

信用等级公告

联合[2018]1454 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 2018 年拟公开发行的公司债券（第一期）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 2018 年拟公开发行的公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月十日



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

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 28 亿元（含）

本期发行规模：不超过 18 亿元

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 7 月 10 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	350.94	331.82	355.64	359.18
所有者权益（亿元）	128.37	121.50	131.79	140.00
长期债务（亿元）	63.87	80.02	94.30	104.94
全部债务（亿元）	97.54	128.20	164.67	171.37
营业收入（亿元）	63.40	65.02	63.24	12.00
净利润（亿元）	4.09	2.39	0.01	-1.70
EBITDA（亿元）	11.51	8.82	11.22	--
经营性净现金流（亿元）	0.93	-0.56	5.42	-3.94
营业利润率（%）	27.43	25.55	24.58	19.10
净资产收益率（%）	3.35	1.91	0.01	--
资产负债率（%）	63.42	63.38	62.94	61.02
全部债务资本化比率（%）	43.18	51.34	55.55	55.04
流动比率（倍）	1.82	1.94	1.69	1.89
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	1.51	1.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.07	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.41	0.31	0.40	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.64	0.49	0.62	--

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、2018 年第一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、2017 年到期的长期借款已纳入公司 2016 年末的短期债务核算，其他流动负债及 2018 年到期的长期借款、应付债券已纳入公司 2017 年末的短期债务核算，2018 年到期的应付债券已调整计入截至 2018 年 3 月末的短期债务核算；5、以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债。

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，在云南省工业投资领域具有突出的战略地位，业务呈现多元化发展等优势，此外，公司持有较大规模的金融资产和股权投资。同时，联合评级也关注到公司园区产业板块近年来收入下滑明显、电子信息板块转型进程具有不确定性，混合所有制改革可能使股权结构及经营管理方面发生变化，参股公司由于业绩对赌协议失败在 2017 年发生较大亏损，公司债务规模持续扩大、存在集中偿付压力，利润对投资收益和政府补助依赖程度仍较高，部分应收款项面临一定回收风险、坏账损失侵蚀了公司利润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得到进一步提升。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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，战略地位突出，具有投资项目、资源储备方面的指导及政策倾斜等优势，政府支持力度大。

2. 公司主营生物医药、电子信息、园区产业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。

3. 公司拥有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资，该类资产有一定变现价值。

关注

1. 公司园区产业板块受宏观经济形势及业务转型影响，近年来收入下滑明显；电子信息板块目前处于转型升级阶段，部分产品产能利用率仍不高，转型升级进程以及预期效益仍具有不确定性；受“两票制”等政策影响，2017年医药流通收入较上年有所下降。

2. 公司拟进行混合所有制改革，引入战略投资者，未来公司股权结构、法人治理及经营管理方面可能发生变化。

3. 2017年，公司参股企业云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）由于业绩对赌协议失败，净利润发生较大亏损，预估2017、2018年赔付金额共计4.31亿元，后续沃森生物的经营及财务状况值得关注。

4. 公司债务规模快速增长，且将于2018~2019年到期的债务规模较大，面临短期集中偿付压力。

5. 公司利润来源对投资收益和政府补助具有较大依赖，公允价值变动损失和期间费用侵蚀公司利润；部分应收款项账龄偏长、欠款单位处于清算重整、财务困难状态，面临一定回收风险，且计提了较高的坏账准备，坏账损失侵蚀了公司利润。

分析师

杨世龙 yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷 yangt@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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46.00亿元。此后历经增资扩股划转，截至2017年末，公司注册资本及实收资本均为64.00亿元，各股东出资额及持股比例如下表所示，控股股东及实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）。

表1 截至2017年末公司主要股东持股情况

股东单位	出资（万元）	出资比例（%）
云南省人民政府国有资产监督管理委员会	292,352.00	45.68
云南省国有资本运营有限公司	230,400.00	36.00
云天化集团有限责任公司	32,000.00	5.00
云南昆钢金融控股集团有限公司	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	100.00

资料来源：公司提供

注：云南省国有资本运营有限公司原名为云南省圣乙投资有限公司，2016年变更为现名。

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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2017年末，公司本部下设投资管理部、资产管理部、股权运营部、财务管理部等职能部门（见附件1）；公司纳入财务报表合并范围的二级子公司合计22家。截至2018年3月末，公司共有员工8,317人。

截至2017年末，公司合并资产总额355.64亿元，负债合计223.85亿元，所有者权益131.79亿元，其中归属于母公司所有者权益97.98亿元。2017年，公司实现合并营业收入63.24亿元，净利润0.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.06亿元；经营活动产生的现金流量净额5.42亿元，现金及现金等价物净增加额1.90亿元。

截至2018年3月末，公司合并资产总额359.18亿元，负债合计219.18亿元，所有者权益140.00亿元，其中归属于母公司所有者权益97.33亿元。2018年1~3月，公司实现合并营业收入12.00亿元，净利润-1.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.42亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.94亿元，现金及现金等价物净增加额2.06亿元。

公司注册地址：云南省昆明经济技术开发区出口加工区顺通大道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. 本次及本期公司债券概况

本次债券发行总规模不超过 28 亿元（含），其中首期发行规模为不超过 18 亿元。本期公司债券名称为“云南省工业投资控股集团有限责任公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券期限为 3 年期。债券票面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，在利率询价区间内确定。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期的利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期公司债券募集资金用于偿还有息债务及补充流动资金。

三、行业分析及区域经济环境

1. 生物医药行业

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类。与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2017 年，中国医药制造业实现主营业务收入 28,185.50 亿元，较上年增长 12.50%，增速较上年增加 2.8 个百分点；全年利润总额 3,314.10 亿元，较上年增长 17.80%，增速较上年增加 3.9 个百分点。价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2017 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格继续增长，截至 2017 年底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 105.38，较 2016 年底增长 1.33 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈降价趋势。

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。随着 2015 年新版《中国药典》颁布以及药监部门检查频率的增加，能否采购到质量、含量合格的药材成为各大药企面临的共同难题，再加上需求支撑、恶劣天气、种植户减产等因素，使得 2016 年中药价格普遍上涨。2017 年中药材流通市场价格整体保持平稳，略有下滑。从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合 200 价格指数”（我国 200 种主要大宗中药材市场价格的综合加权）来看，价格指数在年初最高达到 2,700 点，随后缓慢回落，年底点位为 2,350.80 点，虽有所下降，但仍高于 2016 年的年初点位，2017 年价格呈小幅波动态势。

2016 年下半年，国家出台了“两票制”相关政策，于 2017 年开始全面实行。2017 年 1 月 9 日，卫计委发布《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》。文件对“两票制”做出了明确界定，明确了“两票制”的实施范围等，以推动“两票制”的落实。2017 年综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市率先推行两票制，争取到 2018 年在全国全面推开。“两票

制”下药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业重组整合将是大势所趋。

“两票制”政策对于医药工业企业和医药商业企业均将产生较大影响。对于医药工业企业的影响，主要是销售模式转变带来的销售费用上涨，以及回款结算方式及对手方的变化；对于医药商业企业而言，其影响主要在于调拨业务将有萎缩，部分资金实力弱、渠道及终端资源欠缺的中小流通企业将在竞争中淘汰、被大型医药商业企业整合等，行业整合力度将加大、集中度将有所提高。两票制压缩了药品流通环节，对于医药流通企业来说，拥有终端医院资源和上游产品资源的企业将在竞争中胜出。

总体看，2017年，我国医药制造业保持依然保持较好的发展态势；“两票制”政策的全面实行，使得医药流通行业中的调拨业务面临萎缩，中小医药流通企业竞争压力加大，或将面临被整合。未来随着新一轮招标的全面启动、公立医院改革以及医保控费的全面推进，我国药品价格可能面临下降压力。

2. 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，是保障信息安全的重要基石。

近年来，我国电子信息业保持较快增长。我国宏观经济环境有所好转，内外需求逐步复苏，经济结构调整、转型升级逐步加快，企业生产经营环境得到明显改善，电子信息制造业实现较快增长。2017年，规模以上电子信息制造业增加值比上年增长13.8%，增速比2016年加快3.8个百分点；快于全部规模以上工业增速7.2个百分点，占规模以上工业增加值比重为7.7%。2017年，出口交货值同比增长14.2%（2016年为下降0.1%），快于全部规模以上工业出口交货值增速3.5个百分点，占规模以上工业出口交货值比重为41.4%，我国电子信息业2017年的出口形势有所好转。

2017年，电子信息全行业实现主营业务收入较上年增长13.2%，增速较上年提高4.8个百分点；利润较上年增长22.9%，增速较2016年提高10.1个百分点；主营业务收入利润率为5.16%，较上年提高0.41个百分点；企业亏损面16.4%，较上年扩大1.7个百分点，亏损企业亏损总额较上年下降4.6%。截至2017年末，全行业应收账款比上年增长16.4%，高于同期主营业务收入增幅3.2个百分点；产成品库存比上年增长10.4%，增速同比加快7.6个百分点。

2017年，电子信息制造业500万元以上项目完成固定资产投资额比上年增长25.3%，增速比2016年加快9.5个百分点，连续10个月保持20%以上高位增长。电子信息制造业本年新增固定资产同比增长35.3%（2016年为下降10.9%）。

近年来，随着电子信息行业客户需求的增长以及虚拟化、云计算、移动互联等新技术和模式的出现，我国的软件与信息技术服务市场规模不断扩大，与此同时市场竞争也不断加剧，技术、产品和服务是行业内企业保持竞争力的关键。

总体看，我国电子信息制造产业保持较快发展，但随着科学技术的日益更新和进步，信息技术行业竞争也不断加剧。

3. 园区开发

2017年，新获批或升级的国家级高新区数量较上年大幅增加，淮安、汕头、铜陵狮子山、内江、咸宁、鄂尔多斯、常德、黄冈、宿迁、安顺等10家省级高新区获国务院批复，升级为国家高新技术产业开发区（2016年仅有1家获批），截至2017年末国家级高新区总数达156家；国家级经开区共219

家，较上年无变化。2018年又有12家高新区获批升级为国家级高新区。

目前，我国的园区普遍存在载体销售不畅、营利模式亟需转型升级的问题。传统的产业地产开发是单纯依靠“土地溢价卖房卖铺”来实现盈利，在载体销售受阻的情况下，这种粗放型盈利模式已经难以为继；而且传统的开发模式忽略了园区的配套建设与服务功能。目前，中国进入了产业地产整顿升级阶段。产业园区在功能上由传统意义上的单一配套转向复合功能设计，运营方式上由原来多类别科技领域的叠加转向专业化的研究开发。开发运营模式的转变也促使产业地产盈利模式随之更新。大多数产业地产的营利模式出现调整，从单纯销售物业向更高比例的自持转型，由专注房地产开发到全产业链服务，开始探索股权投资，园区物业资本化等多种增值模式。

