



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y020号

中诚信证券评估有限公司对云南省投资控股集团有限公司及其拟发行的“2019年第一期云南省投资控股集团有限公司玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，云南省投资控股集团有限公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；

“2019年第一期云南省投资控股集团有限公司玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券”的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月十二日

2019年第一期云南省投资控股集团有限公司 玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	云南省投资控股集团有限公司
发行规模	不超过人民币10亿元
债券期限	10年,同时附加第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

云投集团 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	1,559.00	1,977.25	2,572.88
所有者权益合计(亿元)	525.52	594.50	828.85
总负债(亿元)	1,033.48	1,382.74	1,744.03
总债务(亿元)	942.18	1,284.31	1,608.50
营业总收入(亿元)	538.04	698.17	895.17
净利润(亿元)	3.63	16.27	8.69
EBIT(亿元)	45.48	56.74	69.35
EBITDA(亿元)	71.12	71.21	93.75
经营活动净现金流 (亿元)	21.19	21.58	60.97
营业毛利率(%)	5.64	16.71	7.91
总资产收益率(%)	3.25	3.21	3.05
资产负债率(%)	66.29	69.93	67.79
总资本化比率(%)	64.19	68.36	65.99
总债务/EBITDA(X)	13.25	18.04	17.16
EBITDA利息倍数(X)	1.33	1.39	1.37

云投集团 (母公司口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	608.64	739.15	749.38
所有者权益合计(亿元)	230.34	273.04	342.68
总负债(亿元)	378.30	466.11	406.71
总债务(亿元)	325.88	397.00	394.83
营业总收入(亿元)	18.19	13.33	23.51
净利润(亿元)	0.23	0.24	0.34
EBIT(亿元)	18.22	17.75	21.08
EBITDA(亿元)	18.27	18.02	21.24
经营活动净现金流 (亿元)	16.60	5.98	10.22
营业毛利率(%)	0.91	99.81	99.83
总资产收益率(%)	3.18	2.63	2.83
资产负债率(%)	62.16	63.06	54.27
总资本化比率(%)	58.59	59.25	53.54
总债务/EBITDA(X)	17.84	22.03	18.59
EBITDA利息倍数(X)	1.02	1.03	1.02

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“2019年第一期云南省投资控股集团有限公司玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券”的信用等级为 AAA,该级别反映了本期债券安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。

中诚信证评评定云南省投资控股集团有限公司(以下简称“云投集团”或“公司”)主体信用级别为 AAA,评级展望为稳定。该级别反映了云投集团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。中诚信证评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、银行授信较充足等因素对公司信用状况的支撑作用;同时,中诚信证评也关注到公司产业控制力不强、面临较大资金压力、总债务快速上升等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 持续增长的区域经济。2017年,云南省实现地区生产总值 16,531.34 亿元,较上年增长 9.5%,持续增长的地区经济为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 有力的股东支持。作为云南省政府下属综合性投资主体,云投集团拥有在政策和资金等方面的支持,同时在体现政府投资意图的项目上,公司具有优先选择权。
- 重要的战略地位。公司参股、控股公司多为关系云南省经济命脉的各大企业,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。
- 银行授信较充足。公司与银行的合作关系良好。截至 2017 年末,公司合并口径共获银行授信总额 2,092.68 亿元,有效剩余额度 1,124.27 亿元。

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、2015年费用化利息支出包含企业计入营业成本的利息支出，利息及相关指标仅供参考；3、中诚信证评合并口径债务统计包含其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中有息债务，母公司口径债务统计包含其他应付款、其他流动负债中有息债务；4、由于公司合并口径 2016 年、2017 年财务报告均追溯调整年初数，因此 2015 年、2016 年年末数采用 2016 年、2017 年财务报告年初数据。

分析师

贾筠 jyzhai@ccxr.com.cn

刘研青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月12日

关注

- 产业控制力不强。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的全资及一级控股企业 25 家，行业分散，由此导致的较长管理链条给公司带来的管理压力较大。
- 资金需求量大。根据公司投资支出计划，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，公司资金需求量较大。
- 总债务快速上升。截至 2017 年末，公司总债务由 2015 年末的 942.18 亿元上升至 1,608.5 亿元，增长较快，并且公司所有者权益合计中其他权益工具尚有 100.00 亿元，为公司发行的永续中票、可续期信托贷款及债权融资计划等；截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 67.79%和 65.99%，总体处于高位，中诚信证评将对公司实际债务情况保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对云南省投资控股集团有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

公司前身为云南省开发投资有限公司，系经云南省人民政府（以下简称“云南省政府”）云政发[1995]195号文批准，于1997年9月成立的大型国有独资企业。2007年8月，经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”）云国资规划[2007]261号文批准，公司更名为云南省投资控股集团有限公司。公司自成立以来，历经云南省国资委多次增资，截至2017年末，公司注册资本为201.38亿元，实收资本为241.70亿元¹，云南省国资委是公司唯一股东及实际控制人。

公司作为云南省政府的投资主体、融资平台和经营实体，是云南省最大的综合性投资集团公司、中国投资协会的常务理事单位。公司经营业务范围包括：经营和管理省级基本建设资金和省级专项建设基金，对云南省政府安排的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务等方式进行投资和经营管理。

表 1：截至 2017 年末公司主要参股、控股子公司

行业	细分行业	运营主体	持股比例 (%)
电力板块	水电	华能澜沧江水电股份有限公司	28.26
	水电	云南华电怒江水电开发有限公司	30.00
	水电	云南华电金沙江中游水电开发有限公司	10.00
	水电	三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00
铁路建设板块	铁路	云南铁投昆玉铁路有限公司	100.00
	铁路	沪昆铁路客运专线云南有限责任公司	15.00
	铁路	滇南铁路有限责任公司	23.98
	铁路	云桂铁路云南有限责任公司	30.00
旅游板块	旅游	大理旅游集团有限责任公司	50.00
	旅游	云南金孔雀旅游集团有限公司	63.72
	酒店	昆明西驿酒店有限公司	100.00
金融服务业板块	银行	富滇银行股份有限公司	18.50
	证券	红塔证券有限公司	20.00

¹ 截至 2017 年末，公司尚未进行工商变更手续，因此实收资本大于注册资本；2018 年 5 月 17 日，公司完成工商变更后的注册资本为 221.99 亿元，差额部分已上报云南省国资委等待批示。

证券	中银国际证券股份有限公司		9.09
燃气石化板块	石化	云南云投版纳石化有限责任公司	90.27
	燃气	曲靖市燃气集团有限公司	51.00
林纸板块	林业	云南云景林纸股份有限公司	89.21
	苗木	云南云投生态环境科技股份有限公司	21.10
公共服务板块	医疗	云南昆华医院投资管理有限公司	38.89
其他板块	采矿冶金	云南冶金集团股份有限公司	41.37

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司合并口径总资产 2,572.88 亿元，所有者权益合计为 828.85 亿元，资产负债率 67.79%；2017 年，公司实现营业总收入 895.17 亿元，净利润为 8.69 亿元，经营活动净现金流为 60.97 亿元。

募集资金概况

本期债券发行总额不超过人民币 10 亿元。本期债券为 10 年期固定利率债券，同时附加第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券在存续期内前 5 年票面利率根据 Shibor 基准利率加上基本利差确定，Shibor 基准利率为发行首日前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor（1Y）利率的算术平均数，基准利率保留两位小数，第三位小数四舍五入），在存续期前 5 年固定不变；在本期债券存续期的第 5 年末，公司可选择调整票面利率-300 至 300 个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率加上调整基点，在债券存续期后 5 年固定不变。投资者有权选择在本期债券的第 5 年末是否将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

募集资金用途

本期债券募集资金 10.00 亿元，其中 5.00 亿元拟用于云南青美（姚安）蔬菜产业园建设项目，该项目经有关部门批准；剩余 5.00 亿元拟用于补充公司流动资金。

宏观经济和政策环境

2018年三季度,在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下,中国经济增长有所放缓。不过,虽然经济运行所面临的内外不确定性增多,但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下,四季度经济增长或略好于预期。

图 1: 中国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局

经济总体下行,但结构性利好因素仍存。前三季度, GDP 同比增长 6.7%,较上半年回落 0.1 个百分点,较去年同期回落 0.2 个百分点,名义 GDP 持续回落。其中,三季度 GDP 同比增长 6.5%,较二季度回落 0.2 个百分点,较去年同期回落 0.3 个百分点,为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下,工业和制造业增速稳中趋缓;虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长,制造业投资回升,但基建投资仍未见起色,投资持续低位运行;居民实物消费表现低迷,社会消费品零售总额增速延续个位数运行;外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间,中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而,虽然经济下行压力已然显现,但经济运行中依然存在一定的积极因素:今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上,包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%,产业与需求结构持续转型;以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业,占规模以上工业增加值比重不断提升,工业内部结构有所优化;企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平,经济运行微观基础并未出现大幅恶化;民间投资回暖,

新动能投资占比提高,投资结构稳步调整。综合来看,经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程,这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外,虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升,但近期价格影响因素较为短期化,随着翘尾因素走弱,通胀并无需过分担忧。

展望未来,中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来,一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险,但风险化解和杠杆去化是长期过程,当前结构性风险依然较为突出:首先,宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位,债务风险仍然不容小视。今年以来,经济下行叠加融资收紧,偿债高峰期信用风险加速暴露。其次,信用扩张受阻,实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次,金融系统性风险虽然有所改善,但农商行不良贷款率持续攀升,银行体系结构性风险仍存。此外,虽然中国应对汇率波动的工具较丰富,但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下,人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看,中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化,宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”,货币政策边际宽松,财政通过减税降费提振内需,金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时,缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看,虽然中国经济面临的复杂因素增多,但宏观政策边际调整,对外开放进一步扩大,改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时,经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此,中诚信证评认为,中国经济虽然短期存在下行压力,但迈向高质量发展的方向并未改变,长期来看仍有平稳健康发展的基础。

行业及区域经济环境

电力行业

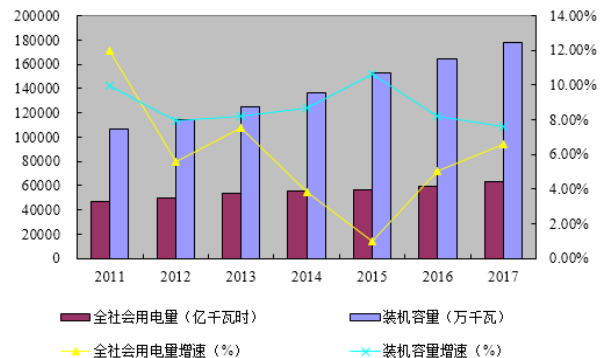
电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近

十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而造就了旺盛的电力需求；但受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，用电需求增速也呈现放缓态势。中电联相关数据显示，2016年，在国家推进去产能政策、基建投资快速增长、房地产和汽车市场回暖等综合影响下，建材、黑色和有色金属冶炼等重要生产资料价格总体呈上升态势，市场预期好转，其主要产品产量增速逐步提高；此外，交通运输电气电子设备、通用及专用设备制造业等装备制造，以及文体用品制造业、木材加工及家具制品业等大众消费品业增速也逐步上升，共同推动当年全国全社会用电量实现 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速同比提高 4.5 个百分点。2017 年以来，全国全社会用电量延续了 2016 年较快的增长趋势，在高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广电能替代，以及服务业用电持续增长的协同作用下，2017 年全国全社会用电量达 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速比上年同期提高了 1.6 个百分点。

近年来我国发电装机规模保持增长态势，根据中电联数据显示，2013 年下半年以来，经济延续弱复苏状态，全国新增装机增速有所上升，截至 2013 年末，全国发电设备装机容量为 12.58 亿千瓦，同比增长 9.67%；截至 2014 年末，全国发电装机容量为 13.70 亿千瓦，同比增长 8.95%。2015 年，在审批权限下放到地方政府和各大集团抢占火电电源点等因素的影响下，火电投资额和新增装机规模同比继续提升，加之风光等新能源机组在国家大力支持下的爆发式增长，整体推动全国发电装机容量增至 2015 年末的 15.25 亿千瓦，同比增长 10.62%。2016 年，全国能源结构调整效果开始显现，其中煤电净增规模同比减少 1,154 万千瓦，非化石能源占总装机容量的比重同比提升 1.7 个百分点，整体推动当期末全国全口径发电装机容量增至 16.5 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速同比有所回落。2017 年以来，国家继续放缓电源投资节奏，优化电源结构和布局，随着相关政策效果的逐步显现，截至 2017

年末，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦、同比增长 7.6%；其中，非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 38.7%，同比提高 2.1 个百分点；新增并网风电和光伏呈现出向东、中部地区转移趋势，弃风、弃光问题有所缓解。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020 年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能 2,000 万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，到 2020 年全国煤电装机规模将力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%；非化石能源发电装机将达到 7.7 亿千瓦左右，占比约 39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

图 2：2011 年以来我国电力消费与发电装机增长情况

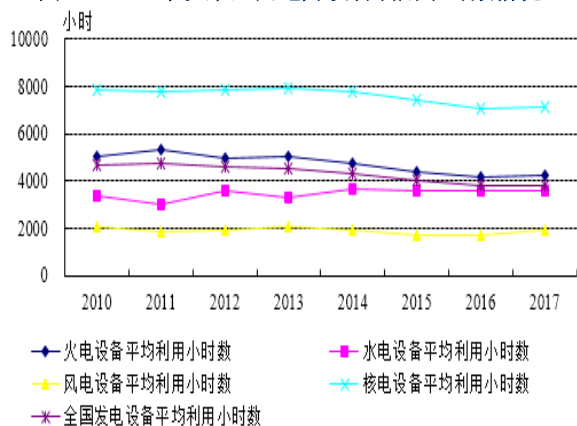


资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

我国机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2012 年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，装机容量增速持续高于用电需求增长，带来了电力市场的相对过剩，全国发电机组利用小时数由 2011 年的 4,730 小时持续回落至 2017 年的 3,786 小时。细分来看，火电机组利用小时数受电力体制改革、环保压力加大等因素影响，近年来整体呈下降态势，2017 年为 4,209 小时，受上半年来水偏枯等因素影响同比略有提升；水电设备利用小时数受来水影响较大，2017 年全国水电平均利用小时数为 3,579 小时，受上半年来水偏枯影响同比下降 42 小时；风电受弃风限电等因素影响，2010 年以来平均利用小时数整体有所下降，但 2016 年以来，受国家促消纳政策发挥效力影响，弃风限电得到一定缓解，风

