



云南省能源投资集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1541 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了 ESG 债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	云南省能源投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“15 云能源债/15 云能源”、“20 云能投 MTN004”、 “20 云能投 MTN005”、“21 云能投 MTN001”、 “21 云能投 MTN002”和“21 云能投 MTN003”	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”或“公司”）政府支持力度强、电力业务竞争力提升、参股优质上市公司和经营获现能力保持较好水平等方面的优势。同时中诚信国际也关注到燃料供给及价格变动情况、物流贸易业务经营风险、经营性业务盈利能力偏弱和债务规模较大等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 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。	
正 面		
■ 公司作为云南省能源支柱企业，区域地位及竞争优势显著，政府支持力度强 ■ 控股装机容量增加以及区域电力消纳改善促进电力业务竞争力提升 ■ 参股优质上市公司，可获得丰厚的投资收益和一定现金分红，亦可对债务偿付提供一定保障 ■ 经营获现能力保持较好水平		
关 注		
■ 燃料供给及价格变动对公司电力业务运营的影响 ■ 物流贸易业务规模大，需关注其经营风险 ■ 经营性业务盈利能力偏弱 ■ 债务规模较大，未来债务接续情况有待持续关注		

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

财务概况

云能投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,059.06	2,314.42	2,510.68	2,536.25
所有者权益合计（亿元）	746.66	850.69	811.12	809.71
负债合计（亿元）	1,312.40	1,463.73	1,699.56	1,726.53
总债务（亿元）	1,308.14	1,388.59	1,547.89	1,554.78
营业总收入（亿元）	1,315.02	1,392.93	1,261.07	314.03
净利润（亿元）	24.87	28.57	37.54	32.26
EBIT（亿元）	70.46	79.11	94.07	--
EBITDA（亿元）	89.98	103.53	125.54	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	55.79	76.16	93.44	26.63
营业毛利率(%)	8.27	9.18	10.33	16.74
总资产收益率(%)	3.42	3.62	3.90	--
EBIT 利润率(%)	5.36	5.68	7.46	--
资产负债率(%)	63.74	63.24	67.69	68.07
总资本化比率(%)	71.06	65.37	67.62	66.89
总债务/EBITDA(X)	14.54	13.41	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.49	1.72	1.90	--
FFO/总债务(%)	1.47	4.42	4.29	--
云能投（本部口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,321.30	1,508.71	1,613.41	1,639.32
所有者权益合计（亿元）	553.68	638.85	613.33	609.30
负债合计（亿元）	767.62	869.86	1,000.08	1,030.02
总债务（亿元）	906.22	911.23	983.98	997.71
营业总收入（亿元）	40.43	67.94	72.67	38.52
净利润（亿元）	9.98	26.95	34.10	30.50
EBIT（亿元）	34.00	56.47	69.14	--
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	22.21	43.11	35.57	25.56
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
总资产收益率(%)	2.57	3.99	4.43	--

注：1、中诚信国际根据云能投提供的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 2020~2022 年审计报告和未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年财务报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款以及其他权益工具中的刚性债务。

评级历史关键信息

云南省能源投资集团有限公司					
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	21 云能投 MTN003 (AAA)	2022/06/17	杨思艺、于美佳	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文
	21 云能投 MTN002 (AAA)				
	21 云能投 MTN001 (AAA)				
	20 云能投 MTN005 (AAA)				
	20 云能投 MTN004 (AAA)				
	15 云能源债/15 云能源 (AAA)				
AAA/稳定	21 云能投 MTN003 (AAA)	2021/08/25;	盛蕾、杨思艺、于美佳;	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文 ; 阅读全文
		2021/09/10			
AAA/稳定	21 云能投 MTN002 (AAA)	2021/08/18	李俊彦、杨思艺、于美佳	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	21 云能投 MTN001 (AAA)	2021/08/03	李俊彦、杨思艺、于美佳	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 云能投 MTN005 (AAA)	2020/10/16	李雪玮、翁乐尧、于美佳	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文
AAA/稳定	20 云能投 MTN004 (AAA)	2020/06/15	李雪玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文

AAA/稳定 15 云能源债/15 云能源
(AAA) 2015/05/06 杨傲楠、魏荣

[中诚信国际信用评级有限责任](#)
[公司评级方法（电力生产）](#) [阅读全文](#)
[CCXI 040100 2014 02](#)

● 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	控股/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)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
河北建投	1,508.80	2,595.07	58.61	438.13	22.13	37.94
四川能投	872.60	2,413.97	69.72	900.44	7.50	28.23
福建能化	599.63	1,500.99	66.09	728.26	7.66	4.68
云能投	1,471.43	2,510.68	67.69	1,261.07	10.33	37.54

中诚信国际认为，在对比企业中，云能投参股云南省较多优质水电，权益装机容量较大，且云能投业务十分多元，资产规模和营业收入偏大，营业毛利率水平和净利润规模尚可，财务杠杆水平适中。

注：“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称；“四川能投”为“四川省能源投资集团有限公司”简称；“福建能化”为“福建省能源石化集团有限责任公司”简称；云能投列示参股机组权益装机容量，四川能投列示的权益装机容量包含控股机组和在建机组，福建能化及河北建投列示控股装机容量。

