

信用评级公告

联合〔2022〕5533号

联合资信评估股份有限公司通过对云南合和（集团）股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南合和（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 合和 01” “18 合和 02” “20 合和 01” 的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

云南合和（集团）股份有限公司

公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
云南合和（集团）股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 合和 01	AAA	稳定	AAA	稳定
18 合和 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 合和 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 合和 01	8.00	7.91	2023/03/22
18 合和 02	7.00	5.40	2023/04/27
20 合和 01	10.00	10.00	2025/10/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司在业务资源及资金等方面受股东及实际控制人支持力度较大				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“合和集团”）的评级反映了公司作为云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）旗下多元化投资管理平台，具有很强的股东背景，其业务涵盖金融产业、酒店地产、交通、烟草配套等多领域，具备很强的综合竞争力。2021 年，公司经营情况良好，营业收入与利润均有所增长，金融业务板块收入占比有所提升；截至 2021 年末，公司资产质量较好、杠杆水平适中。

同时，联合资信也关注到公司营业总收入主要来源于金融板块，易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，同时投资收益对公司利润贡献度很高，与投资企业经营状况相关度高，盈利存在较大波动性；公司短期债务占比较高，需关注流动性管理情况。

未来，随着各项业务的稳步推进、金融产业竞争力逐步提升以及股东持续支持，公司整体经营状况有望继续保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 合和 01”“18 合和 02”“20 合和 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景强大且支持力度较大。公司作为云南中烟旗下全资产运营管理运营平台，实际控制人是中国烟草总公司，股东背景强大，且在资金、业务等方面持续对公司提供较大支持。
2. 公司业务结构丰富；2021 年，子公司经营状况良好。公司业务多元，旗下子公司涵盖金融、交通、能源、酒店地产、烟草配套等多领域。2021 年，公司主要子公司经营状况良好，金融资产板块、基础产业和配套产业收入均实现增长，公司盈利水平得到提升。
3. 公司资产规模大，资产质量较好，子公司资本充足。公司资产规模大，资本实力很强，整体资产质量较好。旗下金融子公司红塔银行股份有限公司和红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）资本充足性良好，2021 年红塔证券完成配股发行，资本实力进一步增强。

分析师：张晨露 刘嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司盈利波动性较大。**公司投资收益对营业利润贡献很高，同时利润实现亦对金融行业板块较为依赖；金融行业易受国内证券市场波动以及相关监管政策变化影响，盈利存在较大波动性。2022 年一季度，公司经营出现亏损。
2. **债务结构偏短，关注流动性管理。**2021 以来，公司负债及债务规模有所增长；公司债务以短期债务为主，短期债务中较大规模为旗下银行吸收的存款，要求较好流动性管理。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
资产总额（亿元）	2348.77	2551.55	2770.11	2667.18
所有者权益（亿元）	942.95	1016.83	1109.46	1048.10
短期债务（亿元）	1125.36	1255.02	1384.63	/
长期债务（亿元）	86.82	77.66	83.86	/
全部债务（亿元）	1212.18	1332.68	1468.48	/
营业总收入（亿元）	87.58	125.71	140.16	25.31
利润总额（亿元）	48.54	56.97	70.67	-13.36
EBITDA（亿元）	84.65	99.28	117.62	/
经营性净现金流（亿元）	-28.35	96.85	22.59	-28.37
营业利润率（%）	68.21	54.22	51.67	/
净资产收益率（%）	4.41	4.91	5.69	-0.56
资产负债率（%）	59.85	60.15	59.95	60.70
全部债务资本化比率（%）	56.25	56.72	56.96	/
流动比率（%）	98.51	81.27	84.99	56.68
经营现金流动负债比（%）	-2.45	7.56	1.66	-2.09
全部债务/EBITDA（倍）	14.32	13.53	12.58	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	2.90	3.14	/
母公司口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
资产总额（亿元）	833.45	892.23	897.76	830.23
所有者权益（亿元）	721.62	762.51	773.57	723.19
全部债务（亿元）	14.90	24.85	23.79	/
营业收入（亿元）	0.16	0.12	0.08	0.0007
利润总额（亿元）	18.77	21.17	28.15	0.66
资产负债率（%）	13.42	14.54	13.83	12.89
全部债务资本化比率（%）	2.02	3.16	2.98	/
流动比率（%）	7026.22	4340.16	8581.57	11345.45
经营现金流动负债比（%）	-57.70	-21.21	-198.80	115.91

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；2. 除特别说明外，财务数据均为合并口径，均指人民币；3. 2022 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/6/29	董日新 刘嘉	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2018/4/19	张祎 贾一晗	（原联合信用评级有限公司）工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文

注：评级报告通过报告链接查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

云南合和（集团）股份有限公司

公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“合和集团”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司由云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）、红塔烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红塔集团”）、红云红河烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红云红河”）将多元化投资项目股权、实物资产等非烟资产纳入重组整合，于 2014 年 12 月正式成立，初始注册资金 10.00 亿元。公司是云南中烟旗下的非烟资产管理运营平台，经营范围涵盖了金融产业、配套产业、基础产业、酒店地产等多行业。2016 年 1 月，公司以资本公积 50.00 亿元转增实收资本，增资后，注册资本为 60.00 亿元。截至 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为 60.00 亿元，云南中烟直接和间接持有公司股权比例为 100.00%，公司实际控制人为中国烟草总公司（以下简称“中国烟草”）（股权结构详见附件 1-1）。截至 2021 年末，公司股权不存在被股东质押融资的情况。

公司经营范围：实业投资、项目投资及对所投资项目进行管理（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 2021 年末，公司纳入合并范围内全资及控股子公司共 64 家，其中金融板块主要子公司包括云南红塔银行股份有限公司（以下简称“红塔银行”）、红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”，证券代码为 601236.SH）、红塔创新投资股份有限公司（以下简称“红塔创新”）等。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 2770.11 亿元，所有者权益 1109.46 亿元，其中归属于母公司所有者权益 801.81 亿元。2021 年，公司实现营业总收入 140.16 亿元，净利润 63.15 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 38.24 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额 22.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.41 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 2667.18 亿元；负债总额 1619.08 亿元；所有者权益合计 1048.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益 746.47 亿元。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 25.31 亿元，利润总额-13.36 亿元，净利润-9.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-4.20 亿元；筹资活动前现金流量净额-21.37 亿元。

公司注册地址：云南省玉溪市红塔区凤凰路 116 号；法定代表人：毕凤林。

三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
18 合和 01	8.00	7.91	2018/03/22	3+2
18 合和 02	7.00	5.40	2018/04/27	3+2
20 合和 01	10.00	10.00	2020/10/19	3+2

资料来源：Wind，联合资信整理

本次跟踪的债券为“18 合和 01”“18 合和 02”“20 合和 01”，发行金额合计 25.00 亿元，其中“18 合和 01”“18 合和 02”分别于 2021 年 3 月和 2021 年 4 月，回售 0.08 亿元和 1.60 亿元，均未调整票面利率。截至本报告出具日上述债券余额合计 23.31 亿元。

四、宏观经济及政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年

同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农

林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业风险分析

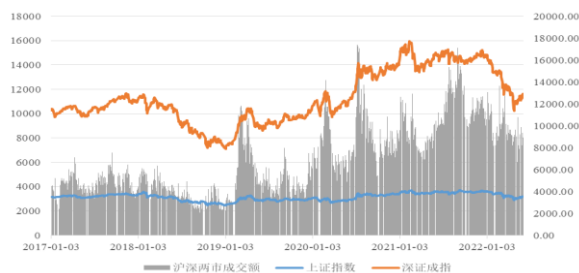
公司业务主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等，核心业务属证券行业。

1. 证券行业概况

2021 年，股票市场呈震荡走势，结构行情明显，市场交投持续活跃；债券市场运营平稳，市场规模保持增长态势，全年发行量同比小幅增长。

股票市场方面，2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，一季度贡献全年大部分涨幅；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升；2021 年，股票市场呈现震荡走势，板块分化加剧，结构性行情明显，市场交投活跃度持续提升。截至 2021 年末，上证指数收于 3639.78 点，较年初上涨 4.80%；深证成指收于 14857.25 点，较年初上涨 2.67%，涨幅均较 2020 年有所回落。根据交易所公布的数据，截至 2021 年末，我国上市公司总数 4615 家，较年初增加 461 家；上市公司总市值 91.61 万亿元，较年初增长 14.91%。根据 Wind 统计数据，2021 年全部 A 股成交额 257.18 万亿元，同比增长 24.82%，市场交投持续活跃。截至 2021 年末，市场融资融券余额 1.83 万亿元，较上年末增长 13.17%，其中融资余额占比 93.44%，融券余额占比 6.56%。2021 年，全市场股权融资募集资金合计 1.84 万亿元，同比增长 6.39%；完成 IPO、增发和配股的企业分别有 520 家、507 家和 6 家；完成可转债和可交债发行的企业分别有 119 家和 34 家。

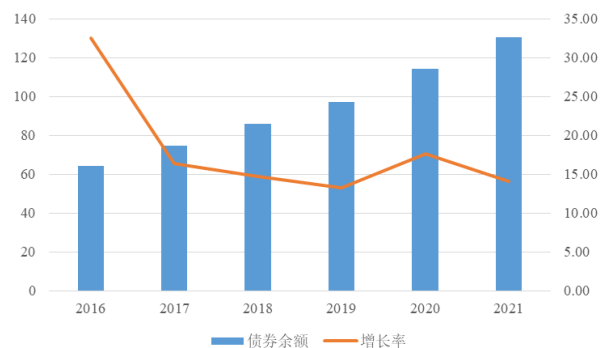
图 1 股票市场指数及成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

债券市场方面，2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延；2021 年，债券市场整体运行平稳，全年债券发行量同比小幅增长。根据 Wind 统计数据，2021 年境内共发行各类债券 5.38 万只，发行额 61.76 万亿元，同比增长 8.55%。截至 2021 年末，我国存量债券余额 130.35 万亿元，较上年末增长 14.10%，较上年末增速放缓。2021 年境内债券交易总金额 1631.90 万亿元，同比增长 27.27%；其中现券交易成交金额 241.91 万亿元，回购交易成交金额 1161.23 万亿元，同业拆借成交金额 128.76 万亿元。截至 2021 年末，中债一综合净价（总值）指数收于 103.30 点，较年初小幅增长 1.44%。

图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善，证券行业服务实体经济取得新成效。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月

22 日,科创板首批公司上市交易,中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 6 月,证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》,建立新三板企业转板上市制度,新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市,加强多层次资本市场的有机联系。2021 年 9 月,定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立,我国资本市场的层次布局不断完善。根据中国证券业协会统计,2021 年,证券公司服务 481 家企业完成境内首发上市,融资金额达 5351.46 亿元,分别同比增加 87 家、增长 12.87%,其中科创板、创业板两板上市企业数占全年 IPO 家数的 75.05%,融资金额占全年 IPO 融资总额的 65.28%,引导资本有效支持科技创新;服务 527 家境内上市公司实现再融资,融资金额达 9575.93 亿元,分别同比增加 132 家、增长 8.10%。同期,证券公司承销债券 15.23 万亿元,同比增长 12.53%。

随着证券市场规模逐步扩大,证券公司规模逐年增长;2021 年,证券行业业绩表现较好;证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程度较高,盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。

近年来,证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021 年,证券公司总资产和净资产规模逐年扩大;盈利能力呈现 U 型走势,2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降;2019—2021 年,受市场行情和利好政策等因素影响,证券公司业绩持续增长。截至 2021 年底,140 家证券公司总资产为 10.59 万亿元,较上年末增长 18.99%;净资产为 2.57 万亿元,较上年末增长 11.26%,净资本为 2.00 万亿元,较上年末增长 9.89%。2021 年,140 家证券公司实现营业收入 5024.10 亿元,实现净利润 1911.19 亿元,分别同比增长 12.03%和 21.32%,经营业绩同比实现较好增长。