政策方面，2017年2月国务院发布《国务院办公厅关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》（国办发〔2017〕7号），主要包括：（1）开发区要优化园区功能、强化产业链条、扶持重大项目，主动培育高端装备、机器人、新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、数字创意等战略性新兴产业；（2）政策扶持方面，对发展较好、用地集约的开发区，在安排年度新增建设用地指标时给予适度倾斜，加强开发区公共配套服务、基础设施建设等用地保障；开发区考核结果要与奖惩措施挂钩，对考核结果好的开发区优先考虑扩区、升级，加大政策支持力度；（3）加强动态管理，对考核结果不合格的开发区，要限制新增土地指标，提出警告，限期整改等；（4）规范开发区设立、扩区和升级管理，各省（区、市）人民政府要稳步有序推进开发区设立、扩区和升级工作，原则上每个县（市、区）的开发区不超过1家，对于按照核准面积和用途已基本建成的现有开发区，在达到依法、合理、集约用地标准后，方可申请扩区。

我国经济步入“新常态”，进入中高速增长的转型发展时期，国家开发区实现平稳增长。未来高新区、经开区的主要发展方向为：（1）随着“互联网+”、“一带一路”等战略推进，国家开发区将不断出现智慧园区、中外合作产业园、产城融合示范区、“区中园”等新业态和新模式；在供给侧改革深化推进的背景下，国家开发区面临“三高一新”的挑战。随供给侧改革力度加大，推进产业结构调整和转型升级将是园区发展的重点。（2）“互联网+”上升国家战略，智慧园区试点将大力推进。（3）随着混合所有制、金融体制改革、公私合营模式（PPP）的推进，国家级开发区将呈现出投资主体多元化的趋势，社会资本参与的广度和深度将大幅提升。

总体看，我国高新区面临地产载体销售不畅，亟待转型升级的问题；国家在国家级高新区审批、考核、扶持等方面颁布了指导政策，伴随着“互联网+”、“一带一路”等战略的不断推进，园区开发行业未来仍面临广阔的发展前景。

4. 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，省会昆明市。全省辖8个地级市、8个自治州（合计16个地级行政区划单位），16个市辖区、15个县级市、69个县、29个自治县。

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。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。中国实施的西部大开发战略，使得中西部地区经济发展成为工作重点，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。

2017年，云南省GDP完成16,531.34亿元，较上年增长9.5%，高于全国2.6个百分点。其中，第一产业完成增加值2,310.73亿元，增长6.0%；第二产业完成增加值6,387.53亿元，增长10.7%；第三产业完成增加值7,833.08亿元，增长9.5%。三次产业结构由上年的14.8:38.5:46.7调整为

14.0:38.6:47.4。全省人均生产总值达 34,545 元，比上年增长 8.8%。

工业经济方面，2017 年全省规模以上工业（统计口径为全部年主营业务收入 2,000 万元及以上的工业企业）增加值 3,900 亿元左右，较上年同期增长 10.6%，增速高于全国水平 4.4 个百分点。其中，国有控股企业增加值比上年同期增长 8.8%。2017 年 1~11 月，云南规模以上工业企业实现主营业务收入 10,558.06 亿元，同比增长 18.3%；实现利润总额 682.71 亿元，同比增长 50.6%。

投资方面，2017 年全省固定资产投资（统计口径为计划总投资 500 万元及以上固定资产项目投资和房地产开发项目投资）18,474.89 亿元，较上年增长 18.0%。其中，第一产业投资 896.00 亿元，占固定资产投资的比重为 4.9%，比上年同期提高 0.9 个百分点；第二产业投资 2,846.90 亿元，比重为 15.4%，较上年降低 2.8 个百分点；第三产业投资 14,731.99 亿元，比重为 79.7%，较上年提高 1.9 个百分点，投资结构有所优化。

财政实力方面，2017 年云南省公共财政实力进一步增强，全省地方一般公共预算收入完成 1,886.2 亿元，较上年同口径增长 6.2%，加上中央各项补助收入 3,010.8 亿元，上年结余收入 171.3 亿元，调入资金 499.4 亿元，地方政府一般债务收入 1,505.1 亿元（其中，新增一般债券 471.3 亿元，置换一般债券 1,033.8 亿元），收入总计 7,072.8 亿元。全省地方一般公共预算支出完成 5,713 亿元，较上年增长 13.8%。

总体看，云南省作为中国面向西南开放的重要省份，经济快速发展，固定资产投资力度不断加大，财政实力有所提升，未来经济发展前景良好。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

目前，云南省国资委履行出资人职责的 22 家省属企业中有 5 家投资公司，分别为云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投”）、云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云南投资”），以及云南工投、云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南资本”）、云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）。

从以上 5 个投资平台业务范围来看：①云南城投是云南省政府在城市建设投资领域的投资平台，其投资业务涉及城市开发、房地产、水务、教育、医疗、酒店等板块；②云南投资是云南省政府综合性投资平台，主要业务范围包括经营和管理省级基本建设资金和省级专项建设基金，对云南省政府的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务进行投资和管理，目前其业务主要涉及电力、铁路、纸业、旅游、金融、医疗和化工等业务板块；③云南工投是云南省政府工业投资平台，其业务范围主要涉及园区产业、医药、电子信息、现代服务业等业务板块；④云南资本是云南省国资体系中第一家专门从事股权投资业务的省属企业，主要业务范围为股权投资、发起设立投资基金管理平台、发起并管理产业发展基金等业务；⑤云南能投是云南省政府能源战略的实施平台，其业务范围主要涵盖电力、煤炭、环保、能源等投资、建设及生产经营管理。云南省政府对省内五个投资平台的定位较为清晰，其中云南工投作为“云南省资源优化配置和战略性调整的龙头，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，国有资本有进有退和价值化经营的主体”，其战略地位突出。

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

公司现有董事及高级管理人员 12 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工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 2000 年 5 月任红磷化工厂厂长、党委副书记；2000 年 5 月至 2006 年 7 月任红磷化公司董事长（期间 2002 年 1 月后为兼任）；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 2016 年 12 月任公司董事长、党委副书记。2016 年 12 月至今任公司党委书记、董事长。

公司总裁孙德刚先生，1965 年出生，大学学历，工程师。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 月任公司副总裁。2016 年 4 月至今任公司总裁、党委副书记、副董事长。

截至 2018 年 3 月末，公司共有员工 8,317 人。按照学历划分，本科以上占 3.04%，大学本科占 48.89%，大专学历占 30.72%，其他占 17.35%；按照年龄划分，年龄 51 岁以上占 3.47%，46~50 岁占 4.44%，41~45 岁占 6.55%，36~40 岁占 10.00%，35 岁以下占 75.53%。

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

项目及资源优势

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的云南资本，对于公司产业板块的形成和完善形成有力支撑。公司控股股东云南省国资委先后两次对公司进行注资及股权划拨，合计 19.83 亿元（现注册资本金达到 64.00 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，计入公司可供出售金融资产，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经营规模。

财政补贴

2015~2017 年，公司计入当期损益的政府补助金额分别为 1.72 亿元、1.75 亿元（计入营业外收

入)和 0.71 亿元(计入其他收益),补贴收入波动较大;占利润总额的比重分别为 30.77%、71.72%和 44.98%,提升了公司的盈利能力。

总体看,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,公司参股股东对于云南工投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 7 名董事,其中董事长 1 名,副董事长 2 名,专职外部董事 1 人。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产生。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 4 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。公司章程规定监事会由 5 名监事组成,监事会到位监事 5 名,其中 2 名监事为职工监事,设监事会主席 1 名,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,财务总监 1 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,公司本部设有战略协同部、资产管理部、投资管理部、财务管理部、股权运营部、风险控制部、审计部 14 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。

公司重视内部控制体系的建设,依据相关法律、法规、规定和《公司章程》,按照现代企业制度要求,围绕内部防控重点,建立了企业内部控制基本规范、投资管理制度(包括投资决策机制、投资项目日常管理和退出机制等)、财务管理等一整套现代企业管理制度。

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，经总裁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股权运营部负责。

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。

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。随着公司业务板块的成熟，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

公司作为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，公司生物医药及电子信息收入稳定增长，园区产业及现代服务业板块的收入波动，致使公司近三年营业收入波动减少，年均复合下降 0.12%。近年来，受宏观经济景气度下行与公司对园区板块实施转型升级的共同影响，公司在园区产业板块投资进度放缓，使得可结转项目规模大幅波动，导致园区收入波动下降。收入结构方面，公司收入以生物医药板块、电子信息、现代服务业和园区产业为主，其中生物医药和电子信息占比分别稳定在 40%左右。

表 2 2015~2017 年公司营业收入构成及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	23.98	37.83	12.61	25.85	39.76	12.07	26.95	42.62	13.97
电子信息	23.08	36.40	21.79	24.61	37.84	23.72	26.65	42.14	23.01
园区产业	4.29	6.77	54.10	6.08	9.35	32.67	2.46	3.90	37.58
现代服务业	5.97	9.41	83.90	5.11	7.86	81.28	5.12	8.10	77.56
其他	6.08	9.59	61.22	3.38	5.19	62.16	2.05	3.25	80.03
合计	63.40	100.00	30.13	65.02	100.00	26.45	63.24	100.00	25.99

资料来源：公司审计报告

从毛利率变动情况看，2015~2017 年公司综合毛利率逐年下降，各业务板块毛利率均有波动；其中，生物医药和电子信息业务毛利率相对稳定，园区产业、现代服务业和其他业务的毛利率变化较大，主要系受结转项目的收益率差异而产生的波动，现代服务业务主要为成本较低的金融投资收

入，毛利率较高，但不同类型项目的收益率有所差异，使得毛利率有所波动。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.00 亿元，较上年同期增长 10.08%，毛利率为 20.25%，较上年同期减少 10.25 个百分点；其中生物医药收入占 44.28%，电子信息收入占 40.97%，园区产业收入占 1.30%，现代服务业占 8.18%，其他板块收入占 5.27%；净利润-1.70 亿元。

总体看，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；但生物医药及电子信息收入有所增长，对营业收入提供一定支撑，公司产业多元化发展有助于分散经营风险。

2. 生物医药板块

公司生物医药板块主要由云南医药工业股份有限公司（以下简称“医药工业公司”，截至 2017 年末公司合计持股比例 73.59%）和云南瑞宝生物科技有限公司（以下简称“瑞宝生物”，截至 2017 年末公司持股 59.02%）业务组成。2015~2017 年，公司生物医药板块分别实现收入 23.98 亿元、25.85 亿元和 26.95 亿元，近三年生物医药板块毛利率基本维持稳定，分别为 12.61%、12.07%和 13.97%；生物医药业务收入主要来自医药工业公司，其收入构成仍主要来自医药商业（占比 80%左右），但医药工业对毛利润贡献更高。

表 3 医药工业公司医药业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年较 2016 年变动
医药商业	176,728.80	177,647.12	164,609.24	-7.34
医药工业	49,340.26	53,382.24	56,354.95	5.57
合计	226,069.06	231,029.36	220,964.19	-4.36

资料来源：公司提供

注：上述数据不含云南瑞宝生物科技有限公司数据。

（1）医药商业

公司生物医药板块收入以医药商业收入为主，2015~2017 年，公司医药商业收入波动下降，主要系受“两票制”等政策实施后，医药工业公司经营的部分产品不符合“两票制”规定，使得商业调拨业务较上年有所下滑。