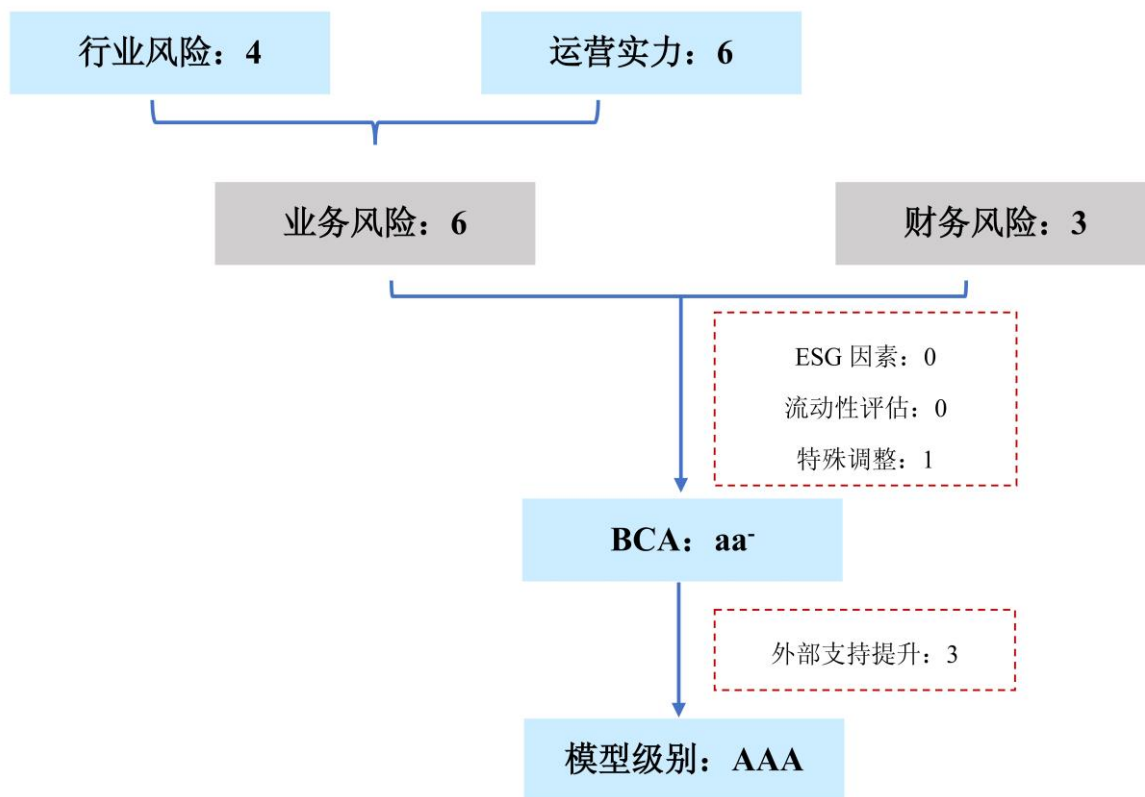
● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 云能投 MTN004	AAA	AAA	2022/06/17	10.00	10.00	2020/08/12~2023/08/12 (3+N)	续期、利息 递延、调整 票面利率、 赎回
20 云能投 MTN005	AAA	AAA	2022/06/17	20.00	20.00	2020/10/23~2023/10/23	--
21 云能投 MTN001	AAA	AAA	2022/06/17	10.00	10.00	2021/08/09~2023/08/09	--
21 云能投 MTN002	AAA	AAA	2022/06/17	20.00	20.00	2021/08/25~2023/08/25	--
21 云能投 MTN003	AAA	AAA	2022/06/17	10.00	10.00	2021/09/17~2024/09/17	--
15 云能源债/15 云能源	AAA	AAA	2022/06/17	15.00	2.56	2015/11/17~2025/11/17 (7+3)	回售、调整 票面利率

注：“20 云能投 MTN004”清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

● 评级模型

云南省能源投资集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2022_04

■ 业务风险：

云能投所属电力行业为国民经济基础行业，稳定性强，电力行业风险评估为较低；云能投参股较多云南省内优质水电，权益装机规模较大，随着云南省电力供需格局持续改善，云能投上网电量规模较大，电力业务竞争力较强，资源控制力较好，且得益于业务多元，云能投营业总收入规模极大，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

云能投参股的优质水电资产为盈利及获现提供一定支撑，持续对外投资使得云能投资产及债务规模快速增长，财务杠杆和相关偿债指标处于行业内适中水平，财务风险评估为适中。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，煤电装机占比较高且承担调峰调频和能源保供任务对云能投个体基础信用等级有提升，云能投具有aa⁻的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和适中的财务风险。

■ 外部支持：

云能投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，可在资源和资产整合等方面获得云南省政府很强的外部支持，外部支持调升3个子级。

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 2022 年年度报告，“15 云能源债/15 云能源”募集资金按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年全国电力供需矛盾凸显，限电频发使得火电投资提速，但非化石能源比重在政策扶持下仍将延续提升态势，电力体制改革亦将持续深化。未来我国用电增速或有提升，但在经济下行压力下整

体仍将维持较低水平。行业内企业凭借较好的经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况有所分化。

2022 年以来，我国全社会用电量增速放缓，考虑到稳增长政策效果的逐步显现、全球变暖引起的极端天气频繁出现和 2022 年低基数等因素，未来短期内我国用电量增速或将有所提升；但中长期来看，国内外经济较大的下行压力等因素或将影响我国用电量增速继续保持较低水平。同期我国部分区域电力供需偏紧，火电托底作用凸显，其投资加速回暖；国内非化石能源装机继续保持高速增长。但在水电供给不确定性、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素制约下，同时叠加需求回暖和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在。

从机组运营来看，2022 年以来受需求低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时同比有所降低；未来全国发电设备利用效率的增长仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2022 年燃煤电价改革政策的落地实施使得火电企业电价涨幅普遍增至上限以缓解其经营困难，并带动市场交易电量规模大幅增加，亦推动了其他电源品种电价的市场化进程。同时，国家目前仍面临较大的新能源补贴压力，后续缓解仍有待相关政策的落地实施以及碳排放和绿证等交易市场的成熟。

2022 年以来电力生产企业债务规模在加速推进清洁能源项目的建设及并购的影响下虽有所上升，但依托于良好的资源获取、融资及获现能力，预计 2023 年财务风险整体可控；但不同电源企业财务状况仍有所分化，其中火电企业盈利虽有所修复，但仍需持续关注未来燃料价格走势及政策变化情况；风电及太阳能发电企业在政策扶持下盈利及偿债指标整体持续优化，未来仍具较大提升空间。

详见《中国电力行业展望，2023 年 2 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9723?type=1>

中诚信国际认为，云能投作为云南省能源支柱企业，区域地位及竞争优势显著，2022 年以来，区域电力消纳改善以及新能源控股装机增加使得云能投电力业务竞争力持续提升，参股众多优质水电亦可贡献丰厚投资收益；同时煤炭、天然气、盐化工、硅产品和物流贸易等业务发展打造了多元的收入结构，对企业信用实力提供了有力支撑；但需关注煤炭和天然气价格波动、贸易业务经营模式和资金管控以及部分板块面临的资本支出压力等对云能投信用质量的影响。

公司对新能源项目建购并举推动控股装机规模提升，同时区域电力供需格局持续改善，为公司电力业务发展提供有力支撑；另外，公司参股较多云南省内的优质水电，可获得丰厚的投资收益及现金分红。

2022 年，公司通过收购¹股权使得合并范围内新能源机组规模大幅增加；随着通泉风电场 30 万千瓦装机投产，2023 年 3 月末控股装机容量较期初继续增加。目前公司正持续推进云南省“8+3”新能源规划²建设以及云南省，未来随着上述项目的逐步投产，控股装机容量、清洁能源装机占