从收入结构来看,2021 年,证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021 年,证券行业实现经纪业务收入 1534.18 亿元,同比增长 33.08%,占比行业营业收入的 30.54%,较上年有所提升,其中代理销售金融产品净收入 206.90 亿元,同比增长 53.96%;实现投资银行净收入 699.83 亿元,同比增长 4.12%;实现资产管理业务净收入 317.86 亿元,同比增长 6.10%。截至 2021 年末,证券行业资产管理业务规模为 10.88 万亿元,较上年末增长 3.53%,其中集合资产管理规模大幅增长 112.52%至 3.28 万亿元,资产管理业务主动管理转型成效显著。

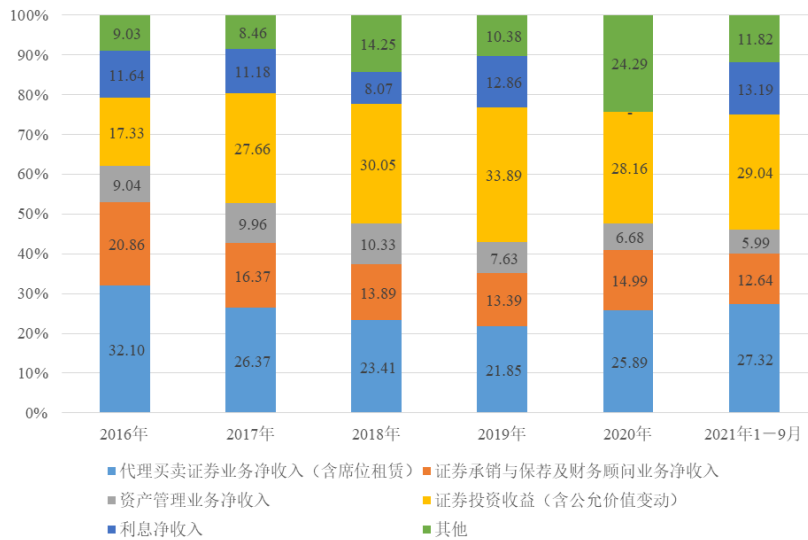
表 3 证券行业概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
证券公司家数(家)	131	131	133	139	140
盈利家数(家)	120	106	120	127	/
盈利家数占比(%)	91.60	80.92	90.23	91.37	/
营业收入(亿元)	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10
净利润(亿元)	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19
总资产(万亿元)	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59
净资产(万亿元)	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57
净资本(万亿元)	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00

注:证券业协会未披露 2021 年证券公司盈利家数情况

资料来源:中国证券业协会

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：1. 证券业协会未披露2020年全行业利息净收入数据，2020年其他包括利息净收入和其他收入；
2. 证券业协会未披露全行业2021年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，仅披露了经纪业务收入、投资银行净收入等，因披露口径存在较大差异，故上表以2021年前三季度收入结构替代全年进行列示
资料来源：中国证券业协会

证券公司行业集中度较高。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2021年，前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元，净利润1313.90亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底，前十大证券公司资产总额为6.98万亿元，净资产总额为1.29万亿

元，分别占全行业总资产和净资产比重的46.97%和54.80%；前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降，但行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表4 截至2021年末/2021年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	2138.08	12786.65	765.24	240.05
2	海通证券	1777.55	7449.25	432.05	137.48
3	国泰君安	1506.37	7912.73	428.17	153.03
4	华泰证券	1520.36	8066.51	379.05	136.01
5	中国银河	989.78	5601.35	359.84	105.17
6	广发证券	1108.01	5358.55	342.50	120.55
7	中金公司	847.31	6497.95	301.31	108.10
8	中信建投证券	800.06	4527.91	298.72	102.35
9	招商证券	1125.90	5972.21	294.29	116.58
10	申万宏源	1054.53	5617.34	246.66	94.58
合计		12867.95	69790.45	3847.83	1313.90

资料来源：公开数据，数据以营业收入由高到低排序

(1) 行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监管态势将延续；新《证券法》等纲领性文件出台，多项利好政策、业务规则和指引密集发布，有望推动资本市场和证券行业健康有序发展。

在资本市场深化改革背景下，在加强金融

监管、防范金融风险的监管要求下，“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律。随着新《证券法》等纲领性文件出台，资本市场基础设施建设的持续推进，证券行业多项业务规则、指引密集发布，引导证券公司规范执业，推动资本市场和证券行业有序发展。

表5 2019年以来部分行业政策及重大事项情况

时间	政策名称	主要内容
2019年3月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定
2019年7月	证监会发布《证券公司股权管理规定》	进一步加强证券公司股权监管，规范证券公司股东行为，提升监管效能
2019年8月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于2020年1月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于2020年6月1日正式施行
2019年12月	修订《中华人民共和国证券法》	进一步完善了证券市场基础制度，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障
2020年5月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间
2020年6月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020年7月	证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	明确适用范围，精简优化发行条件。明确发行上市审核和注册程序。强化信息披露要求，对发行承销作出特别规定，强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度
2021年2月	《证券市场资信评级业务管理办法》发布	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本
2021年3月	深交所《关于合并主板与中小板相关安排的通知》	顺应市场自然规律，对市场估值无实质影响
	《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》	进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求
	《上市公司信息披露管理办法》	大幅提高信息披露的违法违规成本，信息披露环节监管将更趋严格
2021年5月	证监会公布首批证券公司“白名单”	简化优质券商工作流程，进一步提升监管有效性，推动行业高质量发展
2021年7月	《关于依法从严打击证券违法活动的意见》	加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，提高执法司法效能
	《证券期货违法行为行政处罚办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021年9月	《证券公司短期融资券管理办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021年9月	设立北京证券交易所	有助于完善多层次资本市场体系，更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合
2021年10月	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	进一步规范辅导相关工作，充分发挥派出机构属地监管优势，压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件
2022年5月	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性
	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	持续完善制度规则体系，督促保荐机构不断提高执业质量，提高资本市场服务实体经济高质量发展能力

资料来源：证监会网站，联合资信整理

(2) 未来动向

分层竞争格局持续，中小券商竞争压力大。

随着政策红利持续向优质券商倾斜以及前期资源、业务投入积累效应的显现，大型券商综合实力持续提升。头部券商业务综合多元，收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面更具优势，同时，随着其持续发力创新业务，综合实力优势突出，有利于大型券商在轻、重资本业务转型上构建核心优势。行业逐步孕育分层竞争格局，中小型券商也将结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。同时，若行业景气度下行，中小券商将面临更大竞争压力。

严监管基调持续，利于行业规范发展。

2022 年，证监会将统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、强化中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，持续完善资

本市场基础制度。“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律，以推动证券公司加强内部控制、扎实风险管理、提升执业水平，坚守底线练好内功，推动行业规范发展。

2. 商业银行行业分析

(1) 行业概况

商业银行资产规模增速放缓，资产及信贷结构进一步优化。2021 年，随着我国经济运行稳定恢复，商业银行资产规模保持增长，但受房地产和城投平台融资环境收紧等因素影响，贷款增速的放缓带动整体资产增速略有放缓。从资产结构来看，全国性大型银行资产端各项资产占比基本保持稳定，而中小银行在政策引导下，贷款占比持续上升，资产结构进一步优化；信贷结构方面，商业银行信贷投放向制造业和普惠小微企业等领域倾斜，信贷资产结构趋于优化。截至 2021 年末，我国商业银行资产总额 288.59 万亿元，较上年末增长 8.58%；负债总额 264.75 万亿元，较上年末增长 8.26%（见表 3）。

表 6 商业银行主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（万亿元）	196.78	209.96	239.49	265.79	288.59
负债总额（万亿元）	182.06	193.49	220.05	244.54	264.75
不良贷款额（万亿元）	1.71	2.03	2.41	2.70	2.85
不良贷款率（%）	1.74	1.83	1.86	1.84	1.73
拨备覆盖率（%）	181.42	186.31	186.08	184.47	196.91
净息差（%）	2.10	2.18	2.20	2.10	2.08
净利润（万亿元）	1.75	1.83	1.99	1.94	2.18
资产利润率（%）	0.92	0.90	0.87	0.77	0.79
资本利润率（%）	12.56	11.73	10.96	9.48	9.64
存贷比（%）	70.55	74.34	75.40	76.81	79.69
流动性比例（%）	50.03	55.31	58.46	58.41	60.32
资本充足率（%）	13.65	14.20	14.64	14.70	15.13
一级资本充足率（%）	11.35	11.58	11.95	12.04	12.35
核心一级资本充足率（%）	10.75	11.03	10.92	10.72	10.78

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

商业银行信贷资产质量稳步改善，拨备覆盖率有所提升。2021 年，随着企业有序复工复产恢复经营，叠加不良贷款处置力度的加大，商

业银行不良贷款规模增幅明显减小，且随着贷款总额的较快增长，商业银行不良贷款率以及关注类贷款占比均较上年末有所下降，且不良

贷款率已连续五个季度保持下降趋势，信贷资产质量稳步改善，面临的信用风险可控。截至2021年末，商业银行不良贷款率为1.73%，关注类贷款占比2.31%，分别较上年末下降0.11和0.26个百分点。另一方面，疫情以来，监管部门多次鼓励金融机构通过展期和续贷等方式加大对企业的支持，但普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策已于2021年12月31日到期，由于不良贷款率指标具有一定的滞后性，需持续关注未来商业银行的信贷资产质量变动情况。从拨备情况来看，2021年，商业银行仍保持较大的贷款减值准备计提力度，拨备覆盖率有所上升。截至2021年末，商业银行拨备覆盖率196.91%，较上年末上升12.44个百分点，风险抵补能力增强。

非信贷类资产面临的信用风险有所上升，相关资产质量变化情况值得关注。随着“包商事件”打破同业刚兑以及部分非银金融机构风险暴露，商业银行同业资产面临的信用风险有所上升。另一方面，近年来商业银行投资资产配置向债券等标准化资产倾斜，信托及资管计划等非标投资占比有所压降，但仍有一定规模底层资金投向制造业、房地产和批发及零售业等行业的信贷类资产，随着宏观经济增速放缓叠加新冠疫情的爆发，以及房地产行业监管政策的收紧，上述企业抗风险能力和经营状况出现不同程度的恶化，导致部分非标资产形成逾期；同时，债券市场违约率上升亦对商业银行投资风险带来一定压力，商业银行投资资产质量变化情况需持续关注。

净息差收窄幅度得到控制，且随着资产质量改善，净利润同比增速回升，整体盈利水平有所提升。2021年以来，在疫情反复的背景下，监管不断强调金融机构让利于实体，为受疫情影响的小微企业提供减费让利的金融支持，引导贷款利率下行；同时，1年期和5年期以上LPR下行引导实际贷款利率进一步下降，2021年12月贷款加权平均利率降至4.76%。受贷款利率下行、疫情背景下中小企业延期还本付息等因素影响，商业银行资产端收益率下行，导致

净息差进一步收窄；但2021年下半年，存款利率定价自律机制优化一定程度上引导存款成本下行，加之银行自身加大对负债结构的调整力度，压降高成本负债，导致净息差呈现边际改善趋势，收窄幅度得到控制，2021年商业银行净息差为2.08%，较上年下降0.02个百分点。2021年，商业银行实现净利润2.18万亿元，较上年增长12.63%，增速明显回升，主要是由于信贷投放规模增大带来营业收入上升，同时资产质量改善导致拨备计提压力缓解，叠加2020年基数较低所致。商业银行盈利水平整体有所改善，但在资产端收益率持续下行的情况下，负债端仍面临存款成本刚性、定期化等问题，且信贷资产质量变化可能带来的拨备计提压力亦将侵蚀利润空间，净息差及盈利能力变动情况值得关注。

商业银行各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临的流动性风险有所上升。中国人民银行坚持稳健的货币政策，综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现和公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性，2021年7月及12月，中国人民银行两次下调金融机构人民币存款准备金率各0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的机构），共释放长期资金约2.2万亿元，通过流动性管理持续优化金融机构资金结构。因此，未来商业银行在监管政策引导、央行货币政策支持等多方面因素的影响下，整体流动性水平将保持合理充裕。截至2021年末，商业银行流动性相关指标保持在较好水平；但存贷比持续上升，长期流动性管理压力有所加大，且随着市场竞争和信用分层加剧，部分区域中小银行吸收存款和同业负债的难度加大，其面临的流动性风险有所上升。