公司医药商业主要为通过对医疗机构、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。2016 年 5 月，医药工业公司与中国保健品功能茶产品的领先企业碧生源合资成立云植碧生源医药销售有限公司（参股），可将现有的 OTC（非处方药）产品推向全国 40 余万家零售终端。同月，医药工业公司与国内医药流通规模排名第 5 的重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）合作，通过引入重庆医药资金、品种、人才和管理资源，优化资源配置；完成了中国大冢制药有限公司、亚宝药业集团股份有限公司、西藏奇正藏药股份有限公司等国内外大型厂家的引进，逐步实现公司供应品种全面性的调整以及全国市场的拓展。

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 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。此外，公司还与 11 家医疗机构通过药房托管、项目合作等形式签订 5 年以上的战略合作协议，保证长期增量的供应合作。

目前，医药销售公司网络覆盖全省 13 个州市、58 个地市县，并同省内各大医院、社区医疗机

构、地州二、三级批发零售网点及上游供应商建立了良好的合作关系，拥有全国一级代理 137 家，二级代理 37 家。

结算模式方面，公司医药商业业务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%。

从供应商集中度看，2016~2017 年公司医药商业板块向前五大供应商采购药品金额有所增加，占采购总额的比重分别为 33.31%和 32.27%，集中度一般。

表 4 2016~2017 年公司医药商业向前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

2016 年			2017 年		
供应商	采购额	占采购总额比重	供应商	采购额	占采购总额比重
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）	24,143.23	14.01	扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司	29,877.45	15.96
云南腾药制药股份有限公司	10,286.37	5.97	云南省医药有限公司	11,371.19	6.08
云南省医药有限公司	8,807.90	5.11	云南腾药制药股份有限公司	6,967.46	3.72
杭州中美华东制药有限公司	8,332.21	4.83	杭州中美华东制药有限公司	6,924.42	3.70
云南同丰医药有限公司	5,828.05	3.38	中美天津史克制药有限公司	5,255.17	2.81
合计	57,397.76	33.31	--	60,395.69	32.27

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2016~2017 年公司向前五大客户销售额分别为 4.40 亿元和 4.86 亿元，占医药商业收入的比重为 24.38%和 25.63%，客户集中度不高。其中，对云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“鸿翔一心堂”）、云南健之佳健康连锁店股份有限公司（以下简称“云南健之佳”）的销售不受“两票制”因素影响，对云南省第一人民医院等的业务量有所增长。

表 5 2016~2017 年公司医药工业向前五名客户销售情况（单位：万元、%）

2016 年			2017 年		
销售客户	销售额	占销售总额比重	销售客户	销售额	占销售总额比重
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	13,265.18	7.36	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	16,058.95	8.47
昆药集团医药商业有限公司	9,675.18	5.36	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	9,192.50	4.85
云南健之佳健康连锁店股份有限公司	7,745.38	4.29	昆明医科大学第一附属医院	9,081.21	4.79
云南省第一人民医院	6,468.62	3.59	云南省第一人民医院	7,581.47	4.00
昆明医科大学第一附属医院	6,818.15	3.78	文山壮族苗族自治州人民医院	6,672.87	3.52
合计	43,972.51	24.38	合计	48,587.00	25.63

资料来源：公司提供

（2）医药工业

2015~2017 年，医药工业公司的医药工业现收入逐年增长，占其生物医药板块收入的比例在 20%左右。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，产品有一定同质化。公司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，平均账期均为 45 天。

表6 2017年公司医药工业前十名产品情况（单位：万元、%）

序号	产品名称	销售收入	占医药工业板块销售总额比重
1	血塞通注射液	10,284	18.25
2	参麦注射液	9,823	17.43
3	云南红药胶囊	7,736	13.73
4	血塞通分散片	6,717	11.92
5	秋水仙碱片	1,565	2.78
6	三七伤药片	1,215	2.16
7	去痛片	769	1.36
8	黄藤素片	703	1.25
9	灯盏细辛颗粒	700	1.24
10	盐酸美沙酮口服溶液	501	0.89
合计		40,013	71.01

资料来源：公司提供

从销售区域看，2017年公司医药工业产品销售区域主要集中在云南地区（占41.83%）、西南其他地区（占10.96%）、华北地区（占16.13%）和华南地区（占13.72%）。

采购集中度方面，2017年公司医药工业向前五大供应商采购金额占采购总额的比重为64.72%，较上年的45.74%大幅提高，采购品种主要为中药材原料，公司原材料采购集中度较高。

表7 2017年公司医药工业向前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	采购金额	原材料	占采购总额比重
1	楚雄云植药业有限公司	5,739.24	三七总皂苷	36.56
2	云南明玉药业有限公司	1,594.64	红参	10.16
3	河北冀衡（集团）药业有限公司	1,176.05	氨基比林	7.50
4	东北制药集团股份有限公司	1,027.54	氯霉素（片用）	6.54
5	云南龙恩制药有限公司	621.74	黄藤素（口服用）	3.96
合计		10,159.21	--	64.72

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2017年，公司医药工业板块向前五名客户销售收入占医药工业收入的27.12%，集中度不高。

表8 2016~2017年公司医药工业向前五名客户销售情况（单位：万元、%）

2016年			2017年		
销售客户	销售收入	占医药工业收入比重	销售客户	销售收入	占医药工业收入比重
云南省医药有限公司	10,111.19	18.94	云南医药工业销售有限公司	5,285.61	9.37
云南万萃药业有限公司	2,817.58	5.28	云南佳能达医药有限公司	3,511.87	6.23
云南医药工业销售有限公司	2,769.65	5.19	云南同丰医药有限公司	2,316.91	4.11
河南九州通医药有限公司	1,583.12	2.97	云南七福药业有限公司	2,124.64	3.77
云南东昌医药股份有限公司	1,315.55	2.46	河南九州通医药有限公司	2,055.47	3.64
合计	18,597.09	34.84	合计	15,294.50	27.12

资料来源：公司提供

（3）特色生物科技产业

瑞宝生物

公司特色生物科技产业主要运营企业为瑞宝生物。瑞宝生物成立于1997年3月12日，已于2015

年登陆新三板公开转让，证券代码：835390.OC。2017 年，瑞宝生物通过发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方式并购了云南博浩生物科技集团股份有限公司（以下简称“博浩生物”），并新增股本及注册资本 2.49 亿元，截至 2018 年 3 月底注册资本为 3.69 亿元。云南工投对瑞宝生物持股比例由年初的直接持股 74.69%变更为截至 2017 年末的直接持有 30.56%和通过云南惠邦股权投资基金合伙企业（有限合伙）间接持有 28.46%。

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。瑞宝生物是国内最早从事植物色素提取和应用研发的生物科技企业，其产品 70%以上出口到欧盟、日本、美国等 20 多个国家和地区。瑞宝生物对博浩生物的并购属于横向并购，通过整合双方客户资源，进一步提高了瑞宝生物主营产品之一叶黄素的市场占有率。2017 年，瑞宝生物连同博浩生物合计叶黄素出口金额达到 4,618 万美元，占全国出口总量 48%，在叶黄素产品的全球市场份额居于前列，行业竞争地位提升。2017 年，瑞宝生物减少市场容量小的部分水溶产品的生产，同时增加重点产品销售力度，栀子、萝卜销售均创造历史较高水平，油溶系列销售大幅上升，全年实现营业收入 5.08 亿元，较上年增长 84.82%；净利润 0.12 亿元，较上年增加 0.09 亿元。

沃森生物

2016 年 9 月，公司受让云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）122,994,959 股股份，占沃森生物总股本的 8.00%，于“可供出售金融资产”核算。2017 年，公司在二级市场上分次增持沃森生物的股票，截至 2018 年 3 月底持股比例为 12.99%，为沃森生物第一大股东，2017 年 5 月沃森生物董事会进行改组，公司对沃森生物派驻董事 2 名，能够对沃森生物生产经营决策产生重大影响，因此对沃森生物的股权投资转入长期股权投资科目核算；截至 2017 年末，对沃森生物长期股权投资的账面价值为 24.16 亿元，占公司长期股权投资总额的 52.13%，占比较高，沃森生物经营及财务状况对公司投资收益的影响较大。

沃森生物主要从事人用疫苗、抗体药物等生物技术药集研发、生产、销售于一体的高科技生物制药企业，在以新型疫苗为代表的生物技术药等细分领域处于行业领先地位。疫苗研发方面，13 价肺炎结合疫苗已顺利完成Ⅲ期临床研究并申报生产，二价 HPV 疫苗已处于Ⅲ期临床研究最后阶段；九价 HPV 疫苗已获得临床试验批件。单抗药物的研究开发，沃森生物有注射用重组抗 HER-2 人源化单克隆抗体等药物正处于临床研究阶段，新型重组抗 HER-2 全人源单克隆抗体（注射用 GB235 单抗）和重组抗 RANKL 人源化单克隆抗体（GB223 单抗注射液）已获得《药物临床试验批件》，抗体偶联药物注射用 GB251 申请临床研究获得受理，目前处于技术审评阶段。较多疫苗及单抗产品处于临床研究阶段，未来若获批生产及上市，有望为沃森生物带来较高的收入及利润。

根据沃森生物于 2014 年 10 月签署的《杜江涛先生与云南沃森生物技术股份有限公司关于河北大安制药有限公司附条件生效之股权转让协议书》，沃森生物将持有的子公司河北大安制药有限公司（以下简称“河北大安”）46%股权转让给杜江涛，股权转让协议中约定了业绩对赌条款：转让后沃森生物需在收购方不利用其控股地位改变目标公司既定的持续扩大血浆采集规模之经营战略的情况下，确保标的公司（河北大安）2017 年年血浆采集规模不低于 150 吨，2018 年年血浆采集规模不低于 200 吨，2019 年年血浆采集规模不低于 250 吨，标的公司形成上述血浆采集规模的 95%时，即为承诺完成。河北大安 2017 年、2018 年和 2019 年年血浆采集规模确定方式为当年实际采集量。河北大安 2017 年、2018 年和 2019 年年血浆采集规模低于前述所承诺的规模，则沃森生物将以 1 元价格向杜江涛转让一定比例的股权作为补偿。河北大安 2017 年血浆采集量为 91.13 吨，未能达到上述协议约定的 2017 年度最低承诺值，沃森生物据此预判赔付损失并作出 2017 年度账务处理，预估

2017、2018 年预计赔付金额共计 4.31 亿元。沃森生物 2017 年净亏损 5.59 亿元。云南工投对沃森生物股权投资按照权益法核算，形成 2017 年度的投资损失-0.66 亿元（系根据沃森生物 2017 年度业绩快报数测算）。

总体看，公司生物医药收入逐年增长，是公司收入和利润的重要来源；2017 年受“两票制”等因素影响，公司医药商业收入较上年有所下滑；医药工业收入实现增长，但公司经营的医药产品有一定同质化，未来可能面临一定市场竞争风险和经营波动风险；2017 年公司对沃森生物追加投资，但沃森生物由于业绩对赌协议未能达成目标，使得公司产生投资损失。