¹ 公司原持有宁波榕尚投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波榕尚”）48.99%的股权份额，2022 年 12 月 31 日，公司新增收购了农银国际企业管理有限公司持有的宁波榕尚 31.65%有限合伙的份额，收购后公司持有宁波榕尚 80.64%的份额。宁波榕尚下属的云南榕耀新能源有限公司新能源装机规模为 94.80 万千瓦，自 2022 年末纳入公司合并范围。

² 云南省“8+3”新能源项目规划建设 1,090 万千瓦新能源项目，其中公司共获取 157 万千瓦风电项目建设指标（分别为通泉风电场 35 万千瓦、永宁风电场 75 万千瓦、金钟风电场 47 万千瓦）。根据云南能投股份 2023 年 1 月 19 日发布公告称，通泉风电场项目累计已投产发电的总装机为 30

比将进一步提升，可助益公司电力业务竞争实力的提升。

公司发电机组主要位于云南省，2022 年云南省 GDP 总量为 28,954.20 亿元，同比增长 4.3%，经济基本面发展前景向好。受经济持续恢复发展及新增铝硅用电的明显拉动，2022 年云南省全社会用电量为 2,389.51 亿千瓦时，同比增长 11.8%，但 2022 年来水来煤不足导致发电不及预期，云南省电力电量“双缺”供需局面逐步显现。整体来看，云南省电力供需形势持续改善为公司业务发展提供有力支撑。同时，公司是云南省能源战略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和有关部门在资源、资金和人力等方面的诸多支持政策，区域地位及竞争优势显著。

表 1：近年来公司电力装机容量情况（万千瓦）

指标	2020	2021	2022	2023.3
可控装机容量	406.20	406.20	501.00	531.00
其中：煤电	300.00	300.00	300.00	300.00
水电	48.40	48.40	48.40	48.40
新能源	57.80	57.80	152.60	182.60
参股权益装机容量	1,241.13	1,333.44	1,471.43	1,176.94
其中：参股水电	1,072.93	1,206.04	1,344.03	1,049.54
参股火电	168.20	127.40	127.40	127.40

注：本期报告数据与前期数据差距较大，主要系前期报告未将香港云能国际投资有限公司下属的老挝色拉龙一级水电纳入合并范围；新能源装机包括垃圾发电、燃气发电、风电及光伏发电机组；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；2023 年 3 月末参股水电装机规模大幅下降主要系公司将所持云川公司股权全部过户至长江电力且公司对长江电力的持股比例较低所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司参股了云南省“三江”流域大型梯级水电企业，其中包含了华能澜沧江水电有限公司（简称“华能水电”，股票代码：600025.SH）以及中国长江电力股份有限公司（简称“长江电力”，股票代码：600900.SH）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。**值得注意的是**，目前公司所持三峡金沙江云川水电开发有限公司（简称“云川公司”）股权已全部过户至长江电力，根据协议，长江电力向公司支付股份对价 40.24 亿元及现金对价 80.48 亿元³。云川公司股权转让将对公司后续的投资收益形成一定影响，但收到对价后公司流动性得以补充。参股新能源方面，2022 年公司下属的云南省绿色能源产业集团有限公司与云投集团各出资 50%成立了云南绿能新能源开发有限公司（以下简称“绿能开发公司”）⁴，绿能开发公司将作为实施主体参与云南省新能源项目开发⁵，未来随着相关项目投产落地，公司参股新能源装机容量或将快速提升。

万千瓦。

³ 长江电力与中国长江三峡集团有限公司、长江三峡投资管理有限公司、四川省能源投资集团有限责任公司和公司（以下统称“资产转让方”）于 2021 年 12 月 10 日订立《重大资产购买协议》，后上述各方于 2022 年 6 月 30 日订立《重大资产购买协议之补充协议》。根据资产评估报告所载的评估结果并经各方协商，资产转让方所持云川公司股权的交易对价为 804.84 亿元。长江电力将以发行股份及支付现金的方式向资产转让方支付对价，公司持有云川公司 15%的股权，交易对价为 120.73 亿元，其中股份对价 40.24 亿元（230,480,606 股），现金对价为 80.48 亿元。截至本报告出具日，现金对价已到账。

⁴ 该公司由云投集团并表。

⁵ 2023 年 2 月 27 日，云南省 1,000 万千瓦光伏资源开发建设项目集中签约，总投资近 500 亿元。首批总装机容量 400 万千瓦的 64 个项目即将在楚雄、文山、曲靖、西双版纳、临沧、怒江、保山 7 个州（市）落地，投资近 200 亿元，由绿能开发公司作为实施主体，力争年内开工、年内建成、年内并网。

表 2：截至 2023 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	持股市值/账面价值	2022 年确认的投资收益	2022 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	2,356.38	359.64	19.22	8.65
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	1.98	0.53	0.39
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00	440.00	9.11	1.12	0.43
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	0.08	0.09
华电鲁地拉水电有限公司	8.00	216.00	2.22	0.28	--
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00	300.00	6.71	0.71	0.49
中国长江电力股份有限公司	3.29	7,179.50	165.68	6.76	5.96
云南滇能澜沧江水电开发有限公司	39.00	20.10	1.53	0.19	--
合计	--	11,066.98	552.77	28.89	16.01

注：华能水电和长江电力市值根据 2023 年 3 月 31 日收盘价格计算得出；其余企业为 2022 年末账面价值；2022 年云川公司宣告发放的现金分红为 7.50 亿元。

资料来源：公司财报及公开信息，中诚信国际整理

此外，公司持有中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）21.86%股权，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，产业链完整，综合实力极强，亦可为公司贡献一定规模投资收益⁶。

2022 年以来得益于新能源装机规模提升公司发电量持续增加，但燃料成本高企、供应不足导致电力业务运营成本端压力增加，煤电上网电价显著提升虽助益经营压力缓解，仍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。

2022 年受煤价上涨且供应不足影响，煤电上网电量小幅下降，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，煤电电价大幅上涨，一定程度上助益经营压力缓解。**值得注意的是**，目前煤炭价格仍高位运行，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，机组利用效率受来水影响而有所波动，2022 年水电发电量同比增加推动总发电量上升。目前水电机组全部参与市场竞价，电价处于全国较低水平。2022 年新能源机组运营较为稳定；2023 年一季度，得益于装机规模增加，新能源发电量同比大幅提升。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 3：近年来公司发电业务指标情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
发电量（亿千瓦时）	130.28	136.96	138.28	47.67
其中：煤电	92.99	101.57	100.52	33.26
水电	15.27	14.63	17.28	2.62
新能源	22.02	20.76	20.48	11.79
上网电量（亿千瓦时）	121.13	124.99	128.14	44.19
机组利用小时（小时）	3,207	3,372	3,404	898
其中：煤电	3,100	3,386	3,351	1,109
水电	3,155	3,023	3,570	541

