

信用等级公告

联合[2016]866 号

云南省工业投资控股集团有限责任公司：

联合信用评级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长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**云南省工业投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，
评级展望为“稳定”**

**云南省工业投资控股集团有限责任公司拟公开发行的 2016 年公司
债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 七月 六 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>



云南省工业投资控股集团有限责任公司

2016年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

债券期限：5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 7 月 6 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016.3
资产总额（亿元）	302.08	328.35	350.84	343.26
所有者权益（亿元）	102.25	115.96	128.39	118.24
长期债务（亿元）	33.17	50.99	63.87	68.59
全部债务（亿元）	56.20	76.94	97.54	103.57
营业收入（亿元）	75.70	67.44	63.40	9.99
净利润（亿元）	4.95	3.54	4.09	-2.36
EBITDA（亿元）	10.97	11.35	11.54	--
经营性净现金流（亿元）	-9.08	-8.09	0.93	-2.57
营业利润率（%）	16.82	17.30	27.64	19.52
净资产收益率（%）	4.92	3.25	3.35	-2.01
资产负债率（%）	66.15	64.69	63.40	65.55
全部债务资本化比率（%）	35.47	39.89	43.17	46.69
流动比率（倍）	1.58	1.88	1.83	1.83
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	1.51	2.45	--
EBITDA/全部债务（倍）	0.20	0.15	0.12	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.73	0.76	0.77	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为云南省政府定位的工业投资平台及国有资本价值化经营的主体，具有在云南省工业投资领域突出的战略地位、较强的政府支持以及持有优质的金融资产等优势。同时，联合评级也关注到公司参股企业众多但部分被投资企业质量一般、园区产业板块近年来收入下滑明显、未来投资规模维持高位、资本性支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司生物医药、电子信息、园区产业及现代服务四大主业板块已基本搭建完成。随着经营规模的扩张、股权投资收益的陆续实现及集团内逐步深入的资源整合，公司整体盈利能力有望改善。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为云南省政府定位的工业投资平台，是引导云南省工业经济实现产业结构优化和升级的驱动器，产业与资本结合的重要平台，国有资本价值化经营的主体，战略地位突出。

2. 在工业投资领域，公司拥有云南省对其在投资项目和资源储备方面的指导及政策倾斜优势，政府支持力度强。

3. 公司主营园区产业、生物医药、电子信息和现代服务四大业务板块，产业多元化发展在一定程度上降低了公司的经营性风险。

关注

1. 公司园区产业板块受宏观经济影响较大，近年来收入下滑明显。

2. 公司参股企业较多，涉及行业较广，部分被投资企业质量一般。

3. 公司作为云南省属重点企业之一，承担了云南省基础设施和公用设施领域内的转贷资金，该部分资产由云南省财政负责偿还，不构成公司自身债务。但该部分资产无法为公司带来经济效益，且可能存在财政偿还不及时的风险。

4. 公司 2015 年新增 9.88 亿元永续债，债务负担有所增加；公司应付债券于 2016~2018 年到期金额较大，近三年公司面临一定的集中偿付压力。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）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”），云南国资公司是经云南省政府云政发〔2000〕165号文批准，于2000年10月由原云南省国有资产持股经营公司与原云南省技术进步投资公司合并组建的国有独资公司，注册资本金100,000万元。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）的规定，2008年5月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，注册资本金46亿元。2008年10月，根据云南省人民政府常务会议纪要（第13期）及云南省国资委作出的《云南省国资委关于云南省工业投资控股集团有限责任公司增资扩股及股权置换有关事宜的通知》（云国资统财〔2008〕393号），同意云南省国资委以所持南天电子信息产业集团公司100%股权和所持的云南铜业（集团）有限公司10.3%的股权，按照南天集团和云铜集团2007年12月31日经审计的账面净资产作价，其中14亿元以云南省国资委单方增资扩股方式注入公司。2013年9月18日，经过公司第六次股东会会议决议、第一届董事会第四十次会议决议和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本人民币40,000万元，从未分配利润及资本公积中分别用39,000万元及1,000万元转增，各股东持股比例保持不变。2015年12月19日，根据云南省人民政府《关于划转部分国家出资企业股权充实云南圣乙投资有限公司国家资本金的批复》（云政复〔2015〕75号），云南省国资委将持有公司36%股权划转，由云南圣乙投资有限公司持有。该次公司股权结构变动并不产生实际控制人变更。此次变更符合国家法律和政策要求，未导致公司主要业务结构发生变化，也不对公司主营业务、财务状况及偿债能力产生重大影响。截至2016年3月末，公司注册资本64亿元，各股东出资额及持股比例如下表所示。

表1 截至2016年3月底公司主要股东持股情况

股东单位	出资（万元）	出资比例（%）
云南省国有资产监督管理委员会	292,352.00	45.68
云南圣乙投资有限公司	230,400.00	36.00
云天化集团有限责任公司	32,000.00	5.00
昆明钢铁控股有限公司	21,312.00	3.33
云南铜业（集团）有限公司	21,312.00	3.33
云南冶金集团股份有限公司	21,312.00	3.33
云南锡业集团（控股）有限责任公司	21,312.00	3.33
合计	640,000.00	96.70

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：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。公司是云南省政府定位的工业投资平台。

截至2015年末，公司合并资产总额350.84亿元，负债合计222.45亿元，所有者权益（含少数股东权益21.59亿元）128.39亿元。2015年，公司实现营业收入63.40亿元，净利润（含少数股东损益-0.23亿元）4.09亿元；经营活动产生的现金流量净额0.93亿元，现金及现金等价物净增

加额-5.78 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额为 343.26 亿元，负债合计 225.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.02 亿元）118.24 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.99 亿元，净利润（含少数股东损益-0.49 亿元）-2.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.46 亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区顺通大道 50 号；公司法定代表人：刘文章。

二、本次公司债券概况及募集资金用途

1. 本次公司债券概况

本次公司债券名称为“云南省工业投资控股集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），分期发行，债券期限为 5 年。本次公司债券面值 100 元，按面值平价发行，向合格投资者公开发行，票面年利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定。本次发行的公司债券由主承销商以余额包销的方式承销。本次公司债券采用单利按年付息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

2. 本次公司债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金用途拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。

三、行业分析及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资主体被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资主体已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的

融资主体面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

行业关注

（1）行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

（2）流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（3）代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

行业展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015 年，固定资产投资增速放缓。全年全社会固定资产投资 562,000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，增长 10.0%。东部地区投资 232,107 亿元，比上年增长 12.4%；中部地区投资 143,118 亿元，增长 15.2%；西部地区投资 140,416 亿元，增长 8.7%；东北地区投资 40,806 亿元，下降 11.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 15,561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224,090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311,939 亿元，增长 10.6%。基础设施投资 101,271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。民间固定资产投资 354,007 亿元，增长 10.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 64.2%。高技术产业投资 32,598 亿元，增长 17.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 5.9%。

截至 2015 年末，全国大陆总人口 137,462 万人，比上年末增加 680 万人，其中城镇常住人口 77,116 万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为 56.10%，比上年末提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资主体作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。

落实建设主体的投资决策权，拓宽建设主体的融资渠道，为建设主体构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 土地一级开发

开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济的开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。目前铁岭新城的一级土地开发就是由政府主导的市场化运作模式。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融

资，一级开发主体提供担保责任。

表 2 目前土地一级开发融资来源对比情况

融资方式	现状（在全部资金来源中的比重）	趋势（在全部资金来源中的比重）
财政拨款	比重很小	增长空间有限
银行贷款	比重很大	有所减小
吸收直接投资	占有一定比重	增长空间有限
发行股票	比重很小	增长空间有限
发行债券	--	增长空间较大
商业信用	占有一定比重	有所减少
基金、信托等	比重很小	增长空间很大

资料来源：联合评级整理

从上表可以看出，目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

竞争格局

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开始市场的低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

行业关注

（1）开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

（2）长期占用大量资金

对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

（3）政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

（4）一级开发不具备可复制性，会大大制约企业的快速成长

一级开发太靠近政府，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可

复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

3. 生物医药行业

医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2015 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，当年我国医药制造行业实现主营业务收入 25,547.10 亿元，同比增长 9.48%；实现利润总额 2,627.30 亿元，同比增长 13.14%；行业毛利率为 28.81%，较上年 28.63% 的毛利率水平，小幅上升 0.18 个百分点。

在行业细分方面，从增长速度看，近三年生物生化品制造、卫生材料和医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个子行业收入规模年均增长基本保持在 20% 以上，均保持快速增长势头；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造业总体保持快速增长，盈利能力较强。

在原材料供应价格方面，中药材价格受传统销售淡季、市场周期性调整以及国内经济增长放缓三重影响明显，2015 年我国全年中药价格指数波动较为明显，依据成都中药价格指数（月度）显示，整体基本保持在 140 点至 147 点之间，仍整体处于较高水平。在具体中药材价格变化方面，2015 年内，三七价格波动幅度大；丹参价格相对稳定，2015 年基本处于 14~15 元/千克区间，未来三七价格因供大于求仍将有所下降，丹参价格会因市场行情变化继续波动。

在行业下游方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品需求的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

政策方面，目前中国政府正大力推进医药体制改革，以解决药价虚高和居民医药负担过重等问题，促使医保体系进一步完善。现阶段我国政府通过基础药招标限价的方式，促使药价改革获得突破，但药品价格仍具备下降空间，同时随着医保体系的逐步完善，我国医药市场规模将进一步扩大。在具体政策下发方面，2015 年 3 月国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，2015 年 6 月卫计委下发《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》，对公立医院药价及招标政策进行制度化规范。在医药产品消费方面，2015 年，我国城乡居民医保和新农合各级财政补助标准提高到每人每年 380 元，其中基数部分由中央财政按原有补助标准给予补助，增加的 260 元部分含中央财政对西部地区补助 80%，对中部地区补助 60%，对东部地区按一定比例补助。此外，2015 年 9 月，国务院办公厅下发推广分级诊疗制度建设的指导意见，基层医疗成为医药贸易的主要市场。

在价格方面，2015 年我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈逐月上升态势，截至 2015 年末，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 102.44，较年初增长 0.73 个百分点。但由于进入 2016 年后，我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动以及公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，未来我国药品价格降价趋势明显。

总体看，中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年

来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

医药商业

医药商业是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业主要通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润。

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

据商务部数据显示，2015 年上半年我国七大类医药商品销售总额 8,410 亿元，比上年同期增长 12.4%，增幅回落 1.7 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,682 亿元，扣除不可比因素后较上年同期增长 8.7%，增幅回落 0.3 个百分点。2015 年上半年药品流通直报企业（1,200 家）主营业务收入 6,581 亿元，同比增长 12.8%，增幅回落 2.1 个百分点；实现利润总额 108 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，增幅下降 2.4 个百分点；平均利润率为 1.6%，扣除不可比因素与上年同期相比降低 0.2 个百分点；平均毛利率为 6.4%，与上年同期相比降低 0.6 个百分点；平均费用率为 5%，与上年同期持平。

进入 2015 年后，我国药品流通业发展具备以下特点：

（1）药品流通市场销售总体平稳增速放缓

2015 年上半年，大型药品流通企业的主营业务收入、利润增长、费用控制普遍优于行业整体水平，对行业发展的引领作用进一步提升。药品流通行业总体销售增长放缓、运营成本增加、毛利率降低等一系列现实情况，对全行业发展形成了较大压力。

（2）药品零售市场呈结构性调整

2015 年上半年药品零售市场规模总体呈现增长态势，在商务部“十二五”行业发展规划纲要的指导下，大型药品零售连锁企业发展迅速。由于医院药品零加成挤压药店药品价格、医院药房社会化低于预期和医药电商快速增长等因素的影响，使得传统零售业务的增长空间收窄，药品零售市场规模扩张放缓，已低于整体药品流通行业的销售增幅，以致药品零售业面临经营体系重建、多维竞争的局面。面对市场挑战，不少重点企业积极应对，立足国情，力求多元化、多渠道深耕拓展药品零售市场，以专业化服务和大健康市场为立足点探索新型药店经营模式。