电布局得到优化，利用小时数也有所回升，2017年全国风电平均利用小时数为1,948小时，同比增长206小时；太阳能发电由于其装机增速过快，电网配套设施不完善，平均机组利用小时数也保持较低水平，但2016年以来随着促消纳政策发挥效力，太阳能发电机组利用效率也得到了一定提升，2017年上半年全国光伏平均利用小时数为630小时，同比增长39小时；核电设备平均利用小时数受地区电力过剩，以及近两年多台核电机组陆续投产，导致部分核电机组降负荷运行甚至停机备用等因素影响近年来整体有所下降，2017年为7,108小时。

图3：2010年以来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

中诚信证评认为，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电出力将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

云南省经济概况

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、老挝、越南等国接壤，是我国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份。

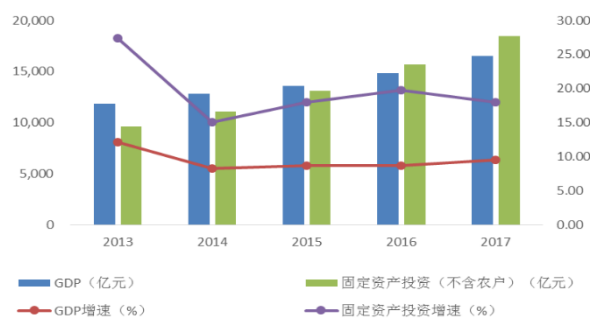
近年来云南省地方经济保持较快发展，2015~2017年²，云南省地区生产总值（GDP）分别

为13,717.9亿元、14,869.95亿元和16,531.34亿元，2017年全省GDP比上年增长9.5%，增速进一步增长。其中，第一产业完成增加值2,310.73亿元，增长6.0%；第二产业完成增加值6,387.53亿元，增长10.7%，第三产业完成增加值7,833.08亿元，增长9.5%。三次产业结构由上年的14.8:39.0:46.2调整为14.0:38.6:47.4，第三产业占比进一步提升。

随着多年的发展，云南省形成了以烟草、矿产、电力等产业为主导的工业体系格局，其中，烟草工业是云南省最大的支柱产业，2017年其增加值占全省规模以上工业增加值的30%左右，以水电为主的电力产业和以磷化工、有色金属为主的矿产业也是全省重要的工业支柱产业。2017年云南全省规模以上工业增加值3,876.34亿元，增长10.6%。在规模以上工业中，烟草制品业增加值1,220.48亿元，增长0.5%；电力、热力生产和供应业增加值661.39亿元，增长19.6%。

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。2015~2017年，云南省固定资产投资（不含农户）分别为13,069.39亿元、15,662.49亿元和18,474.89亿元，2017年同比增长18.0%，分三次产业看，第一产业投资896.00亿元，增长42.4%；第二产业投资2,846.90亿元，下降0.1%；第三产业投资完成14,731.99亿元，增长20.9%。

图4：2013~2017年云南省GDP和固定资产投资情况



资料来源：云南省统计局

2017年云南省实现社会消费品零售总额6,423.06亿元，同比增长12.2%。按消费形态统计，商品零售额5,475.30亿元，同比增长12.1%；餐饮收入额947.80亿元，同比增长13.3%。2017年全年外贸进出口总额233.94亿美元，同比增长17.6%。其中出口总额114.30亿美元，同比下降0.5%；进

² 2017年经济数据来自于云南省统计局统计月报。

口总额 119.64 亿美元，同比增长 42.3%。

根据中央对云南省的新定位，“十三五”期间云南将努力推动民族团结进步示范区、生态文明建设排头兵、面向南亚东南亚辐射中心建设取得重大突破，确保与全国同步全面建成小康社会。在基础设施建设方面，云南省将加快路网、航空网、能源保障网、水网、互联网等五大基础设施网络的建设工作。

总体来看，云南省资源丰富，近年来经济实力稳步增强，预计未来云南省国民经济保持持续增长的态势。持续增长的地区经济为公司的发展提供了良好的外部环境。

竞争实力

公司是直属于云南省人民政府、由云南省国资委履行出资人职责出资组建的大型国有独资企业。公司战略定位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。公司参股、控股公司多为关系云南省经济命脉的各大企业，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。2015~2017 年，公司分别获得资本金注入 40.85 亿元、20.61 亿元和 19.71 亿元；同期，公司分别获得政府补助 2.92 亿元、5.92 亿元和 6.36 亿元。

总体来看，公司战略地位在云南省极为重要，业务发展在资金、政策方面获得大力支持，公司具备极强的抗风险能力。

业务运营

公司作为云南省政府的投资主体和经营实体，是云南省政府下属的综合性投资集团公司，业务范围涵盖电力生产供应、铁路建设运营、石化燃气、旅游以及公共服务等多个领域。

2017 年，公司实现营业总收入 895.17 亿元，

其中，制造业收入 11.59 亿元，电力资源收入 13.28 亿元，石油化工收入 127.15 亿元，金融业收入 6.13 亿元，旅游业收入 9.24 亿元，房地产业务收入 4.80 亿元，商贸劳务收入 690.78 亿元，投资收益 28.50 亿元，其他收入 3.72 亿元，上述板块在营业总收入中的占比分别为 1.29%、1.48%、14.20%、0.68%、1.03%、0.54%、77.17%、3.18% 和 0.42%，其中商贸劳务收入占比最大。

图 5：2017 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

电力生产与供应板块

公司电力生产与供应业务主要由下属子公司云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）及其下属子公司云南省电力投资有限公司（以下简称“云电投”）负责运营。2012 年，公司以所持全部电力及有关股权资产出资组建全资子公司云南能投。云南能投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、运营和投融资。

公司的电力项目包括水电、火电、太阳能发电、风电、垃圾发电等，电源类型较为多元化。云南能投电力业务发展历史较长，主要为参股大水电项目，控股电力装机相对较少。

可控装机方面，2016 年公司相继收购了黄家坪³水电站、大勐统水电站、大寨子水电站等，使其可控装机容量较 2015 年取得一定增长；2017 年公司可控装机容量变动不大，截至 2017 年末，公司已投产可控装机容量达 209.20 万千瓦，以火电、水

³ 黄家坪水电站为云南能源投资股份有限公司控股电站，2015 年 9 月，随着公司成为云南能源投资股份有限公司控股股东，黄家坪水电站随之纳入公司合并范围中，但 2018 年一季度公司将黄家坪水电站股权再次出售。

电和风电为主。此外，公司还有多个在建水电、风电、光伏等项目。2015~2017年，公司可控机组分别实现发电量 36.06 亿千瓦时、45.05 亿千瓦时和 40.09 亿千瓦时；其中，2016 年受益于来水偏丰以及装机容量的增加，水电机组发电量大幅提升，推动公司可控机组发电量同比增长 24.93%；2017 年，由于来水情况较差，叠加火电发电利用小时数进一步降低的缘故，发电量和上网电量均有所减少。随着下一步公司在建燃气电站、水电站的投产，未来发电量及上网电量有望提升。

参股电力企业方面，公司参股以水电为主。2016 年，由于三峡金沙江川云水电开发有限公司（以下简称“川云公司”）的股权划转，公司参股水电权益装机容量有所下降。截至 2017 年末，公司参股权益装机容量为 1,083.58 万千瓦，其中，公司参股水电企业权益装机容量达到 906.38 万千瓦，参股火电权益装机容量为 177.20 万千瓦。

表 2：近年来公司已投产可控和参股电力装机情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

指标	2015	2016	2017
可控装机容量	181.49	209.49	209.20
其中：火电	120	120	120
水电	34.69	42.69	43.20
风电	23.40	37.80	37.00
垃圾发电	2.40	2.40	2.40
光伏	1.00	6.60	6.60
发电量	36.06	45.05	40.09
上网电量	35.44	42.74	38.47
参股权益装机容量	1,240.22	1,083.58	1,083.58
其中：参股水电	1,063.02	906.38	906.38
参股火电	177.20	177.20	177.20

注：由于数据重新审计调整，2016 年参股权益装机容量数据列示以此次提供资料为准。

资料来源：公司提供

电改政策方面，2016 年 1 月 14 日，云南省工业和信息化委（以下简称“云南工信委”）下发了《2016 年云南电力市场化交易实施方案》，2016 年 4 月 6 日，云南省人民政府发布《云南省进一步深化电力体制改革试点方案》（以下简称“试点方案”），明确了云南省内并入云南电网运行的所有电厂分为四类，由于公司的火电机组所发电量全部为电力市场交易电量，水电机组多为调度水电站，划

分为第二类优先电厂，水电发电量暂不参与市场竞争交易。但中诚信证评关注到，2016 年 3 月，云南工信委下发了《贫困老区镇雄电厂和威信电厂年度电量计划的通知》，为支持贫困老区威信县的开发建设，安排威信电厂于 2016 年枯水期 12 亿千瓦时的年度电量计划，由云南电网纳入保障性收购（0.235 元/千瓦时）；另外，2017 年 1 月，云南工信委下发了《2017 年云南电网优先发用电计划的通知》（以下简称“2017 年发用电计划”），保障当地电力供应的地调、县调调度的并网运行中小水电发电，2017 年计划发电量 255 亿千瓦时；在 2017 年枯水、平水期，安排威信电厂 12 亿千瓦时的政策性电量；风电和光伏发电安排 100 亿千瓦时发电量。2017 年 3 月，云南工信委下发了《2017 年云南电力市场化交易实施方案》，将并入云南电网运行的所有电厂重新划分，公司水电机组大多为市场化电厂，所发电量为市场化发电量中诚信证评将持续关注云南省政策变化对公司电力运营的影响。

水电

控股水电方面，公司控股水电装机容量相对较小但发展较为稳健。目前，公司控股水电资产主要由保山苏帕河流域的中小水电站组成，其中，公司下属的云南保山苏帕河水电开发有限公司（以下简称“苏帕河公司”）对苏帕河流域的中小电站进行管理，苏帕河公司目前已投产的水电项目为苏帕河流域上茄子山、象达、乌泥河、阿鸠田、龙川江和腾龙桥 6 个水电站。截至 2017 年末，苏帕河公司已全部投产，装机容量 30.65 万千瓦。

截至 2017 年末，公司已投产可控水电机组装机容量为 43.20 万千瓦。水电机组运营方面，公司水电机组的利用水平主要受流域来水量影响，此外还与来水均匀性、弃水情况、送出通道等因素有关。由于公司水电机组多为调度机组，公司水电发电量大多列入用电计划内，2015~2017 年，公司控股水电发电量分别为 11.59 亿千瓦时、17.52 亿千瓦时和 15.77 亿千瓦时；其中，2016 年受益于装机容量的提升以及来水偏丰，机组利用小时数提升，公司发电量同比增长 51.16%；2017 年 3 月，云南工信委下发了《2017 年云南电力市场化交易实施方案》，

将并入云南电网运行的所有电厂重新划分，公司水电机组大多为市场化电厂，所发电量为市场化发电量，同时 2017 年来水同比偏枯，使得当年公司水电发电量有所下降。

表 3：近年来控股水电机组运营情况

指标	2015	2016	2017
发电量（亿千瓦时）	11.59	17.52	15.77

资料来源：公司提供

电力销售方面，公司生产电量主要送往云南电网，电费回收有保障。目前公司水电主要购电方为南方电网云南分公司，销售收入占比达 90%。电价执行方面，公司各水电站由于供电区域不同，上网电价也有所差异，且部分电站在每年不同月份执行丰枯分时电价政策。2016 年以来，根据云南省内要求，公司水电机组发电量有所保证，但需通过价格调节机制参与市场，由于电力供给过剩，2016 年公司含税平均上网竞价电价为 0.200 元/千瓦时，较上年大幅下降；但随着市场交易制度的不断完善，市场竞价逐渐回归理性，2017 年，公司含税平均上网竞价电价为 0.205 元/千瓦时，呈增长态势。未来公司水电上网电价的调整情况将对水电站的盈利能力产生较大影响。

控股水电项目投资方面，香港公司全资子公司云南电投对外能源合作开发有限公司（以下简称“云电投对外公司”）获得了诺昌卡河水电项目的特许开发权，拟建缅甸境内诺昌卡河流域四个梯级电站，古浪水电站（装机 12 万千瓦）、坎岗水电站（装机 14 万千瓦）、同心桥水电站（装机 34 万千瓦）和蓝靛桥水电站（装机 60 万千瓦）。2016 年 2 月 23 日，缅甸内阁正式批准了古浪水电站和同心桥水电站，2016 年 3 月 9 日，云电投对外公司与缅甸电力部签署了共同开发建设古浪、同心桥水电站的协议，预计总投资将超过 7 亿美元。根据云电投对外公司 2014 年底报缅甸政府批准的总体开发进度计划显示，古浪、同心桥水电站将于 2020 年完成第一台机组发电。其中，古浪电站已于 2012 年 8 月获得了云南省能源局的正式核准。另外，2015 年公司获得色拉龙一级水电站云南省国资委备案，该项目计划装机容量 7 万千瓦，项目总投资 1.63 亿美元，截至 2018 年 3 月末项目累计投资 3.09 亿元人民币。

中诚信证评将关注上述项目进展情况。

参股水电方面，公司参股的澜沧江、金沙江和怒江流域大水电项目资产质量很高，是水电业务的重要组成部分。近年来公司参股已投运水电权益装机容量保持较大规模，2015~2017 年末分别为 1,063.02 万千瓦、906.38 万千瓦和 906.38 万千瓦，分别实现投资收益 22.47 亿元、10.21 亿元和 20.25 亿元。其中，2016 年受云南省电力市场化改革推进等因素影响，公司参股水电盈利能力减弱，同时川云公司资产置换，使得投资收益当年度随之有所下降；2017 年以来，随着用电需求的回升以及竞价上网逐渐回归理性，公司参股水电投资收益有所回升。

2015 年 11 月 4 日，中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”）发布公告，长江电力拟收购公司持有的川云公司 15% 的股份，2016 年 4 月完成过户后公司持有长江电力 4% 的股权，后 2017 年公司对其持股比例变更至 3.67%。受此影响，2016 年末公司参股水电企业权益装机容量小幅下降。长江电力是国内运营规模最大的水电上市公司；截至 2017 年末，长江电力控股发电装机容量 4,387.70 万千瓦，随着川云电站收购的完成，长江电力发电能力进一步提升；2017 年长江电力发电量为 2,130.29 亿千瓦时。根据长江电力的分红承诺，长江电力对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。其中 2017 年，公司收到长江电力现金分红 5.74 亿元，中诚信证评将持续关注此交易事项对公司现金分红、投资收益以及经营活动现金流的影响。

表 4: 截至 2017 年末公司主要参股水电企业情况 (万千瓦、亿千瓦时)

企业名称	持股比例	规划总装机容量	已投产装机容量	2017 年发电量
云南滇能泗南江水电开发有限公司	39%	20.10	20.10	9.49
华能澜沧江水电有限公司	28.26%	2,348.50	1,830.38	585.71
云南华电怒江水电开发有限公司	30%	--	--	--
中国长江电力股份有限公司	3.67%	4,387.70	4,387.70	2,130.29
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15%	2,620	--	--
云南国投大朝山水电有限公司	10%	135	135	75.23
云南金沙江中游水电开发有限公司	10%	1,160	1,160	136.97
金安桥水电站有限公司	8%	240	240	87.26
华能云南龙开口水电有限公司	2%	180	180	38.57
华电鲁地拉水电有限公司	8%	216	216	69.30
大唐观音岩水电开发有限公司	14%	300	300	104.67
合计	--	11,607.30	8,469.18	3,237.49

资料来源: 公司提供

火电

控股火电方面, 公司目前控股在运行的火电项目为威信煤电一体化一期项目, 该项目主要由公司控股的威信云投粤电扎西能源有限公司 (以下简称“威信公司”) 运营, 项目主要包括威信电厂 (规划建设 4×60 万千瓦超临界燃煤机组, 分两期建设) 及配套的年产 500 万吨的观音山煤矿 (其中一期产能 240 万吨/年), 总投资约为人民币 125 亿元, 其中电厂一期 2×60 万千瓦两台机组分别于 2012 年 7 月和 2012 年 12 月投产, 其配套产能 240 万吨/年的观音山煤矿正在建设中。

截至 2017 年末, 云南能投火电机组装机规模为 120 万千瓦, 受云南省水电机组优先上网、火电机组利用水平受挤压的影响, 2015~2017 年, 威信电厂机组利用小时数处于较低水平, 分别为 1,558 小时、1,392 小时和 1,102 小时, 同期发电量分别为 18.70 亿千瓦时、15.95 亿千瓦时和 13.23 亿千瓦时, 受云南水电发电机组利用小时数上升, 不断挤占火电份额影响, 公司控股火电发电机组利用小时数和发电量逐年下降。此外, 根据云南省相关政策, 2016~2017 年枯水、平水期, 威信电厂分别获得 12 亿千瓦时的计划电量; 丰水期间火电机组停产, 而作为停产补偿, 南方电网会给予一定备用补贴。值得注意的是, 威信电厂的扶贫电量为每年核定一次, 具有一定不确定性, 中诚信证评将持续关注相关政策对公司煤电机组电量消纳的影响。

表 5: 近年来控股火电机组运营情况

指标	2015	2016	2017
装机容量 (万千瓦)	2*60	2*60	2*60
发电量 (亿千瓦时)	18.70	15.95	13.23
上网电量 (亿千瓦时)	17.29	14.87	12.25
机组利用小时 (小时)	1,558	1,392	1,102
上网电价 (含长期备用补贴, 元/千瓦时)	0.32	0.23	0.43

资料来源: 公司提供

在建及拟建火电项目方面, 由于目前云南省火电行业景气度低迷, 云南能投对火电业务扩张持谨慎态度。云南能投在建宣威煤矸石热电厂项目位于宣威市凤凰山工业基地, 是云南省第一个煤矸石资源综合利用和热电联产项目, 该项目已于 2014 年 5 月获得国家发改委核准, 由于火电行业的低迷时期, 目前仍处于前期投入阶段, 截至 2017 年末该项目已投资 2.92 亿元。

电价方面, 2016 年以来, 受云南省电改政策的影响, 云南能投火电所发电量全部竞价上网, 参与电力市场直接交易, 由于电力供给过剩, 2016 年云南能投火电机组含税平均上网电价下降至 0.23 元/千瓦时; 但受益于扶贫电站政策的执行, 2017 年火电机组含税平均上网电价大幅上升至 0.43 元/千瓦时。中诚信证评也将持续关注云南省电改政策等因素对公司运营的影响。

参股火电方面, 目前云南能投参股 6 家已投运燃煤电厂、1 家在建燃煤电厂, 2017 年已投产发电量 80.76 亿千瓦时, 较 2016 年提升 11.73 亿千瓦时。

受煤炭成本高、上网电价低、火电发电量受水电挤压等因素影响，公司参股煤电企业大部分处于亏损状态。

新能源

2016 年公司在建新能源发电项目陆续投产运营，截至 2017 年末，已投产新能源发电装机容量为 46.00 万千瓦。机组运营方面，随着新能源装机的陆续投产运营，公司新能源发电项目发电量逐年增长，2015~2017 年，公司新能源项目发电量分别为 5.77 亿千瓦时、11.58 亿千瓦时和 11.10 亿千瓦时；其中，2016 年受益于装机容量的提升，公司新能源发电量同比大幅增长。

另外，2017 年 12 月 2 日，云南能投控股上市公司云南能投投资股份有限公司（以下简称“云南能投股份”，股票代码：002053）发布《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，云南能投股份拟以 11.32 元/股的价格向云南能投新能源投资开发有限公司（以下简称“新能源公司”）⁴发行 121,016,678 股股份，用以收购新能源公司所持风电资产。通过此次交易，公司所属风电资产将全部进入上市公司，未来可以借助上市公司资本运作平台提高新能源发电竞争力。目前，根据中国证监会反馈意见，鉴于本次重组将认定为重组上市，基于审慎原则，公司将向中国证监会申请撤回本次重组申请文件，并继续推进重组工作。中诚信证评将持续关注项目重组进展。

表 6：公司主要已投产新能源项目

指标	2015	2016	2017
装机容量（万千瓦）	26.80	46.80	46.00
其中：风电（万千瓦）	17.80	37.80	37.00
光伏（万千瓦）	6.60	6.60	6.60
垃圾发电（万千瓦）	2.40	2.40	2.40
发电量（亿千瓦时）	5.77	11.58	11.10

资料来源：公司提供

根据规划，公司将以“积极发展风能、有序发展太阳能、适度发展生物质能”的工作思路，加快在云南省优势地区布局新能源项目，积极推进新能源资源的获取及项目建设。截至 2017 年末，公司

⁴ 新能源公司为云南能投全资子公司，本次交易完成后，云南能投合计持有云南能投股份 46.69% 的股权。

在建、拟建新能源项目建成后装机容量将超过 60 万千瓦。

整体来看，依托云南省丰富的水能资源优势，公司水电业务整体竞争实力突出，尤其是参股的大水电项目资产质量很高，随着参股水电项目的逐步投运，公司获得的投资收益和现金分红将保持在较高水平，水电业务整体实力将大幅提升。但同时中诚信证评注意到，公司目前控股水电装机容量偏小、部分水电站电力消纳情况未明显改善等因素对公司控股水电业务带来一定的不利影响。另外，公司控股及参股水电项目在建、拟建装机容量规模较大，给公司带来一定的投资压力。同时，云南省电改政策对公司参股公司运营亦形成一定冲击，中诚信证评也将持续关注云南电改等因素对参股公司运营及公司整体投资收益的影响。

铁路板块

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，代表云南省政府对云南省铁路建设投资进行专业化管理，负责云南省已开工的合资铁路项目和拟开工及其拟建的合资铁路项目，具体项目投资工作由公司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。云南铁投自成立以来按照云南省政府的统一部署，全面推动云南省与铁道部合作铁路项目的建设。2015~2017 年，公司分别完成铁路投资 70.04 亿元、47.97 亿元和 41.20 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建铁路项目总投资额为 296.46 亿元，已投资 168.51 亿元，仍有较大投资缺口。

表 7：截至 2018 年 3 月末公司主要在建铁路项目情况

项目名称	公司拟出资额（亿元）	累计完成投资（亿元）
大临铁路	43.48	23.60
大瑞铁路	38.60	29.29
广大扩能改造工程	28.62	28.62
丽香铁路	15.84	15.00
玉磨铁路	101.42	51.00
弥蒙铁路	47.95	10.00
叙镇铁路	20.55	11.00
合计	296.46	168.51

注：广大扩能改造工程累计完成投资以此次数据提供为准。

资料来源：公司提供

云南省政府给予了公司较大的财政支持。根据相关文件，云南省政府每年向公司拨付铁路建设专项资金，用于铁路建设项目资本金、财政补贴和财政贴息等。截至 2018 年 3 月末，云南省政府已累计向公司拨付铁路建设专项资金 193.80 亿元。

根据云南省人民政府办公厅 2013 年 4 月 28 日《云南省人民政府第七次常务会议纪要》，云南省政府每年安排 20 亿元省级铁路建设专项资金，主要用于落实省方资本金；同时，2014 年之后，将从土地出让总收入中计提铁路建设专项资金，每年省级统筹安排计提资金用于铁路建设不低于 10 亿元。2015~2017 年，公司共收到云南省财政资金分别为 29.00 亿元、28.51 亿元和 30.00 亿元。

表 8：近年来公司获得云南省财政资金情况（亿元）

年度	资本金	贴息收入	补贴收入
2012	10.00	3.00	2.00
2013	25.00	3.10	1.90
2014	20.00	5.15	4.85
2015	20.65	6.70	1.65
2016	18.61	5.30	4.60
2017	17.66	6.50	5.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据公司未来资本性支出计划，2016~2020 年，公司需投入铁路项目建设资金超过 400 亿元，截至 2018 年 3 月末，已累计完成投资 326.43 亿元。根据 2014 年《云南省人民政府第 40 次常务会议纪要》，为破解云南省铁路建设资金筹集难题，云南省拟通过发起设立铁路建设基金筹集资金，会议明确基金由铁投公司及全资子公司云南云投股权投资基金管理有限公司（以下简称“云投基金”）共同发起设立，基金募集规模不低于 50 亿元，目前，已经募集 50 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 48.82 亿元。

总体来看，公司作为云南省铁路基础设施建设的投资主体，职能定位重要，可得到云南省政府的较大支持，目前铁路项目进展顺利。但同时中诚信证评也关注到，目前公司在建铁路项目未来资本性支出压力较大，中诚信证评将密切关注政府的相关支持政策，包括成立铁路建设基金等其他渠道。

油气化工板块

公司油气化工业务主要由下属控股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”）、曲靖市燃气集团有限公司（以下简称“曲靖燃气”）以及云南能投盐业有限公司（以下简称“云南盐业”）负责运营。

2010 年 7 月，公司与西双版纳石化集团有限责任公司共同出资 8,000 万元组建版纳石化，公司子公司云南石化燃气有限公司（以下简称“云南石化”）对其持股比例为 90.27%。2017 年，云南石化实现营业收入 93.93 亿元，其中 2017 年云南石化本部收入大幅增长至 22.48 亿元，主要是由于云南石化被定位为云投集团的集采平台，钢材、矿、煤炭等大额贸易及委托加工使得云南石化本部业务收入增长。此外，版纳石化的成品油销售业务亦是云南石化主要收入来源。

公司成品油销售业务主要由版纳石化负责运营，截至 2018 年 3 月末，版纳石化拥有 19 个加油站（其中在建 1 个，已投入使用 18 个），1 个总库容为 3.8 万立方米的已投入保税油库，2 个总吨位分别为 482 吨的内河运输船队。

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、珠海中寰石油有限公司、深圳市庆鹏石油化工有限公司等单位采购成品油，2017 年，版纳石化通过这些供应商采购成品油占比达到 88.84%。

销售方面，版纳石化成品油主要通过批发、零售方式销售，其中批发方式按比例预收货款，月末结算。零售方式主要通过加油站现销模式。2015~2017 年，公司石油销量分别为 128.29 万吨、79.30 万吨和 125.10 万吨。

2015~2017 年，公司分别实现成品油贸易销售收入 65.28 亿元、40.69 亿元和 54.42 亿元，销售收入有所波动，由于 2015 年公司与深圳市庆鹏石油化工有限公司的垫资贸易出现坏账，2016 年，公司停止了该类贸易导致成品油销售量大幅下降；2017 年，国际油价波动较大但总体价格偏低，公司 2017 年恢复成品油贸易并增加了贸易供应商，随国际油价波动公司积极把握市场，贸易量逐渐增加。

表 9：2015~2017 年公司石油销售情况

项目名称	2015	2016	2017
销售量（万吨）	128.29	79.30	125.10
销售均价（元/吨）	5,100.32	5,130.65	4,350.55

资料来源：公司提供

燃气业务方面，2008 年公司与北京中燃伟业燃气有限公司以及曲靖市开发投资有限责任公司共同出资建立曲靖燃气，公司持有曲靖燃气 51% 的股权。曲靖燃气是曲靖市政府签约特许经营天然气的唯一供应商，主要为城市居民、工业企业、商业服务业等提供燃气供应。2017 年，曲靖燃气实现天然气销售收入 3.18 亿元，其中工业企业用户收入占 40.51%，商业服务收入用户占 1.10%，居民用户收入占 1.06%。

截至 2018 年 3 月末，曲靖燃气拥有居民用户：合同签订 83,188 户、入户安装 73,797 户、通气 16,547 户；商业 124 户、工业 31 户、车辆公交车 131 辆、出租车 400 余辆，铺设中压燃气管道 253.85 公里。其中工业用户主要包括曲靖市李裕碳素有限公司、沾益县瑞丰铝业有限责任公司、云南驰宏资源综合利用有限公司曲靖分公司以及云南源鑫炭素有限公司等。随着公司燃气管网的发展。2016 年，公司天然气采购量及销售量大增加，但受中缅管道气价下调影响，销售均价明显下滑；2017 年，随公司贸易拓展，天然气贸易采购量及销量同比大幅增加，但 2017 年 11 月以来受采暖季天然气供应紧张、价格暴涨等因素影响，2017 年采购均价略有上涨。

气源方面，曲靖燃气先后与中国石油天然气股份有限公司西南管道销售分公司、广州元亨燃气有限公司控股公司、达州市汇鑫能源有限公司签订了 LNG 购销合同，使气源的供应得到了保障。2017 年，曲靖燃气采购天然气 13,258.69 万立方米，近年来持续增加。

表 10：2015~2017 年公司燃气业务运营情况

项目名称	2015	2016	2017
采购量（万立方米）	3,534.65	7,536.24	13,258.69
采购均价（元/立方米）	2.93	1.74	1.89
销售量（万立方米）	3,956.36	7,254.41	13,290.27
销售均价（元/立方米）	3.52	2.44	2.39

注：此表以此次提供数据为准。

资料来源：公司提供

此外，公司代表云南省积极参与中缅油气管道项目，作为云南省城市燃气的投资和经营主体，公司参与主管道沿线相关产业建设，并在主管道沿线以外的州市拥有城市燃气相关建设的控制权。

2015 年 9 月，通过非公开发行，公司子公司云南能投成为云南能源投资股份有限公司（以下简称“云南能投股份”）控股股东，盐产品业务主要由云南能投股份全资子公司云南盐业负责运营。目前，云南盐业是云南省唯一获得食盐批发许可的企业；另外，云南盐业与贵州盐业（集团）有限责任公司（以下简称“贵盐集团”）、广西壮族自治区盐业公司（以下简称“广西盐业”）签署了经营战略合作协议，合作开展云南省、贵州省和广西广西壮族自治区的盐产品经营业务。

盐业运营方面，2017 年，云南能投股份销售盐化工产品（包括食品类和化工类）、烧碱和 PVC 分别为 160.52 万吨、18.68 万吨和 17.77 万吨，实现盐化工收入 10.55 亿元，实现氯碱化工收入 20.44 亿元。另外，为满足差异化市场需求，云南能投股份计划推出高原深井系列精品实验、磨黑贡晶盐及日化盐系列等新研发产品，新产品的推出有利于丰富产品结构。

总体来看，2017 年公司恢复成品油贸易并增加供应商，贸易量逐渐增加；天然气贸易采购量大幅增长，但采购单价也有所上涨；同时，盐业板块稳定发展为公司营业收入及利润水平的提高提供了一定的支持。

旅游板块

公司旅游业务主要由下属子公司云南省旅游投资有限公司（以下简称“云南旅投”）负责运营。云南旅投成立于 2005 年，是一家政策性投资公司，主要承担云南省旅游产业投资主体的功能，围绕云南省旅游产业发展的总体战略部署，开发增量资源，盘活存量资源，同时开展资本运作和筹资方式创新，为云南省旅游产业发展提供资金支持。

云南旅投主要的运作方式是股权投资和资本运作，公司已获得一批省级优势旅游项目和云南省重点旅游资源投资项目的优先选择权，其直接控股的子公司有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“金孔雀集团”)等。

2015~2017年,大理旅游分别接待游客1,180.49万人次、951.53万人次和903.31万人次;同期,分别实现营业收入5.92亿元、5.75亿元和5.87亿元。2015年,由于更多的航线分批逐步开通,大理旅游接待人次和营业收入均大幅增加;2017年,公司对大理旅游接待人次及营业收入统计口径进行调整,故相关指标不具备可比性。

2015~2017年,金孔雀集团分别接待游客386.40万人次、439.88万人次和388.65万人次,分别实现营业总收入2.45亿元、2.67亿元和2.23亿元。

表 11: 2015~2017 年公司旅游业务运营情况

项目名称		2015	2016	2017
大理旅游	接待人次(万人次)	1,180.49	951.53	903.31
	营业收入(亿元)	5.92	5.75	5.87
金孔雀	接待人次(万人次)	386.40	439.88	388.65
	营业收入(亿元)	2.45	2.67	2.23

注: 1、接待人次以消费口径进行统计,不含车公司、鸡足山索道及专线车人次,但收入口径包含上述景点,因人数口径与财务数据口径不一致,无法形成对比; 2、由于统计口径的变更,公司对此表格数据进行适当更正。

资料来源: 公司提供

此外,云南省政府授权公司对大理、迪庆、西双版纳地区以及曲靖等地区的旅游资源进行开发、投资、并购,目前,公司暂无对这些地区新的开发、投资、并购计划。

总体来看,云南省具有丰富的旅游资源,同时,公司作为云南省旅游产业投资主体,围绕云南省旅游产业发展的总体战略部署,将继续开发整合云南省旅游资源。但旅游产业属于高度市场化和充分竞争的产业,公司面临着较激烈的市场竞争和人员、经验不足等不利因素的挑战。

林纸板块

云南省是全国重点林区和森林覆盖率最高的地区之一,具备发展造纸用短周期工业原料林的优良条件,是全国最适宜发展林纸一体化的地区之一。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”)和云南勐象竹业有限公司(以下简称“勐象竹业”)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。

林地建设方面,公司采用自营、“公司+农户+基地”、联合造林等方式开展人工原料林基地建设。通过多年的不断发展,截至2018年3月末,公司拥有人工原料林117.53万亩,其中,公司自有人工原料林59.92万亩,占比50.98%,通过“公司+农户+基地”、合作造林、租赁等方式获得的人工原料林57.61万亩。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。

纸浆销售方面,云景林纸在全国建立了代理商网络,并与下游造纸企业建立了良好的合作关系,同时,云景林纸通过先款后货的结算模式,有效地提高了资金回笼效率,2017年主要销售客户包括贵州赤天化纸业股份有限公司、河南千优贵商贸有限公司等。云景林纸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。2017年,云景林纸生产纸浆26.10万吨,销售22.40万吨,销量虽略有下降但随市场回暖销售均价提升较快。2017年,云景林纸实现营业收入11.70亿元,净利润为0.98亿元。

表 12: 2015~2017 年公司纸浆产销情况

项目名称	2015	2016	2017
产能(万吨/年)	23.00	24.00	26.00
产量(万吨)	23.44	23.46	26.10
销量(万吨)	19.10	22.65	22.40
销售均价(元/吨)	4,197.00	3,749.00	4,900.00

注: 1、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; 2、此表中仅为纸浆业务,云景公司主营收入中还包含生活用纸、林产品、种苗、化肥收入。

资料来源: 公司提供

总体来看,依托云南省丰富的林业资源,公司林纸业务具有较强的一体化优势,但造纸行业波动性较大,给公司林纸业务带来盈利的不确定性,2017年随市场回暖公司林纸板块业务有所回升。

商贸和劳务板块

公司的商贸业务主要由云南能投下属的云南

能投物流有限公司、云南电投对外能源合作开发有限公司、云南能源进出口有限公司和云南铁投下属的云南铁投恒维实业发展有限公司（以下简称“铁投恒维”）负责运营。其中云南能投及下属子公司主要开展能源贸易业务，铁投及下属子公司主要开展物流贸易业务，但为加强为加强内控管理和风险防控，铁投恒维积极调整经营战略，2015 年全面收缩、最后停止了传统的物流贸易业务，全力开展应收款项的追收工作，铁投恒维 2016 年、2017 年未开展物流贸易业务。

公司商贸劳务板块收入绝大部分来自于云南能投，随着云南能投商贸收入的急剧扩大，公司商贸收入快速增长。2015~2017 年，公司商贸劳务收入分别为 362.96 亿元、496.43 亿元和 690.78 亿元，其中云南能投实现 312.42 亿元、482.20 亿元和 659.11 亿元。

云南能投及下属子公司开展的能源物资贸易业务主要品种包括钢材、铁矿石等，采购、销售等环节按市场规则操作。2016 年，钢材及水泥等业务销量的大幅增加带动云南能投贸易销量进一步增加至 1,683.10 万吨；2017 年公司钢材贸易销量略有下降，但铁矿石、水泥等销量增长较快，公司贸易销量总体保持稳定。

表 13：近年来云南能投主要贸易品种销量（万吨）

品种	2015	2016	2017
钢材	963.30	1,349.49	940.55
油料	--	80.36	203.38
铁矿石、水泥、建筑材料及其他	238.89	253.25	521.97
合计	1,202.19	1,683.10	1,665.90

资料来源：公司提供

此外，公司商贸劳务板块中园林绿化业务经营主体为云南云投生态环境科技股份有限公司（002200.SZ），2017 年，该公司实现营业收入 6.68 亿元。

总体来看，近年来商贸和劳务业务扩大了公司的经营范围，有助于公司不同板块之间业务协同发展，对公司的收入水平提升起到了一定的促进作用。

公共服务及电子信息板块

公司公共服务业务主要是医疗服务，由云南省医疗投资管理有限公司（以下简称“云南医投”）负责运营。云南医投是经云南省人民政府（云政复[2010]43 号）批复同意，于 2011 年 1 月 24 日由云投集团出资设立的全资子公司。截至 2017 年末，云南医投注册资本金 21.71 亿元，总资产 204.56 亿元，净资产 79.41 亿元，目前参控股企业 101 家。

经营运作模式方面，云南医投采取与国内优秀医疗机构合作建设的方式开展业务。云南医投和首都医科大学体系二十八家医院、中国医学科学院阜外医院、云南省第一人民医院等机构签订战略合作协议，投资成立昆明正脉健康管理中心；此外，与云南省第一人民医院合资成立云南昆华医院投资管理有限公司，投资建设安宁新昆华医院（以下简称“新昆华医院”）。

新昆华医院项目位于昆明安宁市太平镇太平新区奥林匹克小镇，占地 493.67 亩，按 3,300 床规模设计建设，其中医疗用床 1,300 张，老年医学康复 2,000 张；建筑面积约 38.18 万平方米，建设工期为 7 年，总投资 23.69 亿元，截至 2018 年 3 月末已完成投资 14.76 亿元，一期综合医院工程建设基本完成，已于 2017 年 3 月正式投入营业。整个项目预计将于 2018 年全面建设完成。

此外，公司投资的云南省阜外心血管病医院和云南泛亚心血管病医院建设项目（以下简称“云南阜外医院项目”）是云南省迄今为止投资规模最大的医院建设项目，总投资 32.73 亿元，其中资本金 12.00 亿元已全部到位，截至 2018 年 3 月末已投资 19.09 亿元，目前主体建设已基本完成，但尚未开始投产运营。

除了医疗板块，公司还推进大数据板块的建设及运营工作，主要由云南云上云信息化有限公司（以下简称“云上云公司”）负责运营。

目前，云上云公司主要建设项目为云上云·云南省信息化中心项目，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，预计 2020 年完工，建成后将有 7,204 个机架，约 8 万台服务器容量。该项目于 2016 年 6 月正式动工，截至 2018 年 3 月末，公司已累计投资 2.86 亿元，目前主体工程装修及信息化工程等相关工作正按预定计划稳步有序推进。

截至 2018 年 3 月末，公司医疗服务及大数据板块业务建设，项目预计总投资 78.86 亿元，已完成投资 36.71 亿元，仍有较大的投资缺口。

总体来看，公司的医疗板块和大数据板块尚处于前期投资阶段，目前投资缺口较大，公司面临一定的投资压力。

金融板块

近年来子公司云南能投以产融结合、以融助产的思路，有序打造金融业务发展平台，主要经营基金、融资租赁以及商业保理等业务。

2013 年 7 月，云南能投成立云南能源金融服务有限公司作为公司下属专业金融子集团，2014 年 11 月名称变更为云南能源金融控股有限公司（以下简称“金控公司”），主要经营股权投资、债权投资、受托资产管理及投融资咨询。2017 年金控公司实现营业收入 4.26 亿元，净利润 2.28 亿元。

基金业务方面，2014 年 11 月，金控公司与云南能投产业投资有限公司发起设立了深圳云能基金管理有限公司（以下简称“云能基金”）。目前云能基金作为基金管理人（GP）负责管理由云南省商务厅牵头的云南省八大重点产业基金中的现代物流产业投资基金（总规模 60 亿元，首期募集规模 10 亿元）和先进装备制造业发展基金（总规模 20 亿元），主要投资云南省内物流产业和装备制造业项目。目前两只基金均已筛选出首批拟投资项目，尚在操作细节和交易结构探讨中。此外，公司全资子公司云投基金还于 2016 年成功发起设立昆明“以购代建”基金，成为国内首只以“供给侧改革、去库存、促进房地产市场平稳健康发展”为主题的基金。

融资租赁业务方面，2014 年 2 月，金控公司与香港云能国际投资有限公司在上海自贸区发起设立了注册资本为 3 亿元的云能融资租赁（上海）有限公司（以下简称“云能租赁”）。云能租赁下游客户主要分布在教育行业、能源开发行业、基础设施

建设行业、制药行业、农业、建筑业、化工业以及房地产业等，截至 2018 年 4 月末融资租赁项目总额约 19 亿元。云能租赁通过第三方担保以及增加抵质押物对项目进行增信，同时加强投后管理工作控制风险。

商业保理业务板块方面。2014 年 9 月，金控公司与香港云能国际投资有限公司发起设立了云能商业保理（上海）有限公司（以下简称“云能保理”），注册资本为 5,000 万元人民币，金控公司出资 3,750 万元人民币，占股 75%，为中、小、微企业提供保理融资服务，解决企业在发展过程中所需的流动资金需求，优化运营资金，降低融资成本。

此外，2016 年 6 月，云南省政府第 87 次常务会议原则同意由省财政厅、公司发起设立云南省资产管理有限公司（以下简称“资管公司”），该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，第一期由公司 10 亿元货币资金出资，是公司金融牌照获取的重大成效，未来将在公司资本优化、资产整合、转型升级中发挥积极作用。截至 2017 年末，资管公司资产总额达到 47.23 亿元，净资产 20.69 亿元，2017 年实现营业收入 1.47 亿元，净利润 0.68 亿元。此外，公司还参股了富滇银行、红塔证券等金融类企业，但该类参股企业确认的投资收益划分在投资收益板块。

总体来看，产融结合有助于提升公司综合实力，但公司该类业务尚处于发展初期，中诚信证评将关注公司金融类业务发展进展。

异地扶贫业务

云南省扶贫投资开发有限公司（以下简称“云投扶贫”）成立于 2015 年 12 月，是云南省政府批复成立的由云南省财政厅、公司、中国农发重点建设基金有限公司及国开发展基金有限公司共同出资设立的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 2.04%，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。截至 2017 年末，云投扶贫总资产 278.56 亿元，所有者

权益合计 98.69 亿元，2017 年未实现营业收入。

云投扶贫主要负责开展及服务云南省易地扶贫搬迁项目的投融资工作。截至 2018 年 4 月末，云投扶贫累计向云南省 121 个县域公司投资 270.47 亿元，其中股权资金 95.51 亿元，国家低成本长期贷款资金 174.95 亿元。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 60 家，参股 61 家。同时按照政府相关要求，云投扶贫将形成的股权委托给各县级政府进行管理，仅保留重大事项决策权和相关扶贫资金资金监管权。

按照云南省易地扶贫搬迁“四到县”（任务、责任、权限、资金）要求，县政府及县级平台公司是项目组织、项目资金使用和管理的责任主体。云投扶贫是承接财政资金，统贷统还银行款项，转拨项目资金及支付利息、开展股权相关管理业务工作的主体，不参与项目具体管理，同时延伸到县级平台公司指导业务，收集情况，服务于各县项目资金管理和省财政厅的工作。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，因此云投扶贫目前暂无营业收入。

此外，在完成异地扶贫搬迁业务的同时，云投扶贫也将考虑与易地扶贫搬迁相关的市场化业务工作，以达到实现脱贫的终极目标。目前正在谋划产业扶贫方案，相关项目正在推进对接中。

总体看来，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，公司易地扶贫任务艰巨，但社会效益突出，体现了公司重要的社会地位。

战略规划

依据云南省对公司的发展定位，公司以转变经济发展方式为主线，抓住新一轮西部大开发和建设向西南开放重要的历史机遇，“十三五”规划中，公司将信息产业、现代农林、大健康 and 金融作为四大核心产业，结合四大核心产业，充分运用金融、互联网、科技等手段，促进现有产业的证券化、数字化，推动传统产业从价值链低端向高端逐步攀升，实现现有产业转型升级、与核心产业融合发展，跨

上建设一流投资控股集团的新台阶。

大信息产业方面，公司于 2016 年 4 月投资设立云上云公司，以开放合作为主要方式，以推进基础性、价值来源清晰、影响面大的信息产业重大项目为主线，以培育发展大数据、云计算、卫星应用、空间地理信息应用、智慧城市等新一代信息产业为主攻方向，积极探索新的生产方式和商业模式，实现集团信息产业可持续发展。此外，公司重点推进云南省信息化中心等重大基础设施项目，为全省信息化和信息产业发展提供公共支撑和服务。依托云南省信息产业园，引进一流企业，打造企业综合孵化器，形成产业集群，尽快提升全省信息产业水平；公司积极开展云计算、卫星应用、大数据、空间地理信息应用、智慧城市等重点应用，积极融入互联网经济。以国家“一带一路”战略为导向，助推云南省成为辐射东南亚、南亚的信息中心。

农林业务方面，公司积极探索农、林产业协同发展模式，以云南中以高原特色现代农业示范园区为基础，打造“绿色蔬菜”系列产品、健康安全的高原特色林下养殖产品，与“美藤果油”、“林浆纸”、“高档生态板材”、“高档生活、护理系列用纸”等共同构筑的云投集团生态环保系列产品品牌，不断提升对外贸易力度。以产业经营和资本运营为手段，立足云南，布局全国，围绕“生态+”，实施同心多元化发展战略，将业务范围拓展为园林绿化、生态治理、旅游休闲、医疗健康四位一体，加快实现产业转型和升级，促进集团农林产业板块及生态环保产业的发展。

大健康方面，公司加快完成新昆华医院、阜外和泛亚医院建设，以医疗资源为依托，以信息化贯通医疗健康产业上下游，协同集团旅游、地产、信息、金融、林农等业务板块，积极引入战略合作者，推动股权多元化。通过收购、兼并、参股等方式，寻求大健康产业整合机会，逐步形成集临床医疗、健康管理、药品耗材、康复养老、商业及后勤保障、医疗信息化、生物医药等为一体的医疗健康产业链。

文化方面，依托发达地区文化产业发展环境，充分发掘云南民族、生态以及南亚东南亚资源，着

力打造特点鲜明、主营突出、市场化运作能力强的现代文化企业。通过新建、并购或参股影院，逐步建立跨国院线，形成发行+院线+自营影院的院线格局，积极关注体育、文化娱乐等领域，寻找新的增长点。

旅游方面，积极推进“旅游+”，探索整个旅游酒店板块与大健康、文化、地产等板块的融合发展，培育打造旅游新产品新业态。掌控优质旅游资源，加快旅游产业价值链整合延伸，不断提升酒店板块市场化管理水平，逐步放大规模、输出管理，打造极具价值的质量管理体系，加快建立酒店资产退出通道，实现向轻资产模式转型。

能源方面，积极参与省级燃气管网、成品油管道、省级成品油和天然气战略储备库等项目的投资，扩大经营规模，提升服务水平，努力形成核心竞争力。积极参与云南省电力体制改革，充分运用科技、互联网等手段，在电力交易领域开拓新兴业务。

总体来看，公司发展战略思路明晰，坚持发展核心产业，并根据自身的特点进行了合理的战略布局和投资计划，有利于未来公司的长远发展。同时，为实现战略发展所需的大量资本支出也将给公司带来一定资金压力。

公司治理和管理

产权结构

公司的实际控制人是云南省国资委，是云南省最大的综合性投资集团公司、中国投资协会的常务理事单位。截至 2017 年末，公司下属控股二级公司 25 家，其中全资子公司 11 家。

法人治理结构

公司设有董事会、监事会，董事会任命的管理团队，下设综合管理部、党委工作部、纪检监察室、人力资源部、风险管控部、投资规划部、财务管理部、经营管理部、金融部。各部门的职能较为明晰，为公司的整体协调运作提供了有力支持。

作为云南省政府的投资平台，公司具有相当强的政府背景，但是公司在其治理结构方面一直在尝试按照市场化的模式来运行，许多内部制度和架构

正在逐步完善。

管理水平

目前，公司总部是控股母公司，具有战略决策中心、投资管理中心、资金调配中心、财务控制中心和人力资源开发中心的功能，行使重大决策权、收益权、人事权，实施全面预算管理、战略管理、监督运营管理和产权事务管理。子公司为公司的经营主体、利润主体和成本核算主体，享有独立的法人财产权并对股东的投资承担保值增值责任。对于参股公司，公司通过派出董、监事的方式来参与参股公司的经营决策，特别是在参股公司实现收益的分配上，尽可能多的争取收益的分回。

公司已经先后制定了《云南省投资控股集团有限公司控股企业投资立项决策程序》、《云南省投资控股集团有限公司控股公司财务管理办法》、《云南省投资控股集团有限公司下属控股公司资金管理中心管理办法》、《云南省投资控股集团有限公司控股公司管理办法》等规章制度，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，公司集团化战略投资控股的管理机制也需要进一步加强。

总体来看，公司对其公司本部和下属子公司之间的关系定位较为准确、清晰，在内部控制的建设方面逐步完备。但是，公司下属企业较多导致管理链条较长，给公司经营带来一定的挑战，中诚信证评将持续关注公司对管理体制和风险管理的进一步加强与改善。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告。由于公司 2016 年、2017 年财务报告均追溯调整年初数，因此以下分析合并口径 2015 年及 2016 年的年末数均分别采用 2016 年、2017 年财务报告年初数据。

资本结构

近几年，公司的资产规模保持了快速增长态势，公司资产总额从 2015 年末的 1,559.00 亿元增长到 2017 年末的 2,572.88 亿元，年均复合增长率

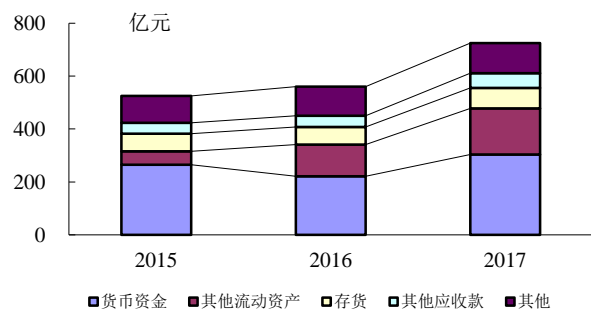
达 28.47%。

公司资产主要以非流动资产为主，2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 1,034.12 亿元、1,416.40 亿元和 1,847.46 亿元，占总资产比重分别为 66.33%、71.63%和 71.81%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2015~2017 年末，公司可供出售金融资产分别为 386.12 亿元、541.91 亿元和 672.51 亿元，增长较快，其中主要包括公司对云天化集团有限责任公司、云南冶金集团股份有限公司、云贵铁路云南有限责任公司和滇西铁路有限责任公司等公司的投资款项，2017 年增长主要系增加对滇西铁路有限责任公司等单位增资以及新增不良资产包及信托计划等；2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 280.89 亿元、338.35 亿元和 425.25 亿元，呈持续增长态势，其中 2016 年，公司新增长江电力及华能澜沧江水电股份有限公司的投资使得公司长期股权投资进一步增长；2017 年增长则主要来自公司追加对华能资本服务有限公司和三峡资本控股有限责任公司的投资。同期，公司固定资产分别为 174.37 亿元、211.99 亿元和 227.38 亿元，固定资产主要为房屋建筑物和煤电机设备，其中 2016 年由于公司收购部分水电站项目及部分在建项目完工，使得固定资产增长明显。同期，公司在建工程分别为 84.43 亿元、78.67 亿元和 159.03 亿元，主要系威信观音山煤矿项目及医疗板块项目等投入，其中 2017 年增幅较大主要系教育医疗项目新增约 60 亿元投资及云南能投项目投资增加所致；此外，2016 年公司长期应收款大幅增至 141.41 亿元，主要系新增扶贫投资款所致，公司作为全省统一的扶贫工作融资主体，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 2017 年末应收 121 家市、县级扶贫平台公司转贷资金 174.96 亿元；2017 年公司长期应收款进一步增至 237.00 亿元，主要是扶贫平台公司转贷资金增加所致。

公司流动资产主要以货币资金、存货、其他应收款以及其他流动资产为主。截至 2017 年末，公司货币资金为 303.40 亿元，较年初增长 36.77%，

主要系公司发行债券等融资工具所致，其中使用受限的货币资金为 6.48 亿元。截至 2017 年末，公司存货为 76.62 亿元，变动不大，主要包括 41.49 亿元开发成本、10.83 亿元工程施工、9.39 亿元石化燃气及商品房等库存商品和 8.55 亿元消耗性生物资产，其中开发成本主要是公司房地产子公司开发的云投中心等房产项目。公司其他流动资产主要为短期委托贷款和短期固定收益理财产品等，截至 2017 年末，其他流动资产为 175.06 亿元，其中短期委托贷款 70.74 亿元、理财产品 88.29 亿元，较上年增长 46.32%，主要是公司利用冗余资金购买理财产品所致。截至 2017 年末，公司其他应收款为 55.88 亿元，较上年增长 33.25%，最大一笔为补偿空军资金挂账 22.54 亿元。

图 6: 2015~2017 年末公司流动资产分析



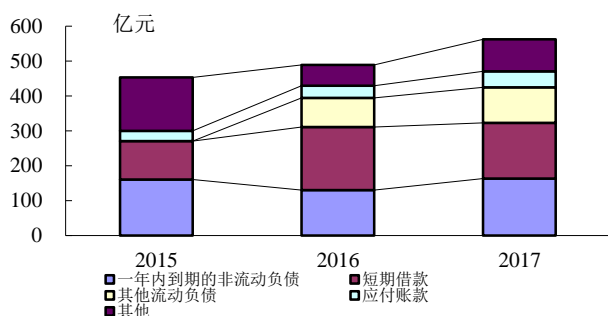
资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

在资产规模大幅增长的同时，公司负债规模也不断增长。2015~2017 年末，公司负债总额分别为 1,033.48 亿元、1,382.74 亿元和 1,744.03 亿元，年均复合增长率 29.91%。

非流动负债是公司负债的主要构成，2015~2017 年，公司非流动负债分别为 579.93 亿元、893.37 亿元和 1,181.54 亿元，截至 2017 年末占公司总负债的比重为 67.75%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，2015~2017 年末，公司长期借款分别为 274.16 亿元、472.36 亿元和 728.98 亿元，主要为保证借款、质押借款以及信用借款，每年增幅均较大，主要是随公司业务规模扩张，教育医疗等项目投资需求增加，向金融机构借入长期资金所致。同期，公司应付债券分别为 275.26 亿元、400.57 亿元和 423.48 亿元，增速较快，主要系公司业务规模扩张、投资力度加大使得资金需求较高。

公司的流动负债主要以短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等为主，截至 2017 年末，上述科目余额分别为 160.19 亿元、163.00 亿元和 101.94 亿元。由于公司近年来业务规模不断扩张，新建和扩建项目较多，流动资金需求明显增加，短期借款一直保持较大规模；其他流动负债主要为公司发行的短期融资券；一年内到期的非流动负债主要以一年内到期的长期借款和应付债券为主。除有息债务以外，流动负债主要以应付账款和其他应付款为主。截至 2017 年末，应付账款为 45.43 亿元，其中账龄在 1 年以内的应付账款占比 63.26%，主要为公司应付各工程公司的工程款。截至 2017 年末，公司其他应付款为 28.98 亿元，公司其他应付款主要为应付保证金、质保金和应付代垫款。

图 7：2015~2017 年末公司流动负债分析

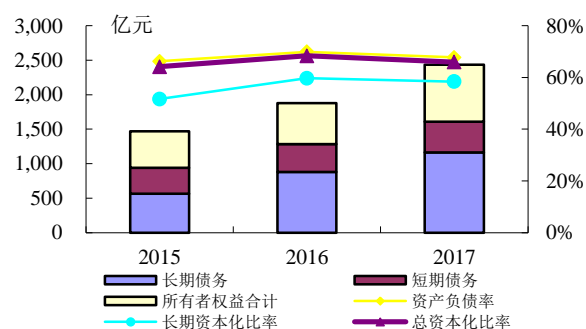


资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

所有者权益方面，受资产注入等因素影响，2015~2017 年末，公司的所有者权益合计持续增加，分别为 525.52 亿元、594.50 亿元和 828.85 亿元。同期，公司实收资本分别为 201.38 亿元、221.99 亿元和 241.70 亿元，其中 2016 年，公司根据《云南省财政厅关于下达 2016 年阜外医院项目建设省级资本金（新增地方政府债券）的通知》云财建[2016]109 号将云南省财政厅通过新增政府债券下达云南省阜外心血管病医院和云南省泛亚国际心血管病医院项目建设资金 2 亿元转为实收资本，同时公司根据云南省政府办公厅下发文件将财政拨 18.61 亿元铁路建设资金转为实收资本；2017 年，公司再次将财政下拨 17.66 亿元铁路建设资金转为实收资本，收到云南省财政厅阜外项目 2.00 亿元及其他 500 万元转为实收资本。同期，公司其他权益工具分别为 10.00 亿元、35.00 亿元和 100.00 亿元，

截至 2017 年末主要系公司于 2015 年 12 月和 2016 年 11 月发行的金额分别为 10.00 亿元和 25.00 亿元的永续中票、于 2017 年 10 月及 12 月发行的金额为 20 亿元和 10 亿元永续中票、于 2017 年收到的与华澳国际信托有限公司 30 亿元永续期信托贷款以及于 2017 年 12 月发行 5 亿元债权融资计划。2015~2017 年末，公司资本公积分别为 32.41 亿元、23.01 亿元和 18.18 亿元，呈持续下降趋势，其中 2016 年公司资本公积下降 9.39 亿元，主要由于下属子公司能投公司减少资本公积所致；2017 年进一步减少 4.83 亿元，主要系公司回购云南锡业集团（控股）有限责任公司剩余股权所致。同期，公司少数股东权益分别为 270.25 亿元、296.75 亿元和 458.04 亿元，2017 年大幅增长主要系云南能投发行永续债及股权基金引入云南能投少数股东权益增加，以及子公司云南医投相关项目少数股东投入增加。由于 2017 年公司大量发行权益性融资工具以及少数股东权益大幅增加推升所有者权益规模，近三年公司资产负债率呈先升后降趋势，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 66.29%、69.93% 和 67.79%。

图 8：2015~2017 年末公司资本结构分析

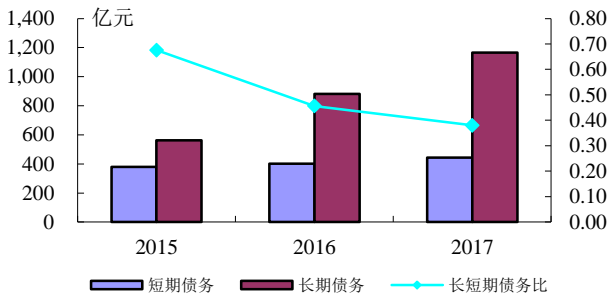


资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

近年来由于公司投资项目较多，债务规模逐年增长。2015~2017 年末，公司的总债务分别为 942.18 亿元、1,284.31 亿元和 1,608.50 亿元，同期，公司总资本化比率分别为 64.19%、68.36% 和 65.99%，其中 2017 年总资本化比率由于权益增幅较大而略有下降，但中诚信证评关注到，截至 2017 年末，公司所有者权益合计中，其他权益工具 100 亿元，主要系公司发行的永续中票、永续期信托贷款及债权融资计划等。中诚信证评对公司实际债务状况保

持关注。从债务结构来看，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.68 倍、0.46 倍和 0.38 倍，公司短期债务规模相对较大。总体来看，未来几年随着公司在铁路、医疗等项目的逐步投入，公司资本性支出将持续增长。

图 9：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从母公司口径来看，2015~2017 年末，母公司总资产分别为 608.64 亿元、739.15 亿元和 749.38 亿元，母公司的资产主要是由对子公司及联营企业的长期股权投资、其他应收款、其他流动资产和可供出售金融资产组成。截至 2017 年末，母公司的长期股权投资账面价值为 482.31 亿元，占母公司总资产的比重达到 64.36%，较 2016 年末的 439.39 亿元增加 42.92 亿元，主要系 2017 年追加对云南省铁路投资有限公司投资 20.65 亿元、追加对云南省资产管理有限公司投资 10.00 亿元投资所致。截至 2017 年末，公司其他应收款为 135.71 亿元，其中前 5 名为对云南省滇中产业新区开发投资有限公司、云南云景林纸股份有限公司、云南云投版纳石化有限责任公司等子公司往来款，合计 76.86 亿元，占比达 56.63%。截至 2017 年末，其他流动资产为 55.24 亿元，主要为短期委托贷款；同期，可供出售金融资产为 51.88 亿元，主要为可供出售权益工具。

2015~2017 年末，母公司总负债分别为 378.30 亿元、466.11 亿元和 406.71 亿元，主要由短期借款、长期借款、应付债券和一年内到期的非流动负债构成，其中 2017 年规模降低主要是短期借款和应付债券下降所致。截至 2017 年末，母公司上述四个科目分别为 53.42 亿元、80.58 亿元、89.22 亿元和 72.77 亿元，占总负债的比重分别为 13.13%、

19.81%、21.94%和 17.89%。

2015~2017 年末，母公司所有者权益合计分别为 230.34 亿元、273.04 亿元和 342.68 亿元，主要由实收资本和其他权益工具构成。截至 2017 年末，母公司实收资本为 241.70 亿元，较 2016 年末增加 19.71 亿元，主要来自铁路建设资金转入。同期，公司其他权益工具为 100.00 亿元，同样为母公司发行的永续中票、可续期信托贷款及债权融资计划等。

总体来看，公司涉足产业范围较广，总资产规模较大且近年来呈持续增长态势，同时负债规模不断增加，资产负债率受所有者权益合计大幅增加影响有所下降，但所有者权益合计中权益性融资工具规模较大且增长很快，中诚信证评对公司负债水平保持关注。

盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 538.04 亿元、698.17 亿元和 895.17 亿元，受益于公司的商贸和劳务板块收入持续增长，公司收入规模持续增加。商贸劳务是公司营业收入的最主要组成部分，近年来收入规模保持大幅增长，2017 年增至 690.78 亿元，占营业总收入的比重达 77.17%。同时，公司每年持续获得较大规模的投资收益，是公司核心营业收入来源，主要来自金融板块和参股水电项目，2015~2017 年，分别为 33.48 亿元、79.40 亿元和 28.50 亿元，其中 2016 年同比大幅增加，主要来自出让川云公司股权获得的投资收益，2017 年相对回归正常，主要系云南能投参股的水电公司贡献投资收益及参股富滇银行所获收益。资源开发板块方面，2015~2017 年，公司分别实现收入 119.80 亿元、80.53 亿元和 140.43 亿元，主要来自油气化工板块，2016 年，公司停止垫资贸易使得公司成品油销售收入有所下降，2017 年公司恢复成品油贸易并增加贸易供应商，同时云南石化本部钢材煤炭采购及委托加工等也使得云南石化本部收入大幅增长，油气化工贸易增长较快；林业资源主要系云景林纸林地建设及纸浆销售业务，2017 年审计调整将云景林纸及相关收入分类至制造业中核算，原林业资源中其他收入计入商贸劳务板块。受火电行业低

迷及上网电价下降影响，近年来电力资源收入出现小幅下降。2015~2017年，公司房地产业务收入分别为1.04亿元、10.35亿元和4.80亿元，其中2016年同比大幅增加，主要系当年公司集中出售写字楼所致。公司旅游业、金融业收入相对稳定。

毛利率方面，2015~2017年，公司的综合营业毛利率分别为5.64%、16.71%和7.91%，其中2016

年有所增加主要系2016年公司投资收益大幅增加所致，同时公司油气化工业务毛利大幅增加，主要系公司盐业收入毛利率较高所致。2017年，随着毛利率较高的投资收益板块规模回落正常，对公司综合毛利率的提升带动作用有所下降，公司综合毛利率也有所回落。

表 14：2015~2017 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	2015		2016		2017	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
资源开发	119.80	8.84	80.53	17.62	140.43	11.71
其中：电力资源	22.21	18.68	16.10	28.01	13.28	35.44
油气、化工	75.36	1.47	64.43	15.02	127.15	9.23
林业资源	22.23	23.97	--	--	--	--
制造业	--	--	9.18	11.38	11.59	28.28
金融业	5.71	91.70	9.18	77.30	6.13	52.82
旅游业	10.85	42.66	10.04	49.24	9.24	42.81
房地产业	1.04	33.73	10.35	12.57	4.80	27.98
商贸、劳务	362.96	0.75	496.43	1.47	690.78	1.77
投资收益	33.48	100.00	79.40	100.00	28.50	100.00
利息收入	1.88	-1,496.11	--	--	--	--
其他收入	2.32	64.37	3.07	45.55	3.72	48.28
综合	538.04	5.64	698.17	16.71	895.17	7.91

注：1、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；2、依据公司2017年审计报告，为匹配银行间市场交易商协会惯例指标计算，公司将2016年年初及2017年本部和专业投资类公司产生的利息收入放到主营业务收入-投资收益中核算，将其产生的利息支出调整至财务费用-利息支出科目下核算。

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

期间费用方面，2015~2017年公司三费合计分别为22.88亿元、63.33亿元和69.21亿元，其中管理费用和财务费用占比较大，管理费用占比较大主要系公司管理结构层次较多所致；2016年以来，公司财务费用大幅增长，除债务规模增加外，主要系2017年公司进行追溯调整，公司本部及专业投资类子公司向银行等金融机构借款所发生的全部费用化利息支出，由原单独计入成本中利息支出科目全部调整至财务费用，使得财务费用中利息支出增加明显。随着期间费用的上升，公司三费收入占比逐年上升，分别为4.25%、9.07%和7.73%，2017年随营业总收入增长略有下降。

表 15：2015~2017 年公司期间费用情况

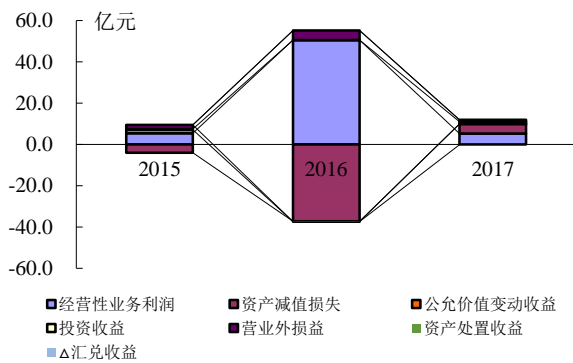
项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	5.93	8.81	10.66
管理费用（亿元）	10.81	16.39	17.95
财务费用（亿元）	6.14	38.13	40.60
三费合计（亿元）	22.88	63.33	69.21
营业总收入（亿元）	538.04	698.17	895.17
三费收入占比（%）	4.25	9.07	7.73

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

2015~2017年，公司利润总额分别为5.43亿元、17.89亿元和11.89亿元。从利润构成上看，公司利润主要来自经营性业务利润和营业外损益。其中，2015~2017年，经营性业务利润分别为5.43亿元、50.53亿元和5.33亿元，2016年，公司营业收入中投资收益大幅增加使得公司经营性业务利润较上年大幅增加；2017年相对无股权出售获得投资收

益，同时营业成本增加较快，但公司当年获得 6.36 亿元政府补助计入其他收益，相对平衡了经营性业务利润。2015~2017 年，营业外损益分别为 1.99 亿元、4.63 亿元和 0.92 亿元，2017 年大幅下降主要系会计准则变更，将政府补助计入其他收益科目所致。同期，公司资产减值损失分别为-4.00 亿元、-37.19 亿元和 4.63 亿元，2016 年，公司对云南煤化工集团有限公司和云南勐象竹业有限公司的债权产生坏账损失约 15 亿元，对云南云维集团有限公司股权投资计提定向投资减值准备约 8 亿元，使得公司当期资产减值损失较大，一定程度上侵蚀了公司利润；2017 年煤化工债务重组减值准备转回部分资金。此外，2017 年公司实现投资收益 1.07 亿元，主要来自持有可供出售金融资产和理财产品投资收益。

图 10：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从母公司口径来看，2015~2017 年，母公司的营业总收入分别为 18.19 亿元、13.33 亿元和 23.51 亿元，主要包括利息收入和投资收益，规模随投资收益的波动而波动。同期，母公司的利润总额分别为 0.23 亿元、0.24 亿元和 0.34 亿元，2015~2016 年主要来自资产减值损失，2017 年主要由经营性业务利润构成，公司经营性业务利润波动较大，2017 年由于营业收入增加而由负转正。

总体来看，2016 年公司利润水平大幅上升，主要是由于出让下属子公司的股权所致，并不具有可持续性；2017 年公司营业收入同期增幅较大，但盈利能力对政府补助依赖较大。母公司利润水平主要依赖投资收益，未来随着公司在建项目的陆续投产，收入和利润水平或将有所提高，中诚信证评对公司整体盈利能力保持关注。

偿债能力

近几年，随着电力、铁路等建设投入，公司对外融资规模呈逐年上升的趋势，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 942.18 亿元、1,284.31 亿元和 1,608.50 亿元。

随着公司营业总收入的不断提高，EBITDA 逐年增长，2015~2017 年，分别为 71.12 亿元、71.21 亿元和 93.75 亿元；同期，公司经营活动净现金流呈上升趋势，分别为 21.19 亿元、21.58 亿元和 60.97 亿元。偿债能力指标方面，2015~2017 年，EBITDA 利息保障倍数分别为 1.33 倍、1.39 倍和 1.37 倍，虽有波动但可对利息支出形成完全覆盖；同期经营活动净现金流利息倍数分别为 0.40 倍、0.42 倍和 0.89 倍，无法完全覆盖利息支出。近年来，由于公司债务规模快速增长，EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力不足。

表 16：2015~2017 年公司偿债能力分析（合并口径）

项目名称	2015	2016	2017
总债务（亿元）	942.18	1,284.31	1,608.50
EBITDA（亿元）	71.12	71.21	93.75
经营活动净现金流（亿元）	21.19	21.58	60.97
总债务/EBITDA (X)	13.25	18.04	17.16
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.02	0.04
资产负债率 (%)	66.29	69.93	67.79
总资本化比率 (%)	64.19	68.36	65.99
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.33	1.39	1.37
经营活动净现金流利息倍数 (X)	0.40	0.42	0.89

注：2015 年财务性利息支出包含企业计入营业成本的利息支出，利息及相关指标仅供参考。

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从母公司口径来看，2015~2017 年末，母公司的总债务分别为 325.88 亿元、397.00 亿元和 394.83 亿元，经营活动净现金流/总债务分别为 0.05 倍、0.02 倍和 0.03 倍，经营活动对债务的覆盖能力有待提高；同期，总债务/EBITDA 分别为 17.84 倍、22.03 倍和 18.59 倍，EBITDA 对债务覆盖能力处于较弱水平。利息保障倍数方面，母公司各期经营活动净现金流均无法有效覆盖其利息支出；2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障系数分别为 1.02 倍、1.03 倍和 1.02 倍，可覆盖利息支出。

表 17: 2015~2017 年母公司口径偿债能力分析

项目名称	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	325.88	397.00	394.83
EBITDA (亿元)	18.27	18.02	21.24
经营活动净现金流 (亿元)	16.60	5.98	10.22
总债务/EBITDA (X)	17.84	22.03	18.59
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.05	0.02	0.03
资产负债率 (%)	62.16	63.06	54.27
总资本化比率 (%)	58.59	59.25	53.54
EBITDA 利息保障系数 (X)	1.02	1.03	1.02
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	0.92	0.34	0.49

资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

截至 2017 年末, 公司本部总债务规模为 394.83 亿元, 根据公司债务还款计划, 2018 年需偿还债务 223.47 亿元 (实为滚动规模), 其中截至 2018 年 5 月 15 日已偿还 100.95 亿元, 2018 年 5 月 15 日~2018 年末公司本部剩余未偿还债务为 122.52 亿元, 后期拟通过再融资及控股公司分红资金等进行偿还。整体来看, 公司近期偿债压力仍较大。

或有负债方面, 截至 2017 年末, 公司对集团外企业提供担保余额 74.51 亿元, 其中单笔担保金额较大的被担保企业有云南省国有资本运营有限公司等, 中诚信证评将对此保持持续关注。截至 2017 年末, 公司对外担保余额占净资产的比重为 8.99%。

表 18: 截至 2017 年末公司对外担保前五大被担保人情况

被担保人	担保余额 (亿元)	担保期限
云南省国有资本运营有限公司	30.00	2016.11~2020.11
华能澜沧江水电股份有限公司	15.70	2011.12~2019.7
云天化集团有限公司	12.00	2017.7~2021.7
滇西公司铁路有限责任公司	3.34	2015.6~2029.12
滇南公司铁路有限责任公司	3.00	2014.3~2038.3
合计	64.04	--

资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

受限资产方面, 公司将货币资金、房产、土地使用权、景区收费权、股权等进行抵押获得银行借款, 截至 2017 年末, 除景区收费权等暂无法统计账面价值的资产外, 抵押物账面价值为 45.32 亿元, 占总资产比重为 1.76%。

同时, 公司与银行的合作关系良好。截至 2017 年末, 公司合并口径共获银行授信总额 2,092.68 亿

元, 有效剩余额度 1,124.27 亿元, 可为公司偿付债务提供较强的流动性支持。截至 2018 年 3 月末, 母公司口径共获得总授信额度 452.98 亿元, 其中未使用额度为 196.21 亿元。

截至 2017 年末, 公司存在以下未决诉讼、仲裁及其他事项形成的或有负债:

1、云南能投

(1) 云南天冶化工有限公司 (以下简称“天冶化工”) 于 2015 年参与“公司氯碱项目 2×45t/h 锅炉烟气脱硫改造项目系统工艺包设备采购、施工总承包”项目招标, 并取得《中标通知书》后, 公司迟迟不与福建鑫泽环保设备工程有限公司签订合同, 2017 年 9 月 12 日, 福建鑫泽环保设备工程有限公司向文山市法院诉讼云南天冶化工承担缔约过失赔偿责任, 赔偿金额 23.5 万元。截至 2017 年末该案件尚在审理中。

(2) 云南能投威士科技股份有限公司 (以下简称“威士公司”) 2014 年 5 月 22 日与云南冠康科技有限公司 (以下简称“冠康科技”)、云南蓝翼睿通科技有限公司 (以下简称“蓝翼睿通”)、马明签订了《物资采购合同》。合同签订后, 威士公司已按约定将货物交付给冠康科技, 但冠康科技在合同签订后仅向威士公司支付货款 190 万元, 其余合同款项及相关费用未能支付, 担保人也未履行担保还款责任。2016 年 8 月 5 日, 威士公司将该纠纷诉至昆明仲裁委员会申请裁决, 2017 年 10 月 24 日, 昆明仲裁委员会出具裁决书。

(3) 云南滇东云电投煤业有限公司 (以下简称“滇东公司”) 于 2013 年 3 月份开始与宣威市恒达煤焦运销有限公司 (以下简称“恒达公司”) 合作。恒达公司欠滇东公司煤炭销售款 394.78 万元未还。滇东公司于 2016 年 3 月 29 日向宣威市人民法院递交诉状, 于 2017 年 7 月判决滇东公司胜诉。之后, 恒达公司对滇东公司提起反诉, 一审判决无效。

(4) 威信能源公司目前存在诉讼阶段的被诉案件包括建设工程施工合同纠纷 2 件, 建筑工程分包合同纠纷 1 件, 目前案件需重新核实证据, 何时开庭未得到最新通知。

(5) 香港云能国际投资有限公司 (以下简称

“香港公司”) 2014年1月13日与印尼 CV SINAR BAUNTUNG 公司(以下简称“印尼公司”)签订了拟采购 99 万吨煤炭的煤炭购销合同, 香港公司支付预付款及船务费后, 因对方发运的煤炭验收不合格, 香港公司拒收, 至今印尼公司未退还货款。香港公司向国际商会国际仲裁院 (ICC) 提起仲裁, 并于 2017 年 12 月 14 日首次开庭, 由于最终赔偿责任取决于各方协商或案件的判决和执行情况, 预计损失的金额具有不确定性。

(6) 香港公司 2014 年 1 月 20 日与香港源通投资有限公司(以下简称“源通公司”)签订了阴极铜贸易合同, 2014 年 1 月 21 日, 香港公司支付完合同总价款 410.58 万美元, 但源通公司未按合同供货, 支付 50 万美元的款项后剩余 360.58 万美元款项仍在催收中。香港公司于 2017 年 2 月 22 日提起仲裁, 该案于 2017 年 8 月已做出裁决。

2、云南铁投

(1) 云南泰耀实业集团有限责任公司(以下简称“泰耀公司”)涉及保证金和应收货款共计 16,967.95 万元。公安机关已刑事立案侦查, 犯罪嫌疑人马坚已被列入国际刑警组织追逃名单。由于此刑事案件尚未结案, 恒维公司无法对泰耀公司及其担保企业进行民事诉讼保全。目前, 公司定期与公安机关沟通协调, 跟踪此案件的进展情况。

(2) 恒维实业与阳山县同兴铜材有限公司(以下简称“阳山同兴公司”) 2014 年度合作保证金为 0.4 亿元。2014 年度合作到期后, 收回保证金 400 万元。剩余的 3,600 万元保证金到期未能清偿。2015 年 7 月恒维实业对阳山同兴公司向法院提起诉讼, 并申请法院采取诉讼保全措施, 但阳山同兴公司对管辖异议的裁定不服, 向云南省高级人民法院提出上诉。目前该案等待省高院立案庭审查异议材料后作出裁定。

(3) 恒维实业与迪庆光华冶金炉料有限责任公司(以下简称“迪庆光华公司”) 2014 年发生两次合作, 保证金共计为 1.4 亿元。合作到期后, 保证金逾期未归还 1.4 亿元。2015 年 8 月恒维实业对迪庆光华公司向法院提起诉讼, 并申请法院采取诉讼保全措施。由于迪庆光华公司提出管辖权异议, 截

至 2016 年末, 恒维公司与迪庆光华公司管辖异议的上诉卷宗材料已移交省高院, 将迪庆光华公司案件移送云南省高级人民法院管辖。

3、云南医投

2016 年 7 月 6 日云投医投子公司瑞丽云投康健投资管理有限公司(以下简称“瑞丽康健”)向德宏州中级法院提出诉讼, 认为该公司项目医院部分 EPC 总承包单位上海现代建筑设计(集团)有限公司(以下简称“上海现代”)中标后将所有施工工作非法转包, 诉讼过程中, 上海现代建筑设计集团工程建设咨询有限公司提交民事反诉状, 该诉讼尚未判决。

4、云南云投生态环境科技股份有限公司

(1) 南充市华盛建筑工程有限公司(以下简称“华盛公司”)诉公司及南充分公司建设工程合同纠纷

2016 年 11 月 28 日, 华盛公司以“建设工程施工合同纠纷”为由对公司及公司南充分公司提起民事诉讼案, 华盛公司要求公司南充分公司向其支付拖欠的工程款、延期支付工程款的资金利息及违约金, 上述诉讼涉及金额合计 18,600 万元。该案件于 2017 年 4 月 19 日在四川省高级人民法院开庭审理, 原告方华盛公司当庭提出和解, 双方尚未达成和解方案, 法院也未作出判决, 但由于华盛公司申请诉前财产保全, 公司 10,000 万元的资金被南充市中级人民法院冻结。

(2) 杜其星诉公司合同纠纷

2011 年 4 月 28 日, 公司与杜其星签订《南充 BT 项目投资建设目标管理协议书》。在华盛公司诉讼案件应诉过程中, 公司发现杜其星有违反公司规定的行为, 涉嫌侵害公司合法权益, 经公司研究决定, 于 2017 年 4 月 12 日免除杜其星南充分公司负责人及总经理。因此, 2017 年 7 月 13 日杜其星以“合同纠纷”为由向四川省高级人民法院提起诉讼。该案由 2017 年 11 月 14 日在四川省高级人民法院开庭审理, 但法院尚未作出判决。

(3) 西部水电建设有限公司(以下简称“西部水电”)诉公司、六盘水北大教育投资有限公司(以下简称“六盘水教育”)及文德扬建设工程合同纠纷

2015年8月31日、2015年9月23日，公司及西部水电（承包人、乙方）分别于六盘水教育（发包人、甲方）签订相关建筑工程合同价款共计25,600.00万元，同时，西部水电（分包人、乙方）与公司（总包人、甲方）签订分包合同，承建公司六盘水项目13,500.00万元工程，后2016年确认应付工程款3,805.10万元。西部水电多次要求公司及六盘水教育履行合同付款义务未果，于2017年6月5日向贵州省高级人民法院起诉公司、六盘水教育及文德扬，请求支付工程款、违约金及退还保证金。2017年8月3日，公司部分银行的部分账户资金额度5,550万元被冻结。

（4）六盘水教育反诉公司建设工程合同纠纷

2015年8月20日，六盘水教育与公司、西部水电就六盘水外国语实验学校工程签订《建筑工程施工合同》。六盘水教育因公司起诉其支付工程款的案件以公司拖延工期、支付资金未按时到位等原因导致工程未按时竣工验收为由，于2017年9月25日提起反诉，要求公司继续履行2015年8月20日签订的《建筑工程施工合同》，尽快将竣工验收合格的六盘水外国语实验学校工程交付并支付违约金。

截至公司财务报告批准报出日，法院尚未就上述诉讼案件作出任何判决。由于上述诉讼事项对公司的影响取决于法院的最终判决，因此其对财务报表的影响尚存在重大不确定性。

基于对公司外部环境和内部运营实力的综合评估，中诚信证评肯定了云南省持续增长的区域经济、股东支持力度较大、公司的重要战略地位、银行授信较充足等因素对公司信用实力的支撑作用。中诚信证评同时关注到公司产业控制力不强、面临较大资金压力以及总债务规模上升等因素对公司未来经营以及整体信用状况的影响。

结 论

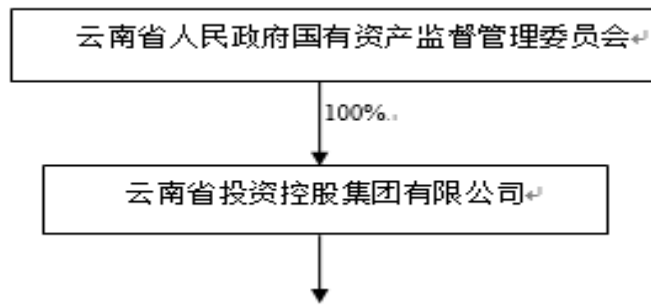
综上，中诚信证评评定云南省投资控股集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“2019年第一期云南省投资控股集团有限公司玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券”债项的信用等级为**AAA**。

关于2019年第一期云南省投资控股集团有限公司 玉磨铁路及蔬菜园项目公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

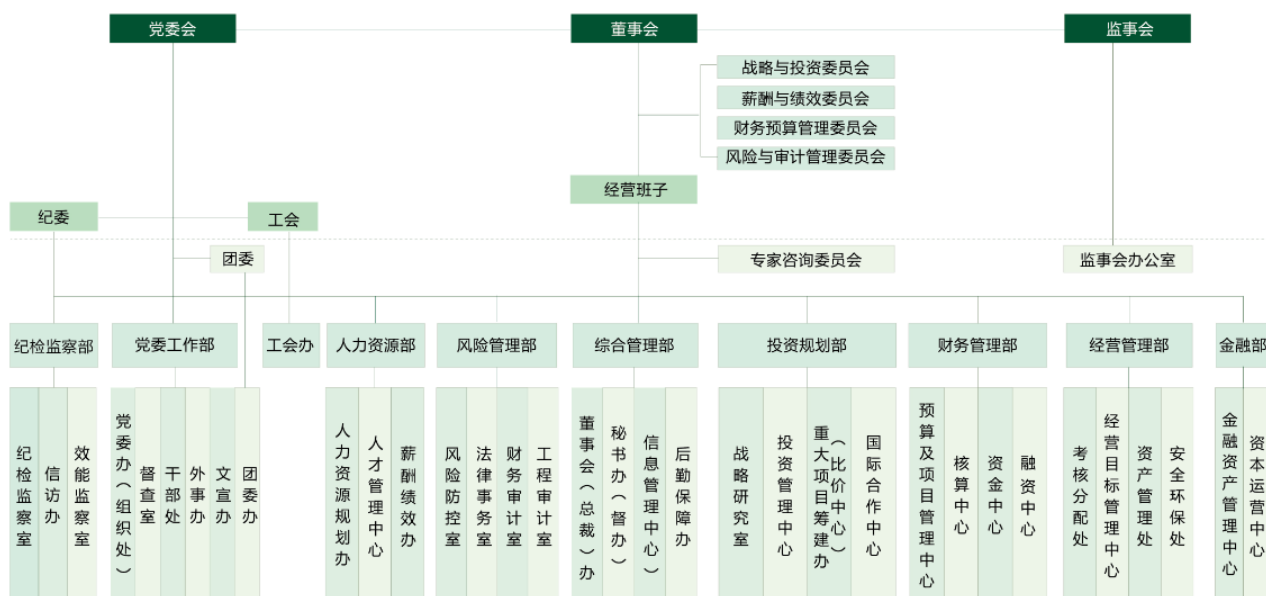
附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	企业名称	实收资本（股本） （元）	持股比例 （%）	享有表决权 （%）	级次
1	云南省能源投资集团有限公司	11,659,997,623.80	83.08	83.08	二级
2	云南省旅游投资有限公司	500,000,000.00	100.00	100.00	二级
3	云南省铁路投资有限公司	19,149,740,000.00	75.23	75.23	二级
4	云南云景林纸股份有限公司	420,000,000.00	89.21	89.21	二级
5	云南云景符源贸易服务有限公司	20,000,000.00	89.21	89.21	二级
6	云南云投建设有限公司	500,000,000.00	99.00	99.00	二级
7	云南云投创新投资中心（有限合伙）	972,650,000.00	100.00	100.00	二级
8	云投文化发展（北京）有限公司	5,000,000.00	100.00	100.00	二级
9	云南省滇中产业新区开发投资有限公司	900,400,000.00	100.00	100.00	二级
10	云南云投生态环境科技股份有限公司	184,132,890.00	21.10	21.10	二级
11	云南云投股权投资基金管理有限公司	30,000,000.00	100.00	100.00	二级
12	云投旺世融资租赁有限公司	200,000,000.00	90.00	90.00	二级
13	云南石化燃气有限公司	1,345,313,542.01	100.00	100.00	二级
14	云南泰兴矿业有限公司	46,666,667.00	90.00	90.00	二级
15	云投国际（香港）有限公司	65,000,000.00	100.00	100.00	二级
16	云南云投国有资本运营股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2,480,078,000.00	100.00	100.00	二级
17	云南省扶贫投资开发有限公司	9,790,000,000.00	2.04	2.04	二级
18	云南西南招标有限公司	200,000,000.00	100.00	100.00	二级
19	云南省资产管理有限公司	2,000,000,000.00	100.00	100.00	二级
20	云南省信息产业投资有限公司	60,000,000.00	100.00	100.00	二级
21	云南中以科技创新发展有限公司	153,000.00	51.00	51.00	二级
22	吴哥国际机场投资（柬埔寨）有限公司	549,362,442.00	76.60	76.60	二级
23	云南省医疗投资管理有限公司	2,371,429,700.00	70.00	70.00	二级
24	中视云投文化产业投资有限公司	100,000,000.00	60.00	60.00	二级
25	云南省现代农林投资有限公司	234,767,200.00	74.12	74.12	二级

注：公司为云南云投生态环境科技股份有限公司、云南省扶贫投资开发有限公司的第一大股东，虽拥有表决权不足半数但能对其形成控制。
资料来源：公司提供

附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2017 末）



资料来源：公司提供

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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	2,651,732.93	2,218,369.24	3,033,974.85
应收账款	318,560.16	411,148.31	459,841.51
其他应收款	405,236.42	419,325.74	558,849.40
存货	672,828.39	670,948.92	766,210.79
可供出售金融资产	3,861,247.38	5,419,076.92	6,725,108.19
长期股权投资	2,808,859.78	3,383,495.36	4,252,494.30
在建工程	844,292.43	786,738.29	1,590,312.10
无形资产	281,455.09	324,743.48	385,015.59
总资产	15,589,989.59	19,772,461.62	25,728,791.36
其他应付款	165,672.08	199,995.97	289,781.36
短期债务	3,800,260.73	4,024,859.54	4,431,007.02
长期债务	5,621,567.80	8,818,253.56	11,653,983.83
总债务	9,421,828.53	12,843,113.10	16,084,990.85
总负债	10,334,787.05	13,827,429.38	17,440,333.07
费用化利息支出	400,462.72	388,465.97	574,632.46
资本化利息支出	133,405.35	123,092.16	107,497.49
实收资本	2,013,800.00	2,219,930.00	2,417,030.00
少数股东权益	2,702,488.92	2,967,549.62	4,580,363.48
所有者权益（含少数股东权益）	5,255,202.55	5,945,032.24	8,288,458.28
营业总收入	5,380,444.65	6,981,705.85	8,951,740.60
三费前利润	283,159.50	1,138,609.33	681,736.50
投资收益	2,822.09	1,207.46	10,733.89
营业外收入	33,351.98	65,997.31	17,800.46
净利润	36,335.20	162,686.72	86,948.91
EBIT	454,776.23	567,415.20	693,521.05
EBITDA	711,190.12	712,106.38	937,522.30
销售商品、提供劳务收到的现金	3,689,677.09	4,303,327.67	6,326,242.65
收到其他与经营活动有关的现金	505,474.56	232,549.74	538,831.99
购买商品、接受劳务支付的现金	3,307,549.36	3,838,747.87	5,607,402.53
支付其他与经营活动有关的现金	502,764.16	217,425.09	336,915.15
吸收投资收到的现金	2,109,931.38	1,135,552.38	2,053,542.96
资本支出	431,222.04	434,254.52	764,397.44
经营活动产生现金净流量	211,876.04	215,819.30	609,697.96
投资活动产生现金净流量	-1,949,508.35	-3,971,209.69	-4,087,629.87
筹资活动产生现金净流量	2,927,253.06	3,300,166.39	4,361,087.64

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	5.64	16.71	7.91
三费收入比 (%)	4.25	9.07	7.73
总资产收益率 (%)	3.25	3.21	3.05
流动比率 (X)	1.16	1.15	1.29
速动比率 (X)	1.01	1.01	1.15
资产负债率 (%)	66.29	69.93	67.79
总资本化比率 (%)	64.19	68.36	65.99
长短期债务比 (X)	0.68	0.46	0.38
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.02	0.02	0.04
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.06	0.05	0.14
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.40	0.42	0.89
总债务/EBITDA (X)	13.25	18.04	17.16
EBITDA/短期债务 (X)	0.19	0.18	0.21
货币资金/短期债务 (X)	0.70	0.55	0.68
EBITDA 利息倍数 (X)	1.33	1.39	1.37

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、2015 年费用化利息支出包含企业计入营业成本的利息支出，利息及相关指标仅供参考；3、中诚信证评合并口径债务统计包含其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款中有息债务；4、由于公司合并口径 2016 年、2017 年财务报告均追溯调整年初数，因此 2015 年、2016 年年末数采用 2016 年、2017 年财务报告年初数据。

附四：云南省投资控股集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	179,748.13	447,202.98	109,065.45
应收账款	0.00	0.00	260.00
其他应收款	851,455.91	1,483,793.07	1,357,058.71
存货	12.00	12.00	0.00
可供出售金融资产	365,144.60	425,819.41	518,786.86
长期股权投资	3,826,603.05	4,393,925.16	4,823,121.08
在建工程	2.00	0.00	0.00
无形资产	3,357.69	3,247.62	3,154.63
总资产	6,086,360.95	7,391,501.74	7,493,827.00
其他应付款	474,643.98	657,208.38	551,374.56
短期债务	1,428,667.23	1,799,693.11	2,250,317.45
长期债务	1,830,155.70	2,170,321.48	1,697,970.21
总债务	3,258,822.93	3,970,014.58	3,948,287.66
总负债	3,783,005.34	4,661,145.26	4,067,054.25
费用化利息支出	179,950.02	175,092.53	207,368.63
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	2,013,800.00	2,219,930.00	2,417,030.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	2,303,355.61	2,730,356.48	3,426,772.75
营业总收入	181,864.62	133,283.54	235,053.98
三费前利润	-802.00	129,774.21	233,141.77
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收入	154.01	30.64	327.40
净利润	2,256.52	2,425.52	3,391.98
EBIT	182,206.54	177,518.05	210,760.61
EBITDA	182,708.36	180,181.46	212,368.05
销售商品、提供劳务收到的现金	147,807.50	59,988.57	86,548.64
收到其他与经营活动有关的现金	33,017.41	20,990.39	42,412.16
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	5,889.59	10,558.58	12,972.13
吸收投资收到的现金	535,402.70	469,750.00	970,200.00
资本支出	19.12	56.91	69.41
经营活动产生现金净流量	166,038.82	59,783.45	102,228.48
投资活动产生现金净流量	-967,621.64	-921,879.38	-601,787.47
筹资活动产生现金净流量	737,709.16	1,125,056.94	198,343.24

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	0.91	99.81	99.83
三费收入比 (%)	5.81	140.44	92.19
总资产收益率 (%)	3.18	2.63	2.83
流动比率 (X)	0.80	0.98	0.87
速动比率 (X)	0.80	0.98	0.87
资产负债率 (%)	62.16	63.06	54.27
总资本化比率 (%)	58.59	59.25	53.54
长短期债务比 (X)	0.78	0.83	1.33
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.05	0.02	0.03
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.12	0.03	0.05
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.92	0.34	0.49
总债务/EBITDA (X)	17.84	22.03	18.59
EBITDA/短期债务 (X)	0.13	0.10	0.09
货币资金/短期债务 (X)	0.13	0.25	0.05
EBITDA 利息倍数 (X)	1.02	1.03	1.02

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、2015 年费用化利息支出包含企业计入营业成本的利息支出，利息及相关指标仅供参考；3、中诚信证评母公司口径债务统计包含其他流动负债、其他应付款中有息债务。

附五：公司基本财务指标的计算公式

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

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

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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

现金比率=(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+应收票据)/流动负债

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(含少数股东权益))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。