资本充足水平有所提升，但部分中小银行仍面临一定的资本补充压力。2021年以来，信贷投放规模的增长以及资管新规背景下表外理财资金回表都在一定程度上加大了商业银行资本消耗；但盈利水平提升带动资本内生能力增强，同时，中国人民银行定期开展央行票据互换（CBS）操作，对于提升银行永续债的二级市场

流动性以及支持中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用，加之 2021 年我国系统重要性银行（D-SIBs）名单及附加监管规定落地推动 D-SIBs 加大资本补充力度，商业银行发行资本性债券的积极性有所提升，永续债及二级资本债券发行规模明显增加，商业银行资本充足水平较上年末有所提升，2021 年末商业银行资本充足率为 15.13%。此外，2020 年，国务院批准 2000 亿元专项债券用于地方支持化解中小银行风险，专项债的成功发行一定程度上缓解了中小银行的资本补充压力，但其并非资本补充的常态化措施，且部分资金计入负债，在资本补充形式及补充结果上存在一定限制。考虑到部分中小银行抵御风险的能力相对较弱，资产端信用风险管理压力较大导致其面临一定的资本补充需求，加之受限于自身信用资质较弱，资本补充渠道相对较窄，面临一定的资本补充压力。

强监管环境引导银行规范经营，推动银行业高质量发展。2021 年以来，监管部门出台多项政策支持普惠小微、绿色金融、乡村振兴等领域发展，并对商业银行互联网金融业务、房地产融资、地方隐性债务、公司治理及关联交易等方面进行规范和限制；同时，加大对银行业的治理处罚力度，2021 年银保监会及其派出机构对银行业开出罚单共 3804 张，主要涉及公司治理、股东股权、关联交易、流动资金贷款、房地产和地方政府融资以及互联网金融等领域。2022 年 1 月，银保监会下发《银行保险机构关联交易管理办法》并于 3 月 1 日正式实施，对关联方的识别认定，关联交易的内部管理、统计、报告、披露及监管等方面进行了修订和完善，在管理机制、穿透识别、资金来源与流向、动态评估等方面提出了具体要求，全面加强银行保险机构关联交易管理，进一步推动银行业高质量发展。此外，在政府支持下，部分省份推动区域内城商行合并重组，在帮助其化解风险的同时，提高其资本实力和区域竞争力；同时，进一步推进省联社改革，推动农村金融机构健康持续发展。

随着我国经济运行持续稳定恢复，生产需求继续回升，银行业整体保持平稳发展态势，且

在监管、政府的支持下，商业银行未来补充资本的渠道将不断拓宽，能够具备较好的风险缓释能力；综上所述，联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。

（2）城商行

城商行作为金融体系中的重要组成部分，在支持区域经济发展等方面发挥了重要作用，但经营及财务表现呈现一定的区域分化；2020 年以来部分城商行加速合并重组，风险抵御能力有所增强。

截至 2021 年末，我国共有 129 家城商行，其资产总额 45.07 万亿元，占全部银行业金融机构资产总额的 13.07%。作为服务地方金融的主体，城商行业务发展与当地经济结构和产业特色高度相关，发展定位与大型商业银行形成良好补充，是银行业金融体系中的中坚力量。在当前宏观及区域经济下行、新冠肺炎疫情持续冲击以及城商行信用分层加剧的背景下，部分地区城商行面临信用风险加速暴露、股权结构复杂、资产负债结构不合理等问题，其生存和发展面临一定挑战。为此，部分地区城商行通过合并重组的方式化解信用风险、优化股权结构、增强风险抵御能力，并通过省级政府入资或增资的方式提升同业声誉。随着四川银行、山西银行、辽阳银行等省级城商行相继成立，预计未来将有更多省份城商行走向兼并重组的道路。

表 7 城商行主要监管数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
不良贷款率（%）	1.79	2.32	1.81	1.90
拨备覆盖率（%）	187.16	153.96	189.77	188.71
净息差（%）	2.01	2.09	2.00	1.91
资产利润率（%）	0.74	0.70	0.55	0.56
流动性比例（%）	60.14	63.51	67.60	73.49
资本充足率（%）	12.80	12.70	12.99	13.08

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

从资产端来看，在监管不断强调金融机构回归业务本源叠加金融市场业务监管趋严的背景下，城商行通过发行同业存单扩表投资同业理财等非标类资产的业务模式受阻，资产从“表外”回流“表内”，从“非标”“同业”等非信贷

类资产回流到信贷类资产，贷款占资产总额的比重上升，投资资产和同业资产占比下降，且投资资产配置逐步向债券等标准化资产倾斜，非标类资产收缩，资产结构趋于优化。资产质量方面，得益于企业客户基础较好，客户资质和信用意识相对较强，加之风险管理水平相对农商行而言较高，信贷投放也更为规范，城商行信贷资产质量明显优于农商行。但区域性经营的特点仍使部分城商行资产质量易受经营所在地产业结构及经济发展状况制约，城商行经营及财务表现呈现明显的区域差异，部分城商行信贷资产质量下行压力较大。值得关注的是，随着资本市场违约率不断上升，部分投资资产占比较高，特别是非标投资占比较高的城商行投资资产风险敞口有所扩大，且普遍存在减值缺口，非信贷类资产质量下行或将对其盈利水平及资本充足水平产生不利影响。

2021 年以来，受制于新冠肺炎疫情对实体经济的持续冲击，城商行不良贷款率有所上升，信贷资产质量趋于下行，且与大型商业银行的差距逐步拉开。从拨备情况来看，受资产质量下行影响，城商行拨备覆盖水平略有下降，但仍保持在 150% 以上，拨备水平相对较充足。从盈利水平来看，受限于资产定价能力较弱以及存款成本相对较高，城商行净息差与资产利润率持续低于商业银行平均水平，且 2021 年净息差进一步收窄至 1.91%，盈利能力持续承压，尤其东北地区城商行在资产质量持续承压的影响下盈利面临较大压力。从资本水平来看，城商行盈利水平下滑削弱了其资本内生能力，但随着增资扩股及资本补充债券发行力度加大，加之其贷款投放向小微及普惠金融倾斜，以及投资资产配置持续向低资本消耗类资产转型，城商行资本充足水平趋于改善，2021 年末资本充足率为 13.08%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，云南中烟直接和间接合计持有

公司 100.00% 的股权为公司控股股东，公司实际控制人为中国烟草。

2. 企业规模及竞争力

公司作为云南中烟的非烟资产管理平台，投资领域广泛，业务布局多元，资产和盈利规模较大，具备很强的综合经营实力。

公司系经国家烟草专卖局批准，由云南中烟、红塔集团、红云红河将纳入非烟产业重组整合范围内的多元化投资项目股权、实物资产整合成立的股份有限公司，是云南中烟旗下的非烟资产管理运营平台。随着云南中烟旗下非烟产业的重组整合，公司股东划入的投资项目股权、实物资产规模较大，涉及行业较多。公司资产规模已逾两千亿，涉及证券、创投、银行、高速公路、房地产、酒店、烟草配套、能源等多个行业，构建起涵盖金融产业、配套产业、基础产业及酒店地产的业务布局，业务构成多元，具有很强的经营实力。

从金融板块来看，公司金融板块业务布局较丰富，控股红塔银行、红塔证券、红塔创新等公司，并参股华夏银行股份有限公司（以下简称“华夏银行”）、国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）、华泰保险集团股份有限公司（以下简称“华泰保险”）等多家金融企业，金融板块资产优良。

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产业务，同时公司参股五家能源企业，每年能为公司带来较多的投资收益。公司交通运输产业主要系投资运营高速公路，涉及昆玉高速和安晋高速两条高速公路，可对公司收入形成补充，2021 年共实现收入 5.84 亿元。公司水泥生产主要由子公司云南红塔滇西水泥股份有限公司负责（以下简称“滇西水泥”）负责，年均生产规模超过 300 万吨，产能规模较大；同时，公司能源产业板块参股多家发电企业，能实现较好投资收益，整体布局较为分散。

从酒店地产板块来看，酒店方面，公司通过云南中维酒店管理有限责任公司（以下简称“中维酒店”）统一整合、管理旗下酒店资源。

从配套产业来看，公司配套产业主要包含印刷、造纸、烟包防伪技术等烟草周边行业，公司配套产业主要系与关联方的关联交易。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的查询日为 2022 年 6 月 23 日的中国人民银行企业征信报告，公司自成立以来无未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷信息均为正常类。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

根据 2022 年 6 月 26 日在中国执行信息公开网查询的结果，联合资信未发现公司被纳入失信被执行人的记录。

七、管理分析

2021 年以来，公司内控制度逐步完善，经营管理层有所变动，新任的主要公司高管具备丰富的管理经营，公司管理整体运行平稳。

2021 年以来，公司按照《公司法》《证券法》及中国证监会等相关法律法规及规范性文件的要求，健全公司治理制度，增强决策能力，逐步完善公司治理结构。

2021 年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化；2021 年 6 月，公司副总经理李石山先生离任，2021 年 9 月，公司董事李石山先生和公司监事瞿贤德先生离任，同月张红云先生就任公司董事，何利坤女士就任公司监事。2022 年 6 月，公司法定代表人和董事长变更为毕凤林先生，总经理变更为李泓燊先生，同月 4 位董事发生变更，截至本报告出具日，公司无空缺董事、监事。

毕凤林先生，出生于 1968 年 10 月，管理学学士学位，中国国籍，无境外永久居留权。曾任职于红河卷烟厂、庆来学校和红云红河等单位；2004 年 5 月至 2005 年 11 月任红河卷烟厂总厂副厂长、党委副书记、纪委书记；2008 年 11 月至 2015 年 1 月任红云红河副总裁；现任公司董事长、法定代表人。

李泓燊先生，出生于 1978 年 8 月，博士研究生学位，中国国籍，无境外永久居留权。曾任职于招商银行股份有限公司、红云红河曲靖卷烟厂和红云红河等单位；2012 年 3 月至 2015 年 12 月任红云红河曲靖卷烟厂厂长、党委副书记；2019 年 1 月至 2020 年 6 月任红云红河党委委员、副总裁；现任公司总经理。

2021 年，红塔证券未有监管处罚情况，但分类监管评级结果下降至 BB 级。红塔银行 2021 年 1 月，因 2016 年 9 月授信审查不尽职，发放首付款不真实、抵押担保未落实的固定资产贷款、2017 年保理融资资金违规用于投资资本金而被云南银保监局责令整改；2021 年 7 月，因监管数据报送不准确、线上贷款开展不审慎、同业投资管理不审慎、借款人流动资金需求发放贷款且形成风险、未按规定进行受托支付、信用卡透支资金流入限制性领域以及贷款支付管理与控制不到位而被云南银保监局责令整改；2021 年 10 月，因 2017 年取得开办对公即期结售汇资格后未按规定在本行办理自身 swift 年费等相关费用购汇业务而被国家外汇管理局玉溪市中心支局责令整改；2021 年 12 月，因 2017 年存在部分董事、高级管理人员未经任职资格核准履职而被玉溪银保监分局而责令整改；2021 年 12 月，因 2020 年未按规定履行客户身份识别，未按规定报送大额交易报告或者可疑交易报告而被中国人民银行大理州中心支行责令整改；以上事项红塔银行均已完成整改。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，在金融资产板块带动下，公司收入及利润均有所增长。其中公司金融资产板块仍为公司第一大收入来源，受疫情反复和房地产行业政策影响，酒店地产板块收入大幅下降。投资收益对公司利润贡献很高，易受市场影响，盈利存在较大波动性。2022 年 1—3 月，受公允价值变动收益和投资收益大幅下降影响，公司经营出现亏损。