（3）医药电子商务市场呈现快速增长态势

2015 年上半年，医药电子商务继续快速发展。据国家食品药品监督管理总局统计，2015 年上半年共批准、换发证书 105 家，截至 2015 年 6 月 30 日，拥有互联网交易资质的企业合计为 425 家，企业数量同比增长 56.3%，其中 B2B 为 90 家、B2C 为 319 家、O2O 为 16 家，主要的交易模式为 B2B、B2C 形式，其中 B2B 占销售额比重为 90%（不含 O2O 模式）。据药品流通统计直报系统不完全统计，拥有互联网资质的医药电子商务营业收入平均增幅超过了 50%，远远高于传统药品流通销售模式的增幅。此外，虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体看，由于我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，致使对行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

4. 电子信息

电子信息制造业是国民经济的战略性、基础性、先导性产业，是加快工业转型升级及国民经济和社会信息化建设的技术支撑与物质基础，是保障国防建设和国家信息安全的重要基石。

近年来，我国电子信息产业逐步从过去的高速增长期转入平稳发展的新阶段，产业各项指标增速开始趋向工业平均水平，过去产业增长相对依赖产品出口、依赖外资企业、依赖整机行业、依赖东部地区的格局逐步改变；2009年以来，国际金融危机对电子信息产业带来较大冲击，也从一定程度促进产业转型升级的步伐，国内市场、内资企业、中西部地区在电子信息产业中的比重进一步攀升。2012年，国际政治经济形势复杂多变，国内经济发展困难增多，我国电子信息产业发展速度有所放缓，产业发展呈现缓中趋稳态势，生产增速小幅攀升，效益状况不断好转，产业结构调整步伐加快，继续为推动信息化发展和促进两化深度融合发挥积极作用，在国民经济中的重要性进一步提高。

2015年，我国电子信息产业销售收入总规模达到15.4万亿元，同比增长10.4%；其中，电子信息制造业实现主营业务收入11.1万亿元，同比增长7.6%；软件和信息技术服务业实现软件业务收入4.3万亿元（快报数据），同比增长16.6%。2015年，我国规模以上电子信息制造业增加值增长10.5%，高于同期工业平均水平4.4个百分点；行业收入和利润总额占工业总体比重分别达到10.1%、8.8%，比上年提高0.7和1个百分点。电子信息制造业在工业经济中保持领先地位，支撑作用不断增强。从投资角度来看，2015年，我国电子信息产业500万元以上项目完成固定资产投资额13,775.3亿元，同比增长14.2%，增速比上年提高2.8个百分点，高于同期工业投资增速6.5个百分点。投资结构持续改善，在信息产业移动化趋势下，电子计算机行业完成投资1,121.5亿元，同比增长30.6%，成为全行业投资增速最快领域，电子元器件、电子信息机电和专用设备行业分别完成投资额2,878.3亿元、2,316.3亿元、1,750.8亿元，分别同比增长17.9%、19.6%、13.9%；分地区看，中西部地区分别完成投资4,278.8和2,251亿元，同比增长8.1%和11.8%，高于平均水平6.5和10.7个百分点，比重均提高1.5个百分点；从投资主体看，内资企业完成投资11,462.3亿元，同比增长14.8%，增速高于平均水平0.6个百分点，比重达到83.2%，比上年提高1个百分点。

国际市场方面，2011年以来，尽管世界局部依然存在动荡局面，欧债危机影响也暂未消除，但世界经济整体回升趋好的趋势未曾发生根本改变，全球电子信息产品市场开始逐步好转，半导体等电子行业领域出现复苏迹象。根据IDC、Gartner、DisplaySearch等市场研究机构预测，未来几年全球IT支出、软件支出以及相关的服务市场将达到两位数增长；全球彩电出货量、手机、微型计算机、集成电路也将保持一定的增长速度。受智能手机等产品的普及带动，电子零部件需求将增加，IT服务业也将赢得新的商机。

2012年下半年以来，电子信息行业发展环境逐步改善，内外需开始回暖。国际方面，日本、美国等主要经济体经济逐步好转，欧盟等国家虽然对我国电子信息产品采取了一些贸易保护措施，但需求量值依然较高，新兴经济体电子产品需求也呈回升态势。

2015年，我国电子信息产品进出口总额达13,088亿美元，同比下降1.1%。其中，出口7,811亿美元，同比下降1.1%，占全国外贸出口比重达到34.3%。进口5,277亿美元，同比下降1.2%。从全年进出口走势来看，电子信息产品进出口逐渐下滑趋于平稳。

国内市场方面，电子信息行业作为基础行业，随着工业经济的逐步回升，整机和基础电子行业需求都在改善，尤其是国家信息化进程的加速，重大信息工程项目如宽带战略、智慧城市建设对行业内需的拉动起到了积极作用。

2014 年，我国规模以上电子信息制造业销售利润率为 4.9%，比上年提高 0.4 个百分点，但低于工业平均水平 1 个百分点。全年，规模以上电子信息制造业每百元主营业务收入中成本为 88.4 元，比工业平均水平高 2.8 元，但比上年下降 0.2 元，企业生产经营的成本压力较大，盈利水平略有提高。

行业外来发展方面，根据 CSIA（中国半导体行业协会）预测，在产品结构方面，存储器、CPU、计算机外围器件未来 3 年依然可以维持较高增长速度。而得益于中国 3G、4G 建设以及消费电子升级换代，ASIC 和嵌入式处理器亦将有较大增长；物联网新应用、社保卡、大容量 SIM 卡将推动 IC 卡的快速增长；工业控制类产品也将得到较快的恢复；未来智能手机、电子书、智能表、LED、监控和医疗电子产品等将可能成为推动集成电路市场发展的热点产品。总体上看，未来几年电子信息行业将在国家稳增长、调结构、促转型的政策带动下，继续保持平稳趋缓的态势，内需的拉动作用不断强大，但在外需方面，受欧债危机等国际不确定因素的影响不容小视，波动性发展的局面在短期内不会发生根本变化。此外，根据国家工信部的政策取向，2014 年及今后一段时期，政府将会在大力发展战略新兴产业政策的基础上，进一步出台若干政策推动制造业转型升级，以坚实可持续发展基础，如研究设立工业转型升级专项资金，建加强企业技术改造畅销机制，制定鼓励技术创新成果加快应用，加快产业化发展的政策，加大技术改造的专项基金的力度，以支持整个电子行业的可持续发展。

总体看，我国电子信息产业逐步从过去的高速增长期转入平稳发展的新阶段，未来在国家稳增长、调结构、促转型的政策带动下，继续保持平稳趋缓的态势。

5. 区域经济环境

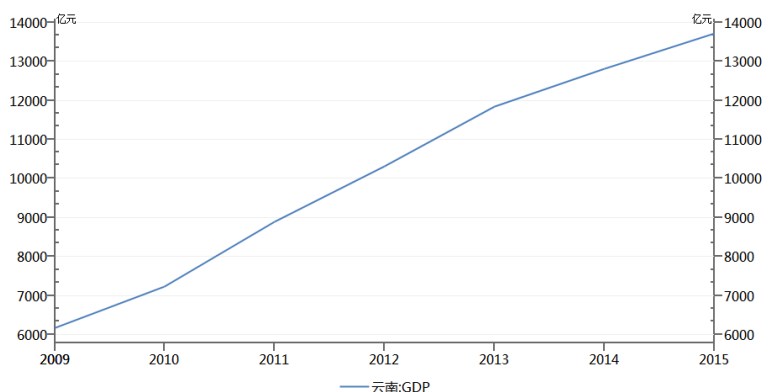
云南省地处中国西南边陲，总面积约 39 万平方公里，占全国面积 4.11%，在全国各省级行政区中面积排名第 8，总人口 4,741.8 万，占全国人口 3.45%，人口排名为第 12 名。

改革开放以来，云南省的国民经济和各项社会事业进入了快速发展的时期。云南全省面貌发生了深刻变化，经济实力明显增强。农业的基础地位不断增强，农业经济持续发展，粮食及各种经济作物生产连续获得丰收。随着澜沧江—湄公河区域经济合作的加强，云南正成为中国通往东南亚、南亚的通道和前沿。2000 年以来中国实施的西部大开发战略，使得中西部地区经济发展、民族团结、社会稳定是中国二十一世纪的一大工作重点。云南作为西部地区的重要省市，是中国面向东南亚、南亚的桥头堡，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。

2011 年 6 月国务院通过《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》（以下简称《意见》），在国家层面明确了云南在中国区域发展和对外开放大格局中的特色和应发挥的作用。该《意见》对云南提出了 5 个方面的发展战略定位，一是中国向西南开放的重要门户；二是中国沿边开放的试验区和西部地区实施“走出去”战略的先行区；三是西部地区重要的外向型特色优势产业基地；四是中国重要的生物多样性宝库和西南生态安全屏障；五是中国民族团结进步、边疆繁荣稳定的示范区。

2012 年 10 月，《云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡总体规划（2012~2020 年）》已获国务院批准。该规划的总体要求：支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡，是国家统筹国内发展和全方位对外开放，深入实施西部大开发战略，促进区域协调发展和边疆长治久安的重大部署，也是云南省进一步加快发展、实现科学发展面临的重大历史机遇。

图 1 2009~2015 年云南省 GDP 情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind 资讯

区域经济方面,初步核算,2015 年云南省 GDP 完成 13,717.88 亿元,比上年增长 8.7%,居全国第 23 位,与上年排名持平。其中,第一产业完成增加值 2,055.71 亿元,增长 5.9%;第二产业完成增加值 5,492.76 亿元,增长 8.6%,第三产业完成增加值 6,169.41 亿元,增长 9.6%。三次产业结构由上年的 3:8:8 调整为 3:8:9。全省人均生产总值达 29,015 元,比上年增长 8.1%。非公经济增加值实现 6,389.69 亿元,占全省生产总值的比重达 46.6%,比上年提高 0.1 个百分点。

财政实力方面,2015 年云南省公共财政实力进一步增强,全年财政总收入达 3,250.02 亿元,比上年增长 3.0%。全省地方公共一般预算收入 1,808.14 亿元,比上年增长 6.5%;其中增值税完成 190.25 亿元,增长 2.2%;营业税 367.68 亿元,下降 7.2%;企业所得税完成 147.44 亿元,下降 7.6%。全省地方公共一般预算支出完成 4,712.9 亿元,比上年增长 6.2%,其中,社会保障与就业支出、医疗卫生与计划生育支出、农林水支出、住房保障支出和教育支出分别增长 11.0%、20.0%、8.0%、29.4%和 13.7%。

固定资产投资方面,2015 年云南省全年固定资产投资(不含农户)达 13,069.39 亿元,增长 18.0%。分三次产业看,第一产业投资 499.92 亿元,增长 61.9%;第二产业投资 3,145.92 亿元,增长 12.8%,其中工业投资完成 3,145.19 亿元,增长 12.8%;第三产业投资完成 9,423.55 亿元,增长 18.1%。民间固定资产投资 5,612.73 亿元,增长 8.4%,占全省固定资产投资的比重为 42.9%。基础设施投资完成 4,314.54 亿元,增长 21.6%,增速较上年提高 1.6 个百分点,占全省固定资产投资的比重达到 33.0%。

昆明市作为云南省省会城市,2015 年全年实现地区生产总值 3,970.00 亿元,比上年增长 8.0%。其中,第一产业实现增加值 188.10 亿元,增长 5.8%;第二产业实现增加值 1,588.38 亿元,增长 7.4%;第三产业实现增加值 2,193.52 亿元,增长 8.7%。按常住人口计算,人均地区生产总值 59,686 元,增长 7.2%。三次产业结构调整调整为 1:8:11。全市非公有制经济实现增加值 1,850.34 亿元,比上年增长 8.1%,占 GDP 比重为 46.6%。2015 年,昆明市全年一般公共预算收入 502.22 亿元,比上年增长 5.1%,其中,税收收入 399.68 亿元,增长 0.4%。一般公共预算支出 615.51 亿元,增长 3.7%。

总体看,云南省作为中国面向西南开放的重要省份,近年来经济迅速发展,财政实力不断提升,固定资产投资力度不断加大,未来经济发展前景良好,昆明市作为云南省会城市财政收入快速增长,为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

目前,云南省国资委系统 19 家企业中有 5 家投资公司,公司作为云南省政府工业投融资主体,是云南省实施资源优化配置和战略性调整的重要企业,引导云南省工业经济实现产业结构优化和升级、产业与资本结合的重要投融资主体,其战略地位突出,同时公司作为云南省工业投资主体,在投资项目和资源储备方面具有政策性倾斜优势。

