资	15,469,119.88	21,039,682.33	24,372,429.16	25,448,501.79
固定资产	2,956,305.71	3,830,496.32	3,709,416.68	3,666,123.61
在建工程	2,786,754.71	3,112,790.49	3,929,671.39	4,059,774.22
无形资产	1,694,624.71	2,187,194.08	2,706,272.46	2,715,577.46
总资产	37,561,523.23	47,452,133.23	53,729,113.73	55,844,782.04
其他应付款	756,920.68	875,602.09	787,528.49	1,054,609.20
短期债务	7,147,489.03	10,069,612.58	13,190,080.02	15,103,082.18
长期债务	15,143,766.80	16,910,725.89	15,099,533.21	15,168,409.43
总债务	22,291,255.83	26,980,338.46	28,289,613.23	30,271,491.61
净债务	18,293,289.32	22,724,025.20	25,200,917.46	26,315,527.63
总负债	24,668,063.44	30,667,909.74	32,925,642.22	34,999,910.93
费用化利息支出	863,207.28	1,030,396.43	1,122,973.51	--
资本化利息支出	91,646.54	159,031.26	126,283.52	--
所有者权益合计	12,893,459.79	16,784,223.49	20,803,471.52	20,844,871.12
营业总收入	12,833,226.19	17,861,993.77	20,566,014.05	3,974,985.84
经营性业务利润	395,360.89	330,519.35	505,132.70	37,299.46
投资收益	116,571.18	47,120.64	112,059.70	10,994.43
净利润	269,407.50	402,193.72	332,591.35	-7,023.48
EBIT	1,180,165.34	1,481,439.45	1,528,825.50	--
EBITDA	1,377,644.91	1,788,671.03	1,886,140.35	--
经营活动产生现金净流量	693,600.41	747,329.44	858,438.36	103,000.47
投资活动产生现金净流量	-3,244,610.66	-4,212,214.65	-2,399,352.42	-620,692.28
筹资活动产生现金净流量	2,684,527.78	3,661,591.72	349,259.02	1,349,142.73
资本支出	937,913.14	1,004,888.92	841,144.07	190,602.87
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	10.62	8.97	10.02	10.37
期间费用率(%)	8.02	7.43	7.72	9.70
EBITDA 利润率(%)	10.73	10.01	9.17	--
总资产收益率(%)	3.48	3.49	3.02	--
净资产收益率(%)	2.37	2.71	1.77	-0.13*
流动比率(X)	1.07	0.93	0.74	0.74
速动比率(X)	1.00	0.81	0.63	0.63
存货周转率(X)	16.99	15.31	11.20	7.50*
应收账款周转率(X)	15.63	15.11	13.11	9.28*
资产负债率(%)	65.67	64.63	61.28	62.67
总资本化比率(%)	63.35	61.65	57.62	59.22
短期债务/总债务(%)	32.06	37.32	46.63	49.89
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.03	0.03	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.07	0.07	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.73	0.63	0.69	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.49	-2.48	-2.52	--
总债务/EBITDA(X)	16.18	15.08	15.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.18	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.44	1.50	1.51	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.24	1.25	1.22	--

注：1、2022 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、长期应付款中付息部分计入债务，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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	372,448.03	571,683.22	148,678.29	657,470.56
应收账款净额	3,404.24	6,834.09	3,537.51	3,537.37
其他应收款	1,879,132.88	2,418,242.31	296,505.81	513,480.96
存货净额	-	-	-	-
长期投资	6,523,346.99	12,337,337.74	16,093,932.69	16,375,954.78
固定资产	7,248.09	4,596.61	2,671.54	2,571.51
在建工程	-	-	-	-
无形资产	13,501.66	12,835.07	35,109.77	34,172.39
总资产	10,210,438.69	16,309,863.75	19,600,866.28	20,471,247.75
其他应付款	734,513.30	1,373,186.93	2,128,525.77	2,210,947.59
短期债务	2,597,490.73	4,272,849.46	4,210,221.03	5,528,824.50
长期债务	2,833,883.26	3,470,088.22	3,428,616.75	2,972,600.23
总债务	5,431,373.99	7,742,937.68	7,638,837.78	8,501,424.73
净债务	5,058,925.96	7,171,254.45	7,490,159.49	7,843,954.16
总负债	6,177,289.24	9,157,550.40	9,810,244.28	10,750,611.03
费用化利息支出	293,372.89	326,940.28	400,586.34	--
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	4,033,149.45	7,152,313.34	9,790,622.00	9,720,636.72
营业总收入	486,000.48	293,970.20	545,755.06	64,118.93
经营性业务利润	164,220.60	-22,370.00	106,332.28	-49,633.62
投资收益	-	-	-	-
净利润	74,921.75	216,861.11	200,599.15	-50,798.66
EBIT	368,294.64	543,801.39	601,185.48	--
EBITDA	373,934.47	548,570.15	607,625.73	--
经营活动产生现金净流量	107,546.45	93,858.25	55,392.21	24,173.55
投资活动产生现金净流量	-776,387.87	-1,888,544.05	-894,667.34	-132,830.17
筹资活动产生现金净流量	226,649.60	1,994,744.15	351,211.14	617,462.81
资本支出	12,536.66	261.54	1,448.04	-
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	99.47	98.96	99.49	99.92
期间费用率(%)	65.41	105.78	79.55	176.42
EBITDA 利润率(%)	76.94	186.61	111.34	--
总资产收益率(%)	3.71	4.10	3.35	--
净资产收益率(%)	1.91	3.88	2.37	-2.08*
流动比率(X)	0.92	0.69	0.54	0.52
速动比率(X)	0.92	0.69	0.54	0.52
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	158.74	57.43	105.24	72.50*
资产负债率(%)	60.50	56.15	50.05	52.52
总资本化比率(%)	57.39	51.98	43.83	46.65
短期债务/总债务(%)	47.82	55.18	55.12	65.03
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.01	0.01	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.02	0.01	0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.37	0.29	0.14	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.18	-4.02	-5.52	--
总债务/EBITDA(X)	14.52	14.11	12.57	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.13	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.27	1.68	1.52	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.26	1.66	1.50	--

注：1、2022 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
	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）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	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：信用等级的符号及定义

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。