3. 电子信息板块

公司电子信息产业板块相关下属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”，系云南省国资委划转）、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”）。该业务板块主要收入主要来源于南天集团（南天集团收入占云南工投电子信息板块收入的比重超过 80%）。

（1）南天集团

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，已成为国内银行业十大解决方案主要提供商之一。南天集团的主要运营实体为旗下的上市公司云南南天电子信息产业股份有限公司（以下简称“南天信息”）。

南天集团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。南天集团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前列；BST（金融自助多功能打印设备）系列产品被国家科技部、国家税务总局等五部委列为国家级重点新产品，金融市场占有率约 45%；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，南天集团内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。该公司市场地位较为突出，盈利相对稳定。截至 2017 年末，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。其中信息产品及服务收入逐年减少，毛利率有所波动但变化不大；系统集成及服务收入逐年提高，毛利率基本稳定；软件开发及服务收入及毛利率逐年提高。

表 9 2015~2017 年南天信息软件和信息技术服务产品的收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
信息产品及服务	5.31	29.32	4.39	22.09	4.12	25.82
系统集成服务	11.37	11.03	12.17	12.51	13.88	11.00
软件开发及服务	3.75	47.38	4.76	55.61	4.91	58.78
合计	20.43	22.46	21.32	24.11	22.91	23.91

资料来源：南天信息 2015~2017 年年度报告

信息产品

信息产品业务方面，南天集团主要信息产品保持了较高的市场占有率，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。由于在存折打印机、自助服务终端等传统产品销售方面面临市场饱和，近年来南天集团积极寻求业务拓展及产品转型，包括承揽轨道交通使用的闸机、检票机、售票机和服务终端的生产及税控机的代工等业务。目前，南天信息主要信息产品产能利用率不高，主要由于市场竞争激烈，原有产品盈利能力下降，公司考虑引入利润空间高的产品，逐步放弃低价值产品。

表 10 2016~2017 年南天信息产品产能产量销量表（单位：台）

产品名称	2016 年度			2017 年度		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
PR 系列专业存折打印机	180,000	34,526	38,173	180,000	37,318	35,510
BST 系列自助服务终端	18,000	8,306	8,404	18,000	7,791	7,837

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年，南天信息 PR 系列专业存折打印机的产量较上年大幅增加 2,792 台，销量较上年减少 2,663 台，主要系部分银行总行采购招标及合同签订较往年滞后，导致发货、验收相应后延，造成南天信息的部分存货滞留，到 2017 年底未能实现销售所致。整体看，其销量受客户需求、订货节奏等外部环境影响较大，有一定不确定性。

系统集成服务

集成业务方面，南天集团与 IBM、思科、AVAYA 等国际知名 IT 厂商建立起了长期战略合作伙伴关系，多次入选“中国方案商百强”。软件业务方面，南天信息软件业务主要包括应用系统资讯与解决方案、南天自有软件产品销售、软件开发与软件服务、非自有软件产品技术开发和专业化软件服务。南天软件应用于国内大、中、小型银行、资产管理公司、政府机关、国有企事业单位等，是国内银行业十大解决方案主要提供商之一。

2017 年，南天信息的集成业务加强新技术应用，在数据中心自动化、云管理等方面进一步深入，获得广西农信、农行 IP 电话系统、建行 SDN 统一管理平台软件开发等项目，新客户拓展超过 20 个，带动集成业务向高级技术服务升级。

2017 年，南天信息的系统集成业务实现收入 13.88 亿元，较上年增长 14.04%，主要系订单增长带动业务规模扩大所致。2017 年，南天信息继续拓展新业务领域，与新疆银行股份有限公司签订了总金额为 1.86 亿元的系统开发总集成项目合同，项目总工期 36 个月，对应有三期项目；按照合同约定，根据合同的执行进度分别在每期项目启动、上线、竣工验收、验收合格后一年支付相应的款项；若该项目顺利实施，将对南天信息经营业绩产生积极影响。

软件业务及服务

南天信息的软件业务服务主要为客户量身定制成熟的应用系统与解决方案、自有软件产品销售、软件开发与软件运维服务等。目前的软件客户以金融行业的银行业为主。

（2）无线电公司和中唐国盛

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。2015~2017 年，无线电公司分别实现收入 1.70 亿元、2.23 亿元和 2.44 亿元，保持稳定增长。

中唐国盛系公司与华唐中科教育科技(北京)有限公司合资成立，公司持股比例为 65.00%，主要发展呼叫业务外包，2016 年起纳入公司财务报表合并范围。“十三五”期间，中唐国盛计划在全省建设 2.8 万席位的若干个呼叫中心，带动 11 万人就业，实现产值 28 亿元。同时，构建面向东南亚、南亚地区的小语种信息呼叫平台。

总体看，公司电子信息板块业务经营较为成熟，预计随着南天集团转型升级，该业务板块有望继续保持发展，但在技术更新、信息技术产业竞争日趋激烈的环境下，公司该业务转型升级仍有不确定性。公司其他高新业务板块尚在培育初期，对公司盈利能力影响较小。

4. 园区产业板块

公司园区产业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”，持股 51.00%）和云南同图园区产业投资有限公司（以下简称“云南同图”，持股 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。

公司园区产业收入主要来自工业、特色经济园区以及围绕园区配套开发的商业、住宅的出租和销售收入，其中以商业及住宅地产销售收入为主。2015~2017 年，公司园区产业板块分别实现收入 4.29 亿元、6.08 亿元和 2.46 亿元，随着项目结转进度波动较大；园区产业收入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资进度放缓，可租售及结转的地产面积减少，2017 年园区收入较上年大幅下降。

表 11 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	
2015 年	出售	3,728	24,021	11,710	40,638
	出租	1,137	43	--	
2016 年	出售	8,056	4,266	34,770	48,513
	出租	1,256	165	--	
2017 年	出售	4,395	4,108	7,993	17,923
	出租	1,182	133.6	111	

资料来源：公司提供

注：上表只列示了相关业务数据，审计报告上的数据是全部经营收益。

（1）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，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。

公司已累计建成昆明经开区围网内标准厂房 AB 栋、围网内多层仓库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）、曲靖经济技术开发区新兴产业

示范园科技孵化基地项目等工业地产项目，主要分布在昆明经开区、曲靖经开区和昭通经开区。公司将建成的园区工业地产用于出租或者出售，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。截至 2018 年 3 月底，公司工业地产无在建项目；已建成的工业地产类项目中，剩余可售面积 11.73 万平方米，剩余可出租面积 3.96 万平方米，若能够实现去化，则仍可为公司带来一定园区收入。

2017 年，同图公司将其子公司大理创意园区开发有限公司（以下简称“大理创意园区公司”）对外转让，该公司投资建设的创智区（一期）项目（估算总投资 1.53 亿元）也随之转出。该股权转让系 2017 年 10 月同图公司与大理海东开发投资集团有限公司联合挂牌转让其共同持有大理创意园区公司的 93.34% 股权，其中同图公司转让权其持有大理园区创意公司 80% 股权，受让方为深圳市信证基金管理有限公司与昆明恒腾房地产开发有限公司（以下简称“恒腾地产”）组成的联合体，本次股权转让标的价款为 8.04 亿元，受让方分期支付；此外，受让方与大理创意园区公司连带共同偿还大理创意园区公司向云南工投的累计借款本金约 3.4 亿元及利息，大理创意园区公司所涉其他债权债务由股东变更后的公司继承。

（2）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开发业务，具体由相应的园区子公司负责经营。2015~2017 年，受项目结转进度影响，普通地产开发业务收入波动下降。由于公司近年来逐步减少对房地产业务的投入，公司新开工面积呈波动下降趋势。公司房地产主要经营情况见下表。

表 12 近年来公司地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积	9.59	13.9	--
竣工面积	21.60	11.9	9.95
销售面积	5.27	10.11	2.11
确认收入	3.49	4.23	0.76

资料来源：公司提供

注：销售面积为结转收入的面积。

截至 2017 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。2015~2017 年，累计实现竣工面积 43.45 万平方米，累计结转销售面积 17.49 万平方米，预收款项中包含 4.43 亿元尚未结转的售房款（对应建筑面积约 6.5 万平方米），结转销售面积远低于竣工面积，地产项目主要位于三四线城市，去化进度较慢，存在较大去化压力。

表 13 截至 2017 年末主要在建商业地产项目（单位：亿元）

项目	性质	投资总额	已完成投资	预计建成时间	未来投资		
					2018 年	2019 年	2020 年
舒铂广场	商业地产（写字楼）	14.5	6.6	2020	1.0	2.0	2.0
紫香园	园区配套商业	6.4	2.5	2019	3.0	0.9	--
昭阳国际·北辰	园区配套住宅	7.4	4.2	2019	0.2	--	--
合计	--	28.3	13.3	--	4.2	2.9	2.0

资料来源：公司提供

注：公司之前的在建商业地产项目中的腾冲故事项目，已于 2017 年转出。

截至 2017 年末，公司在建住宅及商业地产类项目为昭阳国际·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·紫香园等，项目总投资为 28.3 亿元，截至 2017 年末已完成投资 13.3 亿元，尚需投资 15.0 亿元，2018~2020 年度公司投资计划分别为 4.2 亿元、2.9 亿元和 2.0 亿元，后续投资支出压力不大。公司调整园区板块的经营模式，下一步主要通过引入战略投资者、合作开发或直接将项目对外转让，因此后续投资支出规模较小，但 2017 年公司未有新开工房地产项目，业务可持续性或将减弱。

总体看，公司园区地产项目资金回流主要通过房屋销售，去化情况受宏观经济及房地产行业政策影响很大，面临较大去化压力；公司转变经营策略，园区产业板块的投资进度放缓使得可结转项目减少，致使该板块总体收入波动下降，园区开发业务可持续性存在不确定性。

5. 现代服务业板块

公司现代服务业板块的运营主体主要包括：云南惠众股权投资基金管理有限公司（以下简称“惠众”）、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。

2015~2017 年，公司现代服务业板块分别实现营业收入 5.97 亿元、5.11 亿元和 5.12 亿元，相对稳定，毛利率在 80%左右，盈利较高。

（1）云南惠众股权投资基金管理有限公司

惠众成立于 2011 年 7 月，是公司的全资子公司，注册资本为人民币 3,000 万元。惠众是公司控股的一家专门从事企业股权投资管理及咨询服务的股权投资类管理服务公司，主要立足云南为公司的发展战略、为云南省具有地缘资源优势及具备成长性条件的企业服务，运作模式为有限合伙制形式，设立母基金，惠众作为 GP，除获取投资收益外，另外收取相应的管理费，以云南省支持鼓励发展的企业为项目支撑募集设立股权投资基金，投资处于成熟期的企业股权，向企业提供股权融资、债权融资、并购重组安排及企业管理咨询等服务。