公司业务范围主要涉及生物医药、电子信息、园区产业和现代服务等业务板块,其中,园区产业板块处于绝对垄断地位,在省属企业中率先投身于园区经济,先后参与了昆明、曲靖、昭通、大理等 12,000 多亩经济园区的建设,完成投资超过 100 亿元,实现利税 12 亿元。截至目前,已入驻企业超过 1,000 家,同时带动就业 4 万余人。

公司致力于云南省新型工业园区和特色经济园区的开发、建设与运营,使其成为促进云南省新型工业化进程的助推器,发挥其在区域经济发展中的引领和支撑作用。公司首先通过控股成立昆明经开区公司,构造昆明经开区物流枢纽与产业共生的新型园区开发模式。在此基础上总结成功经验,沿连接南亚、东南亚国际大通道周边进行布局,选择曲靖、昭通、大理等省内经济较发达城市的省级工业园区,与市、州政府共同组建园区开发公司。各园区开发公司以工业用地的开发和配套的商业开发为主,并根据各市、州的比较优势,发挥云南与周边国家的产业梯级优势,主动迎接国际和沿海产业梯级转移的产业,建设有特色的、政策配套的、良好投资环境的工业园区,协助各地政府积极招商引资,实现项目落地,培育相关产业集群,促进园区与产业协同发展,实现双赢。

总体看,公司作为云南省政府工业投融资主体,其战略地位突出,在投资项目和资源储备方面具有政策性倾斜优势。公司在园区产业中具有较强的经营优势和经营实力。

2. 人员素质

公司现有总裁、副总裁、财务总监等高级管理人员 19 人。公司高管人员具有政府部门或企业管理等综合性从业经历,投融资及企业管理经验丰富。并且公司现任高管团队大部分来自云南建投集团前身云南国资公司,管理团队稳定性较强。

公司董事长刘文章先生,1963 年 10 月出生,本科学历工学学士学位,1983 年 8 月参加工作,1983 年 8 月至 1989 年 3 月先后任文山州氮肥厂技术员、科长、副厂长;1989 年 3 月至 1993 年 10 月先后任红磷化工车间主任、厂长助理、副指挥长(副厂长);1993 年 10 月至 2001 年 12 月任红磷化工厂厂长(其间 2000 年 5 月至 2006 年 7 月兼任董事长;2002 年 1 月至 2008 年 12 月任云天化集团有限责任公司副总经理;2009 年 1 月至 2011 年 6 月任云南物流产业集团有限公司总经理、党委副书记、副董事长;2011 年 7 月至 2013 年 8 月任云南省工业投资控股集团有限责任公司总裁、党委副书记、董事;2013 年 8 月至今任云南省工业投资控股集团有限责任公司董事长、党委副书记。

公司总裁孙德刚先生,1965 年 2 月出生,大学学历。历任保山地区邮电局技术员、助理工程师、电路工程师、程控室副主任;保山地区食品公司副总经理;保山地区糖业烟酒公司总经理、书记;保山糖烟酒食品总公司总经理、书记,改制后兼任董事长、总经理;保山地区医药有限责任公司董事长、总经理,保山地区医药管理局局长;保山市医药局、药监局、食品药品监督管理局局长、书记;省食品药品监督管理局处长、办公室主任、局长助理,中共新平县委副书记、新农村建设总队长;2011 年 6 月至 2016 年 4 月任云南省工业投资控股集团有限责任公司副总裁;2016 年 4

月至今任云南省工业投资控股集团有限责任公司总裁、副董事长。

截至 2016 年 3 月底,公司共有员工 6,613 人。按照学历划分,本科以上 207 人,大学本科 3,225 人,大专学历 1,586 人,其他 1,595 人;按岗位构成划分,管理人员 114 人,专业技术人员 3,611 人,销售人员 1,583 人和其他人员 1,305 人;按照年龄划分,年龄 50 岁以上 323 人,40~50 岁 878 人,30~40 岁 770 人,30 岁以下 4,642 人。

总体看,公司人员学历、岗位及年龄结构基本符合投资控股型公司的特点。

3. 外部支持

政府支持

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。同时公司作为云南省工业投资平台,在投资项目和资源储备方面具有政策性倾斜优势。

股东支持

公司股东包括控股股东云南省国资委,以及 6 个参股股东,分别是云南省国资委旗下的五大资源性产业集团及云南省国资委旗下云南圣乙投资有限公司。公司的控股股东云南省国资委先后两次对公司以股权和资产进行注资及划拨,合计 19.83 亿元(现注册资本金达到 64 亿元),在注入及划拨的股权中,有 7 家上市公司(云南铜业股份有限公司、云南盐化股份有限公司、云南西仪工业股份有限公司、沈机集团昆明机床股份有限公司、昆明制药集团股份有限公司、太平洋证券股份有限公司以及云南南天电子信息产业股份有限公司,其中前 6 家为公司参股企业,第 7 家公司为间接控股企业),该类上市公司股权的注入提升了公司资产的流动性和盈利能力。截至 2016 年 3 月末,公司可供出售金融资产的价值为 77.36 亿元(包括公司成立时与云铜股份的交叉持股、公司于 2008 年投资的中国龙资本信托计划及新华信托、2009 年投资的上市公司北方光电、公司子公司昆机集团投资的交通银行,以及上述云南省国资委对公司的股权注入及划拨);公司生物医药、电子信息和园区产业板块目前是公司收入和利润的主要贡献来源。

总体看,公司参股股东包括云天化集团、昆钢公司、云铜集团、云冶集团、云锡集团和圣乙投资,都具有较强的综合实力,对于云南工投集团以后产业板块的成形和完善将起到有力的支撑作用。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是根据《公司法》及有关法律、行政法规的规定成立的有限责任公司。公司已经基本建立了产权清晰、权责明确的法人治理结构。公司设有股东会、董事会和监事会。股东会是公司的最高权力机构。

公司董事会设 9 名董事,其中董事长 1 名,副董事长 1 名,独立非执行董事 3 名,职工董事 1 名。其中非职工董事由云南省国资委推荐,并经股东会、董事会选举产生,职工董事由公司职工代表大会选举直接进入董事会。董事会决议应由出席会议的董事过半数通过,但其中若有 2 名独立非执行董事未通过,该董事会决议也不能通过,该议事规则强化了公司作为云南省政府工业投资平台的市场化决策机制。公司董事会下设发展协调委员会,投资委员会、薪酬与考核委员会、审计与预算委员会四个委员会。其中发展协调委员会主要职责是负责对公司重大经营活动进行分

析，在董事会授权范围内进行决策。

监事会是公司常设的监察机构，对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能。监事会由 6 名监事组成，其中 2 名监事为职工监事。监事会主席由云南省国资委委派。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名、副总裁 5 名，工会主席 1 名，财务总监一名。总裁由董事长提名，董事会聘任产生。副总裁、财务总监由总裁提名，董事会聘任产生。总裁对董事会负责，财务总监对董事会及总裁负责，副总裁对总裁负责。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

随着公司对下属股权改革改制任务的完成，以及四大业务板块的逐步壮大和成熟，公司对原有的职能部门架构进一步完善，公司本部设有董事会办公室、集团办公室、党委工作部、群众工作部、投资发展部、资产运营部、财务管理部、人力资源部、审计监察部、政策法规部、行政事务部等 11 个职能部门，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 2016 年 3 月末，公司累计修订了 56 项管理制度，覆盖公司的法人治理、行政管理、财务管理、股权管理、投融资管理、风险管理、人力资源、企业改革、党群工作等 9 个方面，各项工作实现了制度化。所属企业基本构建了与公司本部对接的制度体系，初步形成了整个集团的管控制度体系。

作为投资控股型公司，对拟投资项目的投资决策、对所投资的项目公司的管理以及投资项目的退出决策机制是公司管理工作的重点。

在投资决策管理上，为规范投资行为，防范投资风险，保证投资运作的科学化、程序化，公司制定了投资管理办法、集团产权代表管理办法、经营业绩考核办法、重大事项报告制度和风险管理办法等。公司作为云南省政府的工业投资平台，其项目主要来源于：①省委省政府领导的指示；②省国资委、省工信委等部门的投资建议；③公司股东的投资要约；④下属子公司的项目推荐；⑤其他合作伙伴的投资要约；⑥项目单位的商业计划书。公司在云南省政府新兴工业化投资政策的指引下，结合四大业务板块，考虑项目的短期流动性和长期盈利性进行市场化的投资决策。具体投资决策流程为：公司投资管理部根据“产业贡献度是先决条件、盈利能力是必要条件、省属国有主导是关键条件”等要求选择项目并负责提出项目建议，经总经理办公会初审通过后正式立项，成立项目小组负责。投资管理部在完成项目的可研及评估论证后，将符合条件的项目投资按照不同的授权报发展协调委员会、董事会、股东会，按规定需报上级主管部门批准的必须报上级主管部门批准。

在投资项目的日常管理上，对于全资及控股子公司，公司本部主要通过向其委派董事长、总经理、财务负责人、产权代表的方式加强对控股企业的管理，并且与下属全资及控股子公司负责人签订经营业绩责任书；对于参股子公司，通过向参股企业至少委派 1 名产权代表对企业进行管理，产权代表向集团公司出具会议报告和业务报告，产权代表根据集团公司意见，在任职企业召开的股东会、董事会、监事会及总经理办公会议，发表相关的意见及建议；产权代表对企业正常经营过程中发生的一般事项或重大事项及时汇报。产权代表的薪酬及考核由集团公司决定。参股企业的日常管理、改革改制及股权处置由公司本部的资产运营部负责。

在投资项目的退出机制方面，公司按照“无退不入，提前规划合适的退出时机、资本增值收益为主、资本利得为辅”等原则确定投资退出机制，目前公司主要通过股权处置、引入战略投资者等方式实现退出，公司正在培育中的企业较多，未来主要通过上市等方式实现退出。

在财务管理上，公司制定了相关的管理制度，财务管理部于 2014 年成立资金结算中心，对集团实行集中式资金管理模式。

总体看，作为一家多元化投资控股型集团企业，公司各项内部管理制度较为健全，但由于各项规章制度出台的时间不长，其具体的运行效果目前还尚待检验。并且随着公司四大业务板块的成熟，现有的管理架构有待于进一步完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是云南省政府工业投资公司，主营业务涵盖生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业板块。近年来，公司各业务板块基本稳步发展，但园区产业板块的收入下降致使公司 2013~2015 年分别实现营业收入 75.70 亿元、67.44 亿元和 63.40 亿元，年均复合减少 8.48%；近年来，受宏观经济景气度下行与公司对该板块实施转型升级的共同影响，公司在园区产业板块投入较小，导致 2015 年及 2016 年一季度该板块营业收入大幅下降。收入结构方面，公司收入以园区产业、生物医药板块、电子信息和现代服务业为主，2015 年园区产业板块占营业收入的 6.77%、生物医药板块占 37.83%、电子信息板块占 36.40%、现代服务业板块占 9.41%。从变化趋势来看，近三年，园区产业板块收入占比逐年下降，主要系因宏观经济影响，公司对该板块投入减少所致；公司其余业务板块收入相对平稳，在园区产业板块收入下滑的背景下，占比相对上升。公司原有资源板块为煤炭资源开发，近年来受市场环境的影响，经营业绩不佳，公司已逐步停止该项业务，并将其并入其他业务板块。2015 年，公司其他板块毛利率较高，主要系租赁业务毛利率较高所致。

从毛利率变动情况看，2013~2015 年公司综合毛利率逐年上升，主要系公司现代服务业板块和其他业务收入及毛利率增长所致。园区产业方面，近三年毛利率稳步增长，2015 年为 54.10%，主要系由于 2015 年公司园区产业收入主要为房屋租金收入，毛利率较高所致；生物医药板块方面，近三年毛利率相对稳定，基本维持在 12%左右；电子信息方面，近三年毛利率相对稳定，基本维持在 20%左右；现代服务业方面，近三年毛利率大幅上升，2015 年为 61.22%，主要系毛利率较高的金融投资业务收入占比提高所致。

表 3 2013~2016 年一季度公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
生物医药	21.92	28.95	13.44	22.61	33.52	12.99	23.98	37.83	12.61	4.55	45.53	10.28
电子信息	23.25	30.71	19.78	22.54	33.42	22.81	23.08	36.40	21.79	4.03	40.37	19.27
园区产业	18.88	24.94	30.28	14.38	21.33	32.59	4.29	6.77	54.10	0.38	3.80	19.09
现代服务业	7.81	10.32	10.36	4.91	7.28	15.15	5.97	9.41	83.90	0.67	6.72	74.84
其他	3.84	5.07	7.31	3.00	4.45	15.22	6.08	9.59	61.22	0.36	3.58	67.81
合计	75.70	100	18.96	67.44	100	20.36	63.40	37.83	30.13	9.99	100	20.64

资料来源：公司审计报告

2016 年 1~3 月，公司实现收入 9.99 亿元，为 2015 年全年的 15.76%，主要是因为园区产业板块自身经营模式决定了大部分营业收入均为第四季度结算，因此一季度营业收入较低，同时毛利率水平也大幅下滑；同期，公司综合毛利率为 20.64%。

总体看，公司主营生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业等业务，近年来受国内宏观经济增幅放缓影响，公司对园区产业板块投入减少，致使该板块收入下降明显，同时拉低了近年

来公司整体的营业收入。

2. 生物医药板块

公司生物医药板块主要由医药工业股份有限公司和云南瑞宝生物科技有限公司业务组成。2013~2015 年，公司生物医药板块分别实现收入 21.92 亿元、22.61 亿元和 23.98 亿元，近三年生物医药板块毛利率基本维持稳定，分别为 13.44%、12.99%和 12.61%。2016 年 1~3 月，公司生物医药板块业务收入 4.55 亿元，毛利率为 10.28%。

表 4 公司生物医药板块收入构成（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
医药商业	163,088.77	176,728.80	174,169.33	37,228.66
医药工业	39,315.72	49,340.26	42,662.09	5,059.14
合计	202,404.49	226,069.06	216,831.42	42,287.80

资料来源：公司提供

公司生物医药板块收入以医药商业收入为主，2013~2015 年，公司医药商业分别实现收入 16.31 亿元、17.67 亿元和 17.42 亿元，占比分别为 80.58%、78.17%和 80.32%。2016 年 1~3 月，医药商业实现收入 3.72 亿元，占公司生物医药板块业务收入的 88.04%。公司医药商业主要为通过对医疗、零售终端的直接配送实现销售，另有少量代理佣金、第三方物流等业务收入。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 6,500 余个，覆盖全省 65%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，供应云南省中标品种 3,000 余个，其中昆明、文山、曲靖、楚雄、德宏、临沧、大理 7 个地州通过云南省招标采购局和各地州卫生局的遴选，均取得了基本药物的合作配送权或独家配送权，保障了未来在医疗机构的销售增长潜力。结算模式方面，公司与上下游的结算方式主要包括：现金交易和银行承兑汇票，其中特殊药品和贵重药品的结算方式为先货后款；其他药品的结算方式中，先货后款约占 94%，收款期为货到 60 天之内，先款后货的比例大约为 6%。

公司医药工业方面，2013~2015 年，公司医药工业分别实现收入 3.93 亿元、4.93 亿元和 4.27 亿元，占公司生物医药板块收入的比例分别为 19.42%、21.83%和 19.68%。2016 年 1~3 月，医药工业实现收入 0.51 亿元，占生物医药板块业务收入的 11.96%。医药工业主要产品为参麦注射液、血塞通注射液、云南红药胶囊、三七总皂苷和血塞通分散片等，主要销售给各医院以及生物医药分销公司。结算模式方面，公司与上游原材料供应商和下游客户一般均采用先货后款的结算方式。

总体看，近年来生物医药板块盈利对公司的贡献逐年加大，根据公司对生物医药板块的规划定位，未来会逐步加大对生物医药板块的投入，生物医药板块将会成为公司稳定的收入来源，发展潜力较大。

3. 电子信息板块

公司电子信息产业板块相关下属控股子公司主要有南天电子信息产业集团公司（以下简称“南天集团”）、云南瑞宝生物科技有限公司（以下简称“瑞宝生物”）和云南无线电有限公司（以下简称“无线电公司”）。该业务板块主要收入和利润来源于南天集团。

表 5 2013~2016 年一季度高新产业板块情况（单位：亿元、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
南天集团	21.56	92.73	19.57	18.29	81.14	23.24	21.38	92.63	24.37	2.86	70.97	21.33
无线电	1.68	7.23	21.43	4.25	18.86	17.56	1.70	7.37	19.85	1.17	29.03	20.27
合计	23.25	100.00	19.78	22.54	100.00	22.81	23.08	100.00	21.79	4.03	100.00	19.27

资料来源：根据公司提供资料整理

南天集团前身为云南电子设备厂，成立于 1970 年，1972 年开始主要从事计算机产品的生产和销售，该公司以生产高档服务器、金融终端系统、专业存折打印机、自动柜员机、网络系统及银行磁卡读写设备等系列化产品为主，作为国内较早涉足金融电子信息化建设的专业 IT 服务商，南天集团已成为国内银行业十大解决方案主要提供商之一。公司开发了多个自有品牌的应用软件产品及解决方案，实施的金融应用软件产品解决方案和计算机应用系统超过 1,000 余个，应用的网点达 5 万个，产品的先进性和实用性深受国内银行认同。南天是国内专业生产金融电子化专用设备的主导厂商。其中，PR 系列存折打印机近 10 余年来被列为国家级重点新产品，产量突破一百万台，市场占有率达 60%，居国内同类产品市场份额第一位；BST（金融自助多功能打印设备）系列产品业被国家科技部、国家税务总局等五部委列为国家级重点新产品，金融市场占有率达 45%，连续 8 年居国内同类产品市场份额第一位；BP 系列磁卡读写设备市场占有率超过 50%，高速打印机、POS 终端等均占有较高的市场份额；ATM 机也广泛进入城市、农村各类商业银行供货体系。此外，南天信息已实施金融应用软件产品解决方案和计算机应用系统 1,000 多个，使用的银行有 2,000 多个分、支行，共 2 万多个网点，占有 20% 的市场份额。

目前，南天集团是国内重要的金融电子化产品提供商和系统集成商。南天集团的营业收入是公司电子信息业务板块最主要收入来源，2015 年度占该板块全部收入的 92.64%，2016 年一季度占该板块全部收入的 70.97%。该公司市场地位较为突出，盈利相对稳定。截至 2016 年 3 月末，公司对其持股 100%。南天集团主营业务包括信息产品及服务、系统集成、和软件业务三方面。

信息产品业务方面，南天信息主要信息产品保持了较高的市场占有率，销售收入稳定增长，并开发销售了多种新产品。传统核心产品 PR 系列存折打印机早在 2013 年中国银行市场占有率就达到 60% 以上，保持全球第二大存折打印机生产厂商的地位，2015 年共计销售 5.57 万台。自 2013 年起，面对全球经济增速放缓、竞争加剧等因素，南天集团国际业务部及时调整市场策略，加强维护合作伙伴关系，产品远销香港、台湾、中东、东南亚、非洲等地区，在香港、台湾地区拥有 60% 以上的市场占有率，在中东、东南亚地区拥有较大市场占有率。

集成业务方面，南天集团与 IBM、思科、AVAYA 等国际知名 IT 厂商建立起了长期而良好的战略合作伙伴关系，多次入选“中国方案商百强”。目前，IT 市场环境的演变正使得中国方案商的生存发展环境面临巨大转变。在云服务、移动互联、大数据、社会化媒体等新技术、新应用风起云涌的背景下，南天集团能够广泛渗透到国内各大商业银行的数据中心建设和服务领域，具备较强竞争实力。

软件业务方面，南天集团连续十余次入围“中国软件业务收入前百家企业”。2015 年公司持续打造软件业务核心能力，规模、利润双提升；确立云应用、互联网及移动应用、关键业务应用、专业应用、软件服务五大重点领域；贯彻国家“自主可控”、“科技创新”战略，研发基于云计算的银行核心业务系统，入选 2015 年云南省十大科技进展项目；研发移动金融领域基础产品，并获得 10 个项目应用；中国邮政储蓄银行基于开放式平台的新一代核心系统全面推广应用；四川农信主机业务系统成功上线；与邮储银行签署全面战略合作协议。南天集团十余年来连续入选“中国软件业务收入百强”、“国家电子百强企业及信息产业十强”、“中国软件业务收入前百家企

业”及“中国方案商百强”。

近年来，受南天集团软件及系统集成业务规模增长较快带动，营业收入逐年增加。2013~2016年3月，南天集团营业收入分别为21.56亿元、18.29亿元、21.38亿元和2.86亿元，毛利率方面，2013~2016年3月南天集团毛利率分别为19.57%、23.24%、24.37%和21.33%。

公司无线电产品业务运营主体为无线电公司，是云南省电子行业最早的整机生产企业和军工防化环境监测电子装备承制单位。无线电公司主要军品业务包括防化特种车辆集成、报警器、核化监测装置、风量测控、信息处理等五大门类20余个型号装备的科研生产任务，同时负有高新工程配套、应急准备技术保障、大型活动安保等各类任务。产品和服务主要配套于防化、二炮、空军、海军等各军兵种和人防、国家核生化应急救援机构。2013~2015年，无线电公司分别实现收入1.68亿元、4.25亿元和1.70亿元；毛利率方面，公司无线电业务毛利率波动较小，近三年分别为21.43%、17.56%和19.85%。2016年1~3月，无线电业务实现营业收入1.17亿元，毛利率小幅上升至20.27%，主要是军品订单增加所致。

总体看，电子信息板块是目前公司收入和利润的重要来源，业务经营较为成熟，但公司对主要控股企业南天集团控制力较弱。公司其他高新业务板块尚在培育初期，对公司整体盈利能力影响较小。

4. 园区产业板块

公司致力于云南省新型园区产业和特色经济园区的开发、建设与运营，使其成为促进云南省新型工业化进程的助推器，发挥其在区域经济发展中的引领和支撑作用。目前，公司园区产业板块的运营主体包括云南国资昆明经开产业开发有限公司（以下简称“昆明经开区公司”，持股43.35%）、云南工投曲靖经开区产业投资开发有限公司（以下简称“曲靖经开区公司”，持股70.00%）、云南工投昭阳产业投资开发有限公司（以下简称“昭阳投资”，持股84.00%）、大理创意园区开发有限公司（以下简称“大理创意”，持股85.71%）和云南同图建设有限公司（以下简称“云南同图”，持股100%）。

公司在昆明经开区公司构造昆明经开区物流枢纽与产业共生的新型园区开发模式基础上总结成功经验，选择曲靖、昭通、大理等省内经济较发达城市的省级园区产业，与市、州政府共同组建园区开发公司。各园区开发公司以工业用地的开发和配套的商业开发为主，并根据各市、州的比较优势，发挥云南与周边国家的产业梯级优势，建设有特色的、政策配套的、良好投资环境的园区产业，协助各地政府积极招商引资，实现项目落地。

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，并进行招商引资工作、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，公司目前涉及到的房地产项目主要是园区产业的配套建设，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。目前，公司园区产业板块收入主要来源于昆明经开区公司，其他园区大多处于运作初期，具体的投资项目较少。

2013~2015年，公司园区产业板块分别实现收入18.88亿元、14.38亿元和4.29亿元，主要来自于工业地产和普通房地产的出售业务，工业地产仅有少量出租业务收入，另有少量其他类业务收入。近年来，受宏观经济下行与经济结构转型升级的共同影响，公司在园区产业板块投入较小，导致2015年及2016年一季度该板块营业收入大幅下降。

表 6 园区产业地产类收入构成情况（单位：万元）

项目	出售/出租	工业地产	普通房地产		合计
			商业	居住	
2013	出售	47,967	81,217	26,849	156,885
	出租	852	--	--	
2014	出售	6,114	130,223	2,100	139,323
	出租	886	--	--	
2015	出售	3,728	24,021	11,710	40,638
	出租	1,137	43	--	
2016 年 1~3 月	出售	3,240	--	1,206	4,820
	出租	360	14	--	

资料来源：公司提供

总体看，公司园区产业板块受宏观经济影响较大，近年来收入下滑明显。

工业园区开发业务

公司致力于云南省新型工业园区和特色经济园区的开发、建设与运营，在云南省园区内建设处于绝对垄断地位。公司不承担政府 BT 或代建类项目，公司园区建设用地均为通过招、拍、挂程序获得的净地，仅有昆明经开区部分用地需要进行部分土地平整工作。公司的园区建设采用合作开发或自主开发形式建设标准化厂房以缓解资金压力，建设资金除自有资本金外，主要来源于从各银行获取的长期借款，并通过工业园区、工业厂房出租和出售的方式回收前期投资。

由于昆明经开公司所拍土地有部分未完成土地平整等前期工作，针对此部分土地昆明经开区管委会委托昆明经开区公司进行部分五通一平或三通一平等园区基础设施建设工作，建设款项全部由经开区管委会先行拨付（2008 年昆明经开区管委会拨付昆明经开公司 2.78 亿元土地整理款，计入其他应付款），昆明经开区公司收到款项后进行市场公开招标，委托有资质的施工单位建设，项目建成后，市政基础设施部分移交经开区管委会，不在公司资产负债表体现。该部分收入已于 2013 年全部确认 2.78 亿元，土地整理收益 344.62 万元。截至 2016 年 3 月末，该部分业务并无新增。

截至 2016 年 3 月末，公司已累计建成产业园区面积约 112.95 万平方米。已经建成昆明经开区围网内标准厂房 AB 栋、围网内多层仓库、工业一区和二区、曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期通用厂房区建设项目等，主要分布在昆明经开区、曲靖经开区和昭通经开区。

表 7 主要已建成工业园区项目与厂房（单位：万元、平方米）

项目名称	所属地区	投资总额	建筑面积	建成时间
天森	昆明	5,172.06	34,589.71	2012.7
新建源	昆明	21,918.71	92,320.89	2013.3
广厦	昆明	10,018.14	55,620.59	2012.7
骏信	昆明	41,837.37	149,169.03	2013.7
工业二区	昆明	10,066.65	31,772.47	2012.7
工业一区	昆明	71,231.14	33,822.63	2012.7
围网内标准厂房 AB 栋	昆明	1,546.07	14,728.80	2008.2
1#保税库	昆明	2,625.28	7,105.80	2011.10
围网内标准厂房二期	昆明	10,066.65	31,772.47	2014.7
围网内多层仓库	昆明	71,231.14	246,606.35	2013.12
曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期通用厂房区建设项目	曲靖	24,653.32	120,957.59	2012.10

曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期 专用厂房区建设项目	曲靖	17,889.15	66,089.05	2014.09
曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期 生活配套区（剑桥中心住宅项目,原名红景园）	曲靖	25,532.54	102,520.73	2015.06
中国·昭通国际玩具城一期	昭通	42,000.00	142,404	2013.12
合计		355,788.22	1,129,480.11	--

资料来源：公司提供

在建工业园区和厂房方面，目前，公司主要在建项目包括居住三期（高楼房村）项目、昆明出口加工区围网报税标准厂房项目、创智区（一期）和曲靖经济技术开发区新兴产业示范园科技孵化基地项目。上述 4 个项目总投资 17.54 亿元，截至 2016 年 3 月末已完成投资 4.53 亿元，尚需投入资金 13.01 亿元。

表 8 主要在建和拟建工业地产项目（单位：万元）

项目	所属公司	投资总额	截至 2016 年 3 月末 已完成投资	预计竣工 时间
曲靖经济技术开发区新兴产业示范园科技孵化基地	曲靖	25,129.70	21,045.95	2016
居住三期（高楼房村）项目	昆明经开区公司	120,000.00	6,700.00	2019
昆明出口加工区围网报税标准厂房项目	昆明经开区公司	15,000.00	12,000.00	2016
创智区（一期）	大理创意园区公司	15,298.20	5,564.00	2016
合计	--	175,427.90	45,309.95	--

资料来源：公司提供

公司将建成的园区工业地产用于出租或者出售，目前大部分已出售，仅少量出租。由于园区产业扶持需要，公司园区地产销售均价略低于同区域商业地产。2013~2015 年，公司分别实现工业地产出租、出售收入 0.09 亿元、0.70 亿元和 0.61 亿元。

房地产业务

公司在园区内围绕已建成园区进行周边住宅地产和商业地产业务，具体由相应的园区子公司负责经营。2013~2015 年，普通地产开发业务分别实现收入 16.32 亿元、14.08 亿元和 3.49 亿元。由于公司近年来逐步减少对房地产业务的投入，公司新开工面积、销售面积等均呈下降趋势。公司房地产主要经营情况见下表。

表 9 近年来公司地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
新开工面积	38.40	18.00	9.59	2.60
竣工面积	20.40	15.40	21.60	--
销售面积	22.12	21.06	5.27	0.24
确认收入	16.32	14.08	3.49	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年末，公司房地产项目已完成了第三城·丹槿园、金呈东泰花园、锦城官南、财富中心、国际银座等园区生活配套区及商业地产等项目。近三年，累计实现竣工面积 57.40 万平方米，累计销售面积达 48.45 万平方米。

截至 2016 年 3 月末，公司在建项目为昭阳国际·北辰、昆明出口加工区配套商业项目——舒铂广场和住宅第三城·紫香园、紫曼园项目，项目总投资为 98.50 亿元，截至 2016 年 3 月末已完成投资 8.47 亿元。

表 10 主要在建地产项目（单位：万元）

项目	性质	投资总额	截至 2016 年 3 月末 已完成投资	预计竣工时间
第三城 紫香园、紫曼园	园区配套住宅	100,000	13,000	2016
舒铂广场	园区配套商业	145,000	49,700	2018
昭阳国际·北辰	住宅及商业	740,000	22,000	2016
合计	--	985,000	84,700	--

资料来源：公司提供

总体看，由于经开区内的项目资金回流主要通过出售厂房、土地出让及商品房开发，受宏观经济及政策影响很大，收入实现具有一定不确定性；近年来受宏观经济及产业结构调整影响，公司减少对该板块的投入，致使该板块总体收入、占比均呈下降趋势。

5. 现代服务业板块

公司现代服务业板块主要企业包括：云南惠理股权投资基金管理有限公司（以下简称“基金公司”）、云南工投维祺投资管理有限公司（以下简称“投资公司”）、云南省投融资担保有限公司（以下简称“担保公司”）、云南产权交易所有限公司（以下简称“产交所”）、云南国资物业管理有限公司和云南国资粮油贸易有限公司等。

2013~2015 年，公司现代服务业板块分别实现营业收入 7.81 亿元、4.91 亿元和 5.97 亿元，毛利率分别为 10.36%、15.15%和 83.90%，毛利率大幅上升，主要是基金公司、投资公司在 2015 年度现代服务业板块收入中占比上升，投资业务成本低所致。2016 年 1~3 月，公司现代服务业板块实现营业收入 0.67 亿元，毛利率为 74.84%。

总体看，公司现代服务业板块对公司营业收入贡献不高，近年来毛利率增长明显。

6. 经营关注

园区产业板块收入下滑的风险

公司园区产业板块受宏观经济及政策影响很大，近年来受宏观经济及产业结构调整影响，公司该板块进入转型期，投入减少，致使该板块总体收入、占比均呈下降趋势。

经营范围较广的风险

公司非主营业务参股企业较多，部分非主营业务参股企业与公司主营业务关联程度不高。虽然公司将逐步通过资产置换、剥离、转让等方式淘汰一批关联度不高、盈利能力和竞争力较差的企业，强化企业内控水平，但目前仍存在一定的在投资决策、内控等方面的管理难度。

财政偿还不及时的风险

公司作为云南省属重点企业之一，承担了云南省基础设施和公用设施领域内的转贷资金，根据《云南省财政厅关于承担国开行贷款业务财务管理有关问题的批复》（云财企[2006]324 号），受云南省政府授权委托代理支付政府信用贷款。该部分贷款省财政厅将按省政府的要求，由省财政在预算内负责还本付息，并根据公司与国家开发银行和中信银行签订的借款合同及逐年还款计划，将资金如期拨付至公司在两家银行开立的账户，专项用于支付贷款本息。截至 2016 年 3 月底，该部份转贷资金余额为 600,877.00 万元，该部分负债由云南省财政负责偿还，公司实际上没有还债压力。但从法律关系来看，该部分负债仍属于公司负债，且可能存在财政偿还不及时风险。

7. 未来发展

公司将继续加大对四大主营业务板块的投资力度，2016~2018 年，公司本部围绕四大主板块投资总额约为 159.27 亿元，截至 2016 年 3 月已完成投资 1.46 亿元。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 11 2015~2017 年公司投资计划（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 3 月末 已完成投资	投资计划		
			2016 年	2017 年	2018 年
生物医药	6.45	0.07	1.45	2.00	3.00
电子信息	21.04	--	8.04	6.00	7.00
园区产业	17.88	1.22	5.88	5.00	7.00
现代服务业	31.21	--	19.21	6.00	6.00
其他	82.69	0.17	24.69	28.00	30.00
合计	159.27	1.46	59.27	47.00	53.00

资料来源：公司提供

总体看，公司自组建以来，投资规模逐步加大，生物医药、电子信息、园区产业及现代服务四大主板块已逐步形成，但 2015 年以来主要受国内宏观经济增速放缓影响，公司自身盈利能力仍较弱，园区产业板块收入下降明显，短期内公司主业尚未形成与其资产规模相匹配的盈利能力，需要投入大量资金，对外融资需求较大，公司主要通过债务融资满足后续资金需求，短期内债务负担可能有所上升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013 年度合并财务报表已经中瑞岳华会计师事务所审计，2014~2015 年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见，公司提供的 2016 年 1~3 月财务数据未经审计。公司 2013 年财务报表依据财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则—基本准则》和 38 项具体会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）编制，公司 2014 年和 2015 年财务报表按照财政部 2014 年 1 月 26 日起发布和修订的九项企业会计准则编制。

2013~2015 年，公司财务报表合并范围有所变化。2013 年，公司新纳入财务报表合并范围的子公司 2 家；2014 年，公司新纳入财务报表合并范围的子公司 1 家；2015 年，公司新纳入财务报表合并范围的子公司 1 家。由于新纳入合并范围公司规模较小且公司主营业务未发生变化，故公司合并财务数据的可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 350.84 亿元，负债合计 222.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益 21.59 亿元）128.39 亿元。2015 年，公司实现营业收入 63.40 亿元，净利润（含少数股东损益-0.23 亿元）4.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.78 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额为 343.26 亿元，负债合计 225.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.02 亿元）118.24 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.99 亿元，净利

润（含少数股东损益-0.49 亿元）-2.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.46 亿元。

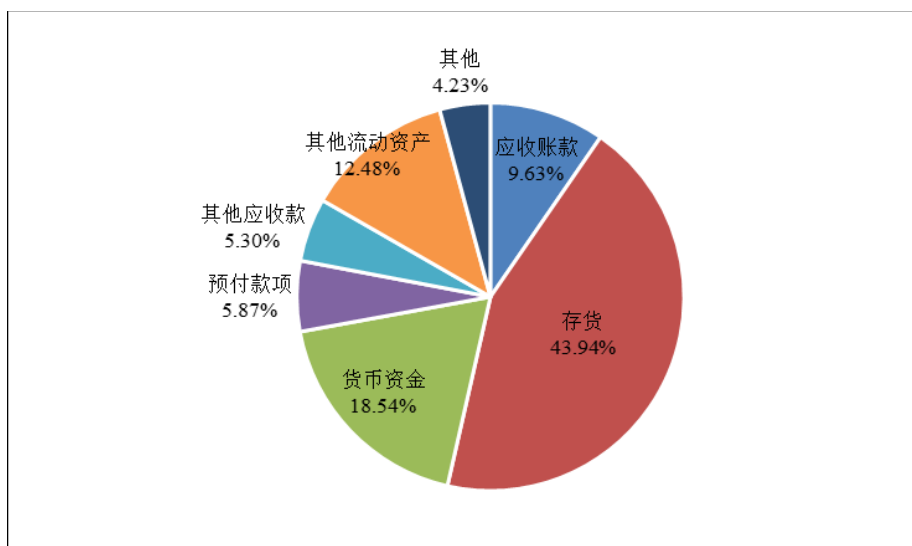
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 7.77%。截至 2015 年末，公司资产总额为 350.84 亿元，较年初增长 6.85%。资产构成方面，流动资产和非流动资产分别占总资产的 39.29% 和 60.71%，公司以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.00%，主要系应收账款及存货增长所致。截至 2015 年末，公司流动资产合计 137.85 亿元，较年初增长 11.07%，主要系存货和其他流动资产的增长所致，公司流动资产主要由存货（占 43.94%）、货币资金（占 18.54%）、应收账款（占 9.63%）、预付款项（占 5.87%）、其他应收款（占 5.30%）以及其他流动资产（占 12.48%）构成。

图 2 2015 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金波动减少，年均复合减少 4.30%。截至 2015 年末，公司货币资金共计 25.56 亿元，较年初减少 20.51%，主要系公司考虑到资金的时间成本，提前偿还了高利率的银行借款，同时公司当年投资金额较大所致。其中银行存款占 86.43%，其他货币资金占 13.52%（主要为存出的担保保证金、贷款质押保证金、保函保证金等），另有少部分现金。2015 年公司受限制的货币资金为 2.80 亿元，占货币资金的比例为 10.94%。

2013~2015 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 17.54%。截至 2015 年末，公司存货账面价值 60.57 亿元，较年初增长 8.43%，主要系园区产业土地收储、商业项目及标准厂房等项目陆续投入建设所致，公司存货以自制半成品及在产品构成为主，占比为 64.54%，主要为药品。截至 2015 年末，公司对存货计提低价准备 0.15 亿元。

2013~2015 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 12.23%。截至 2015 年末，公司应收账款账面价值 13.28 亿元，较年初增长 16.41%，主要系增加部分园区产业合作项目未结算款项，以及生物医药板块因结算账期延长也导致了应收账款增加。截至 2015 年末，应收账款账龄在 1 年以内的款项占 80.35%，1~2 年的占 10.45%，2 年以上的占比 9.20%；截至 2015 年末，公司共计

提坏账准备 1.14 亿元，计提比例为 7.88%，计提较合理；从欠款方来看，前五名合计占 16.98%，集中度一般，大部分为医药板块的业务往来款。

表 12 截至 2015 年末公司应收账款前 5 名单位情况（单位：万元、%）

债务人名称	金额	账龄	占应收账款总额的比例	款项性质
中国银行股份有限公司	7,173.31	1~2 年	4.98	货款
云南七福药业有限公司	5,839.64	1~2 年	4.05	药品销售款
云南大唐本草生物医药有限公司	4,218.16	1~2 年	2.93	药品销售款
云南万萃药业有限公司	3,886.19	1 年以内	2.70	药品销售款
云南同丰生物医药有限公司	3,342.54	1~2 年	2.32	药品销售款
合计	24,459.84	--	16.98	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司预付款项快速下降，年均复合减少 27.23%。截至 2015 年末，公司预付款项为 8.10 亿元，较年初减少 22.87%，主要为园区公司土地收储手续办完，土地收储预缴款转入存货导致土地收储预缴款减少所致。从账龄上看，1 年以内的占 35.26%，1~2 年的占 28.60%，2~3 年的占 1.70%，3 年以上的占 34.44%。公司 1 年以上预付款项占比较大，主要为预付征地款、土地保证金等，收回风险一般。其中，曲靖经开区预付云南省曲靖经济技术开发区财政局 1.00 亿元为预支新兴产业园土地前期征地费用，征地后抵土地款，现曲靖经济技术开发区管委会未完成土地供应，所以此笔款项暂挂预付账款；昭阳工投预付昭通市国土资源局昭阳工业园区分局土地出让金 1.79 亿元由于未办理完毕土地使用权证出让手续，因此预付的土地出让金作为预付款项列报。

表 13 截至 2015 年末公司预付账款前 5 名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占预付款项比例	账龄	款项性质
昭通市国土资源局昭阳工业园区分局	17,897.00	22.00	1~2 年、3 年以上	土地保证金
鸿滇商贸有限公司	12,387.88	15.23	2~3 年、3 年以上	材料款
云南省曲靖经济技术开发区财政局	10,000.00	12.29	1~2 年	征地预付款
曲靖大为煤焦供应有限公司	5,000.00	6.15	1 年以内	货款
云南竣强上商品混凝土有限公司	3,740.43	4.60	1 年以内、1~3 年、3 年以上	材料款
合计	49,025.31	60.27	--	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司其他应收款分别为 2.63 亿元、8.48 亿元和 7.30 亿元，年均复合增长 66.57%，截至 2015 年末，公司其他应收款较年初减少 13.87%，主要原因为子公司南天信息和无线电公司其他应收款合计减少 1.18 亿所致。2015 年公司累计计提坏账准备 0.52 亿元。从账龄上看，1 年以内的占 15.09%，1~2 年的占 66.70%，2~3 年的占 8.87%，3 年以上的占 9.34%。公司其他应收款账龄结构较为分散，且账龄在一年以上的占比较大，存在一定坏账风险。从欠款方来看，前五名合计占 52.95%，集中度较高。

表 14 截至 2015 年末公司其他应收款前 5 名单位情况（单位：万元、%）

债务人名称	金额	年限	占其他应收款总额的比例	款项性质
云南同创投资有限公司	12,825.66	1~2 年	16.40	往来款
云南圣乙投资有限公司	10,000.00	1 年以内	12.79	借款
贵州东城明珠综合休闲管理有限责任公司	8,000.00	1~2 年	10.23	借款
云南瑞安建材投资有限公司	7,333.33	1~2 年	9.38	水泥行业整合改制款
昆明市财政局昆明经济技术开发区分局	3,243.03	1~5 年	4.15	垫支三线资金
合计	41,402.02	--	52.95	--

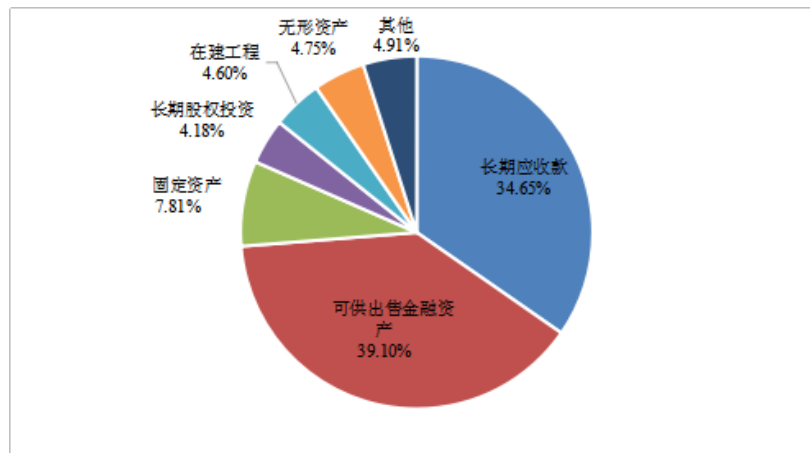
资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司其他流动资产波动中大幅增长，年均复合增长 121.72%，截至 2015 年末，公司其他流动资产为 17.21 亿元，较年初大幅增长 887.04%，主要系公司所持有的银行理财产品大幅增加所致。2015 年，公司其他流动资产主要由理财产品（占 90.15%）、预交税金（占 5.19%）构成。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 3.76%，主要系可供出售金融资产增长所致。截至 2015 年末，公司非流动资产 212.99 亿元，主要由长期应收款（占 34.65%）、可供出售金融资产（占 39.10%）、固定资产（占 7.81%）、无形资产（占 4.75%）、在建工程（占 4.60%）和长期股权投资（占 4.18%）构成。

图 3 2015 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司作为云南省政府国开行转贷主体的三大平台之一，长期应收款在公司资产中历年占比较高。2013~2015 年，公司长期应收款年均复合减少 11.80%，截至 2015 年末，公司长期应收款 73.81 亿元，较年初减少 14.84%，主要系代付政府信用贷款减少所致。2015 年公司长期应收款主要为代付政府信用贷款，到期本息由政府纳入财政预算全额拨付公司专项用于归还贷款本息，产生利息及其他费用均由政府收取及支付。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 21.76%。2014 年末公司可供出售金融资产较 2013 年末增长 23.51%，系公司持有的上市公司股票价格上升，使得公允价值增加所致。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产为 83.28 亿元，较年初增长 20.03%，主要系公司新增投资所致，其中集团本部新增投资红塔证券股份有限公司 6.25 亿元；子公司维琪公司新增投

资云南泮月投资合伙企业 4.80 亿元。红塔证券股份有限公司以及云南泮月投资合伙企业等资产在 2015 年实现了较高的利润。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产中，按公允价值模式计量的占 36.36%，按成本模式计量的占 63.64%。

2013~2015 年长期股权投资逐年增长，分别为 5.19 亿元、5.37 亿元和 8.90 亿元，年均复合增长 30.87%。2014 年公司长期股权投资较上年增长 3.39%，主要系公司增加对昆明积大制药股份有限公司的投资所致。2015 年公司长期股权投资较上年增加 65.67%，主要原因是公司对云南首鑫小微金融再贷款服务股份有限公司、云南南天盈富泰克信息创业投资合伙企业（有限合伙）增加投资以及权益法核算昆明积大制药股份有限公司所分享的经营收益增加所致。长期股权投资中，对联营企业的投资（占比 99.99%）由云南云天石化有限公司等 20 家公司组成，公司现有的股权投资质量较好。

2013~2015 年，公司固定资产规模逐年增长，年均复合增长率为 23.87%。截至 2015 年末，固定资产账面价值为 16.64 亿元，较年初增长 5.91%，主要系当期转入的 1.17 亿元机器设备所致，公司固定资产以房屋及建筑物（占 65.34%）和机器设备（占 25.63%）为主。2015 年公司固定资产累计折旧 7.27 亿元，固定资产成新率为 70.44%，成新度较高。

2013~2015 年，公司在建工程波动下降，年均复合减少 4.71%。2014 年公司在建工程较年初减少 19.47%，主要系马金铺植物药工业园大部分转入固定资产所致。截至 2015 年末，公司在建工程为 9.80 亿元，较年初增长 12.75%，主要系增加 10 万吨炭质还原剂生产线和马金铺植物药工业园二期项目建设投资所致。

2013~2015 年，公司无形资产年均复合减少 5.83%，主要系无形资产摊销及 2015 年专有技术减值 0.17 亿元所致。截至 2015 年末，公司无形资产账面价值 10.11 亿元，主要系由土地使用权（占 66.40%）和特许权（占 31.27%）构成。2015 年末公司无形资产较年初减少 2.66%，较 2014 年末基本持平。截至 2015 年末，无形资产累计摊销 2.41 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 343.26 亿元，较 2015 年末下降 2.16%，公司资产负债率占 39.59%，非流动资产占 60.41%，资产构成变化不大。

总体看，公司资产规模较为稳定，流动资产中存货占比较大，非流动资产中可供出售金融资产金额较大，资产总额中长期应收款占比较大，长期股权投资质量较好，公司整体资产质量一般。

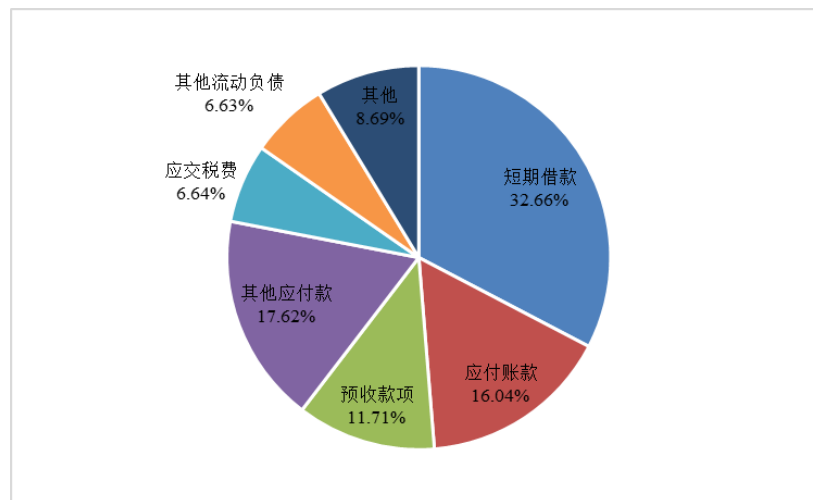
3. 负债与所有者权益

受公司发行中期票据、私募债及其它应付款增加影响，2013~2015 年公司负债年均复合增长 5.51%，负债总额小幅增长。截至 2015 年末，公司负债合计 222.45 亿元，较上年有所上升，其中流动负债占比 33.91%，非流动负债占比 66.09%。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 6.77%。截至 2015 年末，公司流动负债 75.43 亿元，主要包括短期借款（占 32.66%）、应付账款（占 16.04%）、预收款项（占 11.71%）、应交税费（占 6.64%）、其他应付款（占 17.62%）和其他流动负债（占 6.63%）。

图 4 2015 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 12.98%。截至 2015 年末，公司短期借款 24.64 亿元，较上年增长 48.08%，主要系公司投资规模扩大，曲靖经开区公司对外借款增加所致。公司短期借款主要以保证借款（占 49.05%）、信用借款（占 35.46%）、抵押借款（占 8.37%）、票据借款（占 5.18%）和质押借款（占 1.93%）为主。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 0.92%。截至 2015 年末，公司应付账款 12.10 亿元，较年初下降 8.08%，主要系公司经营规模减小所致。从账龄看，公司应付账款 1 年以内的占比为 65.67%、1~2 年的占比 18.05%、2~3 年的占比 12.06%、3 年以上的占比 4.21%。截至 2016 年 3 月末，公司前五大应付账款合计为 1.51 亿元，占应付账款 13.67%，集中度尚可。

表 15 截至 2016 年 3 月末公司前五大应付账款情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占应付账款比重
扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司 (扬子江药业集团有限公司)	4,552.61	1 年以内	4.13
暂估应付工程款	3,212.98	1 年内	2.91
昆明元盛药业有限公司	3,045.25	1 年以内	2.76
福建亨立建设集团有限公司云南分公司	2,355.11	1~3 年	2.14
富源县大河镇大沟煤矿	1,900.00	1 年以内	1.72
合计	15,065.95	--	13.67

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司预收款项波动减少，年均复合下降 23.59%。截至 2015 年末，公司预收款项 8.83 亿元，较年初增长 26.52%，主要系公司预收货款及预收购房款增加所致。从账龄看，预收款项中 1 年以内的占比 62.32%、1 年以上的占比 37.68%。

2013~2015 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 29.15%。截至 2015 年末，公司应交税费 5.01 亿元，较年初增长 51.41%，主要为公司企业所得税、医药工业及南天集团销售产生的增值税、昆明经开区的企业所得税和土地增值税。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 6.93%。截至 2014 年末，公司其他应付款为 14.19 亿元，较年初增长 22.11%，主要系新增云南 CY 集团建筑工程有限公司的应付工程款所致。截至 2015 年末，公司其他应付款 13.29 亿元，较年初下降 6.37%，主要系子公司粮贸

公司 2015 年度贸易量减少使公司其他应付款相应减少 0.9 亿元所致；从账龄看，其他应付款中 1 年以内的占比 37.06%、1~2 年的占比 33.02%、2~3 年的占比 14.94%、3 年以上的占比 14.98%。截至 2016 年 3 月末，公司前五大其他应付款合计为 6.15 亿元，占其他应付款的 43.58%，集中度较高。

表 16 截至 2016 年 3 月末公司前五大其他应付款情况（单位：万元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比
云南会伦方基投资有限公司	23,244.00	1~3 年	16.47
云南 CY 集团建筑工程有限公司	20,637.00	1~2 年	14.63
云南瑞安建材投资有限公司	7,333.33	1~2 年	5.20
担保赔偿准备	6,247.03	--	4.43
大理省级旅游度假区管理委员会	4,030.00	1 年以内	2.86
合计	61,491.36	--	43.58

资料来源：公司审计报告

2014 年公司新增 7 亿元其他流动负债，主要系公司及其子公司南天信息于 2014 年发行短期融资券计入其他流动负债中所致。截至 2015 年末，公司其他流动负债为 5 亿元，主要系公司新增 5 亿元短期融资券所致。

表 17 截至 2015 年末公司其他流动负债情况表（单位：亿元）

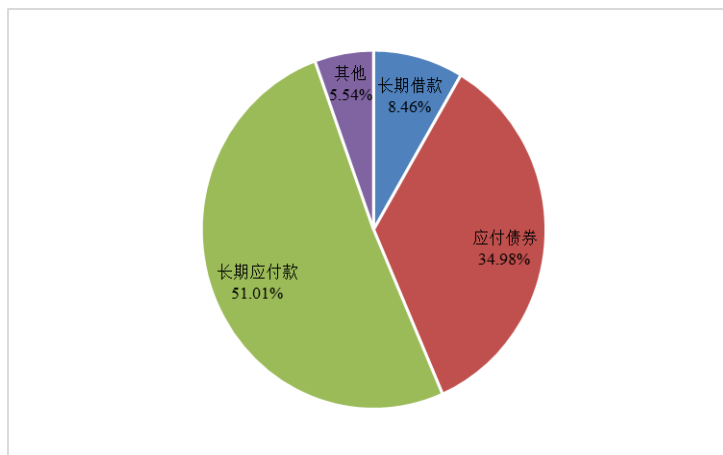
债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
15 云工投 CP001	2015.8.27	1 年	5.00	5.00
14 云工投 CP001	2014.4.02	1 年	5.00	--
南天信息债券	2014.5.19	1 年	2.00	--
合计	--	--	12.00	5.00

资料来源：公司审计报告

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 4.88%，主要系应付债券增加所致。截至 2015 年末，公司非流动负债合计 147.02 亿元，较年初增长 0.36%；主要由长期借款（占 8.46%）、应付债券（占 34.98%）和长期应付款（占 51.01%）构成。

图 5 2015 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 36.71%。截至 2015 年末，公司长期借款 12.44 亿元，较年初减少 8.01%，主要系公司通过债券方式融资，置换部分银行借款所致。

2013~2015 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 39.29%。截至 2015 年末，公司应付债券 51.43 亿元，较年初增长 37.27%，主要系公司投资规模扩大，资金需求增加，同时通过发债募集来的资金置换部分高成本债务所致。

表 18 截至 2015 年末公司应付债券情况表（单位：亿元）

债券名称	发行年份	账面余额
10 云南工投债	2010	7.68
11 云工投 MTN1	2011	11.98
12 云工投 MTN1	2012	6.97
14 云工投 MTN001	2014	4.93
14 云工投 PPN001	2014	2.99
14 云工投 PPN002	2014	2.98
15 云工 01 公司债	2015	4.97
15 云工投 MTN002	2015	3.95
15 云工 02 募集款	2015	4.97
合计	--	51.43

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司应付债券中，2016 年需偿付 19.66 亿元，2017 年需偿付 12.94 亿元，2018 年需偿付 9.93 亿元，2020 年需偿付 3.95 亿元，2024 年需偿付 4.93 亿元。公司应付债券偿付期限集中于 2016 年~2018 年，近三年公司面临一定的集中偿付压力。

2013~2015 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合减少 11.73%，主要系公司代付政府信用贷款减少所致。截至 2015 年末，公司长期应付款 75.00 亿元，较年初下降 14.85%，该部分负债主要为政府信用转贷资金，由云南省财政统一偿还，不构成公司自身债务。

截至 2016 年 3 月末，公司负债总额合计 225.02 亿元，较年初小幅增长 1.16%。其中，流动负债 74.30 亿元（占 33.02%），非流动负债 150.72 亿元（占 66.98%）。负债结构较 2015 年末变化不大，保持稳定。

从债务结构规模看，近三年，公司全部债务年均复合增长 31.75%。截至 2015 年末，公司全部债务合计 97.54 亿元，较上年增长 26.78%，其中短期债务占比 34.52%，长期债务占比 65.48%，公司债务以长期债务为主。截至 2016 年 3 月末，公司全部债务 103.57 亿元，较 2015 年末小幅增长 5.82%；其中短期债务占比 33.77%，长期债务占比 66.23%；公司债务结构较 2015 年末变动较小。

从债务指标看，2013~2015 年，公司资产负债率分别为 66.15%、64.69%和 63.40%，全部债务资本化比率分别为 35.47%、39.89%和 43.17%，长期债务资本化比率分别为 24.49%、30.54%和 33.22%，其中资产负债率逐年下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年上升，主要系公司扩大债券融资规模所致；公司整体债务负担有所上升。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 65.55%、45.34%和 36.71%，公司债务负担变化不大，仍处于适宜范围。未来随着公司在建工程不断投入以及融资需求的增加，公司负债规模将有所提高。

公司于 2015 年发行 9.88 亿元永续债，未来存在偿付的可能，若将其调整认定为长期债务进行测算，公司 2015 年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.22%、

47.55%和 38.36%，债务负担较调整前略有提升。

总体看，近年来公司债务规模有所增加，整体负债水平仍处于可控状态；公司近两年到期的债务规模较大，存在一定的集中偿付压力；公司于 2015 年发行的 9.88 亿元永续债若在未来偿付，将增加公司现有债务负担。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 12.06%。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 128.39 亿元，较年初增长 10.73%，主要系其他综合收益、其他权益工具（永续债 9.88 亿元）和未分配利润的增加所致。其中，归属于母公司所有者权益 106.80 亿元，占 83.18%；少数股东权益 21.59 亿元，占 16.82%，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 59.92%、资本公积占 6.08%、其他综合收益占 12.54%、盈余公积占 1.22%、未分配利润占 9.73%，所有者权益结构稳定性较好。

公司于 2015 年发行永续债 9.88 亿元，该永续债如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA+ 企业与 AA 企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，该永续债公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。该永续债在除发生普通股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

2015 年，公司实收资本与上年保持不变，仍为 64.00 亿元，其中云南省国资委出资人民币 52.28 亿元，云天化集团出资人民币 3.2 亿元，昆明钢铁、云南铜业、云南冶金和云南锡业分别出资人民币 2.13 亿元，均为货币出资。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益 118.24 亿元，较 2015 年末下降 7.91%，主要系其他综合收益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益 99.22 亿元（占 83.91%），少数股东权益 19.02 亿元（占 16.09%）。所有者权益构成较 2015 年末保持稳定。

总体看，近年来，公司所有者权益持续稳定增长，归属于母公司所有者权益及实收资本占比较大，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司合并口径营业收入年均复合减少 8.48%。2015 年公司实现营业收入 63.40 亿元，同比减少 5.99%，主要系园区产业板块营业收入减少所致。2013~2015 年，营业成本逐年下降，年均复合下降 15.03%，降幅快于公司收入下降速度。公司 2013~2015 年营业利润率逐年上升，2015 年为 27.64%，较上年上升 10.34 个百分点。

从期间费用方面，2013~2015 年，公司销售费用波动中有所增长，年均复合增长 2.69%；公司管理费用三年逐年增长，年均复合增长率为 7.78%，主要系职工薪酬、研究与开发费大幅增长所致；公司财务费用增长较快，年均复合增长率为 22.63%，主要系利息支出大幅增长所致；2015 年公司期间中，销售费用占 22.69%、管理费用占 50.79%、财务费用占 26.52%；2013~2015 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 16.01%、20.22%和 23.06%，呈逐年上升趋势，公司期间费用控制能力有待提高。

2013~2015 年公司投资收益逐年减少，年均复合下降 61.28%。2013~2015 年，公司投资收益分别为 5.38 亿元、5.26 亿元和 0.81 亿元，主要系 2013 年公司处置长期股权投资产生投资收益 1.79 亿元，2014 年公司处置可供出售金融资产产生投资收益 4.20 亿元，2015 年公司未处置相关资产，公司投资收益的可持续性较差。

2013~2015 年，公司营业外收入波动上升，年均复合增长 22.84%。2014 年，公司营业外收入为 2.89 亿元，同比增长 153.37%，主要系当年处置固定资产利得 2.45 亿元所致。2015 年，公司营业外收入为 1.72 亿元，同比下降 40.45%，主要系较上年减少固定资产处置利得所致，公司 2015 年营业外收入以收到各项政府补助 1.54 亿元和非流动资产处置利得 89.37 万元为主。2015 年，公司投资收益占营业利润的比重为 19.55%，营业外收入占利润总额的比重为 30.55%，投资收益和营业外收入对公司的利润贡献较大。

2013~2015 年，公司合并口径利润总额和净利润波动减少，年均复合增长率分别为-8.38%和-9.10%。2015 年，公司合并口径利润总额及净利润分别为 5.63 亿元和 4.09 亿元，分别较上年增长 12.08%和 15.40%。其中，归属母公司的净利润为 4.32 亿元。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 5.00%、4.47%和 3.89%，总资产报酬率分别为 3.11%、2.96%和 2.85%，净资产收益率分别为 4.92%、3.25%和 3.35%。伴随着近年来公司利润规模的波动减少以及债务水平的较快上升，公司各项盈利指标均呈减弱趋势。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.99 亿元，较上年同期增长 10.20%，主要系生物医药及电子信息板块收入增长所致；实现净利润-2.36 亿元，较上年同期的-0.15 亿元进一步减少 2.21 亿元，主要系股票市场波动导致公司所持上市公司股票的公允价值变动损失大幅增加所致。2015 年 1 季度，股票市场行情较好，公司公允价值变动损益为 1.32 亿元，而 2016 年 1 季度公允价值变动损益为-1.01 亿元，使得公司亏损进一步加大。未来随着部分业务年末集中付款，公司净利润将有所改善。

总体看，公司营业收入逐年减少，费用收入比逐年上升，投资收益和营业外收入对利润影响较大，盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动产生的现金流量看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 70.16 亿元、68.57 亿元和 74.29 亿元，年均复合增长 2.90%；公司经营活动现金流出分别为 79.25 亿元、76.66 亿元和 73.36 亿元，年均复合下降 3.79%。公司经营活动现金流量净额为-9.08 亿元、-8.09 亿元和 0.93 亿元，2015 年，经营活动现金流量净额由负转正，主要系 2013~2014 年园区产业板块中的昭阳产业公司玩具城项目、曲靖经开区公司尚处在建设期，只有大量项目资金流出而未能产生收益；2015 年公司收回部分预付款项，同时预收款项增加所致。近三年，公司现金收入比分别为 79.72%、82.86%和 100.83%，呈逐年上升趋势。

从投资活动产生的现金流量看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 10.50 亿元、6.32 亿元和 32.73 亿元，年均波动增长 76.56%；公司投资活动现金流出分别为 12.56 亿元、7.89 亿元和 59.67 亿元，年均波动上升 117.99%。公司投资活动现金流量净额为-2.06 亿元、-1.57 亿元和-26.95 亿元，投资活动现金流量净额呈现出净流出的状态，且变动幅度较大，主要系公司新增投资项目及利用集团归集资金做 T+0 的保本理财所致。

近三年公司筹资活动现金流入和流出均逐年增长，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 28.08 亿元、45.68 亿元和 74.98 亿元，年均复合增长 63.42%；公司筹资活动现金流出分别为 25.43 亿元、32.32 亿元和 54.76 亿元，年均复合增长 46.73%。公司筹资活动现金流量净额为 2.64 亿元、13.36 亿元和 20.22 亿元，公司筹资活动现金流量净额呈现逐年增长的状态，2014 年公司筹资活动现金流净流量大幅增加主要系公司发行一期短期融资券，一期中期票据，二期定向工具募集资金所致；2015 年公司筹资活动现金流量继续大幅增加，主要系发行二期私募债、一期短期融

资券和二期中期票据募集资金所致。

2016年1~3月，公司实现经营性净现金流-2.57亿元；公司现金收入比为126.00%；同期，公司投资活动现金流量净额为-5.43亿元；筹资活动现金净额5.54亿元。

总体看，由于公司拥有大量项目在建，资金流出较大且产生的投资收益金额较小，导致近三年公司筹资活动前现金流始终呈净流出状态；公司筹资能力较强，应对大量工程项目的资金需求，近年来公司筹资活动现金流净额大幅增长；未来随着在建项目完工，经济效益不断提高，公司现金流状况将有所改善。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率分别为1.58倍、1.88倍和1.83倍，速动比率分别为0.91倍、1.04倍和1.02倍。2013~2014年，公司经营活动现金净流量保持流出状态，2015年公司经营活动现金净流量虽为正值，但金额较小，导致公司经营现金对流动负债保护能力不强，近三年经营活动现金流动负债比分别为-13.73倍、-12.28倍和1.24倍。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为1.23倍、1.39倍和0.93倍，现金类资产对于短期债务的保护程度较好。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，公司近三年EBITDA逐年增加，分别为10.97亿元、11.35亿元和11.54亿元。2015年，公司EBITDA中，折旧占11.90%、摊销占4.14%、计入财务费用的利息支出占35.23%、利润总额占48.73%。近三年，公司EBITDA利息倍数分别为2.27倍、1.51倍和2.45倍，呈波动增长趋势，主要系公司通过发债募集来的资金置换部分高成本债务，致使利息减少所致；EBITDA全部债务比分别为0.20倍、0.15倍和0.12倍，呈逐年下降趋势，主要系公司应付债券增长带来的债务规模扩张所致。总体看，公司EBITDA逐年增长，对于利息的覆盖程度较高，但增长过快的债务负担使得公司EBITDA对全部债务的覆盖程度逐年降低。

若将公司9.88亿元永续债调至长期债务后，以公司2015年的EBITDA总额进行计算，2015年EBITDA全部债务比为0.11，未发生明显变化，由于公司债务总量较大，调整永续债至长期债务对公司长期偿债能力影响较小。

截至2016年3月末，公司下属子公司云南省投融资担保有限公司从事对外担保业务，该公司在保余额为1.14亿元。因该业务为云南省投融资担保有限公司主营业务，剔除该业务后公司无对外担保。

截至2016年3月末，公司共获银行授信额度81.20亿元，未使用额度44.54亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1053010101065610W），截至2016年6月27日，公司无未结清不良信贷信息。公司下属子公司云南省国资粮油贸易有限公司曾于2012年发生一笔2,000万元人民币的已结清关注类贷款信息，此外，公司未有其他不良贷款记录。

总体看，公司短期偿债能力较好，充足的现金类资产对短期债务起到了很好的保障作用；增长过快的债务负担使得公司长期偿债能力有所弱化；公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券对公司现有债务的影响

截至 2016 年 3 月末，公司债务总额为 98.10 亿元，本次公司债券发行额度为 15 亿元，本次公司债券发行对公司现有债务有一定的影响。

截至 2016 年 3 月末，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 65.55%、46.69%和 36.71%，以公司 2016 年 3 月末报表财务数据为基础，预计本次公司债券发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至 67.00%、48.89%和 41.42%。公司债务负担进一步加重，但仍属可控水平。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2015 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 对本次发行额度（15 亿元）的覆盖倍数为 0.77 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度高；经营活动现金流入量对本次发行额度（15 亿元）的覆盖倍数为 4.95 倍，经营性现金流入量对本次债券的保障程度高；经营活动现金净流量对本次发行额度（15 亿元）的覆盖倍数为 0.06 倍，经营活动现金净流量对本次债券保障能力较弱。

基于对公司自身经营和财务状况，以及云南省区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到云南省政府对于公司的各项支持，公司对于本次债券的偿债能力较强。

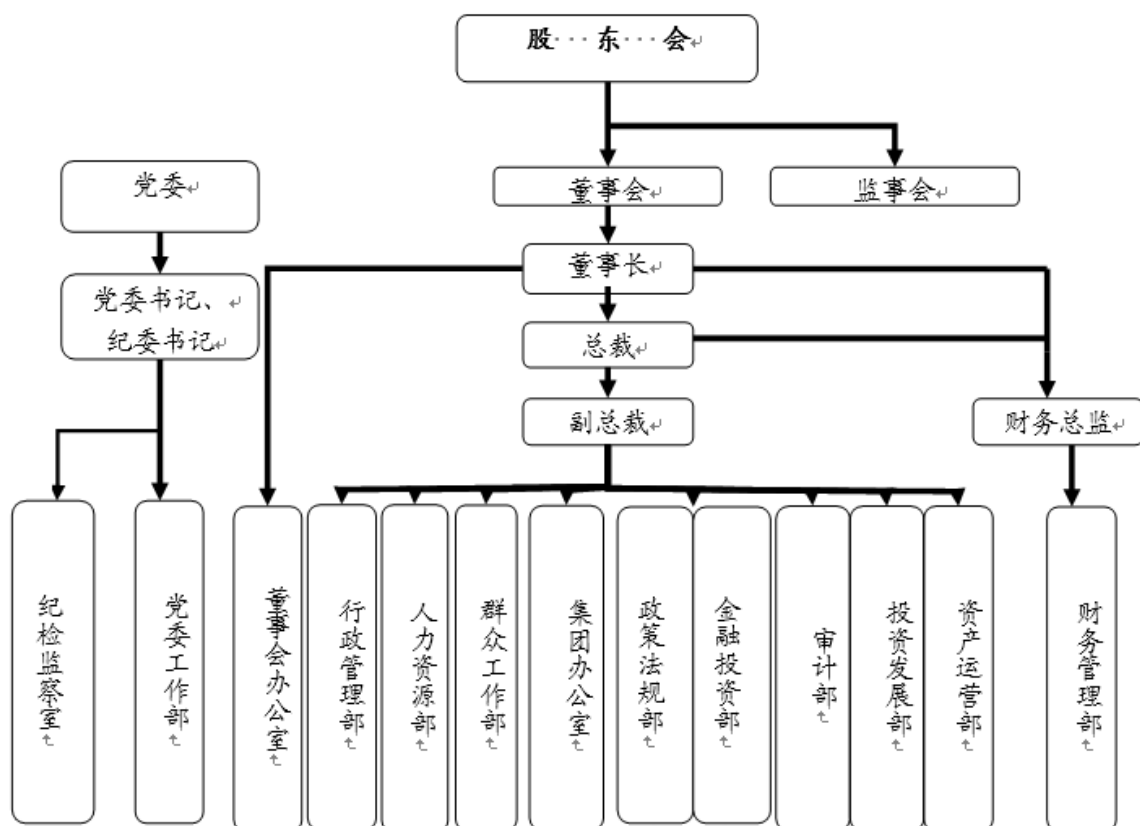
九、综合评价

公司作为云南省政府定位的工业投资平台及国有资本价值化经营的主体，具有在云南省工业投资领域突出的战略地位、较强的政府支持以及持有优质的金融资产等优势。同时，联合评级也关注到公司参股企业众多但部分被投资企业质量一般、园区产业板块近年来收入下滑明显、未来投资规模维持高位、资本性支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司生物医药、电子信息、园区产业及现代服务四大主业板块已基本搭建完成。随着经营规模的扩张、股权投资收益的陆续实现及集团内逐步深入的资源整合，公司整体盈利能力有望改善。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 云南省工业投资控股集团有限责任公司 组织结构图



附件 2 云南省工业投资控股集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	302.08	328.35	350.84	343.26
所有者权益（亿元）	102.25	115.96	128.39	118.24
短期债务（亿元）	23.03	25.95	33.67	34.98
长期债务（亿元）	33.17	50.99	63.87	68.59
全部债务（亿元）	56.20	76.94	97.54	103.57
营业收入（亿元）	75.70	67.44	63.40	9.99
净利润（亿元）	4.95	3.54	4.09	-2.36
EBITDA（亿元）	10.97	11.35	11.54	--
经营性净现金流（亿元）	-9.08	-8.09	0.93	-2.57
应收账款周转次数（次）	7.89	5.84	4.80	--
存货周转次数（次）	1.48	1.07	0.76	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.21	0.19	0.03
现金收入比率（%）	79.72	82.86	100.83	126.00
总资本收益率（%）	5.00	4.47	3.89	--
总资产报酬率（%）	3.11	2.96	2.85	--
净资产收益率（%）	4.92	3.25	3.35	-2.01
主营业务毛利率（%）	17.18	19.13	29.79	--
营业利润率（%）	16.82	17.30	27.64	19.52
费用收入比（%）	16.01	20.22	23.06	35.54
资产负债率（%）	66.15	64.69	63.40	65.55
全部债务资本化比率（%）	35.47	39.89	43.17	46.69
长期债务资本化比率（%）	24.49	30.54	33.22	36.71
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	1.51	2.45	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.16	0.12	--
流动比率（倍）	1.58	1.88	1.83	1.83
速动比率（倍）	0.91	1.04	1.02	1.00
现金短期债务比（倍）	1.23	1.39	0.93	0.78
经营现金流动负债比率（%）	-13.73	-12.28	1.24	-3.46
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.73	0.76	0.77	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币。
3、公司提供的 2016 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 云南省工业投资控股集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年云南省工业投资控股集团有限责任公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

云南省工业投资控股集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。云南省工业投资控股集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注云南省工业投资控股集团有限责任公司的相关状况，如发现云南省工业投资控股集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如云南省工业投资控股集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至云南省工业投资控股集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送云南省工业投资控股集团有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年七月六日