⁶ 2022 年，公司通过权益法对中国铜业持股确认了 24.02 亿元投资收益。

新能源	3,810	3,592	3,543	646
电煤采购均价（元/吨，含税）	289.70	256.90	302.07	377.70
煤电上网电价（元/千瓦时，含税）	0.326	0.338	0.366	0.380

注：2020 年煤电相关数据假设曲靖电厂和红河电厂⁷自期初已纳入合并范围；2022 年新能源相关数据不包括云南裕耀新能源有限公司；利用小时数据根据发电量和期末装机容量计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年以来产量增加推动煤炭收入有所提升，但由于降本难度大和电煤销售让利等因素，煤炭业务毛利率水平同比大幅下降。

公司煤炭生产业务主要由煤炭产业集团⁸负责运营，截至 2023 年 3 月末，公司煤炭产能为 1,200 万吨/年。2021 年 3 月，云南省国资委将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⁹，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，未来生产能力有望进一步提升。2022 年以来公司煤炭产量维持上升态势，但由于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，同时由于部分煤矿处于整合重组状态，产能释放有限，使得平均成本有所上升，另外云南省电煤长协指导价格偏低，为完成保供任务，煤炭产业集团销售电煤时存在一定让利。综合以上因素，2022 年以来煤炭业务销售收入有所增加，但毛利率水平大幅下降。

表 4：截至 2023 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 年产量(万吨)	2023 年 1~3 月产量(万吨)
先锋露天煤矿	褐煤	1.28	300	199.94	413.18	400.09	108.87
观音山煤矿一井	贫煤	1.52	180	44.13	21.37	35.61	1.53
观音山煤矿二井	贫煤	0.44	60	49.30	23.04	42.65	10.84
河兴煤矿	焦煤	0.25	30	6.13	3.28	9.77	0.64
祖德煤矿	焦煤	0.19	15	0.56	--	--	--
得马矿井	焦煤	0.09	30	16.06	20.23	20.75	4.99
兴云矿井	焦煤	0.20	60	53.18	47.25	40.13	8.01
恩洪煤矿二号井	焦煤	0.41	60	62.12	39.90	45.13	4.69
田坝煤矿二号井	焦煤	0.47	30	14.28	8.31	9.61	0.69
朱家湾煤矿	无烟煤	0.45	60	62.43	47.76	71.05	10.10
长岭煤矿	无烟煤	0.41	60	56.88	62.96	65.38	19.70
金发煤矿	焦煤	0.09	30	27.41	6.85	12.05	1.06
可保煤矿	褐煤	0.03	60	55.14	35.85	30.85	19.71
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	1.49	--
团结煤矿	焦煤	0.07	30	5.03	8.10	4.39	1.00
四角地煤矿	无烟煤	0.14	30	2.73	6.11	20.55	5.33
陆东煤矿	焦煤	0.49	60	--	3.86	22.70	6.59
合计	--	7.07	1,200	660.59	757.64	832.20	203.75

注：金马集团未纳入上表统计范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司贸易业务规模呈缩减态势，盈利能力处于很弱水平，需持续关注贸易业务经营模式、盈利能力

⁷ 2020 年 6 月，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。

⁸ 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。

⁹ 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。

力和资金管控情况。

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。经营模式方面，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。2022 年以来受经营模式变化和市场行情影响，物资贸易规模有所压降，未来公司贸易业务经营模式、盈利能力和资金管控有待持续关注。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。

盐化工、天然气、氯碱化工、硅产品、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。2022 年以来，云南盐业优化了产能布局，淘汰了一平浪、乔后盐矿落后产能，综合生产成本有所下降；同时优化品种结构稳固省内食盐占有率，并积极把握工业盐景气行情，开发客户和市场，工业盐销售量价齐升。

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负责开展运营。目前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。2022 年，受俄乌战争影响天然气价格高企，对销售利差和下游终端市场开发造成不利影响，当期天然气业务形成亏损。

公司氯碱化工产品主要以烧碱、PVC 和电石等为主，2022 年以来，氯碱化工业务运营较为稳定。

公司于 2020 年收购云南永昌硅业股份有限公司，加之有机硅项目一期 20 万吨于 2021 年下半年投产，2022 年以来硅产品销量和收入规模均大幅提升，但由于有机硅价格下跌，硅产品业务毛利率同比大幅下降。此外，有机硅二期 20 万吨计划于 2023 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省能投资本有限公司和深圳云能基金管理有限公司，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。2022 年部分投资项目业绩不及预期以及部分持股二级市场价格有所下跌，使得金融投资业务收入规模同比下降。

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 2022 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。

公司在建项目主要集中于风电、煤炭、天然气管网和火电等板块，此外，公司持续对外投资，未来仍面临一定规模的投资支出压力，中诚信国际将持续关注公司在建、拟建和收并购项目资金平衡及盈利性情况。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投入
威信观音山煤矿	46.28	59.43
天然气支线管网建设项目	86.21	28.09
云南理工职业学院项目	19.71	17.17
昆明市经开人民医院新医院项目	10.85	4.73
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	5.13
昭通市扶贫综合物流园区	11.11	7.29
曲靖市通泉风电场项目	22.34	10.58
红河州永宁风电场项目	47.14	2.52
大姚县涧水塘梁子风电场项目	3.09	0.17
会泽县金钟风电场一期工程项目	23.44	0.56
会泽县金钟风电场二期工程项目	7.68	0.02
宁州葫芦地光伏电站项目	3.09	0.00
红河二期火电厂	33.06	0.17
合计	331.32	135.86

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

财务风险

中诚信国际认为，云能投经营性业务盈利能力偏弱，但参股优质水电资产为盈利及获现能力提供有力支撑；持续对外投资使得云能投资资产及债务规模快速增加，财务杠杆处于行业内适中水平，但考虑到债务规模较大以及区域融资环境趋紧，集团整体及本部口径后续债务接续情况有待关注。

公司经营性业务盈利能力偏弱，利润主要来自参股资产带来的投资收益；由于减值减少，2022 年利润同比增加，得益于云川公司股权出售，2023 年一季度利润同比大幅增加。

2022 年，随着毛利率水平低的物流贸易业务收入大幅下降，公司营业总收入有所下降，营业毛利率水平虽然小幅提升但仍处于较低水平。2023 年 1~3 月，物流贸易收入增加以及当期出售云川公司股权获取较大规模的投资收益使得营业总收入同比上升，投资收益大幅增加亦推动营业毛利率提升。