（2）云南产权交易所有限公司

产交所于 2005 年经云南省人民政府（云政复〔2005〕43 号文）批准设立的国有产权交易机构，是集股权、物权、债权、知识产权、林权、涉诉资产等各类交易服务为一体的专业化市场平台。目前，产交所交易品种主要有四类：股权交易、增资扩股、资产交易和林权交易，并取得了五项资质：一是经省国资委指定从事云南省企事业单位国有产权交易；二是经省财政厅指定从事云南省地方金融企业国有资产交易；三是经省林业厅指定从事云南省国有林权及集体林权交易；四是经省国资委指定从事云南省国有及国有控股企业资产处置；五是经国务院国资委批准从事中央企业资产转让交易。林权方面，2017 年共完成林权交易项目 21 宗，涉及林地面积 5.83 万亩，交易金额 2,266.15 万元。

金融资产交易中心的组建因国务院 38 号文清理整顿交易场所而暂停，但产交所在 2010 年 4 月已取得省财政厅金融地方企业国有资产转让交易业务资格，不影响业务，年底还将挂牌省地矿局持有的富滇银行的金融资产转让业务。2012 年 9 月，根据省国资委《进一步贯彻落实省政府办公厅进一步支持省属国有企业跨越发展实施意见的通知》文件精神，产交所内设云南金融资产交易中心已列入重点落实项目，已向集团公司提交了《云南金融资产交易中心实施方案》。

（3）云南省投融资担保有限公司

担保公司成立于 2000 年 9 月。2017 年度，担保公司新增业务项目 491 个，金额 44,337.15 万元；

解除责任项目 397 个，金额 4.12 亿元；在保项目 114 个，在保金额 1.39 亿元；公司在保的融资担保项目合作客户主要为中小型医药零售与批发的民营企业。

总体看，公司现代服务业板块收入相对稳定，毛利率较高。

6. 资金转贷

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安排还款计划，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 2017 年末，该部分转贷资金余额为 13.10 亿元，较年初大幅减少约 24 亿元。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，该部分负债仍由公司作为举债主体，可能存在财政偿还不及时风险。截至 2018 年 3 月底，公司承接的政府信用贷款已通过债务置换方式全部结清，未来公司或将不再承担政府信用贷款转贷任务。

7. 重大事项

（1）混合所有制改革

根据公司于 2018 年 3 月 9 日发布的公告，云南省国资委拟在云南工投公司层面引入战略投资者，以推进公司的混合所有制改革相关工作。截至本报告出具日，公司正在进行审计、评估工作，但公司的混合所有制改革仍存在不确定性。若公司完成混合所有制改革，将有望引入更具有竞争实力的股东，进一步增强公司经营活力和效率，增强公司市场竞争力，提升股东投资回报。

（2）南天信息挂牌转让医药工业公司股权

2018 年 5 月 16 日，公司下属上市公司南天信息发布公告称，为剥离非主业资产，南天信息拟在云南产权交易所公开挂牌出售其持有的医药工业公司 41.36% 股权，经云南省国资委备案同意，以评估值 3.37 亿元作为挂牌底价。目前，云南工投对医药工业公司直接持股比例为 58.64%，通过南天信息对医药工业公司持股比例为 41.36%。根据南天信息于 2018 年 7 月 4 日公告，该次挂牌转让事项的唯一摘牌方为云南工投，确认转让金额为 3.37 亿元，未来云南工投将直接持有医药工业公司 100% 股权。

8. 经营关注

（1）园区产业板块收入下滑和面临去化压力的风险

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，投资进度放缓，可结转面积减少，致使近三年该业务板块收入规模波动下滑；此外，公司有较大规模的库存园区地产项目和土地，且房地产项目主要位于三四线城市，可能面临一定去化压力。

（2）电子信息业务竞争激烈，面临收入下滑的风险

目前电子信息产业整体市场竞争较为激烈，公司部分电子信息产品产能利用率仍较低，盈利水平一般。此外，公司围绕“大数据”、“云平台”，通过市场并购植入新业务等措施转型升级，若未来公司产品利润空间被进一步挤压、转型升级效果不佳等，公司电子信息板块将面临收入规模及盈利能力下降风险。

（3）受“两票制”全面实施影响，公司医药商业收入下滑

2017年，受国家全面实施“两票制”政策影响，公司医药调拨业务规模减少，医药商业板块收入较上年下降7.34%。虽然“两票制”政策影响在长期将达到平衡，但预计未来几年内对于中小医药流通企业的影响仍将持续，对于资金实力、销售渠道及终端的拓展、建设和维护提出挑战。此外，公司经营的医药产品同质化严重，未来仍可能面临一定市场竞争风险和经营波动风险。

（4）公司资产及利润水平受参股单位的经营及财务状况影响较大，沃森生物2017年由于业绩对赌失败，发生较大亏损

公司拥有较高规模的股权投资资产，使得公司资产及利润水平受参股单位的经营及财务状况影响较大。2017年，公司参股企业沃森生物由于业绩对赌失败，净利润发生较大亏损，使得公司按照权益法核算的长期股权投资也产生较大投资亏损；预估沃森生物2017、2018年预计赔付金额共计4.31亿元，后续沃森生物的经营及财务状况值得关注。

9. 未来发展

公司最新制定了“1335发展战略”，其核心是明确一个定位，发挥三个作用，抓实三项业务，培育五大产业板块。即：立足于云南省国有资源优化配置、国有资本战略布局和产业转型升级要求，充分发挥云南工投在全省经济发展中的投资向导作用、结构调整支持作用和资本经营保值增值作用，通过创新强化“股权投资+金融投资+资产管理”业务模式，拓展增量业务和改善存量资产运营绩效；通过市场机制的发挥，推动国有资本在资本市场上的流动，提高资源配置效率，着力培育生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业，逐步实现资产资本化和资本证券化；通过对集团“融投管退”各环节能力的培育，有效提升集团的项目选择能力、投资管理能力、风险控制能力、增值获利能力，推动公司发展成为云南省最具专业水平的国有资本投资公司。

公司着力发展核心业务和培育重点产业，逐步整理退出和剥离产能过剩、利润空间微薄的产业，整合资源配置，优化资本结构。一方面将收缩原资源板块的投入，妥善处置部分矿权，另一方面将继续加大对四大核心板块的投资力度，充分发挥资本市场对产业发展的促进作用。

总体看，公司发展规划路径明确且与公司现有功能定位及业务相适应。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见，公司2018年1~3月财务数据未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则-基本准则》及其他相关准则、规定编制。

从合并范围来看，2015~2017年，公司财务报表合并范围有所变化，但合并范围内增减的各级次子公司规模较小且公司主营业务未发生变化，公司合并财务数据的可比性较强。截至2017年末，公司纳入合并范围的二级子公司22家。

2017年，公司按照财政部最新修订发布的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第16号——政府补助》（2017）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号）等进行相应的会计政策变更，上述会计变更主要影响公司财务报表相关项目的分类列报，或对上年度数据进行追溯调整，对净资产、营业收入和净利润的金额影响不大。此外，公司聘请评估机构以2017年9月30日为基准日对公司持有的活跃市场

没有报价，公允价值不能可靠计量且对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响的权益投资进行了评估，由于原来的成本法计量已无法反映该部分权益投资的真实价值，公司本期将该部分投资调整为按公允价值重新计量，此项会计政策变更采用未来适用法进行调整，使得公司2017年财务报表可供出售金融资产增加5.35亿元，递延所得税负债和其他综合收益增加4.55亿元。2017年，公司未进行会计估计变更及前期会计差错更正。整体看，会计变更对于公司财务数据可比性的影响不大。

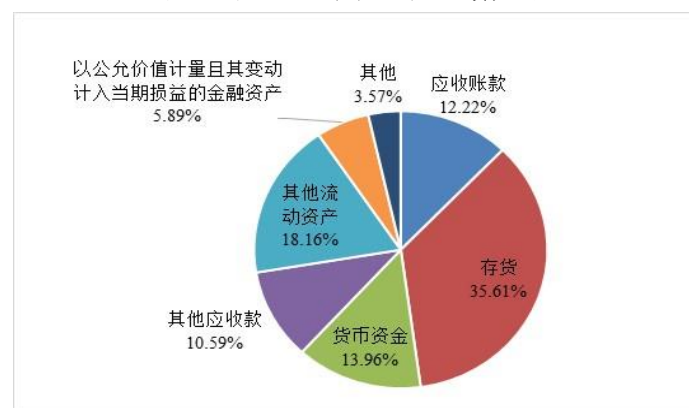
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额波动增长，年均复合增长0.67%。截至2017年末，公司合并资产总额355.64亿元，较年初增长7.18%，主要系流动资产增长所致；资产总额中，流动资产占45.00%，非流动资产占55.00%。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长7.74%，主要系应收账款及其他流动资产增长所致。截至2017年末，公司流动资产合计160.02亿元，较年初增长11.04%，主要系其他应收款增加所致；流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图1 截至2017年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

随着公司经营发展及股权投资的逐步推进，对货币资金的需求持续增加，2015~2017年，公司货币资金波动减少，年均复合下降6.50%。截至2017年末，公司货币资金22.34亿元，较年初增长4.32%，主要系融资规模扩大以及控股子公司收到少数股东增资所致；其中受限货币资金占比为10.99%，主要是各类保证金。

2015~2017年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长34.20%，截至2017年末为9.42亿元，较年初增长137.28%，主要系所投资而未出售的权益工具金额增加所致；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是自二级市场上取得的昆药集团（600422.SH）、合诚股份（603909.SH）等权益工具以及货币型基金等，近年来公允价值变动损益均为负，受股市波动较大等因素影响，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产存在一定的贬值风险。

2015~2017年，公司应收账款逐年快速增长，年均复合增长21.35%。截至2017年末，公司应收账款较年初增长12.24%至19.55亿元，主要系受医药板块业务规模及结算账期影响所致；从欠款单位分布情况看，前五名合计占账面余额的13.02%，集中度不高；截至2017年末，应收账款账面余

额中的 91.43%采用账龄组合法计提坏账准备，账龄组合中，账龄在 1 年以内的款项占 80.85%，1~2 年的占 4.25%，2~3 年的占 7.19%，3 年及以上的占 7.71%，部分款项账龄较长；应收账款坏账准备余额 2.38 亿元，计提比例为 10.85%，由于部分欠款单位清算重组，或部分款项账龄较长预计无法收回，坏账准备计提比例较高，应收账款面临一定回收风险。

表 14 截至 2017 年末公司应收账款前 5 名单位情况（单位：万元、%）

欠款单位名称	与公司关系	账面余额	坏账准备	年限	占应收账款总额的比重
云南大为制焦有限公司	非关联方	8,359.39	2,303.88	1 年以内、1~2 年	3.81
昆药集团医药商业有限公司	非关联方	6,948.86	33.97	0~3 个月	3.17
云南七福药业有限公司	非关联方	4,992.37	10.20	0~3 个月	2.28
云南国药控股东昌医药有限公司	非关联方	4,409.02	0.02	0~3 个月	2.01
广东通用医药有限公司	非关联方	3,847.74	--	1 年以内	1.75
合计	--	28,557.38	2,348.07	--	13.02