公司业务涉及金融、酒店地产、基础产业以

及配套产业等。2021年，公司实现营业总收入140.16亿元，同比增长11.46%，主要系金融资产板块收入增长所致。

从营业总收入结构来看，2021年，公司金融资产板块收入占比提升至70.95%，仍为公司第一大收入来源，实现收入99.45亿元，同比增长21.80%，主要系红塔证券营业收入增长所致。2021年基础产业和配套产业分别实现收入15.65亿元和14.00亿元，同比分别增长12.28%和11.58%。2021年，公司酒店地产板块实现收入11.06亿元，同比大幅下降37.23%，主要系疫情

反复酒店经营受到影响和房地产行业政策影响所致。

公司投资收益主要来源于投资上市公司及参股公司产生的收益。2021年，公司实现投资收益56.02亿元，同比下降6.02%，投资收益占营业利润的比重为80.02%，投资收益对利润贡献度很高；其中投资上市公司及参股公司产生的收益36.53亿元，占投资收益的65.21%。2021年，公司实现利润总额和净利润分别为70.67亿元和63.15亿元，同比分别增长24.04%和26.53%。

表8 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金融资产	46.91	53.57	81.60	64.92	99.45	70.95
基础产业	16.15	18.44	13.94	11.09	15.65	11.17
配套产业	10.59	12.09	12.55	9.98	14.00	9.99
酒店地产	13.93	15.90	17.62	14.01	11.06	7.89
合计	87.58	100.00	125.71	100.00	140.16	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入25.31亿元，同比下降25.25%，主要系非金融板块收入下降所致。2022年1—3月，公司利润总额亏损13.36亿元，同比下降364.16%，主要系市场行情波动，下属金融子公司公允价值变动收益和投资收益大幅下降所致。

2. 金融资产板块

公司金融资产板块包括证券、银行、创投业务等，分别由控股子公司红塔证券、红塔银行和红塔创新负责运营。

（1）红塔银行

2021 年，红塔银行业务规模有所增长，营业收入有所增加，资产质量仍属较好；但随着国内经济下行压力加大，需对红塔银行投资资产和信贷资产质量保持关注。

红塔银行前身为玉溪市商业银行股份有限公司，2015 年更为现名。截至 2021 年末，红塔银行注册资本 62.98 亿元，公司持股比例 19.99%，

烟草行业合计持股 48.33%，其余股权较为分散，因此公司履行控股股东职责，将红塔银行纳入合并范围。截至 2021 年末，红塔银行下辖 7 家分行及 38 家营业网点，140 台自助设备，网点全部集中于云南省内。

公司、个人银行业务

截至 2021 末，红塔银行公司贷款余额 340.13 亿元，较上年末增长 23.32%，主要是系为支持实体经济、发放贷款规模增加所致；公司贷款占贷款总额的 59.86%。截至 2021 年末，对公存款规模 924.69 亿元，较上年末增长 5.37%，主要系烟草行业客户资金往来及沉淀。截至 2021 年末，红塔银行个人贷款余额 106.27 亿元，较上年末大幅增长 32.92%，主要系 2021 年红塔银行丰富了个人贷款产品，推动零售业务快速发展所致；个人贷款余额占贷款总额的 18.70%。截至 2021 年末，个人存款余额 97.03 亿元，较上年末增长 21.14%，主要系 2021 年零售客户群增加及年内代发工资客户沉淀所致。

表 9 红塔银行存、贷款业务情况表（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
吸收存款总额	846.54	971.40	1042.15
其中：公司存款	762.31	877.58	924.69
个人存款	63.08	80.10	97.03
其他	21.15	13.72	20.43
贷款和垫款总额	360.63	461.55	568.23
其中：公司贷款	215.33	275.81	340.13
个人贷款	78.56	79.95	106.27
贴现	66.74	105.79	121.83

资料来源：公司提供，联合资信整理

资金业务

红塔银行资金业务主要包括同业投资、同业负债和投资业务。2021 年末，红塔银行同业资产规模 73.20 亿元，同比下降 35.43%；同业融入资金为 135.36 亿元，同比增长 40.43%，主要系发行同业存单规模增加所致。

截至 2021 年末，红塔银行投资资产净额为 653.01 亿元，投资资产金额占红塔银行资产比重为 23.57%。从投资结构来看，标准化债权投资

业务和非标准化债权投资占比分别为 94.13%和 5.73%，红塔银行加大了标准化债券投资规模。截至 2021 年末，红塔银行投资资产违约金额为 5.82 亿元，较上年末下降 21.98%，主要系红塔银行积极推进处置以及会计准则调整使得岚桥项目不良余额由 7.30 亿元调减至 5.11 亿元并减少公允价值变动 2.19 亿元所致。截至 2021 年末，红塔银行投资资产计提减值准备余额为 4.17 亿元。

表 10 红塔银行投资资产结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
标准化债权投资	280.61	56.54	454.64	81.36	618.59	94.13
其中：政府债券	112.04	22.58	205.59	36.79	235.88	35.89
金融债券	68.94	13.89	110.32	19.74	170.84	26.00
企业债券	17.08	3.44	43.15	7.72	70.44	10.72
其他	82.55	16.63	95.59	17.11	141.43	21.52
非标准化债权投资	177.29	35.72	103.21	18.47	37.67	5.73
其中：信贷类	57.86	11.66	52.63	9.42	10.13	1.54
非信贷类	119.43	24.06	50.58	9.05	27.54	4.19
其他投资	38.38	7.73	0.93	0.17	0.92	0.14
投资资产总额	496.27	100.00	558.78	100.00	657.18	100.00
减：投资资产减值准备		6.71		7.77		4.17
投资资产净额		489.56		551.01		653.01

注：上表数据不含同业拆存单

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户集中度来看，截至 2021 年末，红塔银行单一最大客户贷款集中度为 7.45%，单一客户贷款集中度较上年末变化不大，整体来看，红塔银行客户集中度较高，存在一定的客户集中度风险。

资产质量方面，红塔银行根据《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，关注类贷款的分类依据不是以是否逾期为标准，划入关注类的要求是：虽然存在一些可能对履行合同产生不利影响的因素，但债务人目前有能

力偿付本金、利息或收益，且资产未发生信用减值。截至 2021 年末，红塔银行逾期贷款规模 3.71 亿元，较上年末增长 6.31%，逾期贷款率 0.67%，较上年末下降 0.22 个百分点；不良贷款余额 3.18 亿元，较上年末下降 17.19%，不良贷款率 0.56%，较上年末下降 0.27 个百分点，主要系 2021 年红塔银行贷款规模增加以及通过清收、诉讼、转让等方式对不良贷款进行处置所致。但受疫情影响一笔 3.78 亿元旅游业贷款客户项目调整至关

注类资产影响，截至 2021 年末，红塔银行关注类贷款规模较上年末增长 144.09%至 6.20 亿元，需关注资产质量迁徙风险。截至 2021 年末，红塔银行拨备覆盖率为 491.41%，较上年上升 120.71 个百分点，主要系贷款规模增加计提拨备增加，叠加不良贷款余额下降所致。截至 2021 年末，逾期超过 90 天贷款余额/不良贷款余额为 93.13%。整体看，红塔银行的贷款资产质量仍属较好。

表 11 红塔银行贷款资产质量况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	350.40	97.16	455.11	98.62	558.87	98.35
关注	5.78	1.60	2.54	0.55	6.20	1.09
次级	3.09	0.86	0.25	0.05	0.42	0.07
可疑	0.69	0.19	2.86	0.62	1.97	0.35
损失	0.67	0.19	0.73	0.16	0.79	0.14
合计	360.63	100.00	461.49	100.00	568.25	100.00
不良贷款	4.45	1.24	3.84	0.83	3.18	0.56
逾期贷款	6.48	1.80	3.96	0.86	3.71	0.65
拨备覆盖率	274.49		370.77		491.41	
单一客户贷款集中度	8.12		7.46		7.45	
最大十家客户贷款集中度	60.95		58.50		54.90	

资料来源：红塔银行提供，联合资信整理

（2）红塔证券

2021 年，受期货业务收入增幅较大影响，公司收入构成有所变化，但仍主要来自期货和证券投资业务；营业收入及利润总额有所增长。红塔证券盈利较为依赖证券投资业务，经营易受市场环境影响，收入波动性较大。

公司控股子公司红塔证券成立于 2002 年，2019 年 7 月，红塔证券在上海交易所交易市场上市交易，证券简称“红塔证券”，证券代码“601236.SH”。2021 年 8 月，红塔证券完成配股发行工作，实际配售 10.83 亿股，募集资金总额合计 79.41 亿元，配股完成后公司总股本增至 47.17 亿股，资本实力进一步提升。

随着市场交投活跃度的提升，2021 年，红塔证券营业收入 67.34 亿元，同比增长 20.53%，增幅高于行业平均水平，主要系红塔证券期货风险管理子公司基差交易、仓单服务、合作套保等

业务销售收入增加所致；受益于此，红塔证券实现净利润 15.99 亿元，同比增长 10.16%，增幅不及行业平均水平，主要系期货风险管理子公司销售成本较上年大幅增长所致。

从收入构成来看，期货业务对收入贡献度很高。2021 年，红塔证券期货业务取得较好发展，收入大幅增至 39.30 亿元，主要系现货贸易规模增加所致，但同时现货贸易成本较高，整体期货业务利润贡献度一般。剔除期货业务来看，2021 年，证券投资业务收入仍旧是红塔证券重要收入来源，占比 25.82%，收入规模较上年有所下降，主要系受证券市场波动影响所致；信用交易业务收入占比 5.30%，收入规模较上年末有所下降，主要系月均股票质押业务规模下降所致；证券经纪业务收入较上年基本持平，资产管理业务和投资银行业务收入规模较上年有所增加，基金管理业务收入规模较去年有所减少，整体

看上述四项业务对收入的贡献度仍较低。

表 12 红塔证券营业收入结构（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.61	7.81	2.19	3.92	2.20	3.27
证券投资业务	15.00	72.59	22.21	39.75	17.39	25.82
资产管理业务	0.28	1.35	0.14	0.25	2.13	3.16
投资银行业务	0.44	2.11	1.59	2.85	2.21	3.28
信用交易业务	4.28	20.72	4.61	8.25	3.57	5.30
期货业务	1.59	7.68	28.05	50.21	39.87	59.21
私募投资业务	0.45	2.19	0.26	0.47	1.02	1.51
基金管理业务	1.40	6.80	2.31	4.13	1.62	2.41
未分配支出	-3.77	-18.23	-3.79	-6.78	0.28	0.42
分部间抵消	-0.62	-3.03	-1.70	-3.04	-2.95	-4.38
证券研究业务	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.003	0.00
合计	20.66	100.00	55.87	100.00	67.34	100.00

资料来源：红塔证券审计报告，联合资信整理

证券经纪业务

红塔证券经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易买卖、代销金融产品、期货中间介绍、沪港通和深港通以及期权经纪业务等多种服务。2021年，红塔证券不断优化经纪业务管理组织架构，将原零售与网络金融业务部更名为财富管理中心，下设渠道与分支机构管理、投教与客户服务、产品管理、集中运营、技术支持、合规风控6个二级部门，经纪业务的统筹管理职能由财富管理中心负责，各经纪业务分支机构负责落地的营销工作。同时，红塔证券积极开展战略部署，截至2021年末，红塔证券在云南、上海、北京、重庆等地拥有62家分支机构，包括1家经纪业务分公司和61家营业部，覆盖了中国主要的经济发达地区；其中，云南省内营业部30家，红塔证券经纪业务在云南省内具有一定区

域竞争优势，为业务开展提供了充足的客户资源保障。

证券经纪业务受证券市场行情的影响，代理买卖业务结构有所波动，但仍以股票和债券为主。2021年，红塔证券代理股票交易量为3477.93亿元，同比增长7.81%，主要系当年股票市场交易活跃所致。2021年，红塔证券债券交易量为2726.54亿元，较上年增长23.23%；红塔证券基金交易量相对较小，对代理买卖证券交易量贡献低。综上，2021年，红塔证券代理买卖证券交易量为6276.79亿元，同比增长14.10%。