表 6：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
电力	32.12	40.26	42.13	16.06
煤炭	64.11	82.45	114.05	25.49
物流贸易	1,039.04	1,069.56	888.93	204.58
金融投资	15.31	17.03	4.28	1.13
天然气	3.49	5.73	5.40	1.33
投资收益	49.84	64.00	77.03	40.25
盐化工	10.88	12.02	12.48	2.81
氯碱化工	15.59	19.84	19.88	3.76
工程施工	54.43	43.17	38.24	4.84
硅产品	4.51	13.25	27.90	6.08
营业总收入	1,315.02	1,392.93	1,261.07	314.03
毛利率	2020	2021	2022	2023.1~3
电力	15.23	22.98	13.51	20.32

煤炭	19.99	19.84	13.66	10.63
物流贸易	0.43	0.34	0.32	0.36
金融投资	75.44	75.51	14.84	100.00
天然气	15.12	12.91	4.71	3.76
投资收益	100.00	100.00	100.00	97.89
盐化工	47.02	48.00	55.13	54.45
氯碱化工	12.99	17.04	16.48	11.54
工程施工	13.12	14.15	6.09	18.29
硅产品	15.72	45.81	19.39	10.35
营业毛利率	8.27	9.18	10.33	16.74

注：除上述各板块外，公司营业总收入还包括部分其他收入，本表格未列示；2023 年 1~3 月各板块收入数据未经内部抵消。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，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攀升，期间费用对利润总额侵蚀较为严重，但由于减值同比减少，当期利润总额同比上升，带动 EBIT、EBITDA 和总资产收益率等指标向好。2023 年一季度，得益于云川公司股权的出售，当期利润同比大幅提升。中诚信国际认为，公司利润主要来自于参股资产的投资收益，大规模的物流贸易业务使得公司经营业务盈利偏弱，随着物流贸易业务规模压降以及硅产品等新业务逐步发展，公司利润质量有待持续关注。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用	68.66	77.56	86.22	20.90
经营性业务利润	39.68	47.58	42.29	31.05
资产减值损失合计	-13.04	-29.17	-9.04	-1.68
利润总额	28.86	32.77	42.49	33.64
EBIT	70.46	79.11	94.07	--
EBITDA	89.98	103.53	125.54	--
总资产收益率	3.42	3.62	3.90	--

注：资产减值损失合计包括信用减值损失，损失以“-”列示，其中 2021 年计提减值损失金额较大，主要系公司对与上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信”）等开展的相关保理业务和资管计划等计提较大规模减值损失，加之固定资产报废毁损等。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，持续对外投资推动公司资产及债务规模均快速增加，财务杠杆处于行业内适中水平，但需关注应收类款项回收以及债务接续情况。

公司资产主要以长期股权投资等股权类资产、固定资产和无形资产¹⁰为主，2022 年随着对参股项目注资的增加以及其持续盈利，当期末长期股权投资规模提升；出售云川公司股权后 2023 年 3 月末长期股权投资规模较期初有所下降。2022 年末其他权益工具投资大幅增加，主要系公司当期新增对云南省工业投资控股集团有限责任公司投资 37.47 亿元¹¹所致。有机硅一期等在建项目投产运营推动固定资产规模亦有所增加。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¹²；其他应收款主要为与云南省内国有企业的往来款，2022 年以来规模持续提升¹³，未来需持续关注上述应收类款项的回收情况。由于公司持续推进对外投资，2022 年以来总债务保持快速上

¹⁰ 主要为采矿权和土地使用权。

¹¹ 公司对云南省工业投资控股集团有限责任公司的持股比例为 28.52%。

¹² 截至 2022 年末，公司 1 年以内（含 1 年）应收账款占比为 57.40%，2022 年应收账款计提减值 2.29 亿元。

¹³ 截至 2022 年末，公司其他应收款中对云煤化的拆借余额为 75.34 亿元，对云煤化下属的云南解化清洁能源开发有限公司拆借余额为 10.28 亿元，对云投集团的拆借余额为 18.22 亿元。

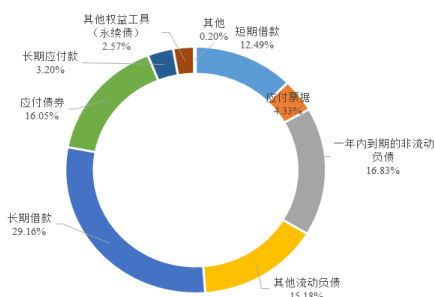
升态势，且短期债务规模较大，面临一定债务接续压力。所有者权益方面，2022 年以来随着公司陆续偿还永续债，所有者权益合计规模持续下降，如不考虑永续债影响所有者权益合计规模仍保持上升态势。财务杠杆方面，2022 年以来公司总资本化比率整体上有所提升，但仍处于行业内适中水平。

表 8：近年来公司资产、债务及权益相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	154.96	113.54	132.98	149.10
应收账款	80.23	82.98	113.84	120.74
其他应收款	43.82	119.64	124.05	124.34
固定资产	260.87	256.75	323.00	318.57
无形资产	164.74	205.24	217.55	217.80
长期股权投资	693.37	709.21	832.59	791.03
其他非流动金融资产	93.88	103.16	83.99	84.30
其他权益工具投资	72.93	88.02	121.51	120.88
总资产	2,059.06	2,314.42	2,510.68	2,536.25
总债务	1,308.14	1,388.59	1,547.89	1,554.78
短期债务/总债务(%)	32.70	49.50	45.82	48.83
其他权益工具	214.01	115.01	70.00	40.00
所有者权益合计	746.66	850.69	811.12	809.71
总资本化比率(%)	71.06	65.37	67.62	66.89

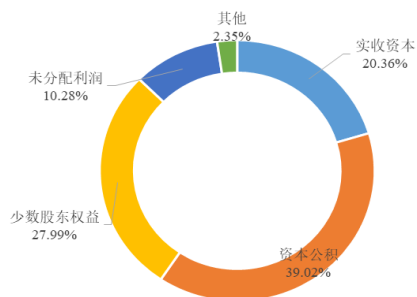
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，公司经营获现能力有所提升，投资净流出缺口有所缩窄，偿债指标处于适中水平，但考虑到债务规模大且区域融资环境趋紧，债务接续情况仍有待关注。