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 52.34%。截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 16.94 亿元，较年初增长 116.94%，主要系同图公司转让大理创意园区公司的应收股权转让款增加，及同图公司合并范围减少大理创意园区公司导致资金垫款及拆借未抵消所致；前 5 名欠款单位合计占其他应收款账面余额的 61.61%，见下表，欠款单位集中度较高；其中，应收昆明恒腾地产的款项系转让大理创意园区公司股权产生的应收股权转让款，恒腾地产的股东为深圳市信证基金管理有限公司（系自然人控股）和恒大地产集团昆明有限公司；对大理创意园区开发有限公司的其他应收款系代垫投资款，由于其不再纳入合并范围使得资金垫款未抵消；应收云南资本的款项系关联方资金拆借款；公司其他应收款坏账准备余额为 1.71 亿元，计提比例 9.19%，计提比例较高。

表 15 截至 2017 年末公司其他应收账款前 5 名明细（单位：亿元、%）

单位	金额	坏账准备	账龄	占其他应收款总额比例
昆明恒腾房地产开发有限公司	4.83	0.24	1 年以内	25.87
大理创意园区开发有限公司	3.40	--	0~3 年	18.23
云南同创投资有限公司	1.30	--	5 年以内	6.99
云南物流产业集团有限公司	1.00	--	1 年以内	5.36
云南省国有资本运营有限公司	1.00	--	1~2 年	5.36
合计	11.53	0.24	--	61.81

资料来源：公司审计报告

注：对昆明恒腾房地产开发有限公司的其他应收款系按照账龄组合法计提坏账准备，前 5 名中的其他应收对象系关联方组合或其他组合，未计提坏账准备。

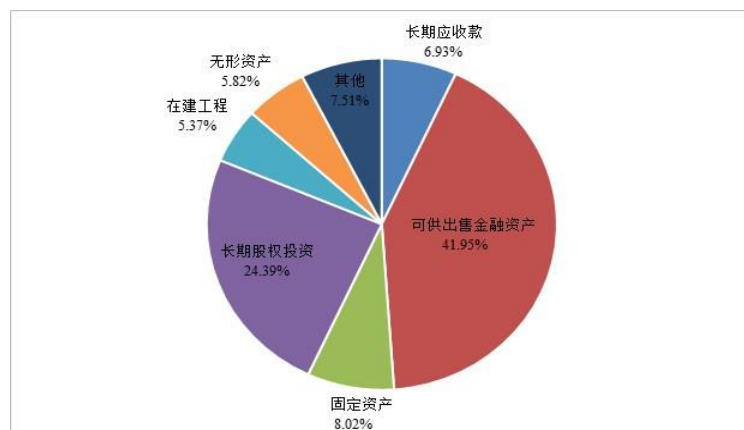
2015~2017 年，公司存货波动下降，年均复合减少 3.01%。截至 2016 年末，公司存货账面价值 61.62 亿元，较年初增长 1.73%，主要系公司在建项目建设支出增加所致；截至 2017 年末，公司存货账面价值为 56.98 亿元，较年初下降 7.53%，主要系转让大理创意园区公司导致开发成本减少；公司存货以开发成本（占 39.37%）、开发产品（占 36.25%）、自制半成品及在产品（占 14.52%）和库存商品（产成品）（占 7.19%）为主，开发产品和开发成本主要由园区产业土地收储、商业项目及标准厂房等项目构成；存货跌价准备期末余额为 0.17 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年大幅增长，年均复合增长 29.97%，截至 2017 年末，其他流动资产为 29.06 亿元，较年初增长 13.59%，主要系公司理财产品投资增加所致，其他流动资产主要由理财产品（占 94.40%）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动减少，年均复合下降 4.19%，主要系受长期应收款减少所致。截至 2017 年末，公司非流动资产合计 195.61 亿元，较年初增长 4.21%，主要系长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。

图 2 截至 2017 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 3.24%。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产 84.26 亿元，较年初增长 9.43%，主要系公司所持云南西仪工业股份公司、云南盐化股份有限公司及红塔证券等上市公司股权公允价值变动所致。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值 82.07 亿元，较年初下降 2.60%，主要包括红塔证券股份有限公司、江苏亨通光电股份有限公司、昆药集团股份有限公司、沈阳集团昆明机床股份有限公司（该公司已进入退市整理期）、易见供应链管理股份有限公司等（拟）上市公司的权益投资，以及部分非上市公司权益工具（如云南省煤化工集团有限公司、诚泰财产保险股份有限公司等），均采用公允价值模式计量，整体规模较大，有一定变现价值，但可能面临公允价值波动风险，且部分股权投资的质量一般。

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 76.70%。截至 2017 年末，公司长期股权投资 47.71 亿元，较年初增加 30.88 亿元，主要系对合营及联营企业追加投资以及长期股权投资重分类所致，被追加投资的主要是沃森生物¹、昆明联成科技股份有限公司等；公司长期股权投资主要由云南云天石化有限公司、沃森生物等数十家公司组成。作为工业资产投资运营主体，公司拥有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资，该类资产有一定变现价值。

表 16 截至 2017 年末公司长期股权投资余额前 5 名被投资单位情况（单位：亿元、%）

被投资单位	期末余额	占长期股权投资 余额合计数比例	2017 年权益法下 确认投资损益	投资成本
云南沃森生物技术股份有限公司	23.50	49.26	-0.66	24.16

¹ 云南工投于 2016 年协议收购沃森生物股权，在可供出售金融资产中核算，2017 年在二级市场上继续增持其股票，名派驻 2 名董事，可对其生产经营决策产生重大影响，故对其股权投资转入长期股权投资核算。

云南泮月投资合伙企业	5.83	12.22	0.25	5.20
云南云天化石化有限公司	3.20	6.70	0.06	3.00
云南君南股权投资基金合伙企业	2.97	6.23	0.01	2.96
云南首鑫小微金融再贷款服务股份有限公司	2.51	5.27	0.17	2.45
合计	38.01	79.68	-0.17	37.77

资料来源：公司审计报告

作为云南省政府国开行转贷主体的三大平台之一，公司由于转贷业务形成较大规模的长期应收款，但逐年快速减少，2015~2017年，公司长期应收款分别为73.81亿元、38.34亿元和13.56亿元，主要系代付政府信用贷款偿还所致；公司长期应收款主要为代付政府信用贷款²（占95.16%），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。

2015~2017年，公司固定资产波动下降，年均复合减少2.89%。截至2017年末，公司固定资产账面价值为15.69亿元，较年初增长3.42%，主要系外购和在建工程转固所致；公司固定资产主要是房屋建筑物（占74.69%）和机器设备（占21.22%）；固定资产成新率为63.87%，成新度一般。

2015~2017年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长3.57%。截至2017年末，公司在建工程为10.51亿元，较年初增长0.73%，主要为10万吨炭质还原剂等工程投资，10万吨炭质还原剂工程为煤炭深加工项目，由于国家对煤炭行业整顿，该项目后续不再进行投资；但公司未对在建工程计提减值准备，考虑到该项目后续不再投资建设和投产运营，可能存在一定贬值风险。

2015~2017年，公司无形资产年均复合增长6.11%，整体规模变化不大。截至2017年末，公司无形资产11.39亿元，较年初增长12.80%，主要系获得的专有技术增加所致；无形资产主要由土地使用权（占59.49%）和专有技术（占12.04%）构成；累计摊销3.23亿元，减值准备余额1.38亿元。

受限资产方面，截至2017年末，公司受限资产为11.63亿元，包括用于保证金的货币资金2.46亿元，用于借款抵质押的固定资产0.20亿元、无形资产1.06亿元、存货1.02亿元和长期股权投资6.90亿元，受限资产账面价值占公司期末总资产的3.27%，占净资产的8.82%。整体看，公司资产受限比例较低。此外，2016年9月，公司以子公司医药工业公司58.527%股权作为担保，向建设银行昆明城南支行借款2.80亿元，借款期限为2016年9月~2021年9月，用途为增资扩股资金投入云南植物药业有限公司（截至2017年末公司对其表决权比例为85.23%，其中直接持股44.07%，间接持股41.16%），截至2017年末，上述借款余额0.76亿元在“长期借款”列报。

截至2018年3月末，公司资产总计为359.18亿元，较年初略增长1.00%，其中流动资产占比为51.79%，较年初提高6.79个百分点，主要系其他流动资产增长所致；其他流动资产为42.75亿元，较年初大幅增长47.07%，主要系购买理财产品所致。长期应收款和长期应付款中对应的政府转贷款已无余额。

总体看，公司流动资产中园区、房产开发成本占比较大，流动性一般；部分应收款项账龄偏长，欠款单位处于清算重整、财务困难状态，面临一定回收风险；可供出售金融资产及长期股权投资规模较大，有一定变现价值，但仍面临价值波动风险，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

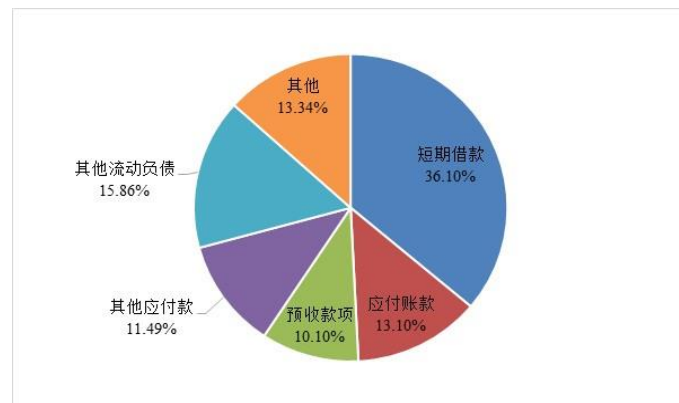
2015~2017年，公司负债规模波动增长，年均复合增长0.29%。截至2017年末，公司负债合计223.85

² 即经营部分的资金转贷业务。

亿元，较年初增长6.43%，主要系流动负债增长所致；公司负债中，流动负债与非流动负债分别占42.26%和57.74%。

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长11.90%。截至2017年末，公司流动负债为94.60亿元，较年初增长27.33%，主要系短期借款、其他流动负债增长所致，其构成以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和其他流动负债为主。

图3 截至2017年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长17.74%。截至2017年末，公司短期借款为34.15亿元，较年初增长23.17%，主要系公司及子公司投资规模扩大，对外融资需求增加所致；公司短期借款主要为信用借款（占73.21%）、保证借款（占25.92%）和抵押借款（占0.88%）。

2015~2017年，随着购货款及工程款的计提和结清，公司应付账款波动增长，年均复合增长1.22%。截至2017年末，公司应付账款12.40亿元，较年初下降12.98%，主要系应付购货款、劳务款及工程款减少所致；账龄1年以内的占68.31%，超过1年的主要是尚未结算支付的工程款。

2015~2017年，公司预收款项波动增长，年均复合增长4.02%。截至2017年末，公司预收款项9.56亿元，较年初增长49.80%，主要系紫香园项目收到预收房款所致；公司预收款项主要为预收货款以及购房款，账龄1年以内的占64.75%，超过1年的主要是无线电公司的预收货款，由于客户尚未验收而挂账所致。

