

信用等级公告

联合[2018]258 号

云南合和（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对云南合和（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

云南合和（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

云南合和（集团）股份有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月十四日

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>

云南合和（集团）股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：首期发行 8.00 亿元

债券期限：3+2 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 3 月 14 日

财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	851.40	1,103.29	1,514.86	1,578.91
所有者权益（亿元）	643.78	847.42	868.72	865.37
长期债务（亿元）	14.02	30.03	54.60	56.99
全部债务（亿元）	39.72	42.20	78.25	82.02
营业总收入（亿元）	79.42	65.01	58.55	43.20
净利润（亿元）	22.96	38.40	36.16	38.39
EBITDA（亿元）	34.35	55.70	47.11	51.60
经营性净现金流（亿元）	-2.77	-16.51	65.64	-60.34
营业利润率（%）	26.92	45.68	49.39	62.00
净资产收益率（%）	3.99	5.15	4.21	4.48
资产负债率（%）	24.39	23.19	42.65	45.19
自有资产负债率（%）	21.32	19.67	41.25	44.19
全部债务资本化比率（%）	5.81	4.74	8.26	8.66
流动比率（倍）	1.61	2.70	0.61	0.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.86	1.32	0.60	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	18.49	28.72	33.47	133.58
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.29	6.96	5.89	6.45

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告 2014 年财务数据采用公司在 2015 年根据重组划入的资产为基础编制的模拟报表；4、2017 年 1-9 月数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南合和（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”）旗下的非烟资产管理运营平台，承担着非烟资产投资与运营管理职能，业务领域涵盖金融、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备较强综合优势。随着云南中烟旗下非烟资产的重组整合，公司资产规模大幅增长、资产质量较好、债务负担低。

同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融板块，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可能给公司经营带来不利影响。

未来，随着公司战略的逐步推进，公司规模将进一步扩大，资本实力将进一步增加。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以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极低。

优势

1. 公司作为云南中烟旗下非烟资产管理运营平台，股东支持力度较大，在业务多元化发展方面具备较强综合优势。

2. 公司业务板块较为多元，其中金融板块投资已涉及证券、创投、银行等多个行业，多元化的板块结构有助于公司分散经营风险。

3. 随着云南中烟旗下非烟资产的重组整合，公司资产规模大幅增长，公司资产质量较好、债务负担较低。

关注

1. 公司旗下配套产业板块与云南中烟下属公司关联交易较多，需对此保持关注。

2. 公司投资收益对营业利润贡献较大，

公司利润实现对金融行业板块较为依赖，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可能给公司经营带来不利影响。

3. 云南中烟对旗下非烟产业的市场化改革推进力度对公司的经营有一些不确定的影响，需对此保持关注。

分析师

张 玮

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期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：

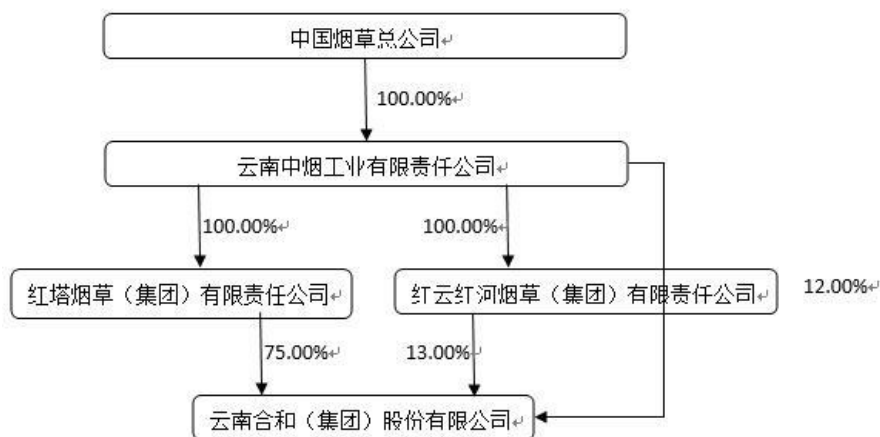


联合信用评级有限公司

一、主体概况

云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“合和集团”或“公司”）系国家烟草专卖局通过《国家烟草专卖局中国烟草总公司关于云南省卷烟工业系统多元化投资管理体制改革的批复》（国烟法[2014]408号）批准，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”）将非烟资产包括多元化投资项目股权、实物资产纳入重组整合成立的股份有限公司，于2014年12月31日经云南省工商行政管理局批准正式成立。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。公司初始注册资金10.00亿元，其中：云南中烟持股12.00%；红塔集团持股75.00%；红云红河持股13.00%。2016年1月21日，公司通过第一次临时股东大会决议，决定以公司部分资本公积50.00亿元转增实收资本，增资后，注册资本为60.00亿元。截至2017年9月末，公司实收资本为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。

图1 截至2017年9月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括实业投资、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2016年底，公司合并资产总额1,514.86亿元，负债合计646.15亿元，所有者权益868.72亿元，其中归属于母公司所有者权益663.60亿元。2016年，公司实现营业总收入58.55亿元，净利润36.16亿元，其中归属于母公司所有者净利润29.80亿元。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额65.64亿元，现金及现金等价物净增加额-17.95亿元。

截至2017年9月底，公司合并资产总额为1,578.91亿元，负债合计713.54亿元，所有者权益865.37亿元，其中归属于母公司所有者权益658.98亿元。2017年1~9月，公司实现营业总收入43.20亿元，净利润38.39亿元，其中归属于母公司所有者净利润28.12亿元。2017年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额-60.34亿元，现金及现金等价物净增加额-40.16亿元。

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：李剑波。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“云南合和（集团）股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券”，

本期债券发行总额不超过8.00亿元。本期债券期限为3+2年。本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面值100元，按面值平价发行，债券票面利率将由发行人与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于补充营运资金。

三、运营环境分析

公司核心业务包括金融（证券）业务、房地产业务、酒店管理业务和高速公路业务，公司业务主要集中于云南省内。公司经营情况受以上业务所涉行业及云南省区域经济情况影响较大。

1. 证券行业

（1）我国证券行业发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

证券市场的规模不断扩大，市场活跃度不断提高

股票市场方面，根据交易所公布的数据，截至 2017 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,485 家，股票市场总市值为 63.18 万亿元，较 2016 年底增加 13.33%，平均市盈率为 19.51 倍，较 2016 年减少 1.90 个倍数；2017 年全部 A 股成交额为 111.76 万亿元，日均成交额为 0.46 万亿元，同比减少均为 11.66%。融资融券业务规模较 2016 年有所增加。截至 2017 年底，市场融资融券余额为 1.03 万亿元，其中融资余额占比为 99.56%，融券余额占比为 0.44%。股票一级市场发行方面，2017 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.72 万亿元，同比减少 18.48%，共完成 IPO 为 438 家、增发 540 家、配股 7 家。

债券市场方面，根据 Wind 资讯统计数据，截至 2017 年底，债券余额为 70.96 万亿元，较 2016 年底增加 49.17%。债券发行方面，2017 年国内共发行各类债券 3.73 万只，发行额达 40.79 万亿元。2017 年国内债券交易总金额为 1,052.59 万亿元，其中，现券交易成交金额为 99.26 万亿元，回购交易成交金额为 874.39 万亿元，同业拆借 78.93 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2017 年全国期货市场累计成交额为 187.90 万亿元，同比下降 3.95%；其中，中国金融期货交易所的交易金额为 24.59 万亿元，占全国市场份额 13.09%，同比增长 34.98%。

多层次资本市场已初步建立并不断完善

中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国。截至 2017 年底，挂牌企业数量达 11,630 家，较 2016 年底增加 14.43%；区域性股权交易市场建设也在持续推进中。《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》（以下简称“建议”）也对构建多层次资本市场提出了新的要求，《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。未来对构建多层次资本市场可以预期的方向包括区域股权市场和新三板市场合作对接机制的设

立、新三板分层制度的完善、转板制度的出台、上交所战略新兴板的建立、区域股权市场创新（如科创板的完善）等。

金融创新产品和服务不断推出

在证券市场持续发展和监管政策推动下，金融创新产品和服务不断推出。在债券市场方面，推出了如非公开发行公司债、中小企业可交换债、绿色债券、永续期债和熊猫债等品种，丰富了债券种类，提升了审批效率；在股票市场方面，优先股、融资融券、约定购回式证券交易、股权激励行权融资、股票质押式回购、RQFII 等相继推出，进一步丰富了投资工具；在衍生品市场方面，近年来推出了股指期货、国债期货、上证 50ETF 期权和原油期货等投资品种，为投资者提供了更加多元化的风险对冲工具。

（2）证券公司发展概况

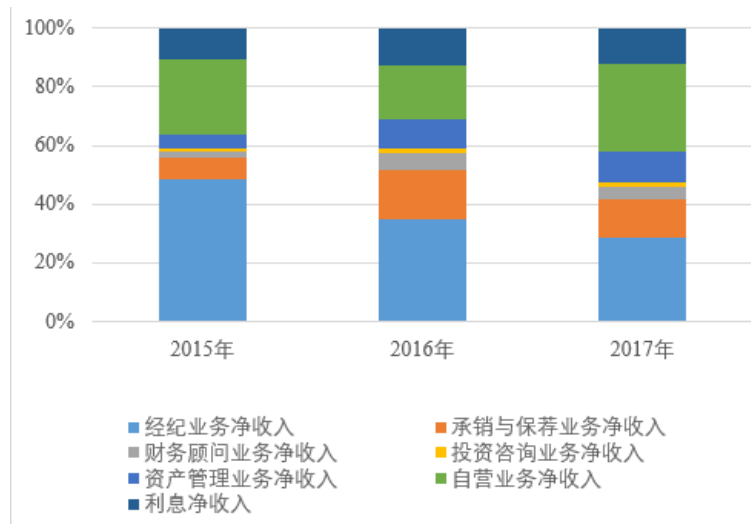
证券公司作为资本市场的主要参与者，所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥，其投行、资管、经纪、自营等各项业务能力也将得到充分发挥。中国资本市场的快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

截至 2017 年底，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年底增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年底分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。2017 年，131 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3,113.28 亿元，全年实现净利润 1,129.95 亿元，分别同比减少 5.08%和 8.47%，经营业绩明显下滑。

（3）业务分析

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是我国证券公司最主要的业务组成部分，是收入的主要来源，证券经纪业务收入占比虽不断下降，但收入占比仍保持在 28%以上。近年来，证券公司各项业务板块持续发展，但受市场行情影响较大。2015 年，受益于证券整体成交量的持续增加，行业经纪业务、自营业务均实现大幅增长，2016 年，整体行情较为低迷，经纪业务和自营业务收入下滑较大，但受益于债券市场的繁荣，承销与保荐业务收入增长较快。2017 年以来，经纪业务和投行收入占比有一定下降，自营业务和资管业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小。

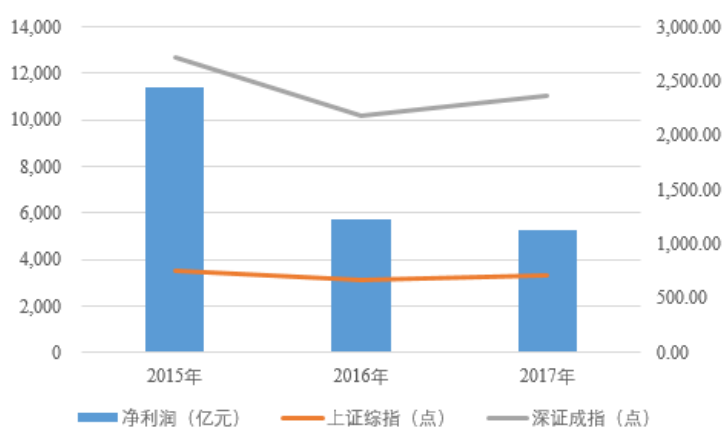
图 2 2015~2017 年我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

由于证券公司的收益水平与证券市场交易量及市场指数正相关，2016 年我国证券行业净利润随着市场指数回落而大幅下降；2017 年，市场指数小幅上升，证券公司由于竞争加剧，净利润水平仍小幅下降。

图 3 2015~2017 年证券行业净利润情况图



资料来源：中国证券业协会网站

（4）市场竞争

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2017 年上半年证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 877.72 亿元，净利润 324.27 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 61.08% 和 58.68%；截至 2017 年上半年，前十大证券公司资产总额为 3.40 万亿元，占全行业总资产的 58.58%，前十大证券公司以上指标占比均超过 50%，行业集中度较高。

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如 IB 业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面放水并因此被证监会立案调查；同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，整个行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃处理，规范者且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范 and 专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

（5）未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。

2016 年 6 月，中国证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，并于 10 月 1 日正式实施。此次修订，一方面在维持总体框架不变基础上，对不适应行业发展需要的具体规则进行调整；另一方面，结合行业发展的新形势，通过改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率、流动性监管等指标，明确逆周期调节机制等，提升风控指标的完备性和有效性，

有利于券商进一步提升风险管理能力。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风险控制等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2017年8月，证监会公布了2017年证券公司分类评价结果。根据结果，除去32家证券公司按规定与其母公司合并评价外，在参选的97家券商中，获评A类的有40家，获评B类的有48家，获评C类的有9家。与2016年相比（剔除2017年新增的华菁证券和申港证券），上调评级的有29家，维持评级的有37家，下调评级的有29家；其中，A类券商数量较2016年增加了4家，行业整体表现有所回升。但从券商个体来看，呈现出比较明显的分化态势，大型综合券商排名提升明显。而部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风险控制能力，保持了较强的监管力度。

2017年11月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》（以下简称“业务办法”），中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》（以下简称“风险管理指引”），业务办法要求作为融出方的证券公司接受单只A股股票质押数量不得超过该A股总股本30%，作为融出方的集合和定向资管计划接受单只A股股票质押数量不得超过该A股总股本15%；同时要求证券公司加强标的证券的风险管理，交易前通过制定渠道查询标的证券整体质押比例，不得导致单只股票整体质押比例超过50%。风险管理指引还根据分类评价结果细化风险控制指标要求，其中分类评价结果为A类的证券公司，自有资金参与股票质押回购交易余额不得超过公司净资本的150%；分类评价结果为B类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的100%；分类评价结果为C类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的50%。上述新规从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风险控制指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

在证监会调整风险控制指标、修订分类监管规定等举措下，体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司将不断推动业务转型

2018年，伴随着我国经济增速和结构的调整，资本市场将在强监管的背景下持续深化改革，并逐渐回归资源有效配置的本质功能。“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用，预计2018年证券市场将延续结构性行情，IPO保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。同时，2018年预计强监管的态势将会进一步延续，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理，引导行业聚焦主业发展；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，同时也对自身风控能力提出了更高的要求。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作。

从近年房地产业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的调控，导致行业景气度出现明显波动，2015年，全国房地产开发投资95,978.85亿元，同比增长1.00%，增速较上年下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。2016年，在各项去库存政策的刺激之下，房地产市场明显回暖，全年房地产开发投资102,580.61亿元，同比增长6.90%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年1~10月，全国房地产开发投资90,544.00亿元，同比增长7.80%，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地较多所致。



总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。

(2) 行业竞争

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016年，房地产行业集中度进一步提升，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为12.19%和15.94%，分别较上年提高0.88和1.32个百分点。2017年1~9月，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.40%和32.50%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.80%和20.30%。

表1 2014~2017年9月前10名与前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
前10大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.40
前20大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前10大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.80
前20大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.30

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，

较为广泛的项目区域分布可以平衡和对冲一二三线城市政策调控周期与房地产行业周期的波动；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势，商业地产的竞争也更加激烈。

（3）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。2015 年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表 2 2015 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作 ze 的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年 10 月	各地出台新一轮房地产限购性政策
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关 ze 作的通知》
2017 年 10 月	十九大明确提出坚持“房子是用来住的，不是用来炒”的定位

资料来源：联合评级搜集整理

需要注意的是，自 2016 年 3 月份开始，百城住宅价格指数则呈现明显上涨趋势，9 月环比增速达到 2.83%。在此背景下，2016 年 10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策。截至 2016 年 10 月中旬，已有 21 个城市加入限购限贷行列，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。此轮限贷限购政策重在减缓房价上涨幅度，打压投机性行为，给房地产市场降温，短期内将对房地产成交量造成一定影响。

总体看，随着我国宏观经济环境和房地产市场的不断变化，中央及地方政府不断对房地产政策作出相应调整；针对 2016 年开始我国房价大幅上涨，调控政策大幅收紧，新一轮限购政策出台，可能对未来一段时间房地产市场发展造成一定影响。

（4）未来发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少

有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

3. 酒店管理行业

（1）行业概况

酒店行业系旅游业的细分子行业。中国的旅游行业正处于高速发展的黄金时期，近年来旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，旅游行业占 GDP 的比重呈上升趋势。2016 年，国内旅游收入 3.94 万亿元，同比增长 15.2%；旅游业总收入 4.69 万亿元，同比增长 13.6%；国内旅游人数达 44.4 亿人次，同比增长 11.0%；出入境人数 2.60 亿人次，增长 4.3%。

在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，尤其是高档酒店。根据国家旅游局统计的《2016 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2016 年第四季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有 12,213 家星级饭店，其中 10,157 家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为 83.17%。2016 年第四季度，星级饭店平均房价为 341.13 元/间夜，平均出租率为 56.60%，平均房价和出租率均有所回升。酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。根据 Wind 数据显示，2017 年 1 月~11 月，平均房间最低为 357.11 元/间夜，平均房价最高为 380.00 元/间夜，平均出租率最低为 51.33%，平均出租率最高为 65.68%，平均房价及出租率波动较大。

总体看，目前中国酒店行业处于供大于求的状态，面对行业竞争，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，公务消费政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

（2）行业政策

根据《国务院关于加快发展旅游业的意见》（国发[2009] 41 号），我国要把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业的宏伟目标。国务院将旅游业定位为战略产业，表明大力发展旅游业已经成为国家战略。在旅游业发展上升到国家战略的大背景下，

酒店业也迎来新一轮的发展机遇。

根据《旅游业“十二五”发展规划》，旅游业要成为我国的战略性支柱产业，并保持高速增长。由于国家层面的政策引导，各级政府、国际资本、本民间资本积极参与到开发旅游产业当中，旅游产业的投资规模不断提升，酒店作为旅游产业链中的重要一环得以发展。

根据《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》（国发[2014]31号），加快旅游业改革发展，是适应人民群众消费升级和产业结构调整的必要要求，对于扩就业、增收入，推动中西部和贫困地区脱贫致富，促进经济平稳增长和生态环境改善意义重大，对于提高人民生活质量、培育和践行社会主义核心价值观也具有重要作用。为进一步促进旅游业改革发展，应树立科学旅游观、增强旅游发展动力、拓展旅游发展空间、优化旅游发展环境、完善旅游发展政策。该文件的出台有力地支持了旅游业和酒店业的发展壮大。

（3）未来发展

在酒店行业保持高速增长的同时，行业的市场细分越发明显，定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场，小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟，高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场，设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三星级酒店提供了可行的发展方向。在大众化市场，百元以下的廉价型经济型酒店、家庭旅馆、农家乐、汽车旅馆、青年旅馆等成为市场亮点。电子商务、网络营销、集聚开发、美食街区、火锅连锁、餐饮食品等产业模式创新加快。携程网、芒果网、去哪儿网、窝窝团等新兴网络企业不断丰富完善企业电子商务盈利模式。这些新兴业态的不断推广为酒店行业的进一步发展带来了更为广阔的空间。

4. 高速公路行业

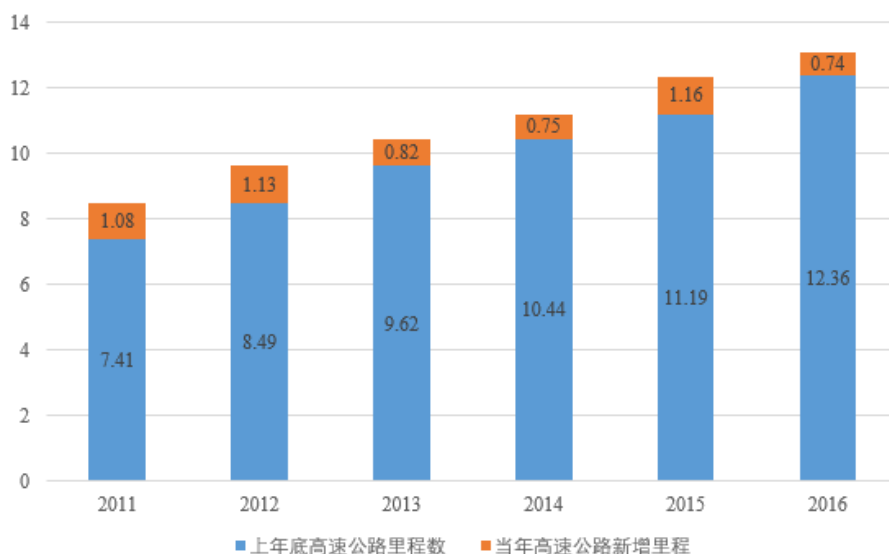
（1）行业概况

根据《中华人民共和国公路法》划分标准，高速公路是指全部控制出入、专供汽车在分隔的车道上高速行驶的公路，主要用于连接政治、经济、文化上重要的城市和地区，是国家公路干线网众的骨架，一般年平均昼夜汽车通过量 2.5 万辆以上。高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高人民生活质量以及维护国家安全有重要作用。

高速公路属于资金密集型行业，尽管从总里程看高速公路在整个公路体系中的占比不大，但其高成本的特性导致其在公路投资中的占比一直在 50%以上。根据交通运输部发布的 2016 年交通运输行业发展统计公报显示，2016 我国全年完成公路建设投资 17,975.81 亿元，比上年增长 8.90%。其中，高速公路建设完成投资 8,235.32 亿元，增长 3.6%。普通国省道建设完成投资 6,081.28 亿元，增长 14.0%。农村公路建设完成投资 3,659.20 亿元，增长 13.4%，新建农村公路 29.90 万公里。目前，中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动。

截至 2016 年底，全国公路总里程 469.63 万公里，比上年末增加 11.90 万公里；公路密度 48.92 公里/百平方公里，提高 1.24 公里/百平方公里；公路养护里程 459.00 万公里，占公路总里程 97.7%；2016 年，中国新建高速公路 0.74 万公里，2016 年底总里程突破 13.10 万公里，中国高速公路网络更加完善。

图 5 2011~2016 我国高速公路通车里程（单位：万公里）



资料来源：交通运输部，联合评级整理

（2）行业政策

随着近年来中国高速公路建设的快速发展，高速公路存在超期收费、通行费标准过高以及不合理收费的问题。2011年6月起，交通运输部开展全国收费公路专项清理工作，全面清理公路超期收费、通行费收费标准偏高等违规现象。2012年8月，国务院发布了《国务院关于批准交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》（国发[2012]37号），通知规定，春节、清明节、劳动节、国庆节四个国家法定节假日，以及当年国务院办公厅文件确定的上述法定节假日连休日期间7座及以下小型客车免收高速通行费。该通知旨在减轻民众过路负担，具有很大的社会意义。同时，免费通行政策的实施将对高速公路运营企业带来一定的负面影响，一方面，影响企业收入及利润，另一方面更加集中的车流量将造成交通拥堵，增加高速通行管理难度。2013年5月，交通运输部发布《收费公路管理条例(修正案征求意见稿)》，对高速公路期满后处理、收费标准、免费政策补偿等方面做了修订。2015年4月，交通运输部发布《关于深化公路建设管理体制改革的若干意见》，提出完善公路建设管理四项制度，即落实项目法人责任制、改革工程监理制、完善招标投标制、强化合同管理制。

（3）行业发展

2005年1月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均30分钟上高速，中部地区平均1小时上高速，西部地区平均2小时上高速，2020年高速公路总里程达到8.5万公里，连接所有人口在20万以上的城市，基本形成国家高速公路网（7918网1）。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。与此同时，交通运输部将修订国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。同时继续引导和鼓励民营、社会资本和外资进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。

目前，交通运输“十三五”发展规划编制已全面启动，是新一轮大部制改革后交通运输部

组织编制的第一个综合交通运输发展规划。“十三五”发展规划将对全面深化交通运输改革开放，激发行业发展新动力；以综合交通运输体系建设为着力点，实现交通运输协调发展；以多式联运为突破口，提升现代物流发展水平；以发展公共交通为导向，推进区域交通一体化；以信息化智能化为引领，推进交通运输现代化进程；以节能减排为抓手，推动交通运输可持续发展等方面进行研究。

总体看，“十三五”期间，中国高速公路建设发展空间仍较大。

5. 区域经济

公司大部分资产及经营业务集中在云南省内区域。根据《云南省 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年云南省全省生产总值（GDP）达 14,869.95 亿元，比上年增长 8.7%，高于全国 2.0 个百分点。其中，第一产业完成增加值 2,195.40 亿元，增长 5.6%；第二产业完成增加值 5,799.34 亿元，增长 8.9%，第三产业完成增加值 6,875.57 亿元，增长 9.5%。全省人均生产总值（GDP）达 31,265 元，比上年增长 8.0%。非公经济增加值实现 6,967.76 亿元，占全省生产总值的比重达 46.9%，比上年提高 0.3 个百分点。

工业生产方面，全年全部工业增加值 4,000.30 亿元，比上年增长 6.5%。规模以上工业增加值 3,668.28 亿元，增长 6.5%。在规模以上工业中，分门类看，采矿业增加值 328.93 亿元，增长 17.3%；制造业增加值 2,683.34 亿元，增长 5.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值 656.01 亿元，增长 4.9%。

固定资产投资方面，全年固定资产投资（不含农户）达 15,662.49 亿元，增长 19.8%。分三次产业看，第一产业投资 629.08 亿元，增长 25.8%；第二产业投资 2,850.91 亿元，下降 9.4%，其中工业投资完成 2,850.20 亿元，下降 9.4%；第三产业投资完成 12,182.50 亿元，增长 29.3%。民间固定资产投资 5,380.39 亿元，下降 4.1%，占全省固定资产投资的比重为 34.4%。基础设施投资完成 5,565.29 亿元，增长 28.9%，增速较上年提高 7.3 个百分点，占全省固定资产投资的比重达到 35.5%。

全年房地产开发投资达 2,688.34 亿元，比上年增长 0.7%，其中，商品住宅投资 1,635.38 亿元，下降 2.1%；办公楼投资 159.80 亿元，下降 1.4%；商业营业用房投资 497.36 亿元，下降 2.3%。全年商品房施工面积 20,593.19 万平方米，比上年下降 0.6%；商品房屋竣工面积 2,115.08 万平方米，下降 16.9%；商品房销售面积 3,639.75 万平方米，增长 15.7%；商品房销售额 1,917.76 亿元，增长 15.1%。

表 3 2016 年云南省主要经济指标情况（单位：%）

指标	金额	同比变动率
GDP（亿元）	14,869.95	8.7
规模以上工业增加值（亿元）	3,668.28	6.5
固定资产投资（不含农户）（亿元）	15,662.49	19.8
财政收入（亿元）	1,812.29	5.1
城镇居民人均可支配收入（元）	28,611	8.5
农村居民人均可支配收入（元）	9,020	9.4

资料来源：公开资料，联合评级整理

云南省 2016 年全年全体居民人均可支配收入 16,720 元，比上年增长 9.8%，城镇常住居民人均可支配收入 28,611 元，增长 8.5%。农村常住居民人均可支配收入 9,020 元，增长 9.4%。城镇常

住居民人均消费性支出 18,622 元,增长 5.4%。农村常住居民人均生活消费支出 7,331 元,增长 7.3%。

总体看,近年来云南省经济继续保持平稳发展,为公司经营发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。截至目前,公司资产规模已逾千亿,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,构建起金融产业、配套产业、基础产业、酒店地产的业务布局,业务构成较为多元。

从金融板块来看,公司金融板块业务布局较为齐全,控股红塔证券股份有限公司(以下简称“红塔证券”)、红塔创新投资股份有限公司(以下简称“红塔创投”)、云南红塔银行股份有限公司(以下简称“红塔银行”)等公司,并参股中国光大银行股份有限公司(以下简称“光大银行”)、国信证券股份有限公司(以下简称“国信证券”)、中国太平洋保险(集团)股份有限公司(以下简称“中国太保”)等多家金融企业,金融板块资产优良。

从基础产业板块看,公司投资运营安晋高速、昆玉高速两条高速公路,昆玉高速长达 63.99 公里,是连接昆明到玉溪的主要高速公路,2014~2016 年,昆玉高速车流量分别为 3,877.40 万辆、4,151.50 万辆和 4,375.79 万辆,实现通行费收入分别为 6.17 亿元、5.84 亿元和 6.03 亿元;2014~2016 年,安晋高速车流量分别为 629.19 万辆、589.78 万辆和 565.15 万辆,实现收入分别为 0.86 亿元、0.90 亿元和 1.06 亿元,通行费收入规模较高。公司子公司云南红塔滇西水泥股份有限公司生产规模为 300 万吨/年,产能规模较大;同时,公司基础产业板块参股多家发电企业,整体布局较为分散。

从酒店地产板块来看,截至 2017 年 9 月末,公司旗下全资、控股酒店合计 13 家。公司拟通过该酒店管理公司实现旗下酒店资源的统一整合、管理。房地产业务方面,截至 2017 年 9 月末,公司拥有土地储备 1,512.96 亩,其中大部分为城镇住宅用地,公司土地储备规模较大。

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,近年来市场较为稳定,但受烟草行业景气度持续下行影响,公司配套产业收入规模有所下降,盈利能力较低。

截至 2016 年底,公司合并资产总额 1,514.86 亿元,所有者权益 868.72 亿元。2016 年,公司实现营业总收入 58.55 亿元,净利润 36.16 亿元,公司资产和盈利规模较大。

总体看,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。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 4 名,其中总经理 1 名,副总经理 3 名,一名董事兼任总经理。

公司董事长毕凤林先生,1968 年生,历任红河卷烟厂生产部卷包车间主任、生产部部长;红河卷烟厂副厂长、党委副书记、纪委书记;庆来学校副董事长;红云红河副总裁;现任公司董事长。

公司总经理李剑波先生,1965 年生,历任红塔集团玉溪卷烟厂计统科副科长,红塔集团计统

科科长，红塔集团副总经济师、总经济师、监事会主席、副总裁；现任公司董事、总经理。

公司其他高级管理人员也已在行业内工作多年，具有丰富的行业经验。

截至 2017 年 9 月底，公司本部在岗员工 131 人，主要是管理人员，其中本科及以上学历占 81.68%，大专学历占 15.27%，中专及以下学历占 3.05%。

总体看，公司管理层行业经验丰富，员工配置合理，能够满足日常生产需要。

3. 股东背景

云南中烟直接和间接持有公司 100% 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，资产规模较大。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，并参控股云南烟草兴云投资股份有限公司、云南中维酒店管理有限责任公司等多家企业。

公司实际控制人系中国烟草总公司，成立于 1982 年 1 月，1984 年设立国家烟草专卖局，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。中国烟草总公司对我国烟草行业进行集中统一管理。目前，中国烟草总公司设有直属机构 58 个，地市级局 446 个，县级局（营销部）2,283 个，卷烟工业企业和烟机制造企业 105 个，烟叶复烤企业 56 个，其他单位和企业 140 个。

截至 2017 年 9 月底，云南中烟资产总额 2,528 亿元，负债总额 472 亿元，所有者权益合计 2,056 亿元；2017 年 1~9 月，实现营业收入 1,159 亿元，净利润 112 亿元，云南中烟产销规模大，实力雄厚。

总体看，云南中烟是全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司之一，公司股东背景雄厚，可以给予公司较强的财务和业务支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依照《中华人民共和国公司法》的相关要求，制定了较为完善的法人治理结构。公司股东大会是公司的权力机构，负责决定公司经营方针、投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等事项。

公司设立董事会，是公司的决策机构。董事会由 7 人组成，其中有 1 名职工代表，职工代表须经公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生，其他董事会成员由各股东单位按程序推荐，经股东大会选举产生；设董事长 1 人，由全体董事过半数选举产生。董事每届任期 3 年，期满后可连选连任。公司董事会负责召集股东大会会议，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、决算方案、年度薪酬分配方案、利润分配方案和弥补亏损方案以及公司增加或者减少注册资本的方案等重大事项。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人。监事会包括股东代表 2 人和公司职工代表 1 人，其中职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举

产生。监事每届任期为 3 年，任期届满，可连选连任。监事会主要负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理每届任期三年，可连聘连任。设副总经理若干名，按相关程序推荐，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，主持公司的经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案以及公司的基本管理制度等。

总体来看，公司法人治理结构较为健全，能够满足公司正常经营的需求。

2. 组织架构及管理体制

公司下设酒店地产部、基础产业部、金融资产部、配套产业部、财务管理部、纪检监察部、经济运行部、人力资源部、行政办公室和党群工作部等 10 个部门（组织架构图见附件 1），各部门职责划分明确，内部组织机构设置较合理，基本能够满足公司当前业务管理的需要。

公司根据其业务特点及管理需要，建立了预算管理、财务管理、投资管理、企业环境与职业健康管理、安全生产管理、应急管理、信息披露等各项管理制度，形成了较规范健全的控制管理体系。

预算管理方面，公司设立预算管理委员会，由公司领导和相关部门人员组成；预算管理委员会下设办公室，机构设在财务部。预算管理委员会负责审议预算方案、预算调整方案及预算考核等；组织和领导公司全面预算的编制、平衡、协调工作。公司执行“部门申报、预算办平衡、归口管理部门初审、总经理办公会审议、预算管理委员会审核、董事会审定”的年度预算运行程序，形成全方位、全过程、多层次的全面预算执行责任体系。

财务管理方面，公司在全资控股成员范围内统筹使用资金，发挥资金整体效应。同时，设立财务部统一对资金的筹措、支付、调配以及银行账户、网上银行的使用进行管理。银行账户的增开由财务部统一平衡后，经总经理办公会讨论通过后报云南中烟审批。若根据业务需要减少账户，由财务部统一平衡后报财务负责人审定。

对外担保方面，按照烟草系统管理规定，公司本部不允许对外担保，子公司超过授权额度的对外担保，需报公司本部批准。

投资管理方面，公司董事会在云南中烟的授权范围内进行投资决策，设立投资委员会，对长期股权投资项目、固定资产投资项目、产权并购投资项目及股权处置进行审议。由各职能部门负责所分管领域投资项目的初评、论证、评估、项目实施监控和项目竣工验收等工作。公司的直接投资执行“项目立项、可行性研究、评估和项目设立”的程序。公司自身的股权处置方案，由总经理办公会研究后提交董事会审议并形成相关决议，由云南中烟研究决策后按规定程序上报中国烟草总公司批准。公司的投资项目纳入年度经营计划和财务预算管理，建立风险管理和内控机制，由财务部对项目投资进行事前、事中、事后的全过程监控。投资项目的评价，遵循部门交叉互评原则，并在项目完成后，由董事会和监事会对项目进行评价。

安全生产管理方面，公司设立安全生产委员会，并明确安全生产委员会及成员、各职能部门的职责，在安全生产管理机构配备专（兼）职安全生产管理人员。安全生产委员会主任与发行人各部（室）、直属企业、全资控股企业主要负责人签订安全生产责任书，不断提升干部职工的安全生产风险意识，建立健全安全生产责任制，加大安全生产管理力度。

应急管理方面，公司设立应急管理领导小组，负责监督、检查、指导公司本部、直属企业事

故应急救援工作；应急预案编制修订；应急预案宣传教育、培训；应急准备、预案演练、评审和应急管理考评。公司本部及下属企业把应急预案演练纳入年度安全工作计划，按计划组织演练、并保持记录。不断提高员工的岗位安全意识和应急处置能力。

信息披露方面，公司要求建立健全信息披露制度，真实、准确、完整、及时地披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

公司主要通过人事控制和预算考核实现对子公司的管理。子公司人事管理方面，公司制定了《合和集团党委管理的领导干部选拔任用实施办法》，公司党委及人力资源部负责控股公司副处级以上干部的任用管理；同时，由公司党委管理的非领导职务干部的选拔任用亦参照上述办法执行。控股公司预算管理方面，公司对控股企业实行全面预算管理，公司按统一管理与分级负责相结合的原则对预算单位进行管理，公司金融资产部、配套产业部、基础产业部、酒店地产部作为公司预算归口管理部门管理所辖单位；各预算单位的所有经济活动均须纳入预算管理，以经营目标为中心，做到事前有预算、事中有控制、事后有考核及检查。

公司系重组整合而设立，成立时间不长，重组后企业的制度重建、人力制度、企业文化等均需要磨合。同时，公司作为投资管理平台，需要实现较高度度的市场化，目前公司管理制度仍主要遵循烟草系统相关规定，市场化程度不高，公司市场化进程及效果仍待持续关注。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全。公司重组后的磨合以及市场化进程仍需持续关注。

六、经营分析¹

1. 经营概况

公司整体经营规模较大，涉及金融、酒店地产、基础产业以及配套产业。2014~2016年，公司实现营业收入分别为79.42亿元、65.01亿元和58.55亿元，年均复合下降14.14%，主要系酒店地产收入下降所致；实现净利润分别为22.96亿元、38.40亿元和36.16亿元，年均复合增长25.50%，主要系公司投资收益增加所致。

从营业收入结构来看，经过逐年发展和产业结构的调整，公司核心业务板块包括金融资产板块、基础产业板块、配套板块以及酒店地产板块。近三年，公司金融资产收入占比逐年增加，占营业总收入比重分别为8.48%、24.06%和23.85%，三年实现收入复合增长率为44.08%，主要受益于2015年公司证券业务板块收入大幅增加所致；基础产业占公司营业总收入的20.00%、18.83%和28.13%，2016年占比有所增加；公司配套产业分别占营业总收入15.54%、20.50%和14.58%，占比有所波动；酒店地产板块分别占公司营业总收入54.70%、32.91%和28.57%，受宏观经济下行和地产板块结算面积波动影响，房地产板块近三年收入下降较大，导致收入占比逐年下降；公司其他业务收入占比较小，主要包括劳务、废品回收、苗木出售等业务，2014~2016年，该板块实现收入1.02亿元、2.40亿元和2.85亿元，占主营业务收入的比重为1.28%、3.70%和4.87%，占比较小。

从毛利率情况来看，近三年，公司金融资产板块毛利率处于下降趋势，2016年毛利率下降至71.23%，主要系2016年并入红塔银行导致公司利息支出增加较多所致。公司基础产业板块毛利率处于上升趋势，2016年毛利率为45.57%；公司配套产业板块近三年毛利率处于下降趋势，2016年毛利率为31.59%。2015年，公司前期开发项目逐步销售，公司酒店地产板块毛利率增幅较大；2016年毛利率下降至30.56%。近三年公司综合毛利率为30.77%、47.71%和45.49%，呈持续增长态势。

¹ 公司系2014年重组成立，本报告2014年的经营数据均以重组范围模拟统计。

表4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

行业	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金融资产	6.73	8.48	87.28	15.64	24.06	86.46	13.97	23.85	71.23	16.40	37.96	37.52
基础产业	15.88	20.00	41.41	12.24	18.83	43.41	16.47	28.13	45.57	11.13	25.76	48.17
配套产业	12.35	15.54	36.73	13.33	20.50	31.61	8.54	14.58	31.59	6.98	16.15	28.77
酒店地产	43.44	54.70	15.76	21.39	32.91	35.11	16.73	28.57	30.56	7.88	18.23	47.81
其他业务	1.02	1.28	58.96	2.40	3.70	18.90	2.85	4.87	48.25	0.82	1.89	55.73
合计	79.42	100.00	30.77	65.01	100.00	47.71	58.55	100.00	45.49	43.20	100.00	41.07

资料来源：公司提供

近年来，受益于证券行业的较好发展，公司金融资产板块发展较好，公司投资收益规模持续增长，2014~2016年，公司分别实现投资收益30.00亿元、40.52亿元和35.03亿元，年均复合增长8.05%；公司投资收益占营业利润的比重分别为91.22%、87.47%和90.40%，占比有所波动，但始终是公司营业利润的主要组成部分。2016年，公司主要投资收益来自于子公司红塔证券自营业务取得的投资收益以及子公司红塔创新投资有限公司（以下简称“红塔创新”）股权投资业务的投资收益，其中处置可供出售的金融资产取得的投资收益占比14.16%、持有可供金融资产期间取得的投资收益占比52.68%。公司投资收益受证券行业、宏观经济、参股企业经营状况等因素影响，面临一定的波动风险。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 43.20 亿元，同比增长 22.38%，主要系金融资产板块和基础产业板块收入增加所致；实现净利润 38.39 亿元，较上年同期增加 35.80%，主要系公司收到高速公路补偿款所致，公司运营平稳。

总体看，公司营业收入规模较大，收入构成以金融资产业务和基础产业板块为主，公司整体毛利率水平较好；投资收益对营业利润贡献较大，面临一定波动风险。

2. 金融资产

截至 2017 年 9 月底，公司金融资产板块包括证券、银行、创新投资业务等，其中包含 3 家控股子公司红塔证券股份有限公司、红塔创新和云南红塔银行股份有限公司（以下简称“红塔银行”），其余均为参股企业。

（1）红塔证券

公司控股子公司红塔证券成立于 2002 年 1 月 31 日，截至 2017 年 9 月底，红塔证券注册资本 32.69 亿元，公司持股 34.21%。根据 2016 年证券公司排名，红塔证券总资产行业排名 67 位，净资产行业排名 39 位，营业收入行业排名 72 位，整体看，红塔证券处于行业中下游水平。

红塔证券业务与股市波动关联度较高，受证券市场波动影响，2014~2016 年，红塔证券实现收入分别为 12.11 亿元、19.74 亿元和 9.75 亿元，复合下降 10.27%，主要系 2016 年证券市场行情影响所致，其收入来源于证券经纪业务、证券投资业务、资产管理业务、投资银行业务、信用交易业务、期货经纪业务、直接投资业务以及基金管理业务。从收入结构上来看，近三年，红塔证券以经纪业务、证券投资业务和信用交易业务为主；2016 年，证券经纪业务、投资银行业务和信用交易业务分别占红塔证券营业收入 27.18%、11.88%和 32.65%。

2017 年 1~9 月，受证券市场转冷等因素影响，红塔证券实现营业收入 8.44 亿元，同比增加 15.30%，主要系红塔证券信用交易业务有所增加所致；其他业务占比较高，主要由定期存款利息收入、证券公司救世资金等组成。

表 5 红塔证券营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	3.22	26.59	8.98	45.47	2.65	27.18	1.38	16.40
证券投资业务	5.50	45.46	4.74	23.99	0.19	1.99	0.53	6.25
资产管理业务	0.05	0.44	0.04	0.22	0.05	0.52	0.06	0.74
投资银行业务	0.28	2.31	0.88	4.45	1.16	11.88	0.73	8.69
信用交易业务	1.60	13.25	3.96	20.05	3.18	32.65	2.00	23.65
期货经纪业务	0.45	3.73	0.39	1.99	0.34	3.44	0.34	4.03
直接投资业务	0.04	0.36	0.36	1.81	0.23	2.32	0.03	0.35
基金管理业务	0.57	4.72	0.55	2.81	1.16	11.85	0.89	10.54
其他业务	0.38	3.13	-0.16	-0.80	0.80	8.17	2.48	29.35
合计	12.11	100.00	19.74	100.00	9.75	100.00	8.44	100.00

资料来源：公司提供

注：其他业务包括合并抵消项。

证券经纪业务

2014~2016 年，红塔证券经纪业务板块收入占证券业务总收入的比例分别为 26.59%、45.47%、27.18%，对收入规模贡献较大。红塔证券经纪业务以传统通道业务为主，通过加强市场营销、客户服务、手机开户等营销手段，近年来经纪业务规模大幅提升。截至 2016 年底，红塔证券共有 38 家证券营业部，其中云南省内 22 家，在云南省内具有一定的区域优势。2014~2016 年，红塔证券经纪业务总交易量分别为 3,811.48 亿元、8,634.53 亿元和 4,593.56 亿元。2014~2016 年，红塔证券经纪业务市场占有率分别为 0.22%、0.22%和 0.12%，占比较为稳定。2014~2016 年，红塔证券实现经纪业务收入 3.22 亿元、8.98 亿元和 2.65 亿元，三年复合下降率为 9.28%，受益于证券市场交易量下降影响，红塔证券经纪业务收入处于下降趋势。2017 年 1~9 月，证券市场低迷，红塔证券经纪业务收入 1.38 亿元，占去年全年证券经纪业务的 51.49%，整体处于下滑趋势。

证券投资业务

2014~2016 年，红塔证券的证券投资业务实现收入分别为 5.50 亿元、4.74 亿元和 0.19 亿元，主要由红塔证券总部和其全资子公司开展证券投资业务，收入呈大幅下降趋势，三年复合下降率为 81.41%，主要系债券投资业务收入减少所致，占红塔证券营业收入比重分别为 45.46%、23.99%和 1.99%。近三年，红塔证券股票日均占用资金处于下降趋势，2016 年红塔证券股票日均占用资金为 1.54 亿元；债券日均占用资金也处于下降趋势，2016 年债券日均占用资金达 2.12 亿元，投资收益率近三年分别为 6.70%、12.55%和 6.84%，处于波动下降趋势，受市场行情影响较大，同时红塔证券控制投资余额所致，导致证券投资业务收入大幅下降。

信用交易业务

信用交易业务受市场行情影响较大，2014~2016 年，红塔证券信用业务收入呈持续增长态势，分别为 1.60 亿元、3.96 亿元和 3.18 亿元，复合增长率为 40.98%；其中融资融券业务分别实现利息收入 1.02 亿元、2.72 亿元和 1.46 亿元，红塔证券信用交易业务以融资融券业务和股票质押回购交易业务为主。2015 年，红塔证券信用交易业务规模与市场走势高度正相关，呈现出前期增长快速、后期逐步回落的态势，但总体业务收入保持增长态势，2016 年，红塔证券信用业务规模有所下降。截至 2016 年末，红塔证券融资融券信用账户 5,667 户，较年初增加 181 户，业务规模 16.58 亿元，较年初减少 31.71%。股票质押式回购业务待回购交易金额 21.40 亿元，较年初增加 18.48%。2017 年 1~9 月，红塔证券信用交易业务实现收入 2.00 亿元，同比增加 20.63%。

投资银行业务

近年来，红塔证券投资银行业务主要加强了业务团队建设，并根据业务发展需要，推动业务模式由单一的通道型投行向集通道、服务、交易为一体的新型投行模式转变。2014~2016 年，红塔证券实现投资银行业务收入 0.28 亿元、0.88 亿元和 1.16 亿元，三年复合增长率为 103.54%。2014~2016 年，红塔证券完成 1 个首次公开发行项目的保荐及承销工作，2 个普通股非公开发行项目的保荐及承销工作、2 个普通股非公开发行项目和 1 个优先股非公开发行项目的主承销工作、5 个债券发行项目的主承销工作、7 个并购重组财务顾问项目和 16 家新三板企业推荐挂牌工作。截至 2016 年底，公司注册保荐代表人 15 人。2017 年 1~9 月红塔证券投资银行业务实现收入 0.73 亿元，同比下降 17.04%。

基金管理业务

红塔证券基金业务包括公开募集证券投资基金管理、基金销售、特定客户资产管理。截至 2016 年末，红塔基金共管理 6 支公募基金，管理资产净值合计 9.77 亿元。近三年，红塔证券基金管理业务实现收入分别为 0.57 亿元、0.55 亿元和 1.16 亿元，三年复合增长 42.66%，基金收入增加较快。

总体看，红塔证券以经纪业务、证券投资业务和信用交易业务为主要收入来源，收入处于行业中下游水平。受整体市场行情影响，红塔证券收入有所下降。

（2）红塔创新

红塔创新成立于 2000 年，截至 2017 年 9 月末，红塔创新注册资本 6.00 亿元，公司持股比例 57.50%。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。

红塔创新投资业务主要为股权投资和 IPO 业务，主要模式为精选有核心竞争力和上市潜力的中小企业，通过资本、管理、治理和服务等方面的支持，推动企业尽快上市并择机退出，以实现投资收益，并获取下一步投资的资本。红塔创新业务流程主要为：项目选择—项目初评—部门内部项目评审—项目立项—公司项目评审会议—投资决策委员会评审（重大项目还要经过云南合和董事会批准）—洽谈投资协议—实施，决策流程中审核过程较多，能在一定程度上把握投资风险。

红塔创新以股东投入的 4.00 亿元自有资金滚动投资，截至 2016 年底，红塔创新累计投资 48 个项目，累计投资额 14.64 亿元。截至 2017 年 9 月末，红塔创新已全面退出项目 11 个，持有项目 36 个，累计上市项目 13 家，全国中小企业股权转让系统（即新三板）挂牌 5 家，未上市公司 19 家。截至 2017 年 9 月末，红塔创新储备项目共 64 个，其中调研阶段项目 60 个，上初审阶段项目 3 个，过会待实施项目 1 个。

从行业分布来看，红塔创新投资行业较为分散，涉及新型产业、媒体、医药、电子等，无产能过剩行业。截至 2017 年 9 月末，红塔创新在投项目投资金额 11.18 亿元，公允价值²44.90 亿元。从退出项目来看，红塔创新退出项目生物科技行业占三个，其余退出行业较为分散，实现退出收益 0.44 亿元。除 11 个全面退出项目外，公司每年会出售上市公司部分股份获得投资收益，截至 2017 年底，公司累计获得投资收益 31.08 亿元。

² 包括上市公司项目公允价值和非上市公司项目账面价值。

表 6 截至 2017 年 9 月底红塔创新在投项目情况（单位：万元）

项目名称	投资金额	公允价值/期末余额	行业
贵研铂业股份有限公司	707	4,761	有色金属矿采选业
深圳国电南思系统控制有限公司	1,140	1,140	电力设备
中山大学达安基因股份有限公司	98	11,253	医药制造业
深圳市大族激光科技股份有限公司	139	17,440	专用设备制造业
烟台万华超纤股份有限公司	625	-	化工
中关村兴业高科技孵化器股份有限公司	500	500	投资
烟台冰轮股份有限公司	5,130	53,595	通用设备制造业
北京慧图信息科技有限公司	939	939	软件开发
锦绣年华(北京)餐饮有限公司	1,440	-	餐饮
长城影视股份有限公司	640	6,301	广播、电视、电影和影视录音制作业
万华化学集团股份有限公司	249	20,948	化学原料和化学制品制造业
立得空间信息技术股份有限公司	2,900	2,900	空间测绘系统
万华生态板业股份有限公司	1,250	1,250	环保板材
上海卓凯电子科技有限公司	5,001	5,001	电子
青岛华仁药业股份有限公司	6,121	102,468	医药制造业
河北先河环保科技股份有限公司	166	5,880	仪器仪表制造业
北方光电股份有限公司	12,429	40,564	专用设备制造业
云南沃森生物技术股份有限公司	1,275	94,310	医药制造业
山东元利科技股份有限公司	7,000	7,000	化工
昆明理工恒达科技股份有限公司	1,680	1,680	冶金电机材料
河南三和皮革制品有限公司	6,250	-	制造业
德才装饰股份有限公司	6,050	6,050	装饰，安装
东华软件股份公司	3,000	4,839	软件和信息技术服务业
青岛科瑞新型环保材料有限公司	6,000	6,000	环保材料
乳山华信食品有限公司	8,000	8,000	食品加工
广州诗尼曼家居有限公司	4,000	4,000	家具制造
北京煜邦电力技术股份有限公司	6,000	6,000	电能计量技术、电量计费系统
明珠电气股份有限公司	3,525	3,525	研发制造输变电设备
吉林新亚强生物化工有限公司	3,210	3,210	生物化工
昆山尤尼康工业技术有限公司	1,350	1,350	节能环保新能源
吉林新亚强生物化工有限公司	2,000	2,000	生物化工
苏州世名科技股份有限公司	1,000	13,226	计算机软件开发
北京普来福环境技术开发有限公司	1,250	1,250	五金交电,建材
昆山锐芯微电子有限公司	2,000	2,000	集成电路芯片研发
天津惠德汽车进气系统股份有限公司	2,850	2,850	汽车配件
深圳市万佳安物联科技股份有限公司	5,880	5,880	计算机、通信和其他电子设备制造业
合计	111,794	448,110	-

资料来源：公司提供

表 7 截至 2017 年 9 月底红塔创新退出项目情况（单位：万元，年）

项目名称	投资金额	退出金额	行业	投资收益	投资期限
山东登海种业股份有限公司	100	1,846	农业	1,746	7
上海杰隆生物工程股份有限公司	324	478	生物制品	154	9
山东正达科技有限公司	400	400	医药	0	0.5

杭州宏华数码科技股份有限公司	100	450	科技	350	6
深圳托特技术开发公司	20	20	批发、零售	0	4
深圳路安特沥青高新技术有限公司	1,123	815	建筑	-308	15
云南中科胚胎工程生物技术有限公司	280	297	生物化工	17	11
云南云大基因工程有限公司	250	112	生物	-138	8
开封特耐股份有限公司	2,871	3983	耐火材料	1,112	5
贵州华邦保险经纪有限公司	600	720	保险	120	3
成都融创置地有限公司	5,000	5,953	房地产	953	1
中电传媒股份有限公司	2,000	2,369	传媒	369	3
合计	13,068	17,443	-	4,375	--

资料来源：公司提供。

2014~2016 年，红塔创新分别实现投资收益 2.82 亿元、10.53 亿元和 0.35 亿元，三年年均复合下降 64.77%，2015 年红塔创新处置部分上市公司股票投资收益增加较多；2016 年投资收益下降较多，主要系市场行情影响，红塔创新减少退出项目所致。红塔创新从事股权投资行业受政策环境和市场环境的影响较大，存在较大的波动风险。

总体看，红塔创新投资业务项目丰富，但其业绩受政策环境和市场环境的影响较大，业绩实现存在较大波动风险。

（3）红塔银行

红塔银行前身为玉溪市商业银行股份有限公司，2015 年 12 月中国银监会云南监管局批复同意其更名为云南红塔银行股份有限公司，截至 2017 年 9 月末，红塔银行注册资本 59.98 亿元，公司持股比例 19.99%，2016 年 7 月，公司将红塔银行纳入合并报表范围。截至 2017 年 9 月末，红塔银行下辖 4 家分行及 34 家营业网点，84 家自助服务区，业务主要辐射云南省内。红塔银行客户结构以公司客户为主，同时也在大力拓展个人客户业务。截至 2016 年末，红塔银行资产总额 616.41 亿元，较年初增加 102.77%，各项存款余额（不含财政）358.48 亿元，较年初增加 110.65%，主要系红塔银行部分存款来源于集团企业支持增加所致。近三年，红塔银行资本充足率分别为 14.71%、54.09%、24.18%，资本充足率处于波动上升，主要系公司理财业务增加较快纳入表内测算所致，资本充足率处于较高水平。