公司发电业务现金获取能力较好，同时将参股资产获得的现金分红计入经营活动现金流入¹⁴，2022 年经营活动净现金流有所提升并对投融资支出形成覆盖。受公司投资计划安排影响，近年来投资活动现金净流出缺口整体有所缩窄。公司新增借款和偿还债务维持很大规模，2022 年以来筹资活动净现金流持续为负。

偿债指标方面，2022 年 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所优化，但 FFO 相比总债务规模的增幅较小，使得其对债务的覆盖能力小幅弱化，整体来看，公司偿债指标处于适中水平，但考虑到公司较大规模的债务保有量，公司仍面临一定债务偿还压力。中诚信国际关注到，云南省内部分

¹⁴ 2022 年长期股权投资资产中宣告发放现金股利或利润金额为 29.43 亿元。

企业出现负面舆情，云南省区域融资环境或将受到一定冲击，需关注区域融资环境对公司债务接续的影响。

表 9：近年来公司偿债指标情况（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	55.79	76.16	93.44	26.63
投资活动净现金流	-132.98	-105.64	-79.67	15.82
筹资活动净现金流	74.23	-14.94	-2.66	-28.86
总债务/EBITDA(X)	14.54	13.41	12.33	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.49	1.72	1.90	--
FFO/总债务(%)	1.47	4.42	4.29	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产共计 325.37 亿元，主要为抵质押的固定资产、长期股权投资等，占同期末总资产的比例为 12.96%；受限资产中货币资金为 26.93 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 2023 年 3 月末，公司质押了 371,938,551 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 47.71%¹⁵。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。

表 10：截至 2022 年末受限资产明细（亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	26.93	保证金、安全生产风险抵押金、诉讼冻结
应收票据	0.25	质押
应收账款	23.98	质押借款
存货	1.43	刑事扣押
固定资产	112.09	融资租赁资产、抵押借款
无形资产	11.20	抵押借款
投资性房地产	5.32	抵押借款
在建工程	2.39	抵押借款
长期股权投资	107.23	质押借款
长期应收款	18.33	质押借款、融资租赁底层资产
其他权益工具投资	2.80	质押借款
其他非流动资产	2.80	质押借款
其他非流动金融资产	10.62	质押借款
合计	325.37	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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

¹⁵ 以上比例为根据 2023 年 3 月末公司对长江电力持股数量 779,661,264 股计算而来。

偿以及公司减值损失计提情况。

截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。

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，2020~2023 年 4 月末，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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

公司本部利润主要来源于投资收益，面临较大的偿债压力，但其持有的优质股权资产可提供一定偿债支持。

得益于公司参股优质水电资产所带来的投资收益的有力支撑，2022 年以来公司本部收入和利润总额持续增长。本部资产以长期股权投资为主，随着投资增加及参股公司利润累积，2022 年末长期股权投资较期初增长。本部承担集团内较多融资职能，债务规模大且增速快，加之本部经营造血能力较弱，其面临较大的偿债压力。

表 11：近年来公司本部主要财务情况（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	40.43	67.94	72.67	38.52
利润总额	9.98	26.95	34.10	30.50
货币资金	58.78	31.00	22.80	62.94
长期股权投资	983.70	1,048.43	1,166.22	1,126.89
总债务	906.22	911.23	983.98	997.71
所有者权益合计	553.68	638.85	613.33	609.30
总资本化比率(%)	72.74	63.50	64.43	63.67
经营活动产生的现金流量净额	22.21	43.11	35.57	25.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

可变现资产方面，截止 2023 年 3 月末，公司本部持有云南能投股份 31.11%、云维股份 28.99%、长江电力 3.29% 和华能水电 28.26% 的上市公司股权，当期末总市值为 566.08 亿元¹⁶，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 12：截至 2023 年 3 月末公司本部持有上市公司股权情况（亿元）

上市公司	持股市值
云南能投股份	30.04
云维股份	10.72
中国长江电力股份有限公司	165.68
华能澜沧江水电股份有限公司	359.64
合计	566.08

注：市值根据 2023 年 3 月 31 日收盘价格计算得出。

资料来源：公开市场信息，中诚信国际整理

假设与预测¹⁷

假设

¹⁶ 其中被质押的长江电力股票市值为 79.04 亿元。

¹⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

- 2023 年，云南区域电力需求保持增长，新能源装机规模随着在建项目陆续投产持续增加。
- 2023 年，机组运营效率较为稳定，电价水平有所提升，贸易业务和工程施工业务规模继续压降，其他业务稳健运营。
- 2023 年，在建项目和参股项目注资持续推进中，公司投资支出和债务规模呈增长态势。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	65.37	67.62	66.17~68.87
总债务/EBITDA(X)	13.41	12.33	12.59~13.11

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司持有较多优质股权资产且银企关系良好，其流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

电力业务属性使得公司有一定造血能力，2022 年以来，煤电电价改革深入推进以及参股优质水电获得的现金分红增加以及云川公司股权出售助益经营获现能力持续提升，同时公司合并口径账面货币资金较为充裕。公司银企关系良好，截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,603.41 亿元，其中尚未使用额度为 527.72 亿元，对资金需求和长期发展具有一定的保障作用。公司下属控股两家上市公司，具备权益融资渠道；同时公司持有长江电力、华能水电等流动性较好的优质股权资产，财务弹性尚可。但云南省部分国企出现债务融资负面舆情，区域融资环境趋紧，公司债券融资渠道或将受到一定冲击。

公司资金流出主要用于在建项目、对外股权投资以及债务的还本付息。公司未来 1 年内到期的债务规模很大，多以公募债券、银行借款和非标融资为主，虽部分银行贷款等债务可滚动接续，但公开债务集中到期面临的实际偿付压力较大。考虑到公司可变现资产规模较大、获现能力较强且融资渠道相对畅通，公司资金平衡状况及流动性尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

本部方面，本部未来 1 年内到期的债务规模很大，现金及等价物储备对一年内到期的债务规模覆盖度较低，资金储备一般，但本部持有较多优质股权，每年均可获得一定规模的现金投资收益，加之较强的外部融资能力，可为债务偿还提供一定保障。

表 14：截至 2022 年末公司本部主要债务构成（亿元）

项目	类型	金额	1 年以内到期	1~2 年到期	2 年以上到期
银行贷款	信用借款/抵押借款/保证借款/内保外贷	188.45	104.73	64.45	19.27
公募债券	企业债/可交换公司债/中票/小公募公司债/永续中票/可续期公司债/短融/超短融	504.56	315.00	137.00	52.56
私募债券	私募公司债/债权融资计划/债权融资计划（永续）	100.82	57.00	24.32	19.50
非标融资	保险债权/信托/永续信托/ABN（永续）/专债基金/理财直融	137.77	53.03	60.15	24.59