2015~2017年，公司其他应付款逐年下降，年均复合减少9.55%。其他应付款合计10.87亿元，较年初下降12.13%，主要系地铁5号线拆迁补偿款减少（转出至资产处置收益）所致；其他应付款主要为代收代付及其他往来款（占61.45%）、职工安置费（占17.66%）、保证金准备金及押金等（占11.78%）。

公司其他流动负债为所发行的短期融资券（已纳入短期债务核算），截至2017年末为15.00亿元，由“17云工投CP001”、“17云工投CP002”和“17云工投SCP001”（各5亿元）构成。

2015~2017年，公司非流动负债逐年下降，年均复合减少6.24%，主要系长期应付款减少所致。截至2017年末，公司非流动负债为129.25亿元，较年初下降4.98%，主要系长期应付款下降所致，其构成主要为长期借款（占21.41%）、应付债券（占64.20%）和长期应付款（占10.32%）。

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长49.12%。截至2017年末，公司长期借款为27.67亿元，较年初增长20.50%；公司长期借款由保证借款、信用借款和抵押借款构成，占比分别为70.10%、20.83%和9.07%；从到期期限分布看，除2018年到期6.37亿元（公司部分借款将于2018年到期，公司仍将其计入“长期借款”，未重分类至一年内到期的非流动负债，本报告将其调整计入短

期债务），2021年到期7.85亿元，2024年到期1.86亿元，2027年到期10.00亿元以外，其他长期借款的到期期限较为分散。

2015~2017年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长27.02%。截至2017年末，公司应付债券为82.98亿元，较年初增长18.47%，主要系公司发行10.00亿元“17云工投MTN001”、10亿元“17云工投MTN002”和6.00亿元“17云工01”所致（公司于2012年发行的7亿元中期票据、2014年发行的2期合计6亿元PPN均已于2017年兑付）；若不考虑债券的特殊条款（回售选择权、可续期等），截至2017年末，公司存续债券中，2018年到期的金额为10.00亿元（本金金额，下同），2019年到期19.50亿元，2020年到期10.00亿元，2021年到期19.00亿元，2022年到期20.00亿元，2024年到期5.00亿元；2018年到期的为“15云工01”、“15云工02”，仍于公司财务报表“应付债券”项目列示，本报告将其调整至短期债务；公司债券将于到期规模较大，有集中偿付压力。

2015~2017年，公司长期应付款逐年快速下降，年均复合减少57.83%，主要系公司代付政府信用贷款减少所致。截至2017年末，公司长期应付款为13.34亿元，较年初下降64.65%，主要系代付政府信用贷款减少所致；其中代付政府信用贷款占比为98.21%。

债务方面，近三年，公司全部债务持续增长，年均复合增长29.93%。截至2017年末，公司全部债务合计164.67亿元，较年初增长28.45%，其中短期债务占42.74%，长期债务占57.26%，公司债务仍以长期债务为主；短期债务70.37亿元，较年初增长46.09%，短期债务规模较大，存在集中偿付压力。随着少数股东权益和未分配利润增加，公司资产负债率逐年略有下降，由2015年末的63.42%下降至2017年末的62.94%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年提高，截至2017年末分别为55.55%和41.71%，债务负担有所加重。此外，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2017年末资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.72%、58.88%和46.08%，债务负担较调整前略有提升。

截至2018年3月末，公司负债规模为219.18亿元，较年初下降2.09%，其中，流动负债占44.84%，负债结构较年初变化不大。截至2018年3月末，公司全部债务规模为171.37亿元，较年初增长4.07%。其中，短期债务为66.44亿元（将2018年到期的应付债券调整至短期债务核算），长期债务为104.94亿元；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61.02%、55.04%和42.84%，较年初变化不大。此外，若将公司9.88亿元永续债调整认定为长期债务进行测算，公司2018年3月末资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.77%、58.21%和46.88%，债务负担较调整前有所提升。

总体看，近年来公司债务规模有所增加，2018~2019年有一定集中偿付压力。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长1.32%。截至2017年末，公司所有者权益合计131.79亿元，较年初增长8.46%，主要系子公司获得少数股东增资，使得少数股东权益增长所致，主要是瑞宝生物向股东发行股份，用于收购股权及资产，云南工投资本管理合伙企业（有限合伙）下属企业收到少数股东出资等。其中归属于母公司所有者权益中金额97.98亿元，占权益总额的74.35%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占65.32%，资本公积占5.54%，其他权益工具（永续债）占10.08%，其他综合收益占4.17%，盈余公积占1.38%，未分配利润占11.52%，实收资本占比较高，权益结构的稳定性尚可。

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。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益 140.00 亿元，较年初增长 6.23%。其中，归属于母公司的所有者权益 97.33 亿元（占 69.53%），少数股东权益 42.66 亿元（占 30.47%）。少数股东权益占比较年初提高 4.83 个百分点，归属于母公司的所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，近三年所有者权益规模有所增长，但主要系未分配利润及少数股东权益增长所带动；归属于母公司所有者权益中实收资本占比高，公司权益结构的稳定性尚可。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动减少，年均复合下降 0.12%，2017 年收入为 63.24 亿元，较上年减少 2.74%，主要系园区收入减少所致。2015~2017 年，营业成本波动增长，年均复合增长 2.79%，受园区及现代服务业项目差异影响，成本变动幅度与收入变动幅度有所差异。公司 2015~2017 年营业利润率逐年下降，2017 年为 24.58%，较上年下降 0.97 个百分点。公司净利润逐年减少，年均复合下降 94.33%，2017 年为 0.01 亿元，较上年大幅减少 2.37 亿元，主要系期间费用和资产减值损失增加，以及所得税费用（2017 年为 1.58 亿元）较上年的 0.05 亿元大幅提高所致（主要是 2017 年对外转让股权上缴税款所致）；其中，归属于母公司的净利润为 1.06 亿元，较上年下降 44.42%；其中，少数股东损益 -1.05 亿元，主要受园区板块结转收入金额大幅下降等因素影响，系非全资子公司医药工业公司、昆明经开区公司等亏损所致。

从期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用逐年提高，年均复合增长 14.52%，2017 年为 19.17 亿元，较上年增长 26.41%，主要系管理费用和财务费用增长所致；2017 年的期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用分别占 17.84%、44.22% 和 37.95%。公司销售费用逐年增长，年均复合增长 1.53%；管理费用持续增长，年均复合增长 6.85%，主要系职工薪酬、研究与开发费大幅增长所致；随着债务规模扩大和 2017 年以来融资成本的上升，公司财务费用呈快速增长态势，年均复合增长 36.99%。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 23.06%、23.32% 和 30.31%，期间费用对利润有一定侵蚀，费用控制能力有待提升。

2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 1.25 亿元、1.07 亿元和 2.07 亿元，对利润形成较大侵蚀；2017 年主要包括坏账损失 1.15 亿元（较上年增加 0.22 亿元）和无形资产减值损失 0.91 亿元（较上年增加 0.91 亿元）；坏账损失主要来自对应收账款和其他应收款计提，无形资产减值损失系子公司对未开发的矿区特许权使用费计提。

2015~2017 年，公司公允价值变动损益为 1.67 亿元、-1.03 亿元和 -0.79 亿元，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，近两年公司所持交易性金融资产处于价值浮亏状态，主要系资本市场波动较大、股市价格波动所致。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 0.91 亿元、1.59 亿元和 5.98 亿元；2016 年增加主要系公司权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产等取得的投资收益提高所致；2017 年较上年增加 4.39 亿元，主要系处置大理创意园区等公司的股权带来 4.07 亿元投资收益所致，投资收益成为公司当期利润的重要来源，但系来自一次性股权处置带来的非经常性损益。

2015~2017 年，公司计入当期损益的政府补助金额分别为 1.72 亿元、1.75 亿元（计入营业外收入）和 0.71 亿元（计入其他收益），补贴收入波动较大；占利润总额的比重分别为 30.74%、71.61% 和 44.98%，政府补助仍对公司利润总额贡献程度较高。2017 年公司资产处置收益为 1.51 亿元，较上年的 -0.01 亿元大幅增加，主要系将前期计入往来款的土地补偿款结转至损益所致。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率分别为 3.96%、2.83%和 2.73%，总资产报酬率分别为 2.84%、1.99%和 2.63%，净资产收益率分别为 3.35%、1.91%和 0.01%，盈利能力有所弱化，且处于较低水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.00 亿元，较上年同期的 10.90 亿元略有提高；净利润-1.70 亿元，较上年同期的 0.94 亿元大幅减少且转为亏损状态，主要系毛利同比下滑、管理费用和财务费用提高所致。

总体看，公司营业收入有所波动，利润来源对投资收益和政府补助仍具有较大依赖，且公允价值变动损失、资产减值损失和期间费用持续侵蚀公司利润，公司盈利能力有所减弱。

5. 现金流

从经营活动产生的现金流量看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 74.29 亿元、63.98 亿元和 67.10 亿元，年均复合下降 4.96%，其中销售商品、提供劳务收到的现金占比在 85%以上；公司经营活动现金流出额分别为 73.36 亿元、64.54 亿元和 61.68 亿元，年均复合下降 8.30%，主要系支付的保证金、定金、往来款等减少所致。公司经营活动现金流量净额分别为 0.93 亿元、-0.56 亿元和 5.42 亿元，随着园区业务波动和生物医药等结算支付进度而有所波动，2017 年转为净流入状态，主要系预收紫香园销售房款增加以及支付保证金、往来款等减少所致。近三年，公司现金收入比分别为 100.83%、92.11%和 98.19%，收入实现质量尚可。

从投资活动产生的现金流量看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 32.73 亿元、31.47 亿元和 42.99 亿元，年均复合增长 14.62%，2017 年较上年大幅增长，主要系赎回理财产品、处置股权投资等收到的现金增加所致；公司投资活动现金流出额分别为 59.67 亿元、59.89 亿元和 83.87 亿元，年均复合增长 18.55%，主要是投资支付的现金（股权投资、金融理财产品等支付的资金）。公司投资活动现金流量净额分别为-26.95 亿元、-28.42 亿元和-40.88 亿元，公司股权及金融资产投资力度扩大，投资活动均为现金净流出的状态，且逐年扩大，公司投资活动存在较大的资金缺口。

近年来，公司筹资活动现金流入和流出均逐年增长，2015~2017年，公司筹资活动现金流入分别为74.98亿元、100.25亿元和122.27亿元，年均复合增长27.70%，主要系融资规模扩大所致；筹资活动现金流出分别为54.76亿元、76.07亿元和84.86亿元，年均复合增长24.49%，主要系还本付息金额增加所致；筹资活动现金流量净额为20.22亿元、24.18亿元和37.41亿元，2017年较上年增长54.70%，主要系公司加大融资力度、以及控股子公司企业收到少数股东增资所致，经营及投资活动对外部融资的依赖程度仍较大；随着公司投资力度加大以及债务陆续到期，融资需求或将进一步加大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-3.94 亿元，较上年同期的-3.68 亿元略有减少；投资活动现金净流出 8.64 亿元，与上年同期的 6.18 亿元相比，净流出规模进一步扩大；筹资活动现金流量净额为 14.63 亿元，较上年同期的 5.47 亿元大幅提高。