2021年，红塔证券证券经纪业务实现收入2.20亿元，较上年略有增长。2021年，红塔证券佣金率0.61%，较去年有所下降，因云南地区营业部佣金水平较高，因此红塔证券佣金率显著高于行业平均水平，未来存在一定的下降压力。

表 13 红塔证券证券经纪业务情况表（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
股票	2187.79	50.14	3225.85	58.64	3477.93	55.41
基金	33.72	0.77	62.58	1.14	72.33	1.15

债券	2141.81	49.09	2212.54	40.22	2726.54	43.44
合计	4363.32	100.00	5500.97	100.00	6276.79	100.00
平均佣金率(%)	0.70		0.64		0.61	

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

证券投资业务

红塔证券证券投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。受证券市场波动影响，2021 年，红塔证券证券投资业务实现收入 17.39 亿元，同比下降 21.70%。

2021 年，红塔证券证券投资业务规模较上年末增加 23.15%至 236.10 亿元，其中对债券、股票、基金的投资规模均有所增长。从持仓结构来看，2021 年，红塔证券债券持仓占比有所上升，仍为主要的持仓品种，股票和基金持仓占比上升，其他类投资（主要为理财产品、资管产品等）占比下降。2021 年，红塔证券持仓 AAA 级的债券占比有所下降，增加了地方政府债券投

资，债券持仓主要以 AA 级以上信用债为主。

2021 年以来红塔证券配置上以优质债券作为主要方向，控制整体仓位和组合久期，丰富了投资品种，新增了对地方政府债、可转债等品种投资。截至 2021 年末，红塔证券固收类投资不存在违约事件。

截至 2021 年末，红塔证券自营非权益类证券及衍生品/净资本指标为 88.38%，较上年末下降 33.58 个百分点，主要系非权益类证券及其衍生品规模增幅不及净资本增幅所致；自营权益类及证券衍生品/净资本指标为 23.81%，较上年末增加 8.40 个百分点，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表 14 红塔证券证券投资情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	194.67	77.80	119.44	62.30	157.45	66.69
其中：AAA 级信用债	150.20	60.02	51.93	27.09	29.90	12.66
AA~AA+级信用债	44.05	17.60	58.59	30.56	76.52	32.41
BBB~AA-级信用债	0.24	0.10	--	--	--	--
BBB 级以下信用债	--	--	0.53	0.28	1.06	0.45
政策性金融债、政府支持机构债券	0.18	0.07	--	--	--	--
可转换债券	--	--	8.39	4.38	12.83	5.43
地方政府债	--	--	--	--	37.13	15.73
股票	8.61	3.44	19.90	10.38	38.99	16.51
基金	39.81	15.91	15.96	8.33	28.21	11.95
其他	7.15	2.86	36.42	18.99	11.45	4.85
合计	250.24	100.00	191.72	100.00	236.10	100.00
自营权益类证券及衍生品/净资本	7.38		15.41		23.81	
自营非权益类证券及衍生品/净资本	158.99		121.96		88.38	

注：上表为母公司口径

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

资产管理业务

红塔证券由上海分公司负责开展集合资产管理业务和定向资产管理计划，控股子公司红塔基金及其下属公司深圳市红塔资产管理有限公司（以下简称“红塔资管”）负责开展专项资

产管理业务；同时，红塔证券由控股子公司红塔基金负责开展基金管理业务。2021 年，红塔证券资产管理业务实现收入 2.13 亿元，较上年末增长 142.14%，主要系红塔证券以自有资金设立并管理的纾困基金净值变化所致。

从管理规模和业务结构来看，截至2021年末，红塔证券资产管理规模较上年末略有下降至585.90亿元；红塔证券资产管理业务类型以定向资产管理计划为主，占比96.02%。截至2021年末，红塔证券证券资产管理业务均为主动管

理类业务。

截至2021年末，红塔证券资产管理业务涉及风险事件2起，涉及金额3.89亿元，涉及红塔证券自有资金0.97亿元，未计提减值损失，存在一定减值计提压力。

表 15 红塔证券资产管理业务情况表（单位：亿元、%）

项目		2019 年末		2020 年末		2021 年末	
		规模	占比	规模	占比	规模	占比
产品类型	集合	2.25	0.18	3.57	0.60	1.16	0.20
	定向	549.27	43.63	580.67	97.70	562.61	96.02
	专项	707.47	56.19	10.07	1.69	22.12	3.78
管理方式	主动管理	396.53	31.50	594.31	100.00	585.90	100.00
	被动管理	862.46	68.50	0.00	0.00	0.00	0.00
合计		1258.99	100.00	594.31	100.00	585.90	100.00

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

信用交易业务

红塔证券开展的信用交易业务包括融资融券和股票质押式回购。红塔证券注重融资融券业务风险管控，根据监管部门适当性管理新规要求不断提高融资融券业务风险管理水平。股票质押式回购业务方面，红塔证券建立了融入方资质审查制度，对融入方按照个人客户和机构客户分类进行相应的尽职调查，并建立了完整的业务审批体系。2021年，红塔证券信用交易业务收入同比下降8.54%至3.57亿元。2021年，红塔证券信用业务杠杆率²为27.07%，较上年末有所下降，整体处于很低水平。

融资融券业务方面，截至2021年末，红塔证券融资融券业务余额为14.10亿元，较上年末增长6.98%，主要得益于当年证券市场活跃度提升。2021年，红塔证券融资融券业务实现收入0.86亿

元，同比增长3.61%，主要系日均业务规模增加所致。

股票质押式回购业务方面，截至2021年末，红塔证券股票质押式回购业务规模为48.03亿元，较上年末略有增长。2021年，红塔证券股票质押式回购业务实现收入2.72亿元，同比下降27.85%，主要系月均股票质押业务规模下降所致。

截至2021年末，红塔证券股票质押式回购业务存续违约业务7笔，涉及融资余额共2.04亿元，涉及质押标的包括保力新（300116.SZ）和ST*柏龙（002776.SZ），红塔证券根据逾期信用损失模型对上述风险项目共计提减值准备1.68亿元，总计提比例82.35%，计提比例较高；红塔证券融资融券业务存续违约客户5个，涉及违约金额合计0.04亿元，已全额计提减值准备。

表 16 红塔证券信用交易类业务情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	余额	收入	余额	收入	余额	收入
融资融券	11.52	0.72	13.18	0.83	14.10	0.86
股票质押式回购	62.23	3.56	47.09	3.77	48.03	2.72
合计	73.75	4.28	60.27	4.61	62.13	3.58

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

² 信用业务杠杆率=信用业务余额/所有者权益×100%

投资银行业务

红塔证券投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，业务重点围绕承销与保荐、债券承销、财务顾问、资产证券化等业务板块，并借助股东资源优势，积极拓展和储备客户项目。截至2021年末，投资银行事业总部在册人员128人，硕士及以上学历占比74%。2021年，红塔证券投资银行业务实现收入2.21亿元，同比增长38.99%，主要系前期储备债券项目落地所致。

2021年，红塔证券积极储备保荐业务、努力拓展债券业务，重点加大在云南地区的投入；期间完成1单联合保荐科创板IPO，3单再融资业务，并完成了14只债券项目发行。

从项目储备来看，截至2021年末，红塔证券在审项目10个（含2个IPO项目和8个公司债券项目）；已拿批文未实施项目8个（含7个债券项目和1个IPO项目），项目储备情况尚可。

基金管理业务

基金管理业务方面，红塔证券相继开展了公募基金、基金专户、专项计划及合伙企业产品四类业务。红塔证券基金管理业务以稳规模、调结构、控风险为主要目标开展工作。截至2021年末，红塔证券管理公募基金16只，管理规模92.87亿元，较年初增长40.50%，主要得益于红塔证券非货币公募基金规模较快增长所致。2021年，红塔证券基金管理业务实现收入1.62亿元。

期货业务

红塔期货负责红塔证券期货业务运营，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理。截至2021年末，红塔期货注册资本及实收资本均为10.00亿元，总资产24.72亿元，净资产10.96亿元。2021年，红塔期货实现营业收入39.89亿元，实现净利润0.07亿元。

（3）红塔创新

受退出项目实现收益增加影响，2021年红

塔创新收入同比增长，但业绩受政策环境和市场环境的影响较大。

红塔创新成立于2000年，截至2021年末，红塔创新注册资本9.00亿元，公司持股比例为52.50%。红塔创新的经营范围为创业投资业务；代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。2021年，红塔创新实现投资收益5.63亿元，同比增加5.43%，主要是2021年红塔创新项目退出，实现收益较好所致。

截至2021年末，红塔创新共累计投资70个项目，累计投资额38.24亿元。截至2021年末，红塔创新已全面退出项目24个，持有项目46个，累计上市项目17家，未上市公司35家。截至2021年末，红塔创新处于调研阶段项目100个。

3. 基础产业板块

2021年，公司基础产业板块业务收入有所增长，其中2021年云南省内新冠疫情有所缓和，高速公路板块通行量及收入有所增加；水泥产业收入稳步增加；参股能源企业发展良好。

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产，同时公司参股五家能源企业，每年能为公司带来较多的投资收益。2021年，公司基础产业板块营业收入15.65亿元，同比增长12.28%。

交通业务

公司交通业务系投资经营的高速公路，共有两条，一条为昆玉高速，另一条为安晋高速，两条高速建成通车时间分别为1999年4月和2010年12月，收费经营权均为30年。

受云南省内新冠疫情缓和影响，2021年，昆玉高速车流量2404.44万辆，同比增长17.17%；实现通行收入费4.19亿元，同比增长33.47%。2021年，安晋高速车流量为1194.28万辆，同比增长32.72%；实现收入1.65亿元，同比增长42.95%。

表17 公司收费公路车流量及收入情况（单位：万辆、亿元）

项目		2019年	2020年	2021年
车流量	昆玉高速	3296.45	2052.13	2404.44
	安晋高速	922.77	899.88	1194.28

	合计	4219.22	2952.01	3598.72
收入	昆玉高速	3.93	3.14	4.19
	安晋高速	1.09	1.16	1.65
	合计	5.02	4.29	5.84

资料来源：公司提供，联合资信整理

水泥生产销售

公司水泥业务由下属子公司滇西水泥开展。滇西水泥现有1条新型干法水泥生产线，具备年产熟料225万吨、水泥300万吨的综合生产能力，其产品连续多年产销量位居滇西地区第一位。2021年，滇西水泥实现营业收入9.79亿元，同比略有增长。原材料供应方面，滇西水泥拥有青山石灰岩矿，能够确保水泥产品所需石灰石完全自给，烧碳及电力主要向云南电网有限责任公司大理供电局、湖南金易新能源有限公司、曲靖市鹏琦矿业有限责任公司、华坪县宝森工贸有限公司和攀枝花泰凯工贸有限公司购买。

销售结算方面，滇西水泥与下游客户的结算方式主要是银行转账，补充方式是银行汇票结算，按月结算都会在合同中有明确条款。滇西水泥的定价政策按基础市场、重点工程、商混站、商品熟料四个类型区别定价。

2021年，受错峰限电生产、未销售熟料以及市场原因影响，滇西水泥销量下降 8.13%至 238.98 万吨，滇西水泥生产规模为 248.39 万吨。从销售价格看，2021 年水泥价格 342.33 元/吨，较上年略有下降；2021 年，滇西水泥产销率为 96.21%，较上年下降 5.41 个百分点，主要系能耗“双控”政策阶段性停产的影响。

表18 滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
水泥	355.53	352.06	342.33
熟料	299.66	305.56	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 19 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
产量	273.67	246.64	248.39
销量	302.37	260.12	238.98
产销率	110.49	101.62	96.21

资料来源：公司提供，联合资信整理

能源产业

公司能源产业主要参股了华能澜沧江水电股份有限公司、国投云南大朝山水电有限公司、云南能投红河发电有限公司和云南省电力投资有限公司，分别持股 11.34%、30.00%、5.00%和 9.11%，能够产生较多投资收益，对公司利润形成较好补充。2021 年，公司能源产业板块实现投资收益 5.25 亿元，较上年略有增长。

4. 配套产业板块

公司配套产业板块收入有所增长。

公司配套产业板块主要涉及印刷、造纸、铝箔生产和防伪材料，另有少量业务涉及教育和

物流。其中，彩印业务由云南云成印务有限公司、云南华宁兴宁彩印有限公司、云南红塔彩印包装有限公司、玉溪环球彩印纸盒有限公司负责运营，主要开展卷烟包装盒、卷烟商标等包装材料的生产销售等业务。2021 年公司配套产业实现收入 14.00 亿元，同比增长 11.58%，对收入形成较好补充。

5. 酒店地产板块

受疫情反复以及房地产行业政策影响，2021 年，公司酒店地产板块收入有所下降，需关注未来在售项目销售情况和房地产开发情况。

公司酒店地产板块主要包括酒店运营、房

地产开发、物业管理、商业物业出租等业务，其中房地产开发、酒店运营是主要收入来源。2021年，公司酒店地产板块实现收入11.06亿元，同比下降37.21%，主要系疫情反复酒店经营受到影响和受房地产行业政策影响所致。

公司酒店板块业务共有9家酒店，由云南中维酒店管理有限责任公司负责管理。受疫情影响，2021年酒店板块实现业务收入3.63亿元，同比下降36.00%。

公司房地产开发板块业务主要由云南红塔房地产开发有限公司（以下简称“红塔地产”）、云南红河投资有限公司（以下简称“红河投资”）、昆明万兴房地产开发有限公司和云南三和房地产开发有限公司（以下简称“三和地产”）负责运营。其中三和地产已于2020年进入清算期，2021年无新增房地产开发业务。2021年，公司房地产子公司共计新增土地储备5块，均位于云南省内。截至2021年末，公司在建项目为红塔地产负责开发的“怡景尚居三期”以及红河投资负责开发的“合和·健康城一生态宜居健康社区四组团”项目，总投资额分别为3.55亿元和4.19亿元。2021年，公司房地产开发板块业务收入2.96亿元，同比下降61.10%，主要系2020年大理项目二期竣工交房，当年结转预售期内的销售收入，加之2021年主要为项目尾盘销售等综合所致。

6. 未来发展

公司战略目标明确，符合自身特点。

围绕“金控转型”发展，优化完善云南中烟“十四五”多元化产业专项规划和合和集团高质量发展体系，持续深化改革，推动金融企业之间、产融之间业务协同、资源协同，推进公司“金融+实业”协同发展，发展的总体导向是“防范风险、优化存量、瘦身强体”的“十二字”方针。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2019—2021年度合并财务报表经信永中和会计师事务所审计，均出具了无保留意见

的审计结论，2022年一季度财务报表未经审计。其中2019年的财务数据取自2020年审计报告的期初数据，2020年财务数据取自2021年审计报告的期初数据。

会计政策方面，2021年，公司采用新收入准则、新金融工具准则和新租赁准则，其中受新金融工具准则影响公司将其他流动资产科目中持有的应收账款类项目中满足“仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付”和“以收取合同现金流量为目标”重分类至债权投资科目列报；将其他流动资产科目中不符合仅对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付特征的重分类至交易性金融资产科目列报；将持有至到期投资中满足“仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付”和“以收取合同现金流量为目标”重分类至债权投资列报；将可供出售金融资产中满足“仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付”的特征且业务模式“既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标”的重分类至“其他债权投资”；将可供出售金融资产中企业持有的保本保收益理财、金梅花、上市项目、基金项目等重分类至交易性金融资产列式；将可供出售金融资产中非交易性权益工具投资重分类至其他权益工具投资列式。

合并范围方面，2019年公司合并范围新增子公司9家；2020年公司合并范围新增子公司1家；2021年公司合并范围减少3家子公司，新增1家子公司，考虑到合并范围变动的子公司规模较小，对财务数据影响有限，整体来看财务数据可比性一般。

截至2021年末，公司合并资产总额2770.11亿元，所有者权益1109.46亿元，其中归属于母公司所有者权益801.81亿元。2021年，公司实现营业总收入140.16亿元，净利润63.15亿元，其中归属于母公司所有者净利润38.24亿元，公司经营活动产生的现金流量净额22.59亿元，现金及现金等价物净增加额27.41亿元。

截至2022年3月末，公司资产总额2667.18亿元；负债总额1619.08亿元；所有者权益合计

1048.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益 746.47 亿元。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 25.31 亿元，利润总额-13.36 亿元，净利润-9.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-4.20 亿元；筹资活动前现金流量净额-21.37 亿元。

2. 合并报表财务分析

(1) 资产质量

2021 年末，受子公司业务规模增长影响，公司资产总额有所增长，资产仍以非流动资产

为主，公司资产质量较好、资产流动性尚可。2022 年 3 月末，公司资产小幅下降，受一年内到期的贷款及垫款到期影响，流动资产占比下降。

截至2021年末，公司资产总额为2770.11亿元，较上年末增长8.57%，主要系债券规模投资增加、债务工具投资增加及红塔银行发放贷款规模增加所致，其中流动资产占比为41.78%，非流动资产占比为58.22%，占比基本保持稳定。

表20 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产	1139.53	1040.57	1157.47	767.90
其中：货币资金	259.08	218.44	202.81	175.12
交易性金融资产	328.43	311.42	414.86	420.13
买入返售金融资产	135.62	164.68	89.73	52.56
一年内到期的非流动资产	197.73	244.06	317.92	0.06
其他流动资产	107.48	20.27	24.21	24.79
非流动资产	1209.24	1510.98	1612.64	1899.29
其中：发放委托贷款及垫款	141.06	194.92	230.19	564.22
可供出售金融资产	769.72	--	--	--
持有至到期投资	138.09	--	--	--
债权投资	1.13	213.15	179.53	193.36
其他债权投资	7.49	337.84	451.25	456.91
其他权益工具投资	0.30	574.57	558.52	490.36
资产总额	2348.77	2551.55	2770.11	2667.18

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

流动资产

截至2021年末，公司流动资产为1157.47亿元，较上年末增长11.23%，主要系一年内到期的贷款及垫款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比为17.52%）、交易性金融资产（占比为35.84%）、买入返售金融资产（占比为7.75%）、一年内到期的非流动资产（占比为27.47%）和其他流动资产（占比为2.09%）构成。

截至2021年末，公司货币资金为202.81亿元，较上年末下降7.16%，其中受限资金占比为30.34%，主要为法定存款准备金。受重分类影响，截至2021年末，交易性金融资产414.86亿元，较上年末增长33.22%，其中持有的债务工具投资163.12亿元、持有的基金和公募基金134.22亿元，

分别占交易性金融资产的39.32%和32.35%。2021年末公司买入返售金融资产主要是红塔证券股票质押式回购业务以及红塔银行质押式、买断式债券回购业务以及买入返售票据资产业务形成的资产，买入返售金融资产89.73亿元，较上年末下降45.51%，主要系红塔银行质押式、买断式债券回购业务以及买入返售票据资产业务规模减少所致，计提减值2.01亿元。公司一年内到期的非流动资产主要是一年内到期的贷款及垫款，截至2021年末，一年内到期的非流动资产317.92亿元，较上年末增长30.26%，累计计提贷款减值准备7.97亿元，计提比例2.51%。截至2021年末，其他流动资产为24.21亿元，较上年末增长19.43%，主要为存出保证金和公司持有的“天天

利”理财产品。

非流动资产

截至 2021 年末，公司非流动资产 1612.64 亿元，较上年末增长 6.73%，公司非流动资产主要由发放委托贷款及垫款（占比为 14.27%）、债权投资（占比为 11.13%）、其他债权投资（占比为 27.98%）和其他权益工具投资（占比为 34.63%）构成。

截至 2021 年末，公司发放委托贷款及垫款 230.19 亿元，较上年末增长 18.09%，主要系红塔银行发放贷款规模增加所致，共计提贷款损失准备 7.41 亿元，其中红塔银行企业贷款和垫款占比 83.24%。截至 2021 年末，公司其他权益工具投资 558.52 亿元，较年初略有下降，其中上市企业股权投资 550.36 亿元，占其他权益工具投资的 98.54%。受公司减少资产支持证券以及资管和信托计划投资，增加银行金融债以及地方债投资影响，截至 2021 年末，公司债权投资 179.53 亿元，较年初下降 15.77%，计提减值准备 1.90 亿元；其他债权投资 451.25 亿元，较年初增长 33.57%。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 2667.18 亿元，较上年末下降 3.72%，其中流动资产占比为 28.79%，非流动资产占比为 71.21%，流动资产占比较上年末下降 21.74 个百分点，主要系一年内到期的贷款及垫款到期所致。截至 2022 年 3 月末，公司流动资产 767.90 亿元，较上年末下降 33.66%。

资产受限情况

截至 2021 年末，公司的受限资产 164.68 亿元，主要系红塔证券及下属子公司已融出证券以及债券质押式回购交易设置质押及存放中央银行法定存款准备金，较上年末增长 21.64%，

占资产比重为 5.94%，受限资产占比较小。

（2）资本构成

所有者权益

2021 年末，公司所有者权益规模有所增长，规模很大，整体稳定性一般。受其他综合收益下降影响，截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益有所下降。

截至 2021 年末，公司所有者权益 1109.46 亿元，较上年末增长 9.11%，主要系利润留存规模增加及子公司红塔证券和红塔创新增资导致少数股东权益规模大幅增长 30.04%至 307.65 亿元所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 7.48%，资本公积占比 28.37%，其他综合收益占比 37.46%，未分配利润占比 18.69%，盈余公积占比 6.41%，占比较上年末变化不大。公司所有者权益中其他综合收益主要是可供出售金融资产公允价值变动损益和其他权益工具投资公允价值变动，占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益合计 1048.10 亿元，较上年末下降 5.53%，主要系其他综合收益中可供出售金融资产公允价值下降所致。

负债

截至 2021 年末，受金融子公司业务的进一步开展的影响，公司负债规模有所增长，负债以流动负债为主。截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末略有下降，构成变化不大。

截至 2021 年末，公司负债为 1660.65 亿元，较上年末增长 8.21%，其中流动负债占比 82.01%，非流动负债占比 17.99%，公司负债仍以流动负债为主。

表21 公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动负债	1156.75	1280.44	1361.96	1354.87
其中：短期借款	83.93	9.83	2.75	4.21
吸收存款及同业存放	802.27	971.90	1037.85	1008.92
卖出回购金融资产款	164.06	125.90	172.89	157.55
代理买卖证券款	30.04	38.73	43.45	40.68

非流动负债	249.07	254.28	298.70	264.21
其中：应付债券	75.34	89.16	143.29	157.07
递延所得税负债	100.30	109.85	107.53	89.39
其他非流动负债	71.82	50.03	40.02	10.00
负债总额	1405.82	1534.71	1660.65	1619.08

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年末，公司流动负债 1361.96 亿元，较上年末增长 6.37%，主要系红塔银行业务开展吸收的存款及同业存放增加、红塔证券质押式卖出回购业务规模增长所致；流动负债主要由短期借款、代理买卖证券款、吸收存款及同业存放款和卖出回购金融资产款构成。

截至 2021 年末，公司代理买卖证券款 43.45 亿元，较上年末增长 12.18%。截至 2021 年末，公司吸收存款和同业存放总额为 1037.85 亿元，较上年末增长 6.79%，主要系红塔银行公司客户定期存款增加所致。其中，吸收存款 711.63 亿元，占比 68.57%。截至 2021 年末，公司卖出回购金融资产卖出回购金融资产为 172.89 亿元，较上年末增长 37.32%，主要系红塔证券质押式卖出回购业务规模增长所致。

截至 2021 年末，公司非流动负债为 298.70 亿元，较上年末增长 17.47%，主要系应付债券中红塔银行发行同业存单规模增加所致，主要由应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债构成。

截至 2021 年末，公司应付债券 143.29 亿元，较上年末大幅增长 60.71%，期末红塔银行同业存单金额占比 72.10%。截至 2021 年末，公司递延所得税负债为 107.53 亿元，较上年末下降 2.11%，主要系公司母公司持有投资公允价值下降导致确认递延所得税资产减少所致。截至 2021 年末，其他非流动负债 40.02 亿元，较上年

末下降 20.01%，主要系红塔证券发行的次级债到期兑付所致。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额 1619.08 亿元，较上年末下降 2.50%，其中流动负债占比为 83.68%，占比有所提升，构成变化不大。

债务和杠杆水平

2021 年末，公司全部债务规模有所增长，结合主要并表子公司所属行业情况来看，公司整体杠杆水平适中；但债务结构以短期债务为主且规模较大，需关注其流动性管理情况。

从债务结构看，截至 2021 年末，公司全部债务 1468.48 亿元，较上年末增长 10.19%，主要系子公司红塔银行业务的进一步开展，吸收存款及同业存款规模增长，同时红塔银行发行同业存单规模增加的综合影响所致；其中短期债务³占比 94.29%，债务结构仍以短期债务为主。截至 2021 年末，短期债务规模为 1384.63 亿元，较上年末增长 10.33%，主要是红塔证券卖出回购金融资产款增加及红塔银行吸收存款规模增加所致。从债务指标看，截至 2021 年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.95%、7.03%和 56.96%，变化不大。考虑到公司合并子公司中银行和证券等高杠杆行业企业占比较大，公司杠杆水平仍处于适中水平。

截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率 60.70%，略有增长。

表22 公司债务规模及相关指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	1212.18	1332.68	1468.48	/
其中：短期债务	1125.36	1255.02	1384.63	/

³ 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+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产+一年到期的非流动负债+其他有息债务+同业存单

长期债务	86.82	77.66	83.86	/
全部债务资本化比率	56.25	56.72	56.96	/
长期债务资本化比率	8.43	7.10	7.03	/
资产负债率	59.85	60.15	59.95	60.70

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

(3) 盈利能力

2021 年，公司营业总收入和净利润规模有所增长，盈利能力较好。但公司盈利较为依赖投资收益，波动较大。2022 年 1—3 月，受公允价值变动收益和投资收益大幅下降，公司出现亏损。

公司营业总收入由主营业务收入、利息收入和手续费及佣金收入构成。2021 年，公司营业总收入 140.16 亿元，同比增长 11.46%，主要系下属金融子公司和基础产业板块收入增长所致。公司利润主要来源于投资收益。2021 年公司实现投资收益 56.02 亿元，较上年下降 6.02%，其中交易性金融资产持有期间的投资收益 12.89 亿元，占投资收益的 23.01%，主要为下属金融子公司交易性金融资产持有期间的投资收益；处置交易性金融资产取得的投资

收益 18.69 亿元，占投资收益的 33.36%，主要为下属金融子公司处置交易性金融资产取得的投资收益；其他权益工具投资持有期间的投资收益 18.28 亿元，占投资收益的 32.63%，主要为参股的上市公司带来的投资收益。公司费用总额以管理费用为主，2021 年，公司期间费用为 28.11 亿元，同比增长 5.43%，主要系管理费用增长所致。2021 年，公司实现利润总额和净利润分别为 70.67 亿元和 63.15 亿元，分别增长 23.97%和 26.47%。

从各项盈利指标来看，2021 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 51.67%、2.37%和 5.69%，较上年分别下降 2.55 个百分点、增长 0.33 个百分点和增长 0.78 个百分点。公司整体盈利能力较好。

表 23 公司盈利构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	87.58	125.75	140.16	25.31
营业成本	25.98	55.26	66.14	7.12
投资收益	47.26	59.60	56.02	5.10
利润总额	48.44	57.00	70.67	-13.36
营业利润率	68.21	54.22	51.67	/
总资产收益率	1.93	2.04	2.37	0.37
净资产收益率	4.41	4.91	5.69	-0.56
净利润	41.59	49.94	63.15	-9.78

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 25.31 亿元，同比下降 25.25%，主要系非金融业务板块营业收入减少下降所致；公司利润总额亏损 13.36 亿元，同比下降 364.16%，主要系下属金

融子公司公允价值变动收益和投资收益大幅下降所致。

从同行业对比来看，在样本选取的金融控股类企业中，公司盈利能力处于较好水平。

表 24 2021 年金融控股类企业行业财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	总资产收益率	营业利润率
湖南财信投资控股有限责任公司	8.93	2.17	16.84

中国石油集团资本股份有限公司	5.98	1.42	43.59
中粮资本控股股份有限公司	7.48	1.47	12.44
上述样本企业平均值	7.46	1.69	24.29
合和集团	5.69	2.37	51.67

资料来源：公司财务报告、公开数据，联合资信整理

(4) 子公司资本充足性

红塔银行资本充足性有所下滑，但仍属较好，红塔证券资本实力有所提升且充足性较好。

从红塔银行资本充足性指标来看，截至2021年末，红塔银行资本充足率为15.68%，一级资本充足率和核心一级资本充足率均为13.02%，均较上年有所下降，但整体红塔银行充

足性仍较好。

从红塔证券资本充足性指标来看，受股东增资的影响，截至2021年末，红塔证券净资产和净资产规模大幅增长；风险覆盖率、净资产/负债和净资产/负债均有所增长。红塔证券资本充足性指标均优于监管要求，资本充足性较好。

表 25 子公司资本充足性指标（单位：亿元、%）

红塔银行				
项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管指标
资本充足率	18.44	17.76	15.68	≥8.00
一级资本充足率	17.36	16.76	13.02	≥6.00
核心一级资本充足率	17.36	16.76	13.02	≥5.00
拨备覆盖率	274.49	370.70	491.41	≥130.00
红塔证券				
净资产	150.24	139.64	211.29	/
净资产	132.06	139.69	226.54	/
风险覆盖率	336.76	197.58	359.62	≥100.00
净资产/净资产	113.76	99.96	93.27	≥20.00
净资产/负债	53.69	77.63	139.45	≥8.00
净资产/负债	47.20	77.66	149.52	≥10.00

资料来源：公司提供及公开披露资料，联合资信整理

(5) 现金流分析

2021 年，公司经营活动和投资活动现金净流入/流出规模有所减小，筹资活动现金流转为净流入状态。2022 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额转为净流出状态，投资活动现金流量净额转为净流入状态。期末现金及现金等价物有所增长。

2021 年，公司经营活动现金流量净额下降 76.68%至 22.59 亿元，主要系红塔银行客户存款

和同业存放净增加额减少所致；2021 年，公司投资活动现金流量净额-39.62 亿元，主要系投资支付的现金大幅减少所致；2021 年，公司筹资活动现金流量净额 44.49 亿元，转为净流入状态主要系收到其他与筹资活动有关的现金大幅增长所致。2021 年，公司现金及现金等价物净增加 27.41 亿元，期末现金及现金等价物 143.74 亿元。

表 26 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流量净额	-28.35	96.85	22.59	-28.37
投资活动现金流量净额	19.27	-110.07	-39.62	7.00

筹资活动现金流量净额	90.97	-47.92	44.49	6.35
现金及现金等价物净增加额	81.90	-61.15	27.41	-15.01
期末现金及现金等价物余额	222.15	150.69	143.74	175.29

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额-28.37 亿元，转为净流出状态；投资活动现金流量净额 7.00 亿元，转为净流入状态；筹资活动现金流量净额 6.35 亿元。

3. 母公司财务分析

(1) 资产负债分析

2021 年末，母公司口径资产规模保持稳定，主要为持有的金融投资资产和子公司股权，资产质量较好，但流动性一般。截至 2022 年 3 月末，母公司口径资产规模有所下降。

截至 2021 年末，母公司口径资产总额 897.76 亿元，较上年末略有增长，公司资产主要由其他权益工具投资（占比为 62.01%）和长期股权投资（占比为 32.63%）构成。受重分类影响，截至 2021 年末，公司其他权益工具投资 556.66 亿元，主要为上市企业股权投资；截至 2021 年末，公司长期股权投资 280.92 亿元，较上年末增长 11.16%，主要是对子公司和联营企业投资规模增加所致。

截至 2022 年 3 月末，母公司口径资产总额 830.23 亿元，较上年末下降 7.52%，资产构成较上年末变化不大。

2021 年以来，受递延所得税负债下降影响，母公司负债规模小幅下降，负债结构变化不大；母公司杠杆水平低，债务负担很轻。

截至 2021 年末，母公司口径负债总额 124.19 亿元，较上年末下降 4.27%，主要是递延所得税负债规模下降所致。截至 2021 年末，母公司负债主要由应付债券（占比为 19.22%）和递延所得税负债（占比为 80.78%）构成。截至 2021 年末，母公司应付债券 23.79 亿元，较上年末下降 4.28%；递延所得税负债 99.98 亿元，较上年末下降 3.84%，主要是母公司持有投资公允价值下降确认递延税资产减少所致。截至 2021 年末，母公司口径全部债务 23.79 亿元，均为长

期债务，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均为 2.98%，债务负担很轻。

截至 2022 年 3 月末，母公司口径负债总额 107.04 亿元，较上年末下降 13.81%，主要系递延所得税负债规模下降所致；负债主要由应付债券（占比为 22.08%）和递延所得税负债（占比为 77.51%），负债构成较上年末变化不大。截至 2022 年 3 月末，母公司口径资产负债率为 12.89%，较上年末基本持平，处于较低水平。

母公司所有者权益稳定性较好。

截至 2021 年末，母公司口径所有者权益合计 773.57 亿元，较上年末略有增长。母公司口径所有者权益合计中实收资本占比 7.76%，资本公积占比 60.03%，其他综合收益占比 14.44%。考虑到公司资本公积主要是吸收合并股票增值部分所形成，所有者权益稳定性较好。

截至 2022 年 3 月末，母公司口径所有者权益合计 723.19 亿元，较上年末下降 6.51%，主要系其他综合收益大幅下降所致，构成较上年末变化不大。

母公司营业收入主要来源于投资收益，盈利能力尚可。

2021 年，母公司口径实现营业收入 0.08 亿元，同比下降 30.30%，母公司投资收益主要是投资红塔银行和滇西水泥等产生的投资收益，2021 年母公司口径实现投资收益 30.26 亿元，同比增长 30.49%，主要系子公司经营情况较好所致。2021 年母公司口径净利润 28.12 亿元，同比增长 32.46%，主要系投资收益规模增长所致。从盈利能力指标来看，2021 年，母公司口径总资产收益率和净资产收益率分别为 3.14%和 3.64%，母公司口径盈利能力尚可。

2022 年 1—3 月，母公司口径实现营业收入 7.38 万元，同比增长 84.59%；实现利润总额 0.66 亿元，同比增长 790.67%，主要系投资收益增长所致。

母公司口径现金流有所变动，但整体规模不大。

从现金流来看，母公司经营活动现金流量净额-0.85 亿元，仍为净流出状态；母公司投资活动现金流量净额 0.27 亿元，转为净流入状态；受偿还债务影响，公司筹资活动现金流量净额为-7.85 亿元，转为净流出状态。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.51 亿元；投资活动现金流动净额为 0.13 亿元；筹资活动现金流量净额为-0.42 亿元。

4. 偿债能力指标分析

公司合并口径偿债能力指标表现一般，母公司口径偿债能力指标表现较好。

从合并口径短期偿债能力指标看，截至 2021 年末，流动比率为 84.99%，经营现金流动负债比为 1.66%，现金短期债务比为 0.45 倍。从合并口径长期偿债能力指标看，2021 年公司 EBITDA⁴为 117.62 亿元，较上年增长 18.48%，主要系利润总额增加所致，其中利息支出占比 31.90%、利润总额占比 60.08%，利润总额在 EBITDA 构成中占比最大。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.14 倍，EBITDA 对利息的保障程度仍较强；全部债务/EBITDA 为 12.48 倍，长期偿债能力指标表现一般。

从母公司口径短期偿债能力指标来看，母公司债务负担较轻。2021 年，短期及长期偿债能力指标均表现较好。

表 27 公司偿债能力指标

项目		合并			母公司		
		2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	98.51	81.27	84.99	7026.22	4,340.16	8,581.57
	经营现金流动负债比（倍）	-2.45	7.56	1.66	-57.70	-21.21	-198.80
	现金短期债务比（倍）	0.52	0.42	0.45	--	--	--
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	84.65	99.28	117.62	19.63	22.08	29.31
	全部债务/EBITDA（倍）	14.32	13.42	12.48	0.76	1.13	0.81
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	2.90	3.14	24.96	25.45	26.07

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年末，公司本部共获得银行授信总额 93.00 亿元，尚未使用额度。

截至 2021 年末，公司不存在对外担保。

重大未决诉讼、仲裁方面，截至 2021 年末，公司本部无未决诉讼、仲裁事项。

十、外部支持

公司股东及实际控制人实力雄厚，公司在业务资源及资金等方面受股东及实际控制人支持力度较大。

云南中烟直接和间接持有公司 100.00% 股权，云南中烟是集卷烟生产销售、烟草物资配套供应、科研以及多元化经营等为一体的全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司，具有很强的

经营实力。云南中烟现拥有卷烟产销规模位居行业前两位的红塔集团和红云红河，以及云南中烟营销中心、云南中烟技术中心、云南烟草科学研究院、云南中烟物资（集团）有限责任公司、云南烟草教育培训中心、云南烟草国际有限公司、云南中烟特有职业（工种）职业技能鉴定站等 7 家直属单位，并参控股云南兴云投资有限公司、中维酒店等多家企业。云南中烟在资金及业务资源等方面对公司下属子公司支持力度较大，2021 年红塔证券完成增资配股，资本实力进一步提升。红塔银行在开展业务过程中与股东协同，服务于股东上下游客户。

公司实际控制人系中国烟草，成立于 1983 年 12 月，与 1984 年设立的国家烟草专卖局“一

⁴ 利息支出为营业总成本与财务费用中的利息支出合计

套机构、两块牌子”，对我国烟草行业进行集中统一管理。中国烟草行业实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制。国家烟草专卖局、中国烟草对全国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理。截至 2021 年末，中国烟草设有省级烟草专卖局（公司）33 家，地市级烟草专卖局（公司）446 家，县级烟草专卖局（分公司或营销部）2283 家；卷烟工业企业和烟机制造企业 105 个，烟叶复烤企业 56 个；各其他单位和企业 140 个；在境外投资设立卷烟工厂和配套企业 30 个；另有直属科研单位和烟机、醋纤等生产企业；产业资源丰富。公司作为中国烟草下属非烟板块运营主体，在其内部具有重要的战略地位。

级为 AAA，评级展望为稳定。

十一、债券偿还能力分析

公司主要指标对全部债务的覆盖程度一般。考虑到公司作为烟草公司旗下的多元化投资管理平台，股东支持力度较大，同时公司自身经营规模大，资产质量较好，融资渠道畅通等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

截至 2022 年 5 月末，公司母公司口径发行且存续的债券余额合计 23.31 亿元。

截至 2021 年末，公司全部债务 1468.48 亿元，所有者权益、营业总收入和经营活动现金流入未能对公司全部债务完全覆盖，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 28 公司债券偿还能力指标

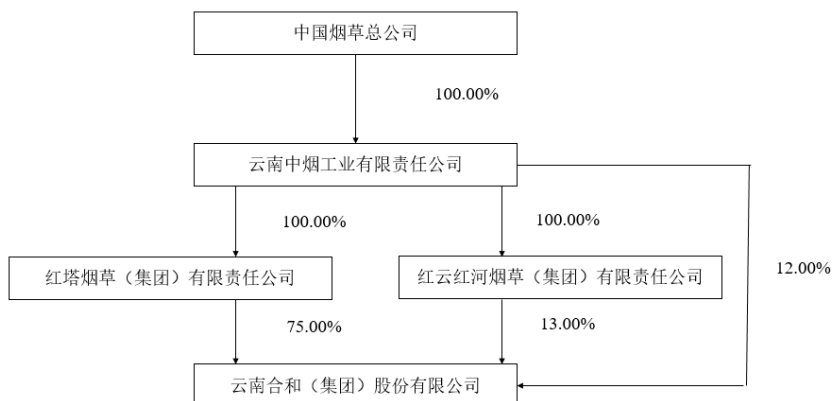
项目	2021 年
全部债务（亿元）	1468.48
所有者权益/全部债务（倍）	0.76
营业总收入/全部债务（倍）	0.10
经营活动现金流入额/全部债务（倍）	0.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

十二、结论

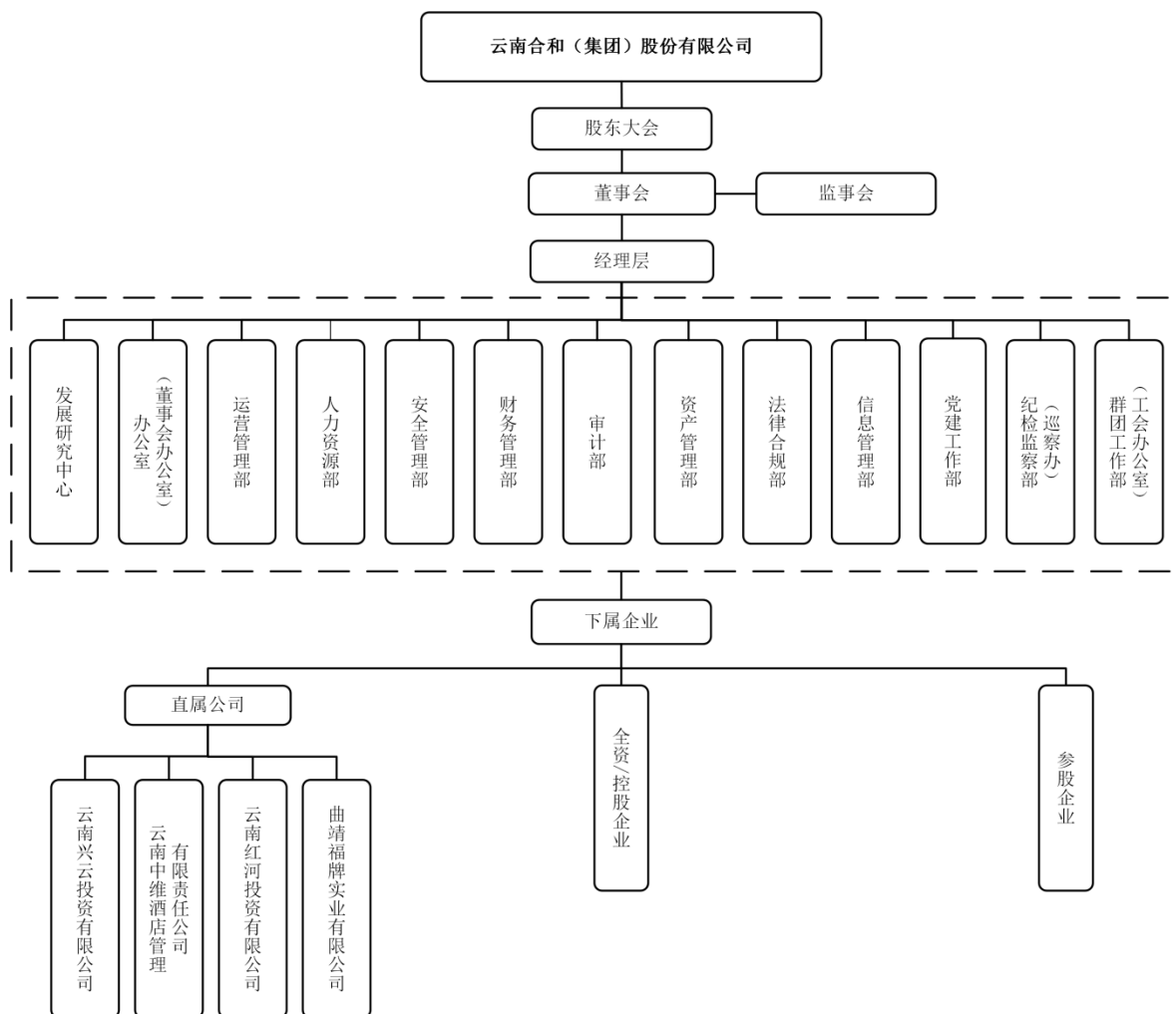
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 合和 01”“18 合和 02”“20 合和 01”的信用等

附件 1-1 截至 2021 年末云南合和（集团）股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末云南合和（集团）股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
资产总额（亿元）	2348.77	2551.55	2770.11	2667.18
所有者权益（亿元）	942.95	1016.83	1109.46	1048.10
短期债务（亿元）	1125.36	1255.02	1384.63	/
长期债务（亿元）	86.82	77.66	83.86	/
全部债务（亿元）	1212.18	1332.68	1468.48	/
营业总收入（亿元）	87.58	125.75	140.16	25.31
投资收益（亿元）	47.26	59.60	56.02	5.20
利润总额（亿元）	48.44	57.00	70.67	-13.36
EBITDA（亿元）	84.65	99.28	117.62	/
筹资前净现金流（亿元）	-9.08	-13.22	-17.03	-21.37
财务指标				
营业利润率（%）	68.21	54.22	51.67	/
总资产收益率（%）	1.93	2.04	2.37	0.37
净资产收益率（%）	4.41	4.91	5.69	-0.56
长期债务资本化比率（%）	8.43	7.10	7.03	/
全部债务资本化比率（%）	56.25	56.72	56.96	60.70
资产负债率（%）	59.85	60.15	59.95	56.68
流动比率（%）	98.51	81.27	84.99	-2.09
经营现金流负债比（倍）	-2.45	7.56	1.66	/
现金短期债务比（倍）	0.52	0.42	0.45	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.00	2.90	3.14	/
全部债务/EBITDA（倍）	14.32	13.42	12.48	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
财务数据				
资产总额（亿元）	833.45	892.23	897.76	830.23
所有者权益（亿元）	721.62	762.51	773.57	723.19
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	/
长期债务（亿元）	14.90	24.85	23.79	/
全部债务（亿元）	14.90	24.85	23.79	/
营业收入（亿元）	0.16	0.12	0.08	0.0007
投资收益（亿元）	19.45	23.19	30.26	1.28
利润总额（亿元）	18.77	21.17	28.15	0.66
EBITDA（亿元）	19.63	22.08	29.31	/
筹资前净现金流（亿元）	14.55	-33.09	-0.58	0.64
财务指标				
营业利润率（%）	81.78	69.34	36.27	/
总资产收益率（%）	2.43	2.46	3.14	0.08
净资产收益率（%）	2.57	2.78	3.64	0.09
长期债务资本化比率（%）	2.02	3.16	2.98	/
全部债务资本化比率（%）	2.02	3.16	2.98	/
资产负债率（%）	13.42	14.54	13.83	12.89
流动比率（%）	7026.22	4,340.16	8,581.57	11345.45
经营现金流动负债比（%）	-57.70	-21.21	-198.80	115.91
现金短期债务比（倍）	--	--	--	/
EBITDA 利息倍数（倍）	24.96	25.45	26.07	/
全部债务/EBITDA（倍）	0.76	1.13	0.81	/

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
盈利指标	
总资产收益率	净利润 / [(期初资产总额 + 期末资产总额) / 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%
营业利润率	营业利润 / 营业总收入 × 100% (营业总收入 = 营业收入 + 其他类金融业务收入)
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
筹资活动现金流入/短期债务	(经营活动现金流入 + 投资活动现金流入) / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 拆入资金 + 卖出回购金融资产款 + 一年内到期的非流动负债 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入利润表的利息支出 + 折旧 + 摊销 (折旧、摊销取自现金流量表补充资料)

利息支出 = 资本化利息支出 + 计入利润表的利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望及含义

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

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持