外币债务	敞口外债（美元）/银行借款（美元、港币） /内保内贷（美元、港币）	30.05	30.05	--	--
合计	--	961.65	559.81	285.92	115.92

注：上表债务仅统计本金且包括计入权益的永续债，故与母公司口径总债务数据存在差异；因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析¹⁸

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并切实履行作为区域能源支柱企业的社会责任；公司经营管理相对独立于股东云投集团，且不能对下属上市公司和煤炭产业集团实行资金归集；此外近两年集团内部多位高管接受纪律审查和检查调查，该事项对公司持续经营和信用风险负面影响有待关注。

环境方面，公司致力于打造绿色水电、风光新能源、绿色天然气、绿色硅材等多元发展的绿色能源产业格局，并将环境保护与节能减排、资源节约、清洁生产密切结合，近十年来累计投入生态环保资金 20.49 亿元，通过新技术开发应用、强化管理、设备改造等方式，大力开展清洁生产和综合利用，对供电煤耗、燃油消耗、环保排放等各类指标进行严格管控，致力于实现企业发展与环境保护双赢。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近十年来公司累计投入安全生产资金为 18.55 亿元，近三年未发生一般以上的安全事故，安全生产形势总体平稳。此外，2022 年以来公司坚守能源保供安全底线，为促进区域经济社会稳定运行提供了支撑，切实履行国企保民生、保供应的社会责任。

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，近两年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、董事杨万华等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。

资金归集方面，公司设立资金中心，资金中心确定合作银行，并要求公司下属子公司（除上市公司云南能投股份、云维股份以及煤炭产业集团以外）办理该合作银行账户进行授权归集；公司资金归集包括资金上划和资金下拨，资金中心依托银行系统对下属子公司分账户资金实时上划。

战略方面，公司建立了明确的战略定位，未来将聚焦绿色能源、现代物流、绿色新材料三项主业，协同发展能源金融和能源建设板块，推动能源产业发展成为云南省第一大支柱产业。

特殊调整

公司控股装机中煤电占比超 50%，其在云南省以水电为主的能源结构中承担着调峰调频等重要任务，同时在高煤价情况下，其也承担着一部分能源保供任务，上述因素对公司信用等级有提升作

¹⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

用。

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，可在资源和资产整合等方面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，可在资源和资产整合等方面获得很强的外部支持。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。

同行业比较

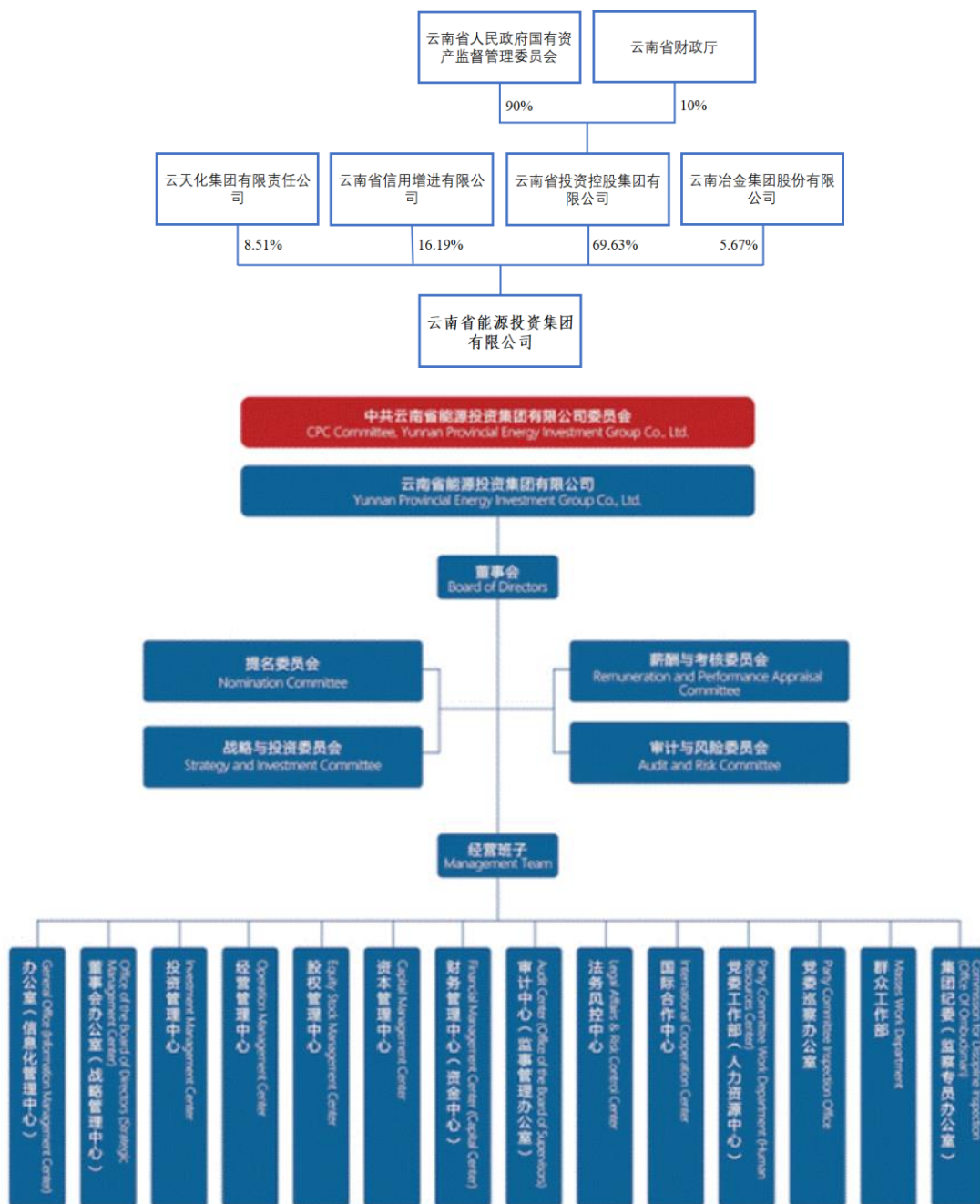
中诚信国际选取了河北建投、四川能投和福建能化作为云能投的可比公司，上述三家公司均为拥有电力业务且业务多元化的地方国有企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，在对比企业中云能投参股较多优质水电项目，权益装机规模较大，可获得丰厚的投资收益和分红，但上网电量规模较控股机组为主的河北建投和福建能化以及拥有电网业务的四川能投偏小。业务多元化方面，云能投业务种类最广并开展了大规模的低毛利物流贸易业务，故其营业总收入规模最大而营业毛利率较低，但净利润尚可。云能投持续对外投资且业务十分多元使得其总资产规模较高，同时财务杠杆处于行业内适中水平，但云南省区域融资环境趋紧，云能投未来债务接续情况有待关注。