总体看，2017 年公司经营活动现金流状况较上年有所改善，收入实现质量有所提高；但近年来随着股权及金融资产投资力度的加大，投资活动现金净流出规模快速扩大，公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率及速动比率有所波动，整体变化不大，截至 2017 年末分别为 1.69 倍和 1.09 倍；现金短期债务比逐年下降，截至 2017 年末为 0.48 倍，较年初的 0.54 倍有所下降，现金类资产对于短期债务的覆盖程度一般。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司近三年 EBITDA 有所波动，分别为 11.51 亿元、8.82 亿元和 11.22 亿元；2017 年的 EBITDA 构成中，计入财务费用的利息支出占 66.43%，利润总额占 14.16%、折旧占 15.54%，摊销占 3.86%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比有所下降，2017 年分别为 1.44 倍和 0.07 倍（上年分别为 1.51 倍和 0.07 倍），EBITDA 对债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力一般，且有所弱化。

截至 2017 年末，公司（及子公司）合计获得银行授信额度 111.83 亿元，其中 51.25 亿元尚未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年末，公司新增对外担保金额 1 亿元，系对第二大股东云南资本提供的担保。2017 年，云南资本参与设立“建设银行-泰康资管专项国有企业深化改革基金”³，其中云南资本计划出资 10 亿元，公司向其他投资方承诺当云南资本无力履行基金投资标的的股权回购义务时，公司将协助云南资本全额履行回购义务。截至 2017 年末，云南资本对投资标的有回购义务的金额为 1.00 亿元，故公司承担担保义务的金额为 1.00 亿元。若未来该基金规模扩大，公司实际承担的担保义务将随之增加，且考虑到云南资本的资产负债率高，债务负担重，公司对外担保可能面临代偿风险。

截至 2017 年末，公司及子公司涉及的诉讼事项主要有 6 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 0.74 亿元，作为被告、共同被告或担保方的涉案金额合计约 0.13 亿元。其中，金额较大的主要是子公司云南曲靖工投矿业投资发展有限公司与云南云维股份有限公司（以下简称“云维股份”）及下属四家企业（曲靖大为煤焦供应有限公司、云南大为制焦有限公司、曲靖大为焦化制供气有限公司、云南泸西大为制焦有限公司）签订了《煤炭贸易合作协议》，合作期至 2016 年 6 月 30 日，合作期满后对方未能按协议归还公司款项，对方公司正在进行重组，公司对云维股份及下属四家企业提取法律诉讼要求归还借款，涉及金额 5,105.96 万元。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。

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）显示，截至 2018 年 6 月 12 日，公司不存在不良类及关注类未结清贷款和负债。

总体看，公司债务负担持续上升，还本付息压力有所增大，长期偿债能力一般，且有所弱化。但考虑到公司在云南省工业投资运营领域的重要地位，且随着未来各业务板块的发展，公司整体偿债能力很强。

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 2017 年末，公司债务总额 164.67 亿元，本次公司债券发行额度为 28.00 亿元，本次公司债券发行对公司现有债务规模产生一定程度影响。

截至 2017 年末，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 62.94%、55.55%和 41.71%，以公司 2017 年末财务数据为基础，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 65.65%、59.38%和 48.13%。公司债务负担进一步加重，但仍属可控水平。考虑到部分债券系用于还本付息，对公司实际债务负担的影响低于上述预测值。

³ 该基金由以保险资金出资的泰康资管作为优先级，国有四大行之一的建设银行作为次优先级，云南资本下属企业云南省国有资本运营金泽股权投资基金管理有限公司作为劣后级，三者共同出资设立。该基金规模 50 亿元，设立后将募集到的全部资金以股权增资的方式投资于云天化集团有限责任公司。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 对本次发行额度（28.00 亿元）的覆盖倍数为 0.40 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度较低；经营活动现金流入量对本次发行额度（28.00 亿元）的覆盖倍数为 2.40 倍，经营性现金流入量对本次债券的保障程度较好；经营活动净现金流对本次发行额度（28.00 亿元）的覆盖倍数为 0.19 倍，覆盖程度较低。

3. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2017 年末，公司债务总额 164.67 亿元，本期公司债券发行额度为 18.00 亿元，对公司现有债务规模产生一定程度影响。截至 2017 年末，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 62.94%、55.55%和 41.71%，以公司 2017 年末财务数据为基础，预计本期公司债券发行后，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 64.73%、58.09%和 46.01%，债务负担较发行前有所加重。

4. 本期公司债券偿还能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 对本期发行规模（18.00 亿元）的覆盖倍数为 0.62 倍，EBITDA 对本次债券的保障程度尚可；经营活动现金流入量对本期发行规模（18.00 亿元）的覆盖倍数为 3.73 倍，经营性现金流入量对本期债券的保障程度尚可；经营活动净现金流为本期债券发行规模（18.00 亿元）的 0.30 倍，覆盖程度较弱。

总体看，基于对公司自身功能定位、外部支持、经营和财务状况综合考虑，公司对于本次及本期债券的偿债能力很强。

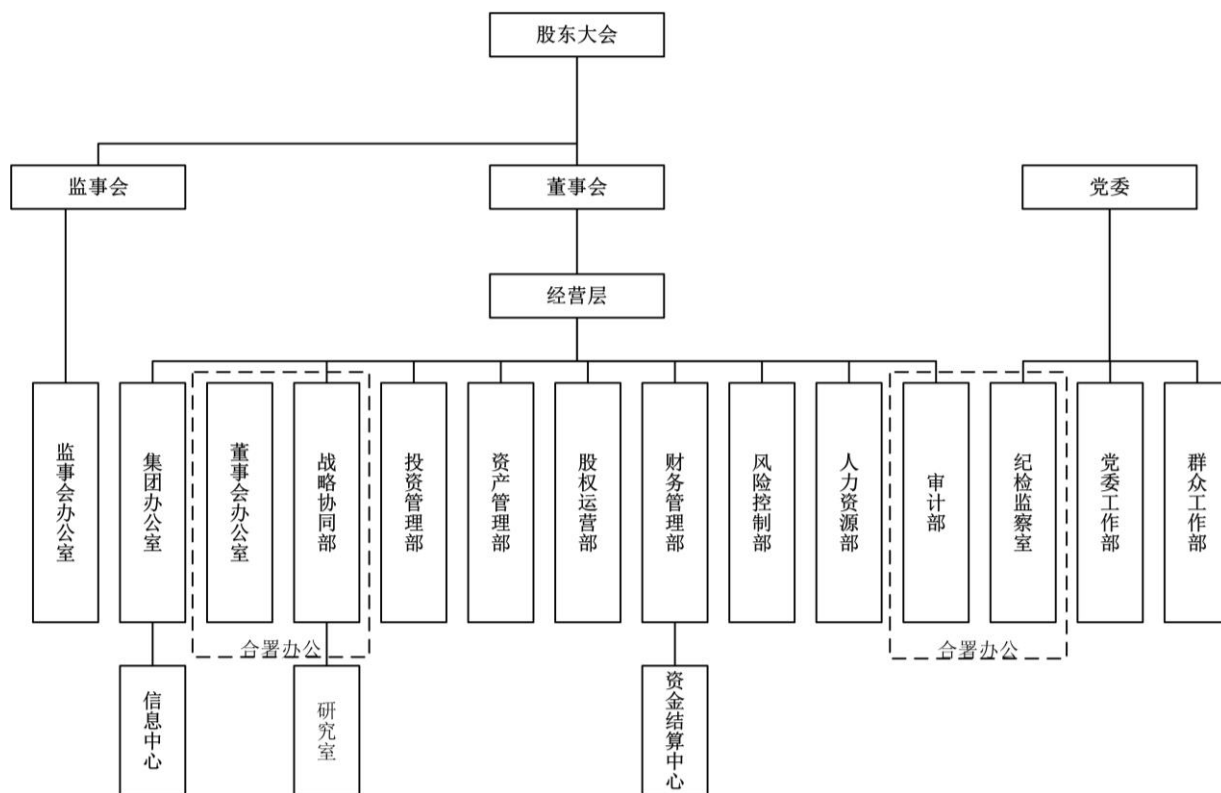
九、综合评价

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、业务多元化以及持有较大规模的金融资产和股权投资等优势；同时，联合评级也关注到公司园区产业板块近年来收入下滑明显、电子信息板块转型进程具有不确定性，混合所有制改革可能使股权结构及经营管理方面发生变化，混合所有制改革可能造成股权结构及经营管理的变化，由于股权投资规模较高、公司资产及利润水平受参股单位的经营及财务状况影响较大，债务规模有所提高、2018~2019 年存在偿付压力，利润对投资收益及政府补助依赖程度仍较高，部分应收款项存在一定回收风险、坏账损失侵蚀了公司利润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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	350.94	331.82	355.64	359.18
所有者权益（亿元）	128.37	121.50	131.79	140.00
短期债务（亿元）	33.67	48.17	70.37	66.44
长期债务（亿元）	63.87	80.02	94.30	104.94
全部债务（亿元）	97.54	128.20	164.67	171.37
营业收入（亿元）	63.40	65.02	63.24	12.00
净利润（亿元）	4.09	2.39	0.01	-1.70
EBITDA（亿元）	11.51	8.82	11.22	--
经营性净现金流（亿元）	0.93	-0.56	5.42	-3.94
应收账款周转次数（次）	4.80	3.84	3.06	--
存货周转次数（次）	0.76	0.78	0.79	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.19	0.18	--
现金收入比率（%）	100.83	92.11	98.19	118.81
总资本收益率（%）	3.96	2.83	2.73	--
总资产报酬率（%）	2.84	1.99	2.63	--
净资产收益率（%）	3.35	1.91	0.01	--
营业利润率（%）	27.43	25.55	24.58	19.10
费用收入比（%）	23.06	23.32	30.31	40.38
资产负债率（%）	63.42	63.38	62.94	61.02
全部债务资本化比率（%）	43.18	51.34	55.55	55.04
长期债务资本化比率（%）	33.23	39.71	41.71	42.84
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	1.51	1.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.07	--
流动比率（倍）	1.82	1.94	1.69	1.89
速动比率（倍）	1.02	1.11	1.09	1.70
现金短期债务比（倍）	0.93	0.54	0.48	0.56
经营现金流负债比率（%）	1.23	-0.76	5.73	-4.01
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.41	0.31	0.40	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.64	0.49	0.62	--

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、2018 年第一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、2017 年到期的长期借款已纳入公司 2016 年末的短期债务核算，其他流动负债及 2018 年到期的长期借款、应付债券已纳入公司 2017 年末的短期债务核算，2018 年到期的应付债券已调整计入截至 2018 年 3 月末的短期债务核算；5、以上财务数据未将永续债从所有者权益调整至负债。

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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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 2018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报公告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，可公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。

