



云南省投资控股集团有限公司

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 1609 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。
- 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	云南省投资控股集团有限公司	AAA/稳定
--------------	---------------	--------

本次跟踪债项及评级结果

“19 云投绿色债/G19 云投 1”、“20 云投 MTN006”、“20 云投 MTN007”、“20 云投 MTN008”和“23 云投债 01/23 云投 01”
AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”或“公司”）良好的外部经济发展环境、显著的战略地位、有力的股东支持、核心子公司保持较强竞争实力、本部投资收益持续增加以及持有上市公司股权可提供一定流动性等方面的优势。同时中诚信国际也关注到管理链条较长、资本支出压力较大、盈利能力有所弱化、整体偿债能力有待提升、对外资金拆借与担保风险等因素对其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。

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：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。

正面

- 持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境
- 跟踪期内保持重要的战略地位，继续获得股东多方面有力支持
- 2022年以来核心子公司保持较强竞争实力，本部投资收益持续增加
- 本部直接及间接持有上市公司股权可提供一定流动性

关注

- 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
- 在建项目未来尚需投资金额较大，面临较大资本支出压力
- 盈利能力有所弱化，偿债能力有待提升
- 对外资金拆借与担保金额大，资金回收与代偿风险有待关注

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

云投集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	4,749.12	5,373.17	5,686.61	5,819.48
所有者权益合计（亿元）	1,679.82	2,080.42	1,963.09	1,906.73
负债合计（亿元）	3,069.30	3,292.75	3,723.52	3,912.74
总债务（亿元）	2,816.66	2,926.95	3,257.46	3,370.36
营业总收入（亿元）	1,785.26	2,049.57	1,961.92	493.47
净利润（亿元）	40.17	33.33	26.94	30.71
EBIT（亿元）	147.10	150.74	157.34	64.87
EBITDA（亿元）	177.55	186.47	201.02	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	74.74	85.70	135.52	41.79
营业毛利率(%)	8.97	9.67	10.72	13.60
总资产收益率(%)	--	2.98	2.85	4.51*
EBIT 利润率(%)	8.24	7.35	8.02	13.15
资产负债率(%)	64.63	61.28	65.48	67.24
总资本化比率(%)	64.29	59.39	62.86	64.34
总债务/EBITDA(X)	15.86	15.70	16.20	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.41	1.43	1.29	--
FFO/总债务(X)	-0.005	0.01	0.02	--
云投集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,637.53	1,960.09	2,026.11	2,030.42
负债合计（亿元）	923.21	981.02	1,227.64	1,207.61
总债务（亿元）	901.08	844.60	1,053.39	997.23
所有者权益合计（亿元）	714.32	979.06	798.47	822.82
净利润（亿元）	21.69	20.06	1.29	0.67
EBIT（亿元）	54.58	60.19	51.81	13.08
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	9.39	5.54	12.03	3.08
经调整的净资产收益率(%)	--	2.68	0.16	0.35*
资产负债率(%)	56.38	50.05	60.59	59.48
总资本化比率(%)	60.06	48.44	58.14	56.02
总债务/投资组合市值(%)	64.56	47.83	60.93	54.91
现金流利息覆盖倍数(X)	0.39	0.65	0.50	--

注：1、中诚信国际根据云投集团提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；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“*”指标已年化处理，特此说明；3、云投集团母公司口径财务报表将投资收益列示于营业收入。

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	23 云投债 01/23 云投 01 (AAA)	2022/12/15	王梦莹、李博伦	中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01	阅读全文
AAA/稳定	20 云投 MTN008 (AAA) 20 云投 MTN007 (AAA) 20 云投 MTN006 (AAA) 19 云投绿色债 (AAA)	2022/06/27	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
AAA/稳定	20 云投 MTN008 (AAA)	2020/09/29	王慧媛、赵黎钰	中诚信国际评级方法（通用）CCXI TY 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 云投 MTN007 (AAA)	2020/09/21	王慧媛、赵黎钰	中诚信国际评级方法（通用）CCXI TY 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 云投 MTN006 (AAA)	2020/08/18	王慧媛、赵黎钰	中诚信国际评级方法（通用）CCXI TY 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	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

同行业比较（2022 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
恒健投资	广东省唯一的省级国有资本运营公司和产融结合平台，聚焦资本运营、基金投资、股权管理的主业定位，投资领域涉及电力、钢铁、航空、轨道交通等	2,004.38	227.17	25.15	31.50	24.92
北京国管	北京市国有资本运营和国有股权管理的重要主体，以市场化方式进行股权投资和基金投资，服务于首都功能定位及国资国企改革发展的需要	4,505.90	522.98	20.92	100.81	76.72
云投集团	公司为云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，投资领域涉及信息产业、金融、大健康、铁路建设运营、能源、石化燃气、文化旅游等	2,026.11	262.16	60.59	76.44*	1.29

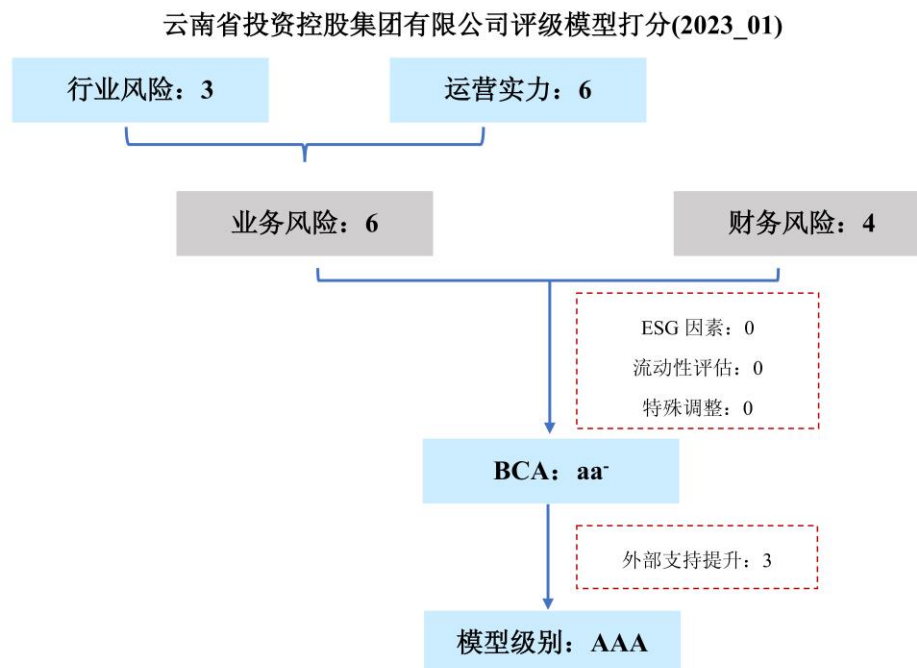
中诚信国际认为，云投集团与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，云投集团本部投资涉及领域较广，投资收益规模处于中上水平，但存在对部分企业的拆借资金回收风险，云投集团通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，对偿债提供一定保障，但本部债务规模及财务杠杆较高。