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“15 云能源债/15 云能源”、“20 云能投 MTN004”、“20 云能投 MTN005”、“21 云能投 MTN001”、“21 云能投 MTN002”和“21 云能投 MTN003”的信用等级为 **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 2023 年 3 月末）



注：2023 年 6 月，云南省信用增进有限公司将其对公司 16.19% 的持股转让给云南溢能新能源发展有限责任公司，截至本报告出具日，该股权转让事项工商登记已完成。

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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,549,579.87	1,135,354.42	1,329,778.90	1,490,956.61
应收账款	802,268.66	829,808.74	1,138,398.41	1,207,432.85
其他应收款	438,193.22	1,196,405.48	1,240,543.35	1,243,377.35
存货	390,832.97	462,027.07	486,571.07	532,968.90
长期投资	8,871,076.43	9,198,174.11	10,517,833.11	10,138,315.59
固定资产	2,608,687.41	2,567,525.91	3,229,962.77	3,185,659.04
在建工程	841,789.59	972,532.61	936,044.26	975,359.24
无形资产	1,647,413.44	2,052,446.47	2,175,481.21	2,178,023.17
资产总计	20,590,588.19	23,144,214.16	25,106,797.72	25,362,482.81
其他应付款	369,788.88	372,277.06	513,341.75	426,703.35
短期债务	4,278,009.20	6,873,516.70	7,092,971.40	7,591,918.35
长期债务	8,803,411.58	7,012,346.95	8,385,906.36	7,955,899.22
总债务	13,081,420.78	13,885,863.65	15,478,877.77	15,547,817.57
净债务	11,683,298.88	12,936,868.42	14,418,373.51	14,056,860.96
负债合计	13,123,988.58	14,637,309.24	16,995,577.61	17,265,339.98
所有者权益合计	7,466,599.61	8,506,904.91	8,111,220.11	8,097,142.83
利息支出	604,872.57	603,445.64	661,895.51	--
营业总收入	13,150,163.76	13,929,251.56	12,610,681.91	3,140,253.60
经营性业务利润	396,828.27	475,790.48	422,933.29	310,526.13
投资收益	0.00	80,440.30	69,173.25	7,119.47
净利润	248,653.72	285,711.09	375,361.84	322,582.00
EBIT	704,569.02	791,082.42	940,730.85	--
EBITDA	899,820.23	1,035,259.83	1,255,448.19	--
经营活动产生的现金流量净额	557,884.59	761,554.68	934,390.12	266,285.43
投资活动产生的现金流量净额	-1,329,786.32	-1,056,428.15	-796,677.67	158,167.89
筹资活动产生的现金流量净额	742,272.85	-149,394.02	-26,591.82	-288,600.93
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	8.27	9.18	10.33	16.74
期间费用率(%)	5.22	5.57	6.84	6.66
EBIT 利润率(%)	5.36	5.68	7.46	--
总资产收益率(%)	3.42	3.62	3.90	--
流动比率(X)	0.74	0.56	0.56	0.59
速动比率(X)	0.68	0.51	0.50	0.53
存货周转率(X)	30.86	29.67	23.84	20.52*
应收账款周转率(X)	16.39	17.07	12.81	10.71*
资产负债率(%)	63.74	63.24	67.69	68.07
总资本化比率(%)	71.06	65.37	67.62	66.89
短期债务/总债务(%)	32.70	49.50	45.82	48.83
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.00	0.01	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.00	0.03	0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.92	1.26	1.41	--
总债务/EBITDA(X)	14.54	13.41	12.33	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.15	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.49	1.72	1.90	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.16	1.31	1.42	--
FFO/总债务(%)	1.47	4.42	4.29	--

注：1、2023 年 1~3 月财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款以及其他权益工具中的刚性债务。

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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	587,782.91	309,987.34	228,015.43	629,414.64
其他应收款	243,734.21	507,220.50	870,083.87	1,201,710.50
长期投资	10,469,677.50	11,203,327.56	12,774,457.03	12,380,337.91
固定资产	55,640.01	53,315.76	51,152.70	50,617.96
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	610.70	509.06	407.41	382.00
资产总计	13,212,983.50	15,087,145.03	16,134,111.80	16,393,220.56
其他应付款	673,013.72	733,844.38	830,748.83	694,331.99
短期债务	2,767,911.56	4,621,001.53	4,923,039.22	5,456,395.29
长期债务	6,294,283.72	4,491,326.25	4,916,780.39	4,520,741.29
总债务	9,062,195.28	9,112,327.78	9,839,819.61	9,977,136.58
净债务	8,474,412.38	8,802,340.44	9,611,804.18	9,347,721.95
负债合计	7,676,156.52	8,698,612.79	10,000,778.50	10,300,207.47
所有者权益合计	5,536,826.97	6,388,532.24	6,133,333.31	6,093,013.09
利息支出	370,027.03	401,979.12	449,772.13	--
营业总收入	404,295.60	679,388.05	726,729.05	385,169.75
经营性业务利润	144,924.49	347,838.44	335,983.32	297,188.02
净利润	99,811.87	269,465.59	341,025.67	305,029.71
EBIT	340,022.73	564,725.40	691,410.55	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	222,058.37	431,135.95	355,659.11	255,608.99
投资活动产生的现金流量净额	-946,745.17	-277,146.05	-665,512.82	107,860.96
筹资活动产生的现金流量净额	490,250.87	-128,783.90	202,759.85	32,029.86

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	63.92	48.39	53.58	22.82
EBIT 利润率(%)	84.10	83.12	95.14	--
总资产收益率(%)	2.57	3.99	4.43	--
流动比率(%)	0.44	0.23	0.26	0.35
速动比率(%)	0.44	0.23	0.26	0.35
资产负债率(%)	58.10	57.66	61.99	62.83
总资本化比率(%)	72.74	63.50	64.43	63.67
短期债务/总债务(%)	30.54	50.71	50.03	54.69
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.02	0.00	-0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.07	0.01	-0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.60	1.07	0.79	--
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)	0.92	1.40	1.54	--
FFO/总债务(%)	--	--	--	--

注：1、2023 年 1~3 月财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债以及其他权益工具中的刚性债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
盈利能力	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn