信用评级公告

联合〔2021〕4479号

联合资信评估股份有限公司通过对云南省工业投资控股集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南省工业投资控股集团有限责任公司的主体长期信用等级为AA+，维持“16云工01”“16云工02”“18云工01”“19云工02”“19云工03”“17云工投MTN001”“17云工投MTN002”和“20云工投MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

云南省工业投资控股集团有限责任公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
云南省工业投资控股集团有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定
17 云工投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
17 云工投 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 云工投 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
16 云工 01	AA+	稳定	AA+	稳定
16 云工 02	AA+	稳定	AA+	稳定
18 云工 01	AA+	稳定	AA+	稳定
19 云工 02	AA+	稳定	AA+	稳定
19 云工 03	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 云工投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/04/12
17 云工投 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/08/04
20 云工投 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/09/04
16 云工 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2021/07/27
16 云工 02	8.00 亿元	8.00 亿元	2021/09/27
18 云工 01	11.80 亿元	11.80 亿元	2021/09/03
19 云工 02	10.60 亿元	10.60 亿元	2022/04/03
19 云工 03	4.80 亿元	4.80 亿元	2022/09/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

评级观点

云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“云南工投”或“公司”）是云南省政府定位的工业投资平台，国有资本价值化经营的主体，跟踪期内维持了在云南省工业投资领域较强的战略地位、持续获得政府支持并持有优质金融资产。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务规模增长快，债务结构趋于短期化，利润总额对投资收益依赖度很高，且投资收益易受到外部经济环境、市场行情和宏观政策的影响而波动，部分股权投资类资产投资回收期较长，所有者权益规模减少，本部债务负担很重且集中偿付压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较强；现金类资产对 2021 年度剩余月份到期债券保障能力较强。

未来，公司将重点发展生物医药大健康、电子信息、产业园区和金融产业。随着股权投资收益的陆续实现，以及集团内资本运作和产业运作，公司整体盈利能力有望得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“17 云工投 MTN001”“17 云工投 MTN002”“20 云工投 MTN001”“16 云工 01”“16 云工 02”“18 云工 01”“19 云工 02”和“19 云工 03”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司为云南省内重点省属企业之一。**公司作为云南省重要的产业投资平台和国有资本运营主体，战略地位显著。
2. **公司持有部分优质可供出售金融资产及股权类投资，有助于提升公司资产流动性，也可以为偿债提供一定保障。**截至 2020 年底，公司持有的可供出售金融资产账面价值为 82.45 亿元；截至 2021 年 3 月

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘 哲 闫 力
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

底，公司持有上市公司股权合计市值约 129.45 亿元，可为资产流动性和偿债资金来源提供一定保障。

关注

1. **2021 年以来，易见供应链管理股份有限公司（以下简称“易见股份”）高级管理人员陆续离职且未在规定时间内披露 2020 年度报告，公司在 2020 年审计报告中未将易见股份纳入合并范围，公司在子公司日常经营和管理上存在缺陷。**2021 年以来，易见股份陆续发布高级管理人员离职的公告；2021 年 4 月底，易见股份发布公告无法在规定时间内披露 2020 年度报告，中国证券监督管理委员会对其进行立案调查，随后，上海证券交易所针对易见股份未按规定披露年报事项，对易见股份及有关责任人予以公开谴责。云南工投作为易见股份控股股东，一方面因上述原因未将易见股份纳入公司年度报告合并范围，另一方面反映出公司对子公司管理上存在缺陷。
2. **公司利润总额对投资收益依赖度很高，且投资收益易受外部经济环境、市场行情波动、政策变化等因素影响。**2020 年，公司实现投资收益为 8.72 亿元，利润总额为 3.10 亿元。公司投资收益多源于股权的减持、转让及处置，是利润总额的主要来源，但上述收益易受外部经济环境变动、市场行情波动、政策变化等因素影响。
3. **公司参股投资的非上市公司股权及各基金合伙企业（有限合伙）规模较大，投资回收期较长。**公司参股投资了多家非上市公司股权及各基金合伙企业（有限合伙），所持股权主要置于可供出售金融资产及长期股权投资科目核算，该部分投资规模较大，投资回收期限较长，投资回报及本金回收时限存在一定不确定性。
4. **跟踪期内，公司债务快速增长，短期偿债压力大。**截至 2020 年底，公司全部债务为 200.46 亿元，较 2019 年底增长 27.90%，其中短期债务为 109.30 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 200.61 亿元，其中短期债务为 107.24 亿元。
5. **母公司有息债务以直接融资为主，债务负担很重且集中偿付压力较大。**截至 2021 年 3 月底，公司本部

资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.28%和75.01%，本部债务负担很重；本部有息债务中债券融资占 68.19%，其中，2021 年内到期的应付债券为53.90 亿元（含行权），存在较大的集中偿付压力。

6. **跟踪期内，公司所有者权益规模减少，权益结构稳定较弱。**受其他权益工具兑付和其他综合收益变动影响，截至 2020 年底，公司权益规模减少至 106.36 亿元，其中，少数股东权益占所有者权益合计的 45.01%；截至 2021 年 3 月底，公司少数股东权益占所有者权益合计的 43.53%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.66	35.09	44.57	65.39
资产总额(亿元)	361.86	344.77	372.89	373.90
所有者权益(亿元)	139.82	129.56	106.36	109.66
短期债务(亿元)	53.46	44.90	109.30	107.24
长期债务(亿元)	114.55	111.84	91.16	93.37
全部债务(亿元)	168.01	156.74	200.46	200.61
营业收入(亿元)	113.17	117.57	102.46	22.05
利润总额(亿元)	2.13	2.34	3.10	3.73
EBITDA(亿元)	14.30	14.35	15.99	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	8.92	14.63	-7.53
营业利润率(%)	14.14	14.53	17.54	20.91
净资产收益率(%)	0.08	0.90	3.01	--
资产负债率(%)	61.36	62.42	71.48	70.67
全部债务资本化比率(%)	54.58	54.75	65.34	64.66
流动比率(%)	189.79	189.59	107.43	116.64
经营现金流动负债比(%)	-4.38	9.32	8.70	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.82	0.42	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.42	1.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	10.93	12.53	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	245.31	226.32	253.81	263.45
所有者权益（亿元）	80.00	67.97	55.07	57.21
全部债务(亿元)	143.25	133.83	168.99	171.74
营业收入(亿元)	3.03	5.25	3.27	0.72
利润总额(亿元)	0.10	1.79	0.51	3.26
资产负债率(%)	67.39	69.97	78.30	78.28
全部债务资本化比率(%)	64.16	66.32	75.42	75.01
流动比率(%)	124.22	82.70	54.11	64.85
经营现金流动负债比(%)	-19.33	22.06	3.32	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计，相关数据未年化；现金类资产已剔除使用受限的部分；合并口径其他流动负债中的有息债务计入短期债务
数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：见附件

声　明

一、本报告引用的资料主要由云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

云南省工业投资控股集团有限责任公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“云南工投”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

云南工投前身是云南省国有资产经营有限责任公司（以下简称“云南国资公司”）。后根据《云南省人民政府关于组建云南省工业投资控股集团有限责任公司的批复》（云政复〔2008〕第 9 号），2008 年 5 月云南省人民政府国有资产监督管理委员（以下简称“云南省国资委”）以其持有的云南国资公司的全部股权及云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化集团”）、昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢公司”）、云南铜业（集团）有限公司（以下简称“云铜集团”）、云南冶金集团股份有限公司（以下简称“云冶集团”）、云南锡业（集团）控股有限责任公司（以下简称“云锡集团”）的部分现金出资组建云南工投集团，后经云南省国资委增资扩股，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本为 64.00 亿元。

根据《云南省国资委关于昆明钢铁控股有限公司重组设立云南昆钢金融控股集团有限公司事宜的复函》（云国资规划函〔2016〕77 号），同意昆钢公司将其持有的公司 3.33%股权划转给云南昆钢金融控股集团有限公司（以下简称“昆钢金控”）；根据《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（云财资〔2018〕258 号）《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的补充通知》（云财资〔2018〕309 号），决定将云南省国资委持有的公司 4.57%的股权，划转至云南省财政厅代省人民政府持有专门用于充实社保基金；根据《云南省国资委关于云南省国有资本运营有限公司以非公开协议方式转让云南省工业投资控股集团有限责任公司 36%股权的批复》（云国资产权〔2019〕30 号），同意云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南国资”）以非公开协议方式将所持有的公司 36%的股权转让给云南省土地储备运营有限公司（以下简称“土地运营公司”）。2021 年 2 月，云冶集团以非公开转让的方式将其所持公司股份转让至云铜集团，截至 2021 年 3 月底，公司股权结构为：云南省国资委持股 41.11%，土地运营公司持股 36.00%，云天化集团持股 5.00%，云南省财政厅持股 4.57%、云南省物流投资集团有限公司（原名为云南昆钢金融控股集团有限公司，以下简称“云南物流”）持股 3.33%、云锡集团持股 3.33%、云铜集团持股 6.66%（以下将上述除云南省国资委以外的 6 家股东，统称为“6 家参股股东”）。公司实际控制人为云南省国资委。

公司经营范围：法律、法规允许范围内的各类产业和行业的投融资业务、资产经营、企业购并、股权交易、国有资产的委托理财和国有资产的委托处置；国内及国际贸易；经云南省人民政府批准的其他经营业务。

公司拥有较为完善的职能部门架构。截至 2021 年 3 月底，公司本部设有多个职能部门，包括办公室（董事会办公室）、战略发展部、生物医药部、信息技术部、产业园区部、金融