注：恒健投资为“广东恒健投资控股有限公司”简称，北京国管为“北京国有资本运营管理有限公司”简称；云投集团母公司口径财务报表将投资收益列示于营业收入。

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
23 云投债 01/23 云投 01	AAA	AAA	2022/12/15	4.00	4.00	2023/04/26~2026/04/26(1+1+1)	调整票面利率、回售
20 云投 MTN008	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/10/27~2023/10/27	--
20 云投 MTN007	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/09/25~2023/09/25	--
20 云投 MTN006	AAA	AAA	2022/06/27	5.00	5.00	2020/08/28~2023/08/28	--
19 云投绿色债/G19 云投 1	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2019/03/25~2029/03/25(5+5)	调整票面利率、回售

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险：

云投集团属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；云投集团的投资职能定位很高，投资标的较为分散，直接及间接持有上市公司股权可提供一定资产流动性，资本实力强，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

云投集团本部盈利能力偏弱，债务规模及财务杠杆处于较高水平，整体偿债压力较大；但本部直接及间接持有上市公司股权可提供一定流动性，较大规模的投资组合市值为偿债提供一定保障，并持续获得政府资金支持用于压降债务，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对云投集团个体基础信用等级无影响，云投集团具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

公司是云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，战略地位突出，能够在资金、政策等方面获得云南省政府的大力支持，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

截至本评级报告出具日，本次跟踪评级债券募集资金已全部使用完毕，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

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 年以来，国企改革陆续进入深化改革阶段，我国股权投资市场总体发展平稳，国有资本和产业资本成为重要参与者，近年来投资控股企业总体处于扩大投资组合阶段，未来需关注资产轮动情况。

2022 年，国企改革三年行动圆满收官，在以“管资本”为主的国资监管体制上取得明显成效，陆续进入深化改革阶段；我国股权投资市场总体发展平稳，募资金额维持稳定，投资和退出规模

同比出现下降，LP 和 GP 互相转化，国有资本和产业资本成为重要参与者；投资控股企业本部盈利主要来自投资收益及公允价值变动收益，盈利水平容易受到资本市场波动及其投资能力影响；近年来总体投资组合处于扩大阶段，以长期债务为主的债务期限结构较合理，未来需关注资产轮动情况；拥有良好的资产质量、较高的资产流动性、稳定的现金分红，且财务政策稳健、融资渠道畅通的企业，抗风险能力更强。

详见《中国投资控股企业特别评论，2023 年 4 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9716?type=1>

中诚信国际认为，2022 年以来，受复杂的外部环境、投资及消费低迷等因素影响，我国全社会用电量增速有所放缓，但水电来水偏枯、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源的建设滞后等因素仍制约电力供给对需求增长的覆盖，同时叠加稳增长政策的施行和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在。

火电

《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030 年前碳达峰行动方案》（国发〔2021〕23 号）等政策要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，有序释放先进煤炭产能，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，在“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦。结合 2020 年限电以来国家新核准的火电项目情况，未来我国火电投资仍将主要集中于大型煤电一体化、风光火储一体化、特高压外送及淘汰落后产能后的同规模置换等项目，且随着在建项目稳步推进，火电装机增速或将有所提升。用电需求方面，2022 年以来，受复杂的外部环境、投资低迷等因素带来全国用电需求减弱，同时叠加新能源替代效应的进一步增强，2022 年，全国火电设备平均利用小时数同比减少 65 小时。电价方面，“1439 号文”的落地实施一定程度缓解了火电企业运营压力，但目前一次能源价格仍处高位，且企业中大部分仍需承担区域保供及调峰责任，加之上网电价已达到政策规定的上限，未来是否存在进一步上调的可能尚需等待新的政策出台，因此火电企业仍面临一定的亏损压力。但随着燃料价格在国家调控下逐步回归合理区间，预计 2023 年火电企业的盈利及获现能力有望得到改善。

水电

受益于乌东德、白鹤滩、两河口等大型水电站陆续投产，我国水电装机增速持续提升，迎来一轮常规水电投产高峰，但受限于资源禀赋和经济性约束，未来增长空间有限。根据“行动方案”，未来我国将积极推进金沙江上游、澜沧江上游、雅砻江中游和黄河上游等水电基地建设，“十四五”、“十五五”期间将分别新增水电装机容量 4,000 万千瓦左右。与此同时，国家能源局于 2021 年 9 月 17 日发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》，计划到 2025 年和 2035 年将抽水蓄能投产规模分别增至 6,200 万千瓦及 1.2 亿千瓦以上。预计“十四五”期间，我国水电投资额、水电及抽水蓄能装机规模将保持较快增长。机组利用效率方面，2022 年上半年，我国长江流域、雅砻江流域等主要干流来水同比显著偏丰，全国水电利用情况有所好转，但进入三季度，长江中下游及川渝地区出现历史性罕见干旱少雨，受此影响全国水电出力明显受限，2022 年，全

国水发电机组利用小时数比上年同期降低 210 小时。根据水利部统计数据，2023 年以来三峡水库水位一直保持在 158 米，仅比死水位高 13 米，整体仍处于缺水的状态，考虑到未来用电需求回升以及极端气候对水库蓄水的影响，预计 2023 年水发电机组仍面临一定蓄水压力，且其利用小时数仍将承压。上网电价方面，近年来水电电价水平较低，但 2021 年以来燃煤电价的上浮亦带动水电电价小幅提升。

详见《中国电力生产行业展望,2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9720?type=1>

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，2022 年全省地区生产总值（GDP）为 28,954.20 亿元，同比增长 7.3%，增速高于全国水平 1.3 个百分点，增速居全国第 6 位，其中第一、二、三产业增加值分别同比增长 4.9%、6.0%和 3.1%。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。2022 年云南省规模以上工业增加值同比增长 7.7%，其中烟草制品业同比增长 5.8%，电力、热力生产和供应业同比增长 2.2%，有色金属冶炼和压延加工业同比增长 15.7%。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。2022 年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长 7.5%，其中第一、二产业投资分别增长 22.5%和 48.7%，第三产业投资同比下降 2.3%。

作为绿色能源大省，云南省绿色能源可开发总量达 2 亿千瓦，约占全国的 20%，其中水能资源蕴藏量 1.04 亿千瓦，风能资源总储量约为 1.23 亿千瓦，全省具备可实施性的光伏发电装机规模总量约 6,000 万千瓦。云南省系我国水能资源最丰富的省份之一，开发条件优越，有澜沧江、怒江、红河、珠江、伊洛瓦底江六大水系，水能资源主要集中于滇西北的金沙江、澜沧江、怒江三大水系，水能资源蕴藏量居全国第 3 位。国家电力体制改革后，新成立的五大发电公司相继成立区域流域项目公司，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。

中诚信国际认为，跟踪期内，云投集团作为云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，保持重要的战略地位和很高的投资职能定位，目前投资标的涉及多个行业领域且较为分散，但合并范围内企业数量众多导致管理链条较长仍给公司带来较大的管理压力，需对拆借资金回收风险保持关注；云投集团通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，同时参股金融企业亦有助于增强整体资产流动性，跟踪期内下属企业经营业绩分化，核心子公司仍保持较强竞争实力，但部分板块子公司仍呈亏损状态。

跟踪期内，云投集团作为云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台，保持重要的战略地位和很高的投资职能定位且投资决策与风险管理制度较为健全；由于下属业务板块较多，合并范围内企业数量众多导致管理链条较长仍给公司带来较大的管理压力。

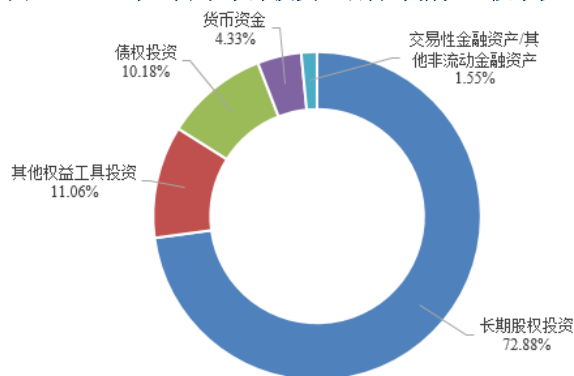
跟踪期内，云投集团作为云南省综合性国有资本投资运营总平台，定位为省委省政府的投资主体、融资平台和经营实体，目前是云南省政府唯一综合性投融资公司和资产规模最大的综合性投资公司，参控股公司多为关系云南省经济命脉的大型企业，保持重要的战略地位和很高的投资职能。

投资管理方面，公司已制定较为完善的投资管理相关制度，投资决策管理及风险管理机制完善，其通过委派高管、外派董监事、财务全面预算管理、投资项目管理、经营业绩及绩效考核等方式实现对控股子公司的全面管控，但云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）、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”）等子公司作为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”）直管的重点省属企业，跟踪期内其经营仍保持相对独立。总体而言，公司下属控股子公司经营整体较为稳定，有助于公司多元化程度及业绩的提升，但业务板块较多且行业分散，合并范围内企业数量众多导致管理链条较长仍给公司带来较大管理压力。

公司本部投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业领域，投资标的较为分散，但存在一定的信用风险，需关注对云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“康旅集团”）的拆借资金回收风险；本部直接持有的上市公司市值较小，但通过下属公司持有部分优质上市公司股权，此外参股金融企业亦有助于增强整体资产流动性。

跟踪期内，公司本部主要从事资产管理和股权运作业务，主要业务通过各板块子公司具体运营。截至 2023 年 3 月末，本部投资组合市值为 1,816.19 亿元，以对控股子公司的长期股权投资为主，经市值调整后占投资组合比重达 72.88%，其中在铁路、电力及金融领域的投资占比较大；同期末，本部投资组合中其他权益工具规模较大，主要为对云南省康旅控股集团有限公司康旅集团等公司的投资款项，考虑到该项投资流动性较弱，剔除该科目后本部投资组合市值为 1,615.33 亿元。此外，2023 年 4 月，公司将下属民爆业务运营主体云南省戎合投资控股有限公司（以下简称“戎合控股”）90%股权以非公开协议方式转让给云天化集团有限责任公司，并完成国有产权变动登记和工商变更登记，转让完成后公司不再持有戎合控股股权，亦不再经营民爆业务；2022 年 9 月，公司公告称收到云南省国资委相关批复，同意将公司所持康旅集团 44.9173%股权无偿划转至云南省国资委，2023 年 6 月上述股权划转完成工商变更登记。**中诚信国际关注到**，跟踪期内，公司对康旅集团各类资金拆借、委托贷款及担保金额有所下降，但仍保持较大规模，康旅集团自身偿债压力较大，盈利能力及经营回款有所弱化，并且资产处置和债权清收进度仍存在一定不确定性，需对拆借资金回收及担保风险情况保持关注。总体来看，跟踪期内本部投资标的较为分散，除个别板块子公司外，其余被投企业整体经营较稳定，但对外投资仍存在一定的信用风险。

图 1：2023 年 3 月末本部投资组合分布情况（按市值计算）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2023 年 3 月末公司母公司口径与康旅集团资金往来及担保情况（亿元、%）

项目	金额	占母公司口径相关科目比重	较 2021 年末减少
其他流动资产（短期债权投资）	67.42	37.41	12.24
其他权益工具投资（永续债）	119.50	59.49	-
其他权益工具投资（优先股）	-	-	29.85
小计	186.92	--	42.09
担保	20.00	--	27.00

注：除母公司口径外，截至 2023 年 3 月末公司合并口径中还存在对康旅集团的其他流动资产（短期委托贷款）余额 12.00 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产流动性方面，截至 2023 年 3 月末，公司本部直接持有红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）、中银国际证券股份有限公司（以下简称“中银证券”）、贵研铂业等上市公司股权市值合计为 131.34 亿元，占同期末本部投资组合市值（扣除货币资金）的 7.56%，其中未质押部分市值合计为 99.26 亿元。此外，同期末公司通过下属全资子公司云南省国有股权运营管理有限公司（以下简称“股权公司”）间接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）25.02%股权，持股市值 245.94 亿元，其中未质押部分市值 141.79 亿元；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）”¹并向股权公司进行战略增资，当月首笔 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。公司本部持有一定的货币资金和交易性金融资产，并参股富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）等金融企业，能够实现较好的投资收益²。

表 2：截至 2023 年 3 月末公司本部直接持有及间接持有可调动的上市公司情况

上市公司简称	证券代码	持股市值（亿元）	已质押股份占其持股比例（%）	未质押部分对应市值（亿元）
红塔证券	601236.SH	70.53	41.42	41.32
中银证券	601696.SH	6.70	42.77	3.83
贵研铂业	600459.SH	47.48	-	47.48
云维股份	600725.SH	0.44	-	0.44
丽江股份	002033.SZ	5.57	-	5.57
滇池水务	03768.HK	0.62（港币折合人民币）	-	0.62
直接持有合计	--	131.34	--	99.26
云南白药	000538.SZ	245.94	42.35	141.79

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2022 年云投集团下属企业经营业绩呈现分化状态，但核心子公司仍保持较强的竞争实力，受多种外部因素影响，部分板块子公司仍呈经营亏损状态。

2022 年，云投集团下属企业经营业绩呈现分化状态，核心子公司仍保持较强竞争实力，整体经营规模不断扩张。具体来看，受益于光伏项目投运，**电力与贸易板块**主要运营主体云南能投控股装机规模上升至 501 万千瓦，当年上网电量亦同比增长，但煤炭价格大幅波动、钢材下游需求减少等因素导致当年上述品种贸易量同比下降，云南能投收入与净利润呈现一降一升。**旅游板块**主要运营主体云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）旗下旅游资源丰富，跟踪期内仍

¹ 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。根据《云南省投资控股集团有限公司关于云南省国有股权运营管理有限公司股权质押的公告》，公司将持有的股权公司 100%股权质押给中国人寿资管公司。本次质押事项已经公司决策并由云南省国资委审批通过，公司于 2022 年 6 月 1 日完成了股权质押登记手续。

² 2022 年，公司对富滇银行权益法下确认的投资收益为 1.41 亿元，取得现金分红 0.23 亿元。

保持较强的区域竞争优势，但外部因素对其经营产生较大冲击，阶段性跨省旅游熔断与管控导致其 2022 年净利润仍为亏损状态。**铁路板块**云南省铁路投资有限公司（以下简称“云南铁投”）主要建成项目仍处运营初期阶段，在建铁路项目尚有较大规模出资计划³，当年收到财政资金 30.00 亿元，完成铁路投资 45.33 亿元，目前收入仍以财政资金贴息和补贴收入为主，需关注后续政府补助资金与支持落实情况。**医疗和大数据板块**云南省医疗投资管理集团有限公司（以下简称“云南医投”）业务尚处市场培育期，跟踪期内持续推进医院项目投资，其经营仍处亏损状态。**扶贫板块**经营主体云南省扶贫投资开发有限公司（以下简称“云投扶贫”）跟踪期内仍无营业收入，主要从事公益特征明显、市场化程度低的异地搬迁扶贫业务等，截至 2023 年 3 月末累计已向云南省 121 个县域公司投资 270.90 亿元（其中股权基金 95.90 亿元，国家低成本长期贷款资金 175.00 亿元）。**大数据板块**继续推进云上云·云南省信息化中心项目建设运营工作，截至 2023 年 3 月末首期项目已完成投资共计 6.72 亿元，目前业务仍处早期阶段净利润呈亏损状态。**石油化工板块**云南石化燃气有限公司（以下简称“云南石化”）主要经营成品油销售业务，截至 2023 年 3 月末拥有 19 座加油站和 3 座成品油库（其中正式投运 1 座），2022 年成品油销售仍以大额批发为主，全年销售量同比上升，但销售均价受国际油价波动影响小幅下行，加之其贸易业务历史包袱较重、利息支出高企，以及对于参股燃气企业计提减值较多等，当年云南石化亏损 3.94 亿元，云南云投中裕能源有限公司（以下简称“中裕能源”）主营天然气销售业务，2022 年受俄乌战争和国内工业企业开工率下降等影响，天然气销售毛利率仍处较低水平，当年仅实现微利。**制造板块**业务主要系林纸产业和贵金属业务，其中林纸业务的主要运营主体云南云景林纸股份有限公司（以下简称“云景林纸”）2022 年产销量均有显著提升，纸浆价格亦呈现震荡上行态势，加之进行林地资源的持续拓展、产品结构调整及生活用纸需求旺盛等，当年收入与净利润均实现同比增长；贵研铂业股份有限公司（以下简称“贵研铂业”）已形成相对完整的贵金属产业链体系，受益于新材料与资源循环收入上升、加工费增加以及较好的成本控制，2022 年贵研铂业收入与净利润亦同比增长。**金融板块**经营主体包括云南省资产管理有限公司（以下简称“云南资管”）、云南金控和股权公司，2022 年上述经营主体均保持较强的资本实力和较低的财务杠杆水平，经营业绩不同程度提升，其中 2022 年云南资管通过公开竞价方式转让不良资产包 5 个，化解本金余额 8.38 亿元的不良贷款，并以 2.24 亿元收购 4 家金融机构不良资产包，累计收回现金/累计收回成本达 102.21%，保持较好水平。

表 3：截至 2022 年末/2022 年公司主要子公司情况（亿元）

业务	子公司	持股比例	总资产	净资产	营业总收入	净利润
电力、贸易	云南省能源投资集团有限公司	83.08%	2,510.68	811.12	1,261.07	37.54
旅游	云南省旅游投资有限公司	100.00%	26.78	7.75	4.13	-1.56
铁路	云南省铁路投资有限公司	78.46%	795.14	389.04	5.47	9.95
医疗	云南省医疗投资管理集团有限公司	100.00%	217.35	21.82	4.85	-3.52
扶贫	云南省扶贫投资开发有限公司	1.68%	273.05	119.04	-	-
大数据	云南省数字经济产业投资集团有限公司	100.00%	17.87	7.54	2.57	-1.43
石油化工	云南石化燃气有限公司	100.00%	50.85	4.44	114.31	-3.94
	云南云投中裕能源有限公司	51.00%	13.37	3.10	8.23	0.02
制造	云南云景林纸股份有限公司	86.26%	55.65	16.21	17.07	1.72
	贵研铂业股份有限公司	38.53%	130.75	61.96	407.59	4.40
金融	云南省资产管理有限公司	100.00%	88.82	66.21	3.06	1.26

³ 截至 2023 年 3 月末，铁路板块在建项目拟出资额 646.89 亿元，累计已完成投资 417.82 亿元，尚需出资 229.07 亿元，由于计划变动，实际出资额可能大于拟出资额。

云南省国有金融资本控股集团有限公司	100.00%	200.21	176.14	5.00	1.39
云南省国有股权运营管理有限公司	75.21%	339.83	339.78	-	7.40

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

在建项目规模较大，未来面临一定资本支出压力。

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目较多且涵盖下属众多板块子公司，尚需投资金额较大，面临较大投资支出压力，需关注资金匹配、建设进展及未来投运收益情况。此外，公司与云南能投下属云南省绿色能源产业集团有限公司（以下简称“绿能集团”）、云天化集团共同组建了云南省锂资源开发有限公司，布局新兴锂资源产业；公司和绿能集团共同组建了云南绿能新能源开发有限公司，拓展光伏新能源开发产业，上述新兴板块成立时间较短，未来或将产生一定资本支出。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司部分在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	累计已投资
云南省阜外心血管病医院和云阜国际心血管病医院建设项目	32.73	23.34
云上云·云南省信息化中心（首期）项目	22.44	6.72
观音山煤矿	46.28	57.31
色拉龙一级水电项目	10.08	9.85
天然气管道建设项目	29.69	24.47
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	10.86	4.60
合计	171.79	142.65
暹粒吴哥国际机场项目	8.8 亿美元	7.29 亿美元

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，2022 年本部投资收益保持增长，但财务费用的快速增加及证券市场波动令其盈利能力有所弱化；由于资金需求的增加，2022 年本部债务仍保持一定债务融资力度，2023 年一季度公司陆续收到政府资金支持，总债务规模与财务杠杆实现小幅压降，未来需持续关注政府资金支持及本部债务压降计划与成效情况；货币等价物对短期债务及现金流对利息的覆盖能力较弱，本部整体偿债压力仍较大，剔除康旅集团投资后投资组合市值对总债务的覆盖能力一般。

公司本部营业收入主要为利息收入和子公司分红产生的投资收益，2022 年保持快速增长态势，但本部债务规模扩大令利息支出持续增长对利润形成了较大侵蚀；此外，2022 年以来证券市场波动使得本部直接持有的红塔证券、中银证券等市值下跌，当年产生公允价值变动损失 18.07 亿元，总体而言，较高的期间费用和公允价值变动损失对公司利润侵蚀作用明显，2022 年母公司口径利润总额同比下降，盈利能力有所弱化。

本部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，货币资金随债务融资增加、部分出借款项回收及股权处置等持续上升，截至 2023 年 3 月末为 78.63 亿元，其中 11.74 亿元使用受限，受限比例尚可；其他流动资产主要系公司本部对康旅集团的委托贷款及债权投资，其规模有所波动；2022 年末长期股权投资大幅增长，主要系公司对云南铁投、金融等主业板块新增投资、红塔证券由交易性金融资产调整至长期股权投资⁴核算所致，未来公司对红塔证券的投资以权益法核算将有利于平抑股价不利波动对公司利润稳定性

⁴ 2022 年 7 月 22 日，红塔证券三名原董事辞职，新任董事之一张静女士为云投集团委派并于 8 月 18 日正式履行职责，因此公司对持有红塔证券股权由交易性金融资产调整至长期股权投资核算，调整金额为 76.10 亿元。

的影响。其他权益工具投资规模较大，主要系对铁路板块及康旅集团等的股权投资（含优先股、永续债），2022 年末受康旅集团部分股权无偿划出影响大幅下降。负债方面，2022 年末本部债务融资规模进一步增加，为其各类投资业务的开展提供良好的资金保障，但也为其带来较大的债务负担，其中短期债务增速较快，截至 2023 年 3 月末短期债务占比为 61.64%，债务结构亟待调整。2022 年末本部经调整的所有者权益合计受无偿划转康旅集团股权影响降幅较大，2023 年一季度公司陆续收到政府资金支持，总债务规模与财务杠杆实现小幅压降，截至 2023 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别相较期初降至 59.48%和 56.02%，未来需持续关注政府资金支持及本部债务压降计划与成效情况。

跟踪期内，本部经营活动现金流呈现持续净流入状态，但净流入规模较小；由于对外投资及开发性金融工具转贷等，2022 年投资活动现金净流出规模同比增加，2023 年一季度由负转正；为满足投资活动资金需求，2022 年公司债务融资力度加大，筹资活动现金净流入规模增加，2023 年一季度公司收到政府注资 24 亿元并加大偿债力度，筹资活动现金流转为净流出状态。偿债指标方面，由于本部总债务规模与融资力度较大，货币等价物/短期债务及现金流利息覆盖倍数指标表现较弱，本部整体偿债压力较大，但其持有红塔证券、贵研铂业、中银证券等上市公司部分股权可变现能力强，能够为其偿债提供一定保障，考虑到对康旅集团的投资流动性较弱，若剔除此部分，投资组合市值对总债务的覆盖能力一般。

表 5：公司母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	29.40	54.58	77.52	11.42
其中：投资收益	28.16	53.60	76.44	-
期间费用合计	31.10	43.41	57.59	10.04
公允价值变动收益	23.82	8.21	-18.07	-0.65
利润总额	21.69	20.06	1.29	0.67
经调整的净资产收益率(%)	--	2.68	0.16	0.35*
货币资金	63.30	14.87	32.30	78.63
其他流动资产	193.89	184.86	204.02	180.24
长期股权投资	827.52	1,138.45	1,272.72	1,318.53
其他权益工具投资	378.83	375.24	255.22	200.86
总资产	1,637.53	1,960.09	2,026.11	2,030.42
投资组合账面价值	1,395.74	1,740.66	1,735.07	1,811.09
投资组合市值	1,395.74	1,765.72	1,728.82	1,816.19
其他权益工具	115.00	79.90	40.00	40.00
资本公积	321.30	613.65	479.01	503.01
经调整的所有者权益合计	599.32	899.16	758.47	782.82
其他应付款	132.17	212.85	208.35	207.29
短期债务/总债务(%)	48.61	49.85	66.17	61.64
总债务	901.08	844.60	1,053.39	997.23
资产负债率(%)	56.38	50.05	60.59	59.48
总资本化比率(%)	60.06	48.44	58.14	56.02
经营活动产生的现金流量净额	9.39	5.54	12.03	3.08
投资活动产生的现金流量净额	-249.64	-89.47	-106.85	81.12
其中：收回投资收到的现金	358.99	241.79	282.75	132.42
取得投资收益收到的现金	6.22	23.96	15.27	15.81
投资支付的现金	614.82	355.08	406.01	84.82
筹资活动产生的现金流量净额	260.26	35.12	113.75	-44.54
货币等价物/短期债务(X)	0.32	0.30	0.06	0.13
现金流利息覆盖倍数(X)	0.39	0.65	0.50	1.48

总债务/投资组合市值(%)	64.56	47.83	60.93	54.91
---------------	-------	-------	-------	-------

注：1、云投集团母公司口径财务报表将投资收益计入营业收入；2、本部投资收益中内部借款利息、委托贷款利息、担保费收入等计入经营活动现金流，其余部分计入投资活动现金流；3、因 2023 年一季度财务报表无附注，未对营业收入中的投资收益进行拆分，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2022 年受财务费用规模较大、公允价值变动与信用减值损失等影响，公司合并口径盈利能力有所弱化；总资产规模持续增长，但债务规模亦不断上升，权益稳定性一般，财务杠杆仍处高位；公司投资活动现金流缺口较大，经营活动净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，整体偿债能力仍有待提升。