业务部、财务管理部、风险法务部、审计部、人力资源部（党委组织部）、党群工作部、纪检监察部（巡察办公室）等，各职能部门职责明确，基本适应公司现阶段投资运营管理的需要。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 372.89 亿元，所有者权益合计为 106.36 亿元（含少数股东权益 47.88 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 102.46 亿元，利润总额 3.10 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 373.90 亿元，所有者权益合计为 109.66 亿元（含少数股东权益 47.74 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 22.05 亿元，利润总额 3.73 亿元。

公司注册地址：中国（云南）自由贸易试验区昆明片区经开区阿拉街道办事处顺通大道 50 号；公司法定代表人：王国栋。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的公开发行债券如下表所示，除“20 云工投 MTN001”尚未到付息日，剩余债券在跟踪期内均正常付息，募集资金均已按照计划用途使用完毕。

表 1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 云工投 MTN001	10.00	10.00	2017/04/12	2022/04/12
17 云工投 MTN002	10.00	10.00	2017/08/04	2022/08/04
20 云工投 MTN001	10.00	10.00	2020/09/04	2023/09/04
16 云工 01	7.00	7.00	2016/07/27	2021/07/27
16 云工 02	8.00	8.00	2016/09/27	2021/09/27
18 云工 01	11.80	11.80	2018/09/03	2021/09/03
19 云工 02	10.60	10.60	2019/04/03	2022/04/03
19 云工 03	4.80	4.80	2019/09/25	2022/09/25

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期

调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1．医药行业

（1）医药工业

2020年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

医药制造业可分为七大子行业，分别为：

化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药制造业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药制造业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017－2019 年，我国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为 12.5%、12.4%和 7.4%，2017－2018 年我国医药制造业整体运行平稳，2019 年起增速有所放缓。2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入 24857.3 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年下降 2.9 个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020 年规模以上医药制造企业实现利润总额 3506.7 亿元，同比增长 12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至 2020 年底，我国规模以上医药制造业企业为 7665 家，较上年底增加 273 家；亏损企业 1344 家，较上年底增加 193 家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额将得到进一步提升。

（2）医药商业

随着医改政策持续向纵深推进，企业短期承压，适应期基本结束，行业集中度逐步提升。

医药流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

随着国内经济增长和结构调整，人民生活水平不断提高，人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。

随着“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化，在政策调整阶段下，企业短期承压，截至 2020 年底，适应期基本结束。

大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高。

医药流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低医药流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。

由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，中国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。总体上医药流通行业规模保持稳定增长。

国内医药流通市场目前呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励医药流通行业的整合。“两票制”“营改增”“94 号文”和新版《药品经营质量管理规范》（GSP）等政策的推行，将促使行业集中度进一步提升。新修订的 GSP 对行业内企业药品的采购、验收、储存、配送等环节做出了许多更高要求的规定。“两票制”“营改增”意在调整国内药品流通结构，解决行业内企业小、散、低的问题，通过强化管理、规范行为、提高准入门槛等方法，鼓励做强做大，进而推动结构调整，提升行业的集中度。

2020 年以来，医药流通行业呈饱和状态，呈现低毛利行业特征且逐渐趋于高集中度。大数据时代下，医药企业有必要加强信息化建设，建立基于“大数据”的医药模式发展，通过各种现代化手段获取临床或其他终端

医疗数据，通过对这些数据的分析和挖掘，医药流通企业能够进行合理配货、精准营销，为企业到终端缩短路径、降低成本，提高企业运营效率，推动企业快速发展。

2. 大宗商品行业

中国大宗商品供应链行业集中度低，未来发展空间大，发展前景良好。

我国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多、行业集中度较低。随着我国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务逐步走向一体化、信息化和智能化。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，达到高效率、低成本。宏观经济波动、供给侧改革、生产企业兼并重组等各方面因素将推动大宗商品供应链管理行业集中度不断提升。大宗商品供应链业务将向资金实力雄厚、配套物流体系完善、一体化服务能力强的大企业集中，龙头企业收入和市场占有率有望进一步提升。

发展现代供应链逐渐成为国家重要战略之一，供应链金融成为促进产融结合，推动实体经济发展，解决中小企业融资困难以及产业升级的重要突破口。供应链金融服务作为供应链上的增值服务，可满足上下游不同客户的需求，为客户提供更加灵活和个性化的供应链融资产品，打开供应链行业的新局面。

随着时代的不断发展，互联网、移动通讯、管理信息化和电子商务等技术不断互相渗透。随着供应链变得越来越复杂，厂商的不断增多，大数据在未来有着不可估量的价值。未来，大数据融入供应链管理行业，金融机构围绕核心企业为其上下游供应商及客户提供融资服务，可有效扩大金融机构的低风险资金投放，提升供应商的资金周转率，降低融资成本，优化企业采购环境。信息技术与供应链金融的结合，推进供应链交易真实性、贸易可溯源、防篡改等均有积极作用。

3. 区域经济环境

云南省经济持续增长，产业结构不断优化，为公司创造了良好的外部环境。

根据云南省统计局公布的《云南省 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，云南省实现地区生产总值 24521.90 亿元，比上年增长 4.0%，高于全国 1.7 个百分点。其中，第一产业增加值 3598.91 亿元，增长 5.7%；第二产业增加值 8287.54 亿元，增长 3.6%；第三产业增加值 12635.45 亿元，增长 3.8%。三次产业结构为 14.7∶33.8∶51.5。全省人均地区生产总值达 50299 元，比上年增长 3.3%。非公经济增加值 11411.25 亿元，比上年增长 2.6%，占全省生产总值 46.5%，比上年降低了 0.7 个百分点。

全年全部工业增加值 5457.96 亿元，比上年增长 2.4%。规模以上工业增加值增长 2.4%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有企业增长 13.0%，股份制企业增长 2.5%。分门类看，制造业增长 1.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.5%。全年规模以上工业企业累计实现利税 2471.11 亿元，比上年增长 0.1%，其中，实现利润 1005.43 亿元，增长 13.2%。

全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 7.7%。分三次产业看，第一产业投资增长 37.8%；第二产业投资增长 5.3%，其中工业投资增长 5.4%；第三产业投资增长 6.3%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 64.00 亿元。云南省国资委持股 41.11%，是公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

作为云南省资源优化配置和战略性调整的龙头，公司引导云南省工业经济实现产业结构优化和升级，是产业与资本结合的重要平台、国有资本价值化经营的主体，战略地位显著。同时，公司持有较大规模上市公司股权，为公司偿债提供一定流动性保障。

公司前身为 2000 年成立的云南国资公司，按照云南省政府和云南省国资委的要求，云南国资公司承担了对省内国有企业制度改革的任务。从历史沿革来看，公司和省内各政府部门保持良好联系，有助于公司把握政策导向，甄别项目风险。作为云南省工业投资平台，公司战略定位准确，以云南省资源优化配置和战略性调整为龙头，引导全省工业经济实现产业化结构优化和升级，是云南省产业与资本结合的重要平台，国有资本有进有退和国有资产价值化经营的主体，在投资项目和资源储备方面具有政策性倾斜优势。

截至 2021 年 3 月底，公司持有的主要上市公司股权市值约为 129.45 亿元，整体流动性较好。其中，云南南天电子信息产业股份有限公司（以下简称“南天信息”）股权已质押 49.9979%；江苏亨通光电股份有限公司（以下简称“亨通光电”）股权已质押 49.53%；红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）股权已质押 43.33%。2020 年，公司投资收益为 8.72 亿元，其中，处置云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）形成投资收益 4.59 亿元。

表 3 公司所持主要上市公司股权情况

（单位：亿元）

证券简称	2020 年底参考市值	证券简称	2021 年 3 月底参考市值
昆药集团	0.27	昆药集团	0.26
云南铜业	1.40	云南铜业	1.30
西仪股份	0.16	西仪股份	0.15
云南能投	0.47	云南能投	0.44
光电股份	0.21	光电股份	0.19
云天化	0.94	亨通光电	1.00
亨通光电	1.16	宜华生活	0.04
宜华生活	0.06	ST 云维	0.11
ST 云维	0.10	飞龙股份	0.10
飞龙股份	0.11	沃森生物	34.63
聚光科技	0.05	红塔证券	22.81
沃森生物	29.55	闻泰科技	25.99
红塔证券	30.03	南天信息	15.66
南天信息	16.06	易见股份	26.23
易见股份	24.58	锡业股份	0.54
锡业股份	2.29	--	--
合计	**107.44**	**合计**	**129.45**

资料来源：Wind

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91530100673637348 3），截至 2021 年 6 月 10 日，公司本部无未结清不良和关注信贷记录，在已结清信贷记录中，包含 6 笔关注类短期借款，均已正常还款，根据公司提供的说明，系银行系统所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长和总裁发生变更，在法人治理结构、管理体制等方面无其他重大变化。

2020 年 4 月，云南省政府下发通知（云政任〔2020〕21 号），任命余蜀昆出任总裁、副董事长；云南省委常委会（云委〔2020〕509 号）和云南省人民政府（云政任〔2020〕45 号）下发通知，孙德刚同志不再担任公司党委书记和董事长职务。公司召开董事会，选举并通过王国栋担任公司董事长的决议。以上变动均为正常人事调动。

王国栋，男，汉族，1969 年出生，经济学博士，历任丽江市玉龙县县委副书记，丽江市委宣传部常务副部长，云南省文学艺术界联合会秘书长，云南文化产业投资控股集团有限责任公司副总经理，云南广电网络集团有限公司副总经理；2013 年 3 月至 2020 年 8 月任云

南广电网络集团有限公司总经理、党委副书记；2020 年 8 月至今任公司党委书记、董事长。

余蜀昆，男，纳西族，1971 年出生，在职硕士，高级经济师。1992 年 7 月参加工作，曾任云南云景林纸股份有限公司副总经理、党委委员；云南省开发投资有限公司投资部副经理、经理、总经理助理、投资管理一部经理、副总经理、党委委员、副总裁；2011 年 6 月至 2017 年 5 月任公司副总裁；2017 年 5 月至 2018 年 10 月任云南国际博览事务管理办公室（云南国际博览事务局）常务副主任（常务副局长）（正厅级）、党组成员（2011 年 7 月至 2017 年 10 月中组部第三批公选高级外交官，驻日内瓦代表团公使衔参赞）；2018 年 10 月至 2020 年 4 月任云南省商务厅副厅长（正厅级）、党组成员；2020 年 4 月至今任公司总裁、党委副书记、副董事长。

八、重大事项

收购易见供应链管理股份有限公司部分股权，公司成为易见股份的控股股东。

2020 年 2 月 11 日，公司控股子公司、一致行动人云南工投君阳投资有限公司（以下简称“君阳公司”）以协议转让形式受让上市公司易见供应链管理股份有限公司（以下简称“易见股份”）股东云南九天投资控股集团有限公司所持的易见股份 202040550 股无限售流通股股票（占易见股份总股本比例为 18.00%），交易对价为 25.92 亿元；公司本部在 2020 年以协议转让形式受让易见股份股东云南省滇中产业发展集团有限责任公司所持的易见股份 89795800 股股份，占易见股份总股本的 8.00%，交易对价为 12.94 亿元。上述股权转让完成后，累加公司在上述受让前已经持有易见股份的股权，君阳公司和公司本部合计持有易见股份 306836450 股股份，占易见股份总股本的比例为 27.34%，易见股份的实际控制人由滇中新区管委会变更为云南工投，最终控制人变更为云南省国资委。

截至 2019 年底，易见股份总资产为 155.55 亿元，所有者权益合计 86.09 亿元；2019 年，易见股份实现营业总收入 153.47 亿元，利润总额 8.68 亿元。根据易见股份 2020 年度业绩预告，易见股份 2020 年度预计实现归属于上市公司股东的净利润为 3.00 亿元－3.50 亿元，同比预计减少 5.36 亿元－5.86 亿元（同比下降 60.40%－66.06%）；根据易见股份《关于预计无法按期披露定期报告的风险提示性公告》，易见股份可能涉及业绩下修，存在发生重大亏损的可能性。

易见股份未在规定时间内披露年报且多名高级管理人员陆续离职，反映出云南工投作为易见股份的控股股东在子公司管理方面对易见股份日常经营管理存在的缺陷。

易见股份应于 2020 年 8 月纳入公司合并范围。易见股份于 2021 年 4 月 28 日发布公告，因函证回收比例较低（20%），年度审计工作进度未达预期、或涉及业绩下降及重大亏损的可能性，无法在 4 月 30 日前披露 2020 年审计报告及 2021 年一季度报告。易见股份因无法在法定期限内披露 2020 年年度报告，其股票已于 2021 年 5 月 6 日起停牌，若股票在停牌 2 个月内仍无法披露 2020 年年度报告，则易见股份股票将在停牌 2 个月届满的下一个交易日披露被实施退市风险警示的公告，并自下一个交易日复牌，并被实施退市风险警示。若在被实施退市风险警示后 2 个月内，仍未能披露 2020 年年度报告，易见股份股票可能被终止上市。2021 年 5 月 15 日，易见股份收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）的《调查通知书》，因易见股份涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，决定对易见股份进行立案调查。2021 年 5 月 18 日，上海证券交易所对易见股份未按规定披露年报事项，对易见股份及有关责任人予以公开谴责，当事人包括时任易

见股份的董事长杨复兴、副董事长邵凌、董事兼总裁史顺、副总裁刘天成等高级管理人员。

公司发布公告称，作为易见股份的控股股东，若将易见股份已披露的《2020 年度业绩预减公告》中提及的财务数据纳入公司合并范围，将难以保证公司财务报告数据的准确性，因此，公司决定暂时不将易见股份纳入合并范围。在易见股份披露经审计的 2020 年度财务报告及相关定期报告后，公司将按照相关法律法规要求履行信息披露义务。截至本报告出具日，云南工投尚未对审计报告进行修订，易见股份股票仍在停牌期间，联合资信将持续关注事项进展，以便及时揭露上述事项对公司信用等级的影响。

2020 年第八届董事会第一次会议选举通过阚友钢先生为易见股份董事长、邵凌先生为易见股份副董事长、冷天晴先生为易见股份执行董事。2021 年 1 月起，易见股份陆续发布公告，董事长、执行董事、总裁和财务总监等高层管理人员离职。

在第八届董事会第十一次会议中选举云南工投副总裁杨复兴先生为易见股份董事长，后陆续聘任史顺先生担任易见股份总裁，李超先生为财务总监。

表 4 2020 年以来易见股份主要人员变动情况

人员	职位	任职起始日	离职日期
阚友钢	董事长	2020-8-24	2021-1-6
邵凌	副董事长	2020-8-24	--
冷天晴	执行董事	2020-8-24	2021-3-15
吴 江	董事/总裁	2020-8-24	2021-3-26
林咏华	副总裁/首席技术官	2020-8-24	--
刘天成	副总裁	2020-8-24	--
罗志洪	副总裁	2020-8-24	--
黄钰迪	副总裁	2020-8-24	--
肖琨文	财务总监	2020-8-24	2021-4-28
薛鹏	董事会秘书	2020-8-24	2021-5-31

资料来源：易见股份公告

联合资信将持续关注易见股份年报披露的进展，以便及时揭露相关风险。

易见股份受到行政监管措施

2020 年 12 月 10 日，公司发布《关于控股子公司受到行政监管措施的公告》称，控股子公司易见股份收到中国证券监督管理委员会四川监督局（以下简称“四川证监局”）出具的《关于对易见供应链管理股份有限公司采取出具警示函措施的决定》，具体情况包括：易见股份内部控制存在缺陷；认购的“长江易见-深圳保利 1 号资产支持专项计划”相关会计核算不规范。四川证监局决定对易见股份采取出具警示函的监管措施，并计入证券期货市场诚信档案。

公司质押部分南天信息股权，受让闻泰科技股权

南天信息于 2020 年 9 月 22 日发布公告称，控股股东云南工投质押了 8000 万股南天信息股份给云南国际信托有限公司，占云南工投持有南天信息股份的 49.9979%，占南天信息总股本比例的 20.9882%，质押起始日为 2020 年 9 月 18 日，质押用途为补充流动资金和对外股权投资。

公司于 2021 年 2 月 26 日发布公告称，公司在 2020 年 11 月 17 日与云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“云南康旅”）签署了《股份转让协议》，约定云南康旅将所持有的闻泰科技股份有限公司（以下简称“闻泰科技”，600746.SH）无限售流通股 26520000 股转让给公司，2021 年 2 月 10 日，本次股权转让已完成过户登记，公司持有闻泰科技 2.13%股权，本次股权转让交易对价为 20.67 亿元。通过公开市场查询截至 2021 年 3 月底，公司持有闻泰科技股权市值 25.99 亿元。

九、经营分析

跟踪期内，公司主要经营板块仍为生物医药大健康业务、电子信息业务、产业园区和金融产业业务。2020 年，产业园区业务和金融产业业务收入同比降幅较大，整体毛利率水平

有所提升。2021 年一季度，公司经营稳定，收入同比持平，毛利率水平同比小幅提升。

公司是云南省国资委下属的重点省属企业之一，在投资项目和资源储备方面具有一定政策倾斜优势。2020 年，公司实现营业收入 102.46 亿元，同比下降 12.85%；2020 年，公司主营业务收入占营业收入比重为 92.69%。

从收入构成来看，金融业务、电子信息业务和生物医药大健康业务为公司营业收入主要来源，2020 年，上述板块分别占公司营业收入的 23.30%、46.40%和 25.31%。2020 年，生物医药大健康业务收入同比增长至 25.93 亿元，系调整产品结构、新增防疫物资销售收入所致；电子信息业务同比增长 43.37%至 47.54 亿元，主要系南天信息云计算和数据智能业务收入大幅增长所致；金融产业实现收入同比下降 46.11%至 23.87 亿元，主要系君宜物流主动压缩有色金属贸易业务；园区业务因无新增确认收入项目，收入规模较小；其他收入主要是物业服务、租赁服务、理财收入等。

从毛利率情况看，2020 年，公司综合毛利率为 18.41%，同比增加 2.69 个百分点。其中，生物医药大健康板块因植物提取物产品价格上涨及自产毛利率较高的产品销量增加，共同带动毛利率同比增加 8.97 个百分点至 20.29%；电子信息业务毛利率同比减少 4.16 个百分点至 18.69%；金融产业主要为供应链贸易业务，毛利率水平同比增加 1.66 个百分点至 7.69%。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 22.05 亿元，同比持平；综合毛利率为 21.59%，同比提升 3.60 个百分点，主要来自电子信息业务和生物医药健康业务的贡献，同比提升 4.73 个百分点至 17.50%。

表 5 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生物医药大健康	24.60	21.74	18.92	21.49	18.28	11.32	25.93	25.31	20.29	6.81	30.90	23.50
电子信息	31.90	28.19	22.34	33.16	28.20	22.85	47.54	46.40	18.69	9.52	43.17	17.50
产业园区	7.44	6.57	37.72	13.66	11.62	11.88	1.59	1.55	19.95	0.33	1.48	38.25
金融产业	47.84	42.27	3.39	44.29	37.67	6.03	23.87	23.30	7.69	4.88	22.11	17.70
其他	1.39	1.23	100.00	4.97	4.23	84.00	3.54	3.46	72.81	0.52	2.34	98.08
合计	**113.17**	**100.00**	**15.55**	**117.57**	**100.00**	**15.72**	**102.46**	**100.00**	**18.41**	**22.05**	**100.00**	**21.59**

注：合计数尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

1. 生物医药大健康

跟踪期内，公司医药商业、医药工业和特色生物技术收入规模同比实现不同程度增长，部分盈利能力较好的药品经过调整价格获得更高的毛利水平；上下游集中度方面变动不大。

公司生物医药大健康业务运营主体主要为云南工投医药投资有限公司、云南植物药业有限公司、云南医药工业销售有限公司（以下简称“医药工业公司”）和云南瑞宝生物科技有限公司（以下简称“瑞宝生物”）业务组成。

表 6 生物医药大健康主要营业收入构成情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
医药商业	13.80	12.89	13.70	3.23
医药工业	6.03	4.09	7.14	2.10
特色生物科技	5.25	5.70	6.07	1.52
合并抵销	-0.45	-1.19	-7.57	-0.04

注：上述数据不含云南瑞宝生物科技有限公司数据
资料来源：公司提供

（1）医药商业

公司医药商业业务主要集中在云南省境内，省内销售比例在 90%以上，目前药品配送

供应业务已覆盖省级、市级全部三级甲等、三级乙等医疗机构，供应云南省中标品种 6500 余个，覆盖云南省 65%的县级二级甲等、二级乙等医疗机构及县级以下乡镇、社区卫生院。

截至 2020 年底，医药工业公司资产总额 11.66 亿元，所有者权益合计 2.58 亿元；2020 年，医药工业公司实现营业收入 13.56 亿元，同比增长 5.20%，利润总额为-0.24 亿元，亏损一方面系更正以前年度会计差错，另一方面系疫情期间医院用药量下降所致。截至 2021 年 3 月底，医药工业公司资产总额为 11.23 亿元，所有者权益合计 2.19 亿元；2020 年 1－3 月实现营业收入 2.93 亿元，利润总额-336.79 万元，亏损系部分药品调整价格导致价格出现倒挂所致。

跟踪期内，医药商业业务的上下游结算方式无重大变化。从上下游集中度看，医药商业板块向前五大供应商采购额合计 6.58 亿元（占医药商业业务采购总额的 21.84%，集中度一般），主要包括扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司 2.36 亿元和云南城投健康医药有限公司 1.13 亿元，其中，向云植药业采购金额为 1.07 亿元；医药商业业务向前五大客户销售额合计 5.18 亿元（占医药商业业务销售总额的 33.83%，集中度一般），主要包括一心堂药业集团股份有限公司 2.52 亿元和云南健之佳健康连锁店股份有限公司 1.38 亿元等。

（2）医药工业

公司医药工业业务经营主体为云植药业，云植药业被认定为国家高新技术企业、国家知识产权优势企业、云南省特色植物原料药工程技术研究中心、云南省创新型企业、云南省知识产权优势企业、云南省企业技术中心。云植药业主要从事中药材及饮片、原料药、制剂的研发、生产和销售；货物仓储、物流、进出口等业务，目前共拥有各种剂型 25 个，品种 301 个，药品生产批文 445 个，有 233 个产品进入国家和各省医疗保险药品目录。参麦注射液、血塞通注射液和丹参注射液作为云植药业产品，被列入国家基本药物目录，血塞通注射液列入全国中医医院急诊必备中成药，基本形成了高纯度植物原料药、植物药注射剂和特色云药及民族药三大植物药自有特色系列产品，特别是注射级高纯度原料药的技术质量水平处于全国领先，构建了灯盏花从种植、提取到制剂生产销售的全产业链发展模式，灯盏花素注射级原料药市场份额接近 70%。

2020 年，云植药业实现收入 7.14 亿元，较上年有所增长，一方面系口服制剂及无菌制剂产品销量增加所致；另一方面系本年新增口罩、防护服等疫情防护产品收入共同所致。跟踪期内，云植药业对现有产品进行调整，对于部分低毛利率的药品减少销售量，部分产品经过重新投标获得较高的销售价格，带动毛利率快速增长。公司医药工业主营业务及主要产品，无重大变动，2020 年，前十大销量产品合计实现营业收入 4.12 亿元，占销售收入的 58.03%，同比基本持平。

从供应商集中度看，2020 年，医药工业业务向前五大供应商采购额为 0.81 亿元，占医药工业业务采购总额的 33.82%，供应商集中度一般。从客户集中度看，2020 年，医药工业业务向前五大客户销售额为 1.50 亿元，占医药工业业务销售总额的 20.98%，客户集中度一般。

截至 2020 年底，云植药业资产总额为 19.73 亿元，所有者权益合计 15.45 亿元，2020 年，云植药业实现营业收入 7.14 亿元，利润总额 0.21 亿元（同比扭亏）；截至 2021 年 3 月底，云植药业资产总额为 20.31 亿元，所有者权益合计 15.35 亿元，2021 年一季度，云植药业实现营业收入 2.10 亿元（上年同期为 1.32 亿元），利润总额为-0.10 亿元，主要系采购成本及销售费用侵蚀所致。

（3）特色生物科技产业

公司特色生物科技产业主要运营企业为瑞宝生物。截至 2021 年 3 月底，瑞宝生物注册

资本为 3.69 亿元，公司对瑞宝生物直接持股 30.56%，通过云南惠邦股权投资基金合伙企业（有限合伙）间接持股 28.28%，合计持股比例为 58.84%。

瑞宝生物是云南工投高新生物技术产业化的重要平台，主要从事食品添加剂（天然色素、单宁酸、复配食品添加剂）工业辅料、饲料添加剂等植化产品的生产、销售等。2020 年，瑞宝生物叶黄素出口金额达到约 4278 万美元，在叶黄素产品的全球市场份额居于前列。

截至 2020 年底，瑞宝生物资产总额 12.60 亿元，所有者权益合计 7.53 亿元；2020 年，瑞宝生物实现营业收入 6.09 亿元（2019 年为 5.70 亿元），利润总额为 0.15 亿元（2019 年为 0.07 亿元）。截至 2021 年 3 月底，瑞宝生物资产总额为 13.04 亿元，所有者权益合计 7.79 亿元；2021 年一季度实现营业收入 1.52 亿元（同期为 2.16 亿元），利润总额为 0.25 亿元（同期为 0.54 亿元）。

2. 信息技术板块

2020 年，公司信息技术业务收入规模在集成解决方案业务的带动下同比增长，整体毛利率水平因疫情影响部分合同开展受限及外部竞争加剧而同比有所下降；2021 年一季度，南天信息收入和毛利率均实现同比增长。

公司电子信息产业业务运营主体主要包括南天电子信息产业集团公司（以下简称“南天集团”）、南天信息、云南无线电有限公司（以下简称“无线电公司”）和中唐国盛信息技术有限公司（以下简称“中唐国盛”）。其中，南天信息是国内重要的金融电子化产品提供商和系统集成商，市场地位较为突出，收入相对稳定，其营业收入是公司电子信息业务板块最主要的收入来源。南天信息的业务主要包括信息产品、软件业务、系统集成、智慧城市业务和云计算和数据智能业务。截至 2020 年底，南天信息总资产 48.36 亿元，所有者权益合计 23.62 亿元；2020 年，南天信息实现营业收入 42.39 亿元，利润总额 1.45 亿元，同比增长 57.61%。

跟踪期内，南天信息结算方式较上年底无重大变动。从上下游来看，2020 年，南天信息前 5 大供应商采购额为 7.87 亿元，采购金额占南天信息年度采购总额比例为 26.40%，采购集中度一般；南天信息向前 5 大客户销售额为 16.39 亿元，销售金额占南天信息年度销售总额比例的 38.65%，集中度较高。

2020 年，随新客户拓展和既有客户的巩固，南天信息中标新项目带动集成解决方案同比增长 59.28%至 22.14 亿元，为南天信息收入增长的主要原因；南天信息毛利率因智能渠道解决方案业务部分合同开展受限以及外部环境竞争加剧影响毛利率同比下降至 19.11%。2021 年一季度，南天信息经营正常运转，实现营业收入 7.98 亿元，同比增长 21.09%，毛利率同比增至 17.41%。

表7 近年来南天信息营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
软件开发及服务	15.19	45.99	39.84	16.23	38.28	39.14	4.15	52.01	4.67
智能渠道解决方案	3.68	11.14	16.35	3.52	8.30	12.24	2.73	34.21	38.91
集成解决方案	13.90	42.08	6.33	22.14	52.22	5.18	0.31	3.88	9.43
IT 产业互联网	--	--	--	0.08	0.19	6.06	0.69	8.65	6.10
其他	0.27	0.82	77.03	0.43	1.01	39.49	0.10	1.25	64.01
合计	**33.03**	**100.00**	**23.44**	**42.39**	**100.00**	**19.11**	**7.98**	**100.00**	**17.41**

注：尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

3. 产业园区板块

跟踪期内，公司产业园区业务无重大项目转让，主要为对存量项目的持续经营，去化缓慢，对资金形成一定占用。截至 2021 年 3 月底，公司土地储备丰富。

公司产业园区板块的运营主体包括云南国资昆明经开区产业开发有限公司（以下简称“昆明经开区公司”，公司持股 51%）和云南同图园区产业投资有限公司（以下简称“同图公司”，公司对其持股比例 100%）。

业务模式方面，公司通过招拍挂并缴纳土地出让款之后获取土地使用权，并进行招商引资、工业地产以及园区配套的开发建设。工业地产方面，公司通过单独开发标准化厂房或与招商企业合作定向开发的形式完成厂房建设；普通房地产开发方面，公司涉及到的房地产项目主要是产业园区的配套建设，以合作开发模式为主。通过工业地产、商业地产的出租、出售以及居住地产的销售实现资金平衡。

2020 年，公司无重大项目转让，出售和出租业务分别实现收入 1.32 亿元和 0.18 亿元，规模较小。截至 2021 年 3 月底，产业园区业务无在建项目。

表 8 园区产业地产类收入构成情况（单位：亿元）

	出售/出租	工业地产	普通房地产		合计
			商业	居住	
2018 年	出售	0.12	1.27	5.19	**6.57**
	出租	0.20	0.02	0.01	**0.23**
2019 年	出售	0.21	8.18	5.13	**13.51**
	出租	0.17	0.06	0.01	**0.24**
2020 年	出售	0.00	1.23	0.09	**1.32**
	出租	0.17	0.01	0.00	**0.18**

资料来源：公司提供

表 9 公司地产开发经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	3.04	0.00	0.00	0.00
竣工面积	13.86	10.83	0.00	0.00
销售面积	11.51	27.46	2.61	0.04
确认收入	6.57	12.07	1.85	0.15

资料来源：公司提供

公司产业园区建设项目计入存货科目核算，均按成本法计量，包含土地价格、资本化利息和土地摘牌税费等。截至 2021 年 3 月底，公司园区业务的开发成本及开发产品库存账面价值 23.48 亿元（体现在存货-库存商品），已抵押 4.07 亿元，多为工业地产项目，去化进展缓慢，对资金形成占用。2020 年以来，公司无新开工和竣工项目；截至 2021 年 3 月底，公司共有 33 块土地储备，共计 1652.60 亩，商住用地面积占总面积的 32.84%、工业用地面积约占总面积的 41.76%、住宅用地面积约 25.40%，土地储备丰富。

4. 金融产业

跟踪期内，贸易业务规模大幅收缩，公司金融产业业务收入下降显著，毛利率低；先款后货的经营模式及较长的业务周期，对公司的资金形成占用。

公司聚焦以金融服务和生产服务为主的金融产业，主要企业包括君阳公司、云南惠众股权投资基金管理有限公司（以下简称“惠众基金”）、云南工投产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）、云南工投投资合伙企业（有限合伙）、云南省投融资担保有限公司和云南产权交易所有限公司等。

2020 年，公司金融板块收入主要来自于公司开展的有色金属贸易业务，经营主体为君阳公司的下属子公司君宜物流，主营有色金属贸易业务。君宜物流大部分业务采用先款后货的经营模式，导致年底预付款项金额较大。2020 年，君宜物流实现收入 22.38 亿元，同比下降系主动压缩电解铜贸易业务所致，其中有色金属贸易业务占比在 98%以上，有色金属贸易业务毛利率低。

表10 2019－2020年君阳公司板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

经营主体	业务板块	2019年			2020年		
		收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
君阳公司	金融投资	1.40	3.42	100.00	0.90	3.87	100.00
君宜物流	煤炭贸易	0.17	0.42	3.77	0.00	--	--
	有色金属贸易	38.40	93.97	0.14	22.05	94.72	0.08
	金融投资	0.89	2.18	7.71	0.33	1.42	100.00
合计		**40.86**	**100.00**	**4.18**	**23.28**	**100.00**	**4.23**

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2020 年，公司经营效率同比小幅弱化，且在同行业其他企业中处于较弱水平。

2020 年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数分别为 4.39 次、1.86 次和 0.29 次，均同比小幅下降，整体经营效率一般。从同行业对比来看，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数，均在同行业其他企业中处于较弱水平。

表11 2020年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
镇江国有投资控股集团有限公司	10.89	0.97	0.19
辽宁省国有资产经营有限公司	10.77	6.11	0.42
无锡产业发展集团有限公司	7.43	12.30	0.94
公司	4.39	1.86	0.29

资料来源：联合资信整理

6. 未来发展

公司各板块未来投资规模大，对外融资需求强，或将继续推升公司债务负担。

经过多年来不断的产业结构调整，公司围绕云南省重点发展八大产业，建设世界一流绿色“三张牌”和“数字云南”的发展战略，按照国企改革三年行动方案“1+1+X”发展新模式，聚焦新目标、新定位、新战略进行投资布局，重点培育生物医药大健康、电子信息、产业园区等重点产业板块，逐步将公司发展成为上千亿规模的实业集团。

2020 年，公司围绕各板块的投资总额为 43.63 亿元，2021 年计划投资 71.73 亿元，计划投资规模较大。现阶段公司部分子公司尚处于发展投入期，盈利能力相对较弱，需要投入大量资金，资金来源主要为债务融资、自有资金及项目投资收益。

表 12 公司未来投资计划 （单位：亿元）

业务板块	截至2020年底已完成投资	投资计划	主要投资计划
		2021年	
生物医药大健康	0.64	29.61	对中药材大平台公司投入用于中药材市场的收购、中药材种植、中药材产业园区建设等；计划对瑞宝生物投资新疆辣椒生产线建设；计划向化学制药领域拓展。
电子信息	5.34	7.83	计划开展人工智能超算中心项目等；开展其他有关电子信息的合作
产业园区	7.84	17.42	围绕工业大麻业务投入生产线及园区建设等
金融产业	29.81	16.87	计划与临沧市落地数字农业、跨境电商等项目投资
合计	**43.63**	**71.73**	--

注：公司尚未确定 2022－2023 投资计划
资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至 2020 年底，公司合并范围二级子公司共 25 家，较 2019 年底新增 1 家，为云南省计算机软件技术开发研究中心。2020 年 8 月底，公司完成对易见股份的收购，并纳入合并范围，但因易见股份未在规定时间内出具 2020 年审计报告（详见“重大事项”），公司 2020 年审计报告及 2021 年一季度财务报告未将易见股份纳入合并范围。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围较 2020 年底无变化。跟踪期内，因未合并易见股份，对财务数据的可比性有一定影响。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 372.89 亿元，所有者权益合计为 106.36 亿元（含少数股东权益 47.88 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 102.46 亿元，利润总额 3.10 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 373.90 亿元，所有者权益合计为 109.66 亿元（含少数股东权益 47.74 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 22.05 亿元，利润总额 3.73 亿元。

2. 资产质量

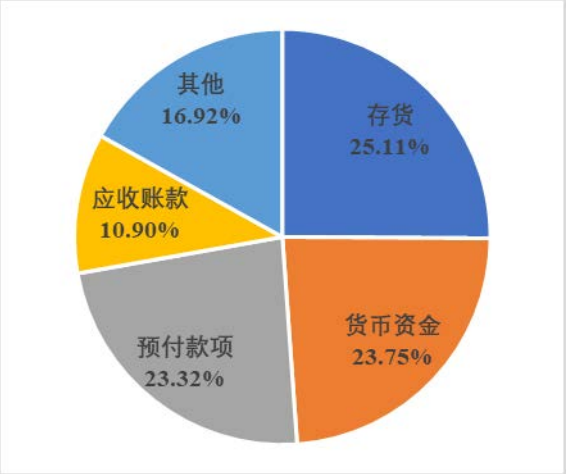
截至 2020 年底，公司资产规模保持增长，流动资产中，应收账款、预付款项和存货对资金占用明显；非流动资产中可供出售金融资产及长期股权投资规模大，部分投资回收期限较长。2021 年一季度，新增对闻泰科技的权益投资，有利于公司资产流动性的提升。

截至 2020 年底，公司资产总额为 372.89 亿元，较上年底增长 8.16%，主要系在建工程和可供出售金融资产的增加。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 48.41%，非流动资产占 51.59%，资产构成较为均衡。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 180.52 亿元，较 2019 年底变动不大。

图 1 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 42.88 亿元，较上年底增长 25.54%；货币资金以银行存款 38.65 亿元为主，其中，使用受限的货币资金 1.84 亿元，主要为政府信用贷款专户资金、存出担保、按揭等各类保证金，受限比例低。

截至 2020 年底，公司应收账款为 19.67 亿元，较上年底下降 13.61%，主要是上年出售舒铂广场项目收回对应的应收账款 4.70 亿元所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，占 59.64%，1～2 年的占 20.73%，整体账龄较长；累计计提坏账准备 1.93 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 3.40 亿元（占 15.35%），集中度较低。欠款方包括富康城控股（云南）有限公司、一心堂药业集团股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、云南健之佳健康连锁店股份有限公司、云南自由贸易试验区昆经公寓管理有限公司和中国银行股份有限公司，均为公司非关联方。

截至 2020 年底，公司预付款项为 42.10 亿元，较上年底增长 70.60%，主要系预付云

南康旅 20.67 亿元，受让闻泰科技 2.13%股权所致；预付款前五大单位占 83.82%，集中度高，除预付股权受让款以外，主要为有色金属贸易相关款项。

截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）为 13.91 亿元，较上年底增长 6.15%。截至 2020 年底，公司其他应收款账面价值为 13.62 亿元，计提减值准备 2.35 亿元，前五大单位余额为 5.22 亿元，前五大占比为 32.68%，集中度一般，均为往来款。

表 13 截至 2020 年底公司其他应收款前 5 名单位情况

单位名称	账面余额（亿元）	是否为关联方
富康城控股（曲靖）有限公司	1.82	否
云南同创投资有限公司	1.30	否
云南瑞安建材投资有限公司	0.73	否
中国和平（北京）投资有限公司	0.73	否
成都瑞兴通科技有限公司	0.63	否
合计	**5.22**	--

注：合计尾差系四舍五入导致
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货为 45.33 亿元，较上年底变动不大；构成以库存商品（24.55 亿元）和合同履约成本（12.73 亿元）为主；累计计提跌价准备 0.21 亿元。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动资产较上年底大幅增长至 4.00 亿元，主要系公司持有的“18 云锡 01”和“18 滇建 Y2”即将到期兑付所致。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 8.21 亿元，较上年底下降 78.67%，主要系理财产品规模大幅下降所致，构成仍以理财产品为主，占 87.71%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 18.97%至 192.38 亿元；主要由可供出售金融资产（占 42.86%）、长期股权投资（占 24.26%）、固定资产（合计）（占 8.05%）和在建工程（合计）（占 7.14%）等构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 82.45 亿元，较上年底增长 44.45%，主要系新增对易见股份的投资 24.58 亿元（直接持股 9.34%，合计持股 27.34%）所致。其中，可供出售金融资产按公允价值计量的为 74.43 亿元，按成本计量的为 9.01 亿元（包括对中电昆润一期（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）投资 2.10 亿元，对云南滇中易晟股权投资合伙企业投资 3.00 亿元，对北京产权交易所有限公司投资 1.05 亿元等），累计计提减值准备 1.10 亿元。

表 14 截至2020年底公司主要可供出售金融资产构成情况（单位：万元）

公司名称	账面余额	减值准备	账面价值
云南铜业股份有限公司	17113.73	3136.29	13977.44
易见股份	245776.00	--	245776.00
江苏亨通光电股份有限公司	11580.59	--	11580.59
云南锡业股份有限公司	22928.77	--	22928.77
云南省煤化工集团有限公司	11352.22	--	11352.22
中国铜业有限公司	365792.40	--	365792.40
云南省国有资本运营有限公司	32998.12	--	32998.12
合计	707541.83	3136.29	704405.54

注：上表均以公允价值计量
资料来源：审计报告，联合资信整理

公司作为投资控股型企业，长期股权投资是资产的重要构成部分，但部分投资企业为非上市公司及合伙企业，投资回收期较长。截至 2020 年底，公司长期股权投资为 46.66 亿元，较上年底下降 5.80%，主要系减少对沃森生物（3.90 亿元）和云南宸丰置业有限公司（1.56 亿元）的投资所致；公司长期股权投资主要采用权益法核算，2020 年度因处置长期股权投资产生的投资收益为 6.11 亿元，权益法核算的长期股权投资产生的收益为 2.39 亿元。

表 15 截至2020年底公司主要长期股权投资构成情况（单位：万元）

公司名称	投资成本	期初余额	期末余额
沃森生物	129977.12	135704.09	102654.06
云南沣月投资合伙企业	51950.00	55649.91	55649.91
红塔证券股份有限公司	62456.35	71907.10	74519.14

昆明积大制药股份有限公司	3970.02	19599.64	17727.06
云南君南股权投资基金合伙企业（有限合伙）	52596.00	64704.29	70443.93
云南云天化石化有限公司	30000.00	34838.65	34657.59
云南首鑫小微金融再贷款服务股份有限公司	24500.00	25127.09	25209.79
昆明君晖投资基金合伙企业（有限合伙）	20100.00	20100.00	20100.00
昆明联诚科技股份有限公司	14253.75	15472.15	15564.81
云南南天盈富泰克信息产业创业投资合伙企业（有限合伙）	24418.70	27163.99	29367.05
合计	**414221.94**	**470266.91**	**445893.34**

资料来源：审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 15.48 亿元，较上年底下降 5.50%。公司固定资产账面价值为 15.39 亿元，主要以房屋及建筑物（11.88 亿元）和机器设备（2.85 亿元）为主，累计计提折旧 11.38 亿元，计提减值准备 3.80 亿元。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 13.73 亿元，较上年底增长 4485.58%，主要是世博里项目已支付了资产收购款 13.00 亿元（包含项目后续装修等小规模建设款），但由于未办理完项目物业产权过户等相关手续，将该款项由预付款调整至在建工程核算所致。世博里项目占地面积约 44.20 亩，总建筑面积约 92493 平方米，由地上 13 栋单体及地下三层组成。

截至 2020 年底，公司受限资产为 14.04 亿元，主要以用于抵质押借款的长期股权投资 7.38 亿元和存货 2.07 亿元为主，受限资产占总资产比例为 3.77%，受限比例低。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 373.90 亿元，基本维持 2020 年底水平，流动资产占 50.79%，非流动资产占 49.21%，资产构成较 2020 年底变动不大。截至 2021 年 3 月底，公司交易性金融资产较 2020 年底大幅增长至 31.12 亿元，主要系从云南康旅受让的闻泰科技股权完成工商变更登记所致，同时冲减了预付款项 20.67 亿元至 26.76 亿元；公司可供出售金融资产按照最新会计准则调整至其他权益工具核算，为 72.88 亿元，主要系未合并易见股份，对其按照公允价值计量，股价波动导致小幅下降。

3. 所有者权益及负债

（1）所有者权益

截至 2020 年底，受可供出售金融资产公允价值变动、权益工具到期兑付等因素影响，公司所有者权益规模有所下降；少数股东权益占比较高，公司权益结构稳定较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 106.36 亿元，较上年底下降 17.91%，系可供出售金融资产公允价值变动-8.73 亿元减少其他综合收益至-17.95 亿元（主要为易见股份的公允价值变动）；对南天信息增资 5.00 亿元（持股比例增至 41.98%）减少资本公积至 7.38 亿元；永续中期票据“15 云工投 MTN002”于年内兑付，无其他权益工具等因素综合所致。截至 2020 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 54.99%，少数股东权益占 45.01%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比高，所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 109.66 亿元，所有者权益规模及构成较 2020 年底基本保持稳定，其中，其他综合收益为-15.21 亿元，较 2020 年底变动不大，一方面系闻泰科技公允价值波动，另一方面系闻泰科技过户完成所致。

（2）负债

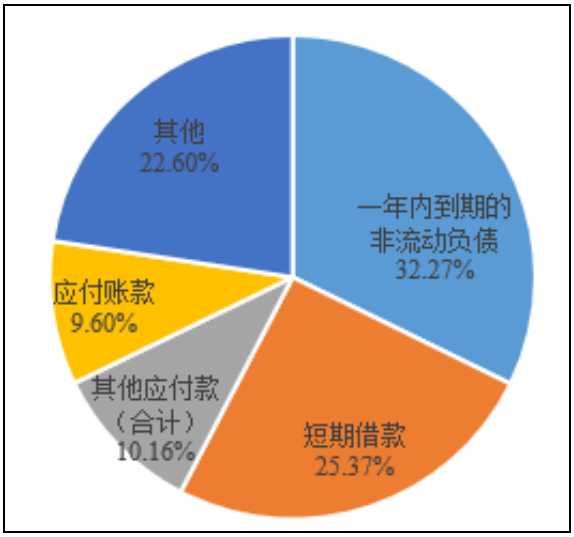
截至2020年底，随融资规模的扩大，公司负债总额大幅增长，且流动负债占比明显提升。公司债务负担加重，短期偿债压力增大。

截至2020年底，公司负债总额为266.54亿元，较上年底增长23.85%，主要系融资规模增长所致。截至2020年底，公司负债总额中流动负债占63.04%，非流动负债占36.96%。

截至 2020 年底，公司流动负债为 168.04

亿元，较上年底增长 75.43%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债规模增加所致。

图 2 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年底，公司短期借款为 42.64 亿元，较上年底增长 106.78%，主要系信用借款（26.30 亿元）和抵押借款（13.10 亿元）增加所致。

截至 2020 年底，公司应付账款为 16.14 亿元，较上年底增长 2.70%，以应付货款为主，账龄以 1 年以内为主。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）为 17.07 亿元，较上年底增长 10.63%。其中，其他应付款 12.34 亿元，主要为代收代付及其他往来款（5.50 亿元）和其他（5.40 亿元，包括交易保证金 2.10 亿元等），账龄以 1 年以内的为主。

截至 2020 年底，公司预收款项为 12.02 亿元，较上年底下降 18.89%，为预收货款。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 54.22 亿元，较上年底增长 337.72%，其中，一年内到期应付债券 40.76 亿元，一年内到期的长期借款 13.31 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 8.40 亿元，较上年底有所下降，包括 7.10 亿元的“20 云工投 SCP003”和 1.25 亿元的理财产品直融工具（已于 2021 年 5 月 10 日到期）。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 98.50 元，较上年底下降 17.52%，主要系部分应付债券调整至流动负债核算所致，公司非流动负债主要由长期借款（占 23.80%）债券（占 68.67%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 23.44 亿元，较上年底增长 11.92%，主要系信用借款较上年底大幅增长至 16.66 亿元及抵押借款增至 6.78 亿元所致。

表 16 公司长期借款到期分布情况

2022 年	2023 年	2024 年	2025 年—2033 年
约 60 亿元	约 19 亿元	约 3 亿元	约 6 亿元

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司应付债券 67.73 亿元，较上年底下降 25.50%，其中，于 2021 年到期的规模为 52.90 亿元（含行权），9 月到期规模大。

表 17 截至 2020 年底公司合并范围存续债券明细

（单位：亿元）

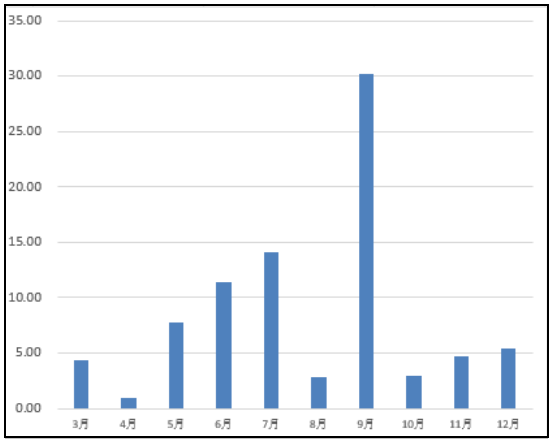
债券名称	余额	期限	到期兑付日
20 云工 01	7.50	3 年	2023-11-03
20 云工投 SCP003	7.10	270 天	2021-07-20
20 云工投 MTN001	10.00	3 年	2023-09-04
19 云工 03	4.80	3 年	2022-09-25
19 云工投 PPN001	10.00	3 年	2022-09-04
19 云工 02	10.60	3 年	2022-04-03
18 云工 01	11.80	3 年	2021-09-03
18 云工投 PPN001	10.00	3 年	2021-06-15
17 云工投 MTN002	10.00	5 年	2022-08-04
17 云工投 MTN001	10.00	5 年	2022-04-12
16 云工 02	8.00	5 年	2021-09-27
16 云工 01	7.00	5 年	2021-07-27
14 云工投 MTN001	5.00	10 年	2021-05-13
16 云工投 MTN001	4.00	5 年	2021-03-29
合计	**115.80**	--	--

注：“14 云工投 MTN001”到期兑付日为行权日

资料来源：Wind

图 3 2021 年内公司有息债务到期分布情况

（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 264.23 亿元，负债规模和构成均较 2020 年底变动不大。

截至 2020 年底，公司全部债务为 200.46 亿元，较上年底增长 27.90%，主要来自短期债务的增长，主要用于补充流动资金和对外投资。从债务构成来看，公司短期债务占 54.52%，长期债务占 45.48%，短期债务占比较上年底增加 25.88 个百分点。截至 2020 年底，公司短期债务为 109.30 亿元，较上年底增长 143.45%，主要是新增融资及部分长期债务于一年内到期所致；公司长期债务为 91.16 亿元，较上年底下降 18.49%。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.48%、65.34%和 46.15%，较上年底分别上升 9.06 个、10.59 个和降低 0.18 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 200.61 亿元，债务结构和规模基本维持 2020 年底水平。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.67%、64.66%和 45.99%，较 2020 年底变动不大。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入随园区业务和有色金属贸易收入规模下降而同比下降。期间费用对利润侵蚀严重，投资收益仍为公司利润总额的主要来源，多源于股权的减持、转让及处置，对利润总额影响很大，上述收益易受外部经济环境、市场行情波动、政策变化等因素影响，存在波动。

2020 年，公司实现营业收入 102.46 亿元，同比下降 12.85%，主要系园区业务和有色金属贸易业务收入同比下降所致；公司实现营业成本 83.59 亿元，同比下降 15.64%；公司营业利润率为 17.54%，同比增加 3.01 个百分点。

2020 年，公司期间费用为 24.61 亿元，同比持平，仍以财务费用和管理费用为主，分别为 9.60 亿元和 6.98 亿元，公司期间费用率为 24.02%，对利润侵蚀严重。

2020 年，公司实现投资收益 8.72 亿元，同比下降 41.13%，系 2019 年公司将持有云铜集团的股权注入中国铜业（为云铜集团股东，持股比例为 51.00%）形成的增值部分，体现为处置云铜集团股权形成的一次性收益。

表 18 2020 年公司投资收益情况（单位：亿元）

项目	2020 年
权益法核算的长期股权投资收益	2.39
处置长期股权投资产生的投资收益	6.11
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益	0.17
其他	0.05
合计	8.72

资料来源：公司审计报告

2020 年，公司因公允价值变动造成-668.93 万元的损失。同期，形成信用减值和资产减值损失分别为 0.23 亿元和 0.27 亿元。2020 年，公司实现利润总额 3.10 亿元，同比增长 32.58%。从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.42%和 3.01%，同比分别增加 0.49 个百分点和 2.11 个百分点。公司整体盈利能力仍有待提高。

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 22.05亿元，利润总额为3.73亿元，均同比变动

不大，其中，公允价值变动形成收益5.05亿元，主要为持有权益工具的公允价值波动。

从同行业对比来看，2020年，公司利润总额、总资本收益率和净资产收益率在同行业其他企业中处于较弱水平。

表19 2020年同行业盈利能力情况

（单位：亿元、%）

	利润总额	总资本收益率	净资产收益率
镇江国有投资控股集团有限公司	6.81	3.09	2.38
无锡产业发展集团有限公司	33.93	5.47	9.23
辽宁省国有资产经营有限公司	23.88	8.04	8.58
公司	3.10	4.42	3.01

资料来源：联合资信根据公开信息整理

5. 现金流及保障

2020 年，公司经营活动净流入规模增长，收入实现质量良好，随着新增投资和融资规模的扩大，公司投资活动转变为大额净流出，筹资活动呈大额净流入，考虑到公司未来在三大主营业务板块的布局和现有债务结构，未来对外筹资压力大。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入为 121.26 亿元，同比下降 7.56%，主要以销售商品、提供劳务收到的现金 111.57 亿元为主；收到其他与经营活动有关现金为 9.17 亿元，主要为产权交易所收到交易保证金约 2.10 亿元和各类银行利息、项目保证金等。经营活动现金流出 106.63 亿元，同比下降 12.78%，主要以购买商品、接受劳务支付的现金 78.67 亿元为主，支付其他与经营活动有关的现金为 7.46 亿元，主要为支付各类银行手续费、产权交易所支付的各类保证金和银行手续费、保证金等。公司经营活动现金净流入 14.63 亿元，同比增长 63.90%。2020 年，公司现金收入比为 108.89%，较上年提升 4.49 个百分点，收入实现质量保持良好水平。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 47.92 亿元，较上年下降 45.76%，主要系收回投资收到的现金规模下降至 39.46 亿元所致；投资活动现金流出 74.87 亿元，较上年变动不大，主要系支付易见股份交易对价所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 26.96 亿元，同比转为大额净流出。

从筹资活动来看，2020 年，公司扩大融资规模，筹资活动现金流入 117.87 亿元，较上年增长 76.35%，主要系取得借款收到的现金大幅增长至 116.29 亿元所致；筹资活动现金流出 96.77 亿元，较上年增长 13.43%，主要为偿还债务。2020 年，公司筹资活动现金净流如 21.10 亿元，同比转化为净流入。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 7.53 亿元，投资活动产生的现金净流入 2.06 亿元，筹资活动现金净流出 2.31 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所弱化，长期偿债能力指标尚可，考虑到公司在云南省产业发展和资本运营方面的重要地位，以及在经营规模、政府支持、所持金融资产流动性等方面具备的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2020 年底，公司流动比率为 107.43%，较上年底减少 82.16 个百分点。2020 年底，公司速动比率为 80.45%，较上年底增加 62.44 个百分点。2020 年，公司经营性现金流动负债比率为 8.70%，同比减少 0.62 个百分点。截至 2020 年底，公司现金类资产为短期债务的 0.41 倍。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 15.99 亿元，同比增长 11.48%；2020 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.50 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 12.53 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径获得银行综合授信额度 202.96 亿元，尚未使用额度 88.06 亿元。公司控股子公司南天信息为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保合计 13.00 亿元，较 2019 年底无变化。其中，对云

南省国有资本运营有限公司提供担保 1.00 亿元（担保期限截止日为 2022 年 8 月 8 日），对云天化集团有限责任公司“20 云天化 MTN001”提供担保 12.00 亿元（担保期限截止日为 2023 年 1 月 16 日）。

截至 2020 年底，公司及子公司涉及的诉讼事项有 10 起，其中公司及子公司作为原告的诉讼案件涉及金额合计约 2.89 亿元，作为被告、共同被告或担保方的涉案金额合计约 1.43 亿元。其中，公司作为原告，金额较大的主要是子公司同图公司与云南世邦房地产开发有限公司（以下简称“世邦地产”）签订合作开发位于昆明市盘龙区石闸立交桥的 17.97 亩土地，后合作未能继续，同图公司提请仲裁，由世邦地产返还云南同图投资款及资金占用费共计 1.07 亿元。此外，子公司投融资担保公司存在多笔已代偿的担保，规模合计 1.08 亿元。公司作为被告，金额较大的为昆明经开区公司与云南同创投资有限公司、云南盛世千福置业股份有限公司合作开发第三城•财富中心项目，在合作过程中各方对税费缴付等产生分歧，同创投资公司、盛世千福公司起诉昆明经开区公司，请求昆明经开区支付其受到的损失 0.97 亿元；配合其办理税收清算手续，并在收到清退税款后将税款返还给同创投资公司、盛世千福公司。昆经开公司于 2021 年 3 月 23 日收到应诉材料，该案定于 2021 年 5 月 18 日开庭审理（截至本报告出具日，公司尚未得知判决结果）。整体看，公司涉及的诉讼案件金额不大，对公司经营和财务状况的影响有限。

7. 母公司财务分析

公司本部资产构成以非流动资产为主，其他应收款和预付款项对资金形成占用，可供出售金融资产及长期股权投资部分投资回收期限较长；本部债务负担很重，一年内到期债务规模大，存在较大集中偿付压力。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 253.81 亿元，较上年底增长 12.15%，主要系预付款项的带动。其中，流动资产为 60.39 亿元（占 23.79%），非流动资产为 193.42 亿元（占 76.21%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（11.84 亿元，使用受限的为 3483.84 万元）、预付款项（20.67 亿元，为预付云南康旅的股权受让款）和其他应收款（22.84 亿元）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（54.45 亿元）、长期股权投资（128.63 亿元）和递延所得税资产（8.65 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司本部负债总额为 198.74 亿元，较上年底增长 25.51%。其中，流动负债为 111.60 亿元，非流动负债为 87.14 亿元。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，分别为 30.15 亿元、26.54 亿元和 46.31 亿元。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，分别为 16.45 亿元和 67.73 亿元。

截至 2020 年底，公司本部全部债务为 168.99 亿元，较上年底增长 26.28%。长短期债务占比相当，短期债务为 84.81 亿元，较上年底增长 336.49%；长期债务为 84.18 亿元，较上年底下降 19.37%。截至 2020 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.73%、75.42%和 60.45%，分别较 2019 年底上升 8.76 个百分点、10.86 个百分点和下降 0.12 个百分点。截至 2021 年 3 月底，公司本部有息债务中债券融资占 68.19%，公司本部债务负担很重，短期偿债压力大。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 55.07 亿元，较上年底下降 18.98%。其中，实收资本占比高，其他综合收益因公允价值变动为-13.13 亿元，较上年底有所减少。

2020 年，公司本部营业收入为 3.27 亿元，财务费用为 9.12 亿元，对利润侵蚀严重，投资收益 6.95 亿元（上年同期为 12.50 亿元），利润总额为 0.51 亿元，同比下降 71.51%。

2020 年，公司本部经营活动现金流量净

额为 3.70 亿元；投资活动现金流量净额为-16.25 亿元；筹资活动现金流量净额为 16.45 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较强；现金类资产对 2021 年度剩余月份到期债券保障能力较强。

截至本报告出具日，公司合并口径存续债券规模为 96.80 亿元；其中，本年度剩余应到期债券余额 33.90 亿元，未来待偿债券本金峰值为 45.40 亿元（2022 年）。

2020 年，公司 EBITDA 为未来待偿债券本金峰值的 0.35 倍；经营活动现金流入量为未来待偿债券本金峰值的 2.67 倍；经营活动现金流量净额为未来待偿债券本金峰值的 0.32 倍；现金类资产为本年度剩余到期债券金额的 1.92 倍。

表 20 公司存续债券保障情况

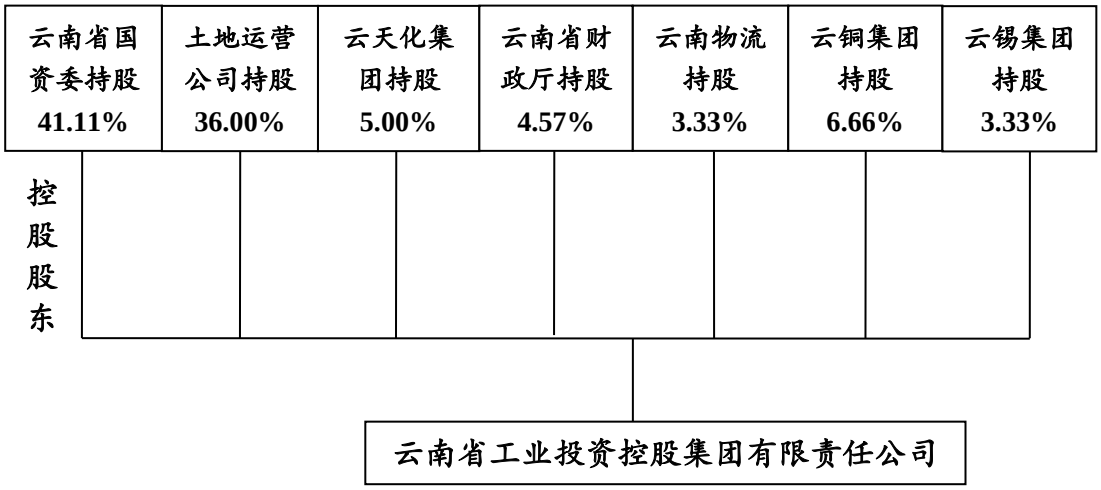
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	33.90
未来待偿债券本金峰值（亿元）	45.40
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	1.92
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.67
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.32
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.35

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

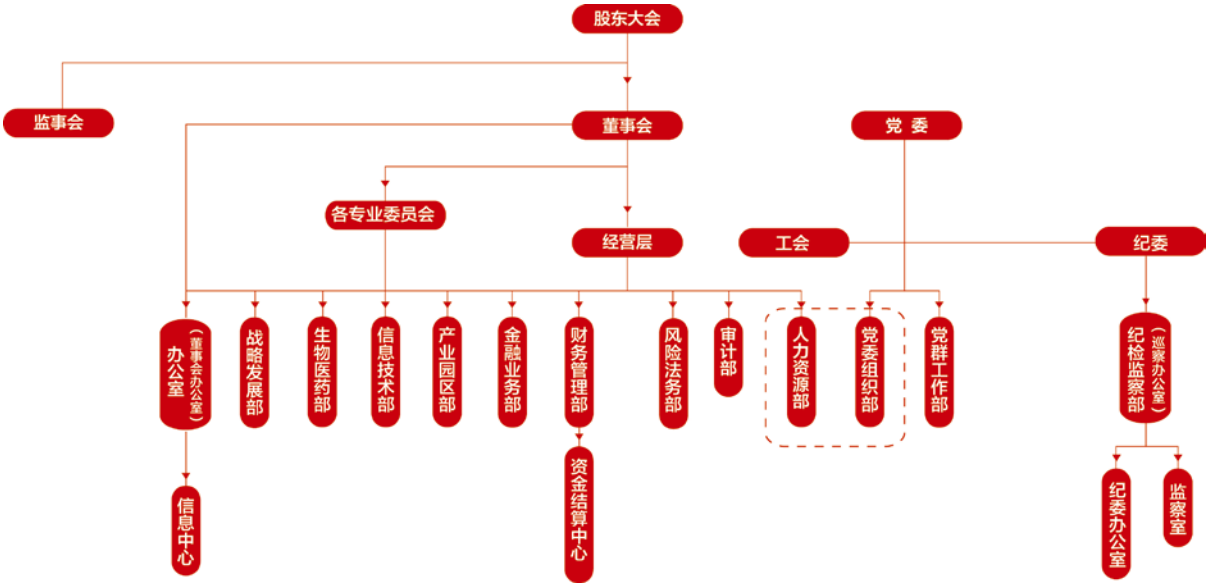
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 云工投 MTN001”“17 云工投 MTN002”“20 云工投 MTN001”“16 云工 01”“16 云工 02”“18 云工 01”“19 云工 02”和“19 云工 03”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2 评级历史

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 云工投 MTN001、17 云工投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020-07-28	刘哲 邢霖雪	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 云工 03、19 云工 02、18 云工 01、16 云工 02、16 云工 01	AA+	AA+	稳定	2020-06-24	宁立杰 高佳悦	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 云工投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020-08-20	刘哲 邢霖雪	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 云工 03	AA+	AA+	稳定	2019-08-06	戴非易 范琴	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 云工 02	AA+	AA+	稳定	2019-08-06	戴非易 范琴	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
18 云工 01	AA+	AA+	稳定	2018-07-10	杨世龙 杨婷	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文
17 云工投 MTN002	AA+	AA+	稳定	2017-07-31	姜帆 邢霖雪 魏铭江	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
17 云工投 MTN001	AA+	AA+	稳定	2016-12-14	姜帆 张豪若	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
16 云工 01	AA+	AA+	稳定	2016-07-06	杨世龙 王越	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文
16 云工 02	AA+	AA+	稳定	2016-09-14	杨世龙 高鹏	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过连接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.66	35.09	44.57	65.39
资产总额(亿元)	361.86	344.77	372.89	373.90
所有者权益(亿元)	139.82	129.56	106.36	109.66
短期债务(亿元)	53.46	44.90	109.30	107.24
长期债务(亿元)	114.55	111.84	91.16	93.37
全部债务(亿元)	168.01	156.74	200.46	200.61
营业收入(亿元)	113.17	117.57	102.46	22.05
利润总额(亿元)	2.13	2.34	3.10	3.73
EBITDA(亿元)	14.30	14.35	15.99	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	8.92	14.63	-7.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.92	4.77	4.39	--
存货周转次数(次)	1.76	2.06	1.86	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.33	0.29	--
现金收入比(%)	113.95	104.40	108.89	84.56
营业利润率(%)	14.14	14.53	17.54	20.91
总资本收益率(%)	3.24	3.93	4.42	--
净资产收益率(%)	0.08	0.90	3.01	--
长期债务资本化比率(%)	45.03	46.33	46.15	45.99
全部债务资本化比率(%)	54.58	54.75	65.34	64.66
资产负债率(%)	61.36	62.42	71.48	70.67
流动比率(%)	189.79	189.59	107.43	116.64
速动比率(%)	139.49	142.89	80.45	87.57
经营现金流动负债比(%)	-4.38	9.32	8.70	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.82	0.42	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	1.45	1.42	1.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.75	10.93	12.53	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计，相关数据未年化；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债中的有息债务计入短期债务

数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.29	9.11	11.84	44.43
资产总额(亿元)	245.31	226.32	253.81	263.45
所有者权益(亿元)	80.00	67.97	55.07	57.21
短期债务(亿元)	34.50	29.43	84.81	86.56
长期债务(亿元)	108.75	104.40	84.18	85.18
全部债务(亿元)	143.25	133.83	168.99	171.74
营业收入(亿元)	3.03	5.25	3.27	0.72
利润总额(亿元)	0.10	1.79	0.51	3.26
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-10.62	11.40	3.70	2.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比(%)	88.59	97.33	73.09	36.11
营业利润率(%)	96.90	98.78	52.60	91.67
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	0.47	2.44	2.81	--
长期债务资本化比率(%)	57.62	60.57	60.45	59.82
全部债务资本化比率(%)	64.16	66.32	75.42	75.01
资产负债率(%)	67.39	69.97	78.30	78.28
流动比率(%)	124.22	82.70	54.11	64.85
速动比率(%)	124.22	82.70	54.11	64.85
经营现金流动负债比(%)	-19.33	22.06	3.32	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.31	0.14	0.51
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。