2022 年公司商贸劳务业务规模缩减令营业总收入同比略降，但商贸劳务板块收入占比下降以及制造业板块产品盈利空间扩张等带动营业毛利率有所提升。公司管理层级众多，以职工薪酬为主的管理费用仍保持在较高水平，加之较大的债务规模使得利息支出较高，跟踪期内期间费用率仍处较高水平。2022 年，公司参股的中国铜业有限公司、华能水电等仍为公司贡献较好投资收益，对合并口径当期利润形成良好补充；公司直接持股上市公司股票价格下跌令当年公允价值变动损失较大；同年，公司对存在应收风险或账龄较长的应收账款和其他应收款计提坏账损失同比减少，但仍对利润形成一定侵蚀；综合以上因素，2022 年公司利润总额及总资产收益率同比下滑，盈利能力有所弱化。2023 年一季度，公司营业收入与毛利率同比提升，加之当期计提的资产减值损失同比下降、信用减值损失转回等，利润总额同比大幅增长。

受部分主业板块项目投入与对外投资增加等影响，跟踪期内公司资产规模保持增长态势。具体来看，公司货币资金持续增长保持较大规模，其中 2023 年 3 月末受限货币资金为 45.67 亿元，主要为各类保证金；2022 年，公司对部分联合营企业追加投资，加之其权益法下确认投资收益规模较高以及红塔证券转入长期股权投资等，年末长期股权投资进一步上升；其他权益工具投资主要系对铁路板块及康旅集团等的股权投资（含永续债），2022 年以来略有下降但仍保持较大规模，需对上述款项投资回报与未来回收情况保持关注。公司总债务及总负债规模持续增长，其主要融资手段以短期借款及超短期融资券为主，加之长期债务陆续临近到期，2022 年末短期债务有所上升，但应付债券为主的长期债务在总债务中的占比仍在 50%以上，符合公司投资项目对长期资金需求较高的特点。2022 年无偿划转康旅集团股权及少数股东权益持续下降令跟踪期内公司经调整的所有者权益规模有所下降，截至 2023 年 3 月末，少数股东权益占比为 55.19%，权益稳定性一般；此外，公司及下属企业债务融资增长较快，合并口径财务杠杆仍保持相对高位，2023 年 3 月末总资本化比率上升至 64.34%。

公司获现能力良好，收入规模增长及较好的收现比带动经营获现水平不断提升，投资项目回报周期长且仍保持一定项目投资力度，使得投资活动现金流保持大幅净流出状态；持续较大的对外投资使得公司承担了较重的投资压力，公司主要通过银行贷款及发行债券等方式进行融资，2022 年筹资活动现金净流入规模大幅增长。跟踪期内，随着债务规模的快速扩张，总债务/EBITDA 指标略有弱化，经营活动净现金流仍无法覆盖债务本息，公司账面较大规模的货币等价物能对公司短期债务的偿还提供支持，但支持能力仍较为有限，公司整体偿债能力仍有待提升。

表 6：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	1,785.26	2,049.57	1,961.92	493.47
营业毛利率(%)	8.97	9.67	10.72	13.60
期间费用率(%)	7.43	7.75	9.16	7.73
投资收益	4.70	19.25	24.54	0.42
公允价值变动收益	25.02	12.97	-18.38	-0.16
信用减值损失	0.77	19.69	12.27	-0.93
利润总额	45.06	40.67	34.27	33.07
总资产收益率(%)	--	2.98	2.85	4.51*
货币资金	425.55	308.87	407.45	422.53
长期股权投资	796.54	1,056.22	1,298.01	1,258.96
其他权益工具投资	1,105.26	1,208.79	1,140.57	1,137.25
固定资产	375.60	373.06	424.89	449.06
在建工程	300.42	392.98	217.65	237.47
总资产	4,749.12	5,373.17	5,686.61	5,819.48
总债务	2,816.66	2,926.95	3,257.46	3,370.36
短期债务/总债务(%)	35.78	45.47	48.81	46.15
总负债	3,069.30	3,292.75	3,723.52	3,912.74
经调整的所有者权益合计	1,564.82	2,001.50	1,924.64	1,868.28
总资本化比率(%)	64.29	59.39	62.86	64.34
经营活动产生的现金流量净额	74.74	85.70	135.52	41.79
投资活动产生的现金流量净额	-421.33	-239.79	-257.42	-22.21
筹资活动产生的现金流量净额	366.14	34.93	212.39	-12.02
货币等价物/短期债务(X)	0.54	0.35	0.30	0.32
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.59	0.66	0.87	1.16
总债务/EBITDA(X)	15.86	15.70	16.20	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司合并口径受限资产合计为 908.52 亿元，占当期末总资产的 15.98%，主要包括受限货币资金 38.49 亿元及房屋设备、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；同期末，公司母公司口径受限资产合计为 201.27 亿元，包括货币资金 1.02 亿元、交易性金融资产 2.82 亿元、长期股权投资 156.70 亿元和其他流动资产 40.73 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额为 83.70 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。同期末，公司下属子公司作为被诉或被执行方重大诉讼共 8 起，涉案标的金额 4.03 亿元，或有风险可控；公司本部无作为被诉或被执行方的重大诉讼的情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保方	被担保方	担保余额	担保类型
云投集团	老中铁路有限公司	5.50	保证担保
	云南省国有资本运营公司	14.25	保证担保
	云南省康旅控股集团有限公司	20.00	保证担保
	昭通市城市建设投资开发有限公司	4.44	保证担保
	云南锡业集团（控股）有限责任公司	10.00	保证担保
	景洪云旅投旅游开发有限公司	0.63	保证担保
云南省铁路投资有限公司	滇西公司铁路有限责任公司	2.18	反担保
	滇南公司铁路有限责任公司	6.41	保证担保
	叙镇铁路有限责任公司	20.18	保证担保
云南省数字经济产业投资集团有限公司	昆明数字经济产业投资有限公司	0.11	保证担保

合计	--	83.70	--
----	----	-------	----

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

假设与预测⁵

假设

——2023 年，云投集团各板块业务稳步发展，投资收益保持稳定，受益于公允价值变动损失减少，盈利水平有所回升。

——2023 年，云投集团通过资产处置和权益性融资等实现债务规模持续压降，偿债指标改善。

——2023 年，云投集团受益于长期战略性资金逐步到位，资本实力持续增强。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
经调整的净资产收益率(%)	2.68	0.16	0.16~2.24
总债务/投资组合市值(%)	47.83	60.93	53.05~58.63

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，云投集团本部未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖，当地政府对公司偿债资金支持力度较大，但区域融资环境趋紧，需关注公开债务接续情况。

本部资金流出主要用于债务的还本付息、对子公司的投资及资金拆借，本部债务主要由公募债券、非标融资、私募债券、银行贷款和美元债组成。截至统计截止日，公司本部 2023~2024 年到期公开债务合计 328.60 亿元，仍面临较大的公开债务兑付压力；同期末，本部未受限的货币资金金额为 66.89 亿元，共获得银行授信总额 1,280.73 亿元，其中未使用额度 439.52 亿元，合作银行以国有大型银行为主，备用流动性充足，财务弹性较强；债务融资工具发行顺畅，大部分债务到期可以接续，且能够获得当地政府对公司偿债资金的较大支持。此外，本部直接持有多家上市公司股权，持股市值较大，并通过下属股权公司间接持有云南白药股权，有助于公司拓展融资渠道，可提供一定的流动性支撑。综上所述，本部未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

表 9：公司本部及控股子公司主要公开市场债务分布情况（亿元）

	2023	2024	2025 年及以后
云投集团	275.60	53.00	64.00

⁵ 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。

云南能投	205.00	242.00	87.56
云南铁投	13.60	49.50	31.00
云南资管	5.00	-	-
合计	499.20	344.50	182.56
云投集团美元债(亿美元)	-	-	2.00
云南能投美元债(亿美元)	1.43	-	3.54
合计	1.43	-	5.54

注：假设当期面临回售债券全额回售；上表统计截止日为 2023 年 6 月 10 日。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

合并口径资金流出主要系债务还本付息、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，持续较大的对外投资使得公司承担了较重的投资压力，投资资金缺口较大，因此公司主要通过银行贷款及发行债券等方式进行融资，债务规模持续增长。截至 2023 年 3 月末，合并口径未受限的货币资金金额为 376.86 亿元，共获得银行授信总额 4,292.32 亿元，其中未使用额度 1,651.93 亿元，财务弹性较强。整体来看，公司较为依赖外部融资，需要债务续贷以对流动性形成覆盖，中诚信国际将对云南省区域融资环境及公司后续的债务接续情况保持持续关注。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司面临的环境问题较少，积极履行社会责任，法人治理结构完善，主要内部制度和管理架构正在逐步完善，但精细化管理水平仍有待提高，整体看目前 ESG 表现较好，优于同行业企业平均水平，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司本部作为投资控股类企业，面临的环境问题较少。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，积极履行社会责任；2022 年以来未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，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，同时逐步建立健全全面风险管理体系，但相关制度仍需进一步完善和细化，精细化管理水平仍有待提高；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，但云南能投等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。

战略方面，公司以成为一流的“综合性国有资本投资运营平台”为发展目标，树立了“大公益、大金融、大数据、大文旅、大健康”和“一带一路”的“5 大+1”战略性核心业务，整合优质股权和资产，加大投融资、产业培育和资本运作力度，促进产业集聚、推动产业升级、培育产业龙头，成为云南省战略资源整合的中枢平台、优势产业发展的支撑力量。

外部支持

公司在云南省战略地位突出，云南省政府对其支持能力和支持意愿很强，公司能够在资金、政策等方面获得省政府的大力支持。

⁶ 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。

公司是由云南省国资委、云南省财政厅履行出资人职责的大型国有独资企业，为云南省政府推进全省经济社会发展的战略工具，其重要使命是在云南省全面建设小康社会的历史进程中，着力解决省政府关心、关系全省发展大局的重大问题。公司参控股的云南能投、云南铁投、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。2020~2022 年公司分别获得政府补助 12.86 亿元、12.15 亿元和 16.29 亿元；2022 年公司收到国家资本金 2.50 亿元，铁路专项资金 30 亿元；目前 2023 年财政资金已到位 60 亿元，未来随着长期战略资金支持逐年注入，公司资本实力与抗风险实力有望持续增强。

同行业比较

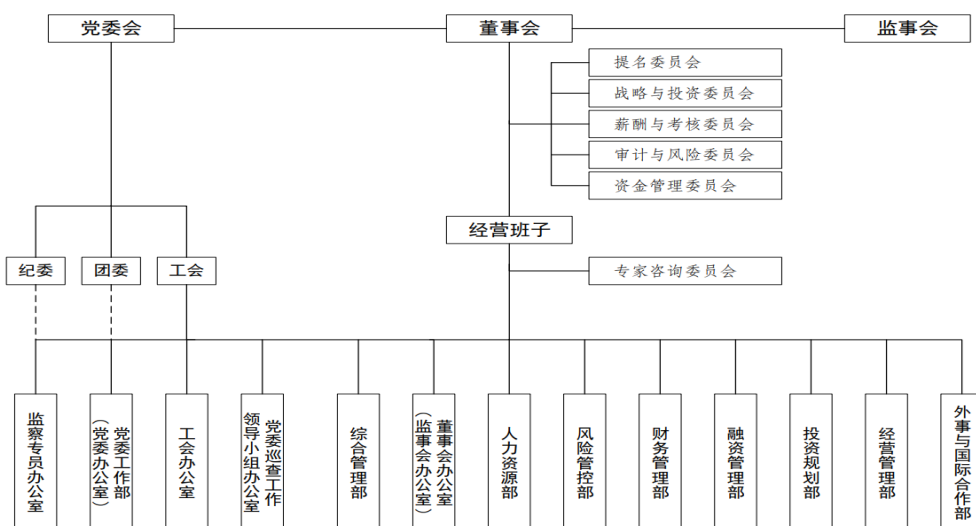
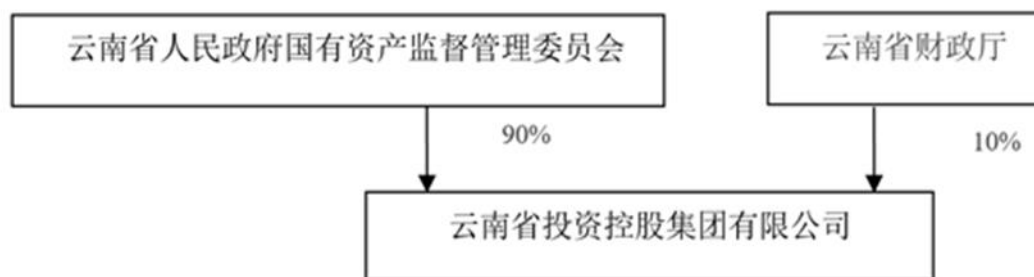
中诚信国际选取了恒健投资、北京国管为云投集团的可比公司，上述三家公司均系地方国有资产运营主体，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，云投集团与可比公司均具有明确的投资职能定位以及完善的投资管理机制，云投集团投资涉及领域较广，投资标的分散程度较高，投资收益规模处于中上水平，但存在对部分企业的拆借资金回收风险；云投集团通过本部直接持有及下属公司间接持有部分优质上市公司股权，对偿债提供一定保障；本部财务风险中等，与同行业相比，债务规模及财务杠杆处于较高水平，整体偿债压力较大。

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“19 云投绿色债/G19 云投 1”、“20 云投 MTN006”、“20 云投 MTN007”、“20 云投 MTN008”和“23 云投债 01/23 云投 01”的信用等级为 **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 2023 年 3 月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	4,255,480.56	3,088,695.77	4,074,520.87	4,225,348.16
应收账款	1,347,849.96	1,434,698.49	1,824,543.25	1,956,000.03
其他应收款	888,487.86	1,606,613.86	1,872,273.99	1,820,271.08
存货	1,390,063.63	1,388,207.93	1,375,073.23	1,931,654.24
长期投资	20,916,093.43	24,372,461.59	25,694,112.23	25,289,115.91
固定资产	3,756,007.67	3,730,596.65	4,248,895.82	4,490,629.77
在建工程	3,004,164.84	3,929,785.03	2,176,494.04	2,374,684.70
无形资产	2,255,607.97	2,633,186.50	2,719,791.69	2,897,122.32
资产总计	47,491,185.39	53,731,679.19	56,866,075.24	58,194,772.53
其他应付款	618,437.32	869,422.15	1,195,235.49	1,367,607.32
短期债务	10,077,651.10	13,308,493.98	15,898,895.00	15,552,552.59
长期债务	18,088,919.54	15,961,020.14	16,675,655.61	18,151,052.19
总债务	28,166,570.65	29,269,514.12	32,574,550.61	33,703,604.78
净债务	24,189,914.78	26,491,732.94	28,884,897.91	29,934,960.06
负债合计	30,692,968.76	32,927,506.80	37,235,220.44	39,127,425.17
所有者权益合计	16,798,216.63	20,804,172.39	19,630,854.79	19,067,347.36
利息支出	1,260,674.39	1,304,697.25	1,554,066.15	360,710.44
营业总收入	17,852,610.82	20,495,688.98	19,619,240.74	4,934,653.74
经营性业务利润	330,211.49	425,496.28	390,370.93	311,924.82
投资收益	47,045.47	192,532.43	245,436.91	4,242.35
净利润	401,682.70	333,306.07	269,388.79	307,143.04
EBIT	1,471,001.86	1,507,413.54	1,573,354.00	648,733.51
EBITDA	1,775,516.93	1,864,728.39	2,010,221.13	--
经营活动产生的现金流量净额	747,435.84	856,988.29	1,355,226.22	417,885.33
投资活动产生的现金流量净额	-4,213,285.32	-2,397,902.35	-2,574,221.19	-222,137.85
筹资活动产生的现金流量净额	3,661,383.72	349,259.02	2,123,896.78	-120,243.38
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	8.97	9.67	10.72	13.60
期间费用率(%)	7.43	7.75	9.16	7.73
EBIT 利润率(%)	8.24	7.35	8.02	13.15
总资产收益率(%)	--	2.98	2.85	4.51*
流动比率(X)	0.95	0.73	0.66	0.71
速动比率(X)	0.84	0.65	0.59	0.61
存货周转率(X)	--	13.33	12.68	10.32*
应收账款周转率(X)	--	14.71	12.04	10.44*
资产负债率(%)	64.63	61.28	65.48	67.24
总资本化比率(%)	64.29	59.39	62.86	64.34
短期债务/总债务(%)	35.78	45.47	48.81	46.15
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	-0.02	-0.02	-0.0005	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	-0.05	-0.04	-0.0005	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍 数(X)	0.59	0.66	0.87	1.16
总债务/EBITDA(X)	15.86	15.70	16.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.14	0.13	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.41	1.43	1.29	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.17	1.16	1.01	1.80
FFO/总债务(X)	-0.005	0.01	0.02	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：云南省投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	633,035.78	148,678.29	323,006.51	786,274.72
应收账款	6,834.09	3,537.51	6,299.10	6,295.79
其他应收款	299,816.58	296,505.81	379,748.58	311,102.49
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	844,500.99	1,164,006.87	163,966.59	143,585.12
债权投资	220,428.60	766,349.11	1,446,213.77	1,849,102.10
其他债权投资	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	8,275,196.64	11,384,501.40	12,727,178.44	13,185,261.47
其他权益工具投资	3,788,322.73	3,752,424.74	2,552,196.60	2,008,576.44
其他非流动金融资产	195,909.83	190,657.44	138,143.06	138,143.06
固定资产	4,596.61	2,671.54	2,313.74	2,244.87
投资性房地产	2,725.13	2,518.52	2,311.92	2,260.27
资产总计	16,375,289.91	19,600,866.28	20,261,073.57	20,304,210.48
投资组合账面价值	13,957,394.56	17,406,617.85	17,350,704.96	18,110,942.91
投资组合市值	13,957,394.56	17,657,176.26	17,288,169.17	18,161,887.33
其他应付款	1,321,731.09	2,128,525.77	2,083,489.21	2,072,893.10
短期债务	4,380,213.59	4,210,221.03	6,970,096.32	6,146,458.03
长期债务	4,630,619.00	4,235,784.05	3,563,756.78	3,825,872.04
总债务	9,010,832.59	8,446,005.08	10,533,853.11	9,972,330.07
净债务	8,439,315.83	8,362,752.83	10,261,462.44	9,303,457.13
负债合计	9,232,079.07	9,810,244.28	12,276,369.31	12,076,050.44
所有者权益合计	7,143,210.84	9,790,622.00	7,984,704.26	8,228,160.04
利息支出	398,189.32	456,026.56	548,794.24	127,366.96
营业总收入	293,970.20	545,755.06	775,166.24	114,165.78
经营性业务利润	-22,370.00	106,332.28	192,589.91	13,205.55
投资收益	--	--	--	--
净利润	216,861.11	200,599.15	12,903.35	6,705.78
EBIT	545,849.39	601,919.60	518,149.90	130,822.75
经营活动产生的现金流量净额	93,858.25	55,392.21	120,301.05	30,762.61
投资活动产生的现金流量净额	-2,496,405.69	-894,667.34	-1,068,549.87	811,167.47
筹资活动产生的现金流量净额	2,602,605.79	351,211.14	1,137,525.69	-445,447.81
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	--	3.35	2.60	2.58*
经调整的净资产收益率(%)	--	2.68	0.16	0.35*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	--	--	--	--
应收类款项占比(%)	1.87	1.53	1.91	1.56
资产负债率(%)	56.38	50.05	60.59	59.48
总资本化比率(%)	60.06	48.44	58.14	56.02
短期债务/总债务(%)	48.61	49.85	66.17	61.64
总债务/投资组合市值(%)	64.56	47.83	60.93	54.91
现金流利息覆盖倍数(X)	0.39	0.65	0.50	1.48*
货币等价物/短期债务(X)	0.32	0.30	0.06	0.13
总债务/EBITDA(X)	16.36	13.88	20.13	--
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.14	0.08	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.38	1.33	0.95	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.37	1.32	0.94	1.03

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、云投集团母公司口径财务报表将投资收益列示于营业收入。

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
	货币等价物 非受限货币资金+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
	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
经营效率	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
投资组合	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
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
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
	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
现金流	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
	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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；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