2014~2016 年，红塔银行实现营业收入分别为 11.52 亿元、14.65 亿元和 20.05 亿元，三年复合增长率为 31.93%，主要系公司银行业务收入增加较多所致。从收入构成上来看，红塔银行资金业务主要收入来源，近三年占营业收入比重分别为 56.08%、61.23%和 49.73%，占比处于波动下降趋势，公司银行业务占比分别为 35.24%、31.71%和 42.44%，占比处于波动上升趋势。2016 年实现利润总额 4.23 亿元，同比增加 31.37%。

表 8 红塔银行分板块营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
公司银行业务	4.06	35.24	4.65	31.71	8.47	42.24
个人银行业务	0.64	5.56	0.73	4.98	1.57	7.83
资金业务	6.46	56.08	8.97	61.23	9.97	49.73
其他	0.36	3.13	0.3	2.05	0.05	0.25
合计	11.52	100.00	14.65	100.00	20.05	100.00

资料来源：公司提供

2014~2016年末,红塔银行公司贷款总额处于增长趋势,分别为67.73亿元、82.47亿元和176.90亿元,三年复合增长率61.61%,主要系2015年红塔银行引入优质股东带动存款增加,因此导致放贷规模大幅增加;截至2017年9月末,红塔银行公司贷款总额(含贴现和贸易融资)188.59亿元,占贷款总额的86.68%,红塔银行公司银行业务公司贷款制造业行业占比最大,比重达25.09%。近三年红塔银行不良贷款率0.99%、2.14%和1.69%,处于上升趋势。2015年红塔银行不良率较高,主要系2014年经济下行压力较大,信贷资产质量下降所致;2016年由于贷款规模增加和对不良资产的转让,不良贷款率有所下降。

从红塔银行个人银行业务来看,近三年个人贷款总额处于增长趋势,分别为16.08亿元、22.63亿元和23.87亿元,三年复合增长率21.84%,截至2017年9月末,个人贷款余额28.99亿元,占贷款总额13.32%。近三年红塔银行理财产品规模处于增长趋势,分别为14.57亿元、25.11亿元和64.12亿元,三年复合增长109.78%。截至2017年9月,理财产品76.94亿元,较年初增加20.00%。

总体看,公司金融资产板块已经形成了以证券、银行、股权投资业务为核心的业务模式,金融资产板块布局稳定推进,综合实力不断增强。

3. 基础产业板块

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。2014~2016年,公司基础产业板块营业收入分别为15.88亿元、12.24亿元和16.47亿元,呈波动下降态势,年均复合下降7.73%,主要系交通业务、水泥业务收入下降所致,2017年1~9月,公司基础产业板块实现营业收入11.13亿元,占2016年全年基础产业板块收入67.58%。

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。

昆玉高速公路线路全长86.342公里,起点为昆明鸣泉村,终点为玉溪高仓,双向6车道,路基宽度为11.75米,路面结构为15cm厚级配碎石+38~42cm厚沥青混凝土混合料AC-20I中面层+3cm厚沥青混凝土混合料AK-13A,总投资26.00亿元,平均每公里造价为3,011.00万元。自2017年4月,云南省人民政府《关于昆玉高速公路鸣泉收费站外迁后新增和取消部分收费站的批复》,正式明确昆玉高速公路收费公里数,取消收费里程22.36公里,计费里程调整为63.99公里。

安晋高速是昆明外绕城高速公路中的西南段,起于安宁市桃花村,止于晋宁县余家海。全线共设置海谷、小海口、中新、古城、昆阳5个匝道收费站。全线采用双向六车道高速公路标准设计,设计速度为100.00公里/小时,路基宽度为33.5米,路线全长38.557公里,投资总额为31.27亿,平均每公里造价8,110.07万元。

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。截至2017年9月底,公司投资经营的公路情况如下表所示:

表9 截至2017年9月末公司投资经营的公路情况 (单位:公里,座,%)

项目	里程数	收费站数量	收费时间		股权状况	持股比例
			起始	结束		
昆玉高速	63.99	9	1999.4	2029.4	控股	50.00
安晋高速	38.56	5	2010.12	2040.12	控股	82.00
合计	102.05	19		--	--	--

资料来源:公司提供

近年来，昆玉高速车流量持续增长，2014~2016年，昆玉高速车流量分别为3,877.40万辆、4,151.50万辆和4,375.79万辆，实现通行费收入分别为6.17亿元、5.84亿元和6.03亿元，其中2015年较上年下降5.71%，主要系车辆通行里程有所下降所致。2017年1~9月实现收入4.35亿元，占到上年收入的71.97%，昆玉高速通行量逐年增加，预计未来收入较为稳定。

安晋高速建成时间晚，投资大，收入相对较少。近年来，安晋高速车流量明显低于昆玉高速，近三年车流量分别为629.19万辆、589.78万辆和565.15万辆，其收入呈现持续增长趋势，2014~2016年实现收入分别为0.86亿元、0.90亿元和1.06亿元，三年复合增长率11.08%，主要系2015年8月昆明市上调了高速公路收费标准所致。2017年1~9月实现收入0.79亿元，占到上年收入74.19%。

结算方式上，公司公路收费分为现金和非现金两种方式，其中安晋高速现金收入由各收费站点将收取的通行费汇集到收费管理中心财务后，协作银行上门到各收费管理所收款，并将所收款项存入管理公司指定账户；非现金收入由联网管理中心直接划拨至公司指定账户，而昆玉高速主要通过现金收费和ETC收费结算结合的方式。

表10 公司收费公路车流量及收入情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
车流量（单位：万辆）				
昆玉高速	3,877.40	4,151.50	4,375.79	4,388.73
安晋高速	629.19	589.78	565.15	517.16
合计	4,506.59	4,741.28	4,940.94	4,905.89
收入（单位：万元）				
昆玉高速	61,694.17	58,443.23	60,323.87	43,467.56
安晋高速	8,577.00	9,028.44	10,582.47	7,851.01
合计	70,271.17	67,471.67	70,906.34	51,318.57

资料来源：公司提供

总体看，近年来两条高速公路为公司贡献收入较为稳定，但易受国家调整收费价格标准而影响收入。

水泥生产销售

公司水泥业务由下属子公司云南红塔滇西水泥股份有限公司（以下简称“滇西水泥”）开展。滇西水泥现有四条新型干法水泥生产线，具备年产熟料200万吨、水泥240万吨的综合生产能力，其产品连续多年产销量位居滇西地区第一位。近年来滇西水泥先后参与了功果桥水电站、龙开口水电站、鲁地拉水电站、大丽高速、大瑞高速等重点建设工程，目前滇西水泥又承接了龙江特大桥、保腾高速公路、龙瑞高速公路、大华桥水电站、黄登水电站等重点工程项目水泥供应。2014~2016年，滇西水泥营业收入为6.96亿元、5.42亿元和6.44亿元，三年复合下降3.81%。

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，烧碱及电力主要向曲靖市鹏鼎矿业有限责任公司、湖南泰峰电力能源有限公司、华坪县宝森工贸有限责任公司、永胜县汇能煤业有限公司购买。2016年，滇西水泥前五大供应商采购额为2.63亿元，占比63.41%，前5大供应商集中度较高。

表11 2016年滇西水泥前五名供应商采购情况（单位：万元，%）

供应商	采购额	比重
曲靖市鹏鼎矿业有限责任公司	10,734.85	25.87
云南电网有限公司大理供电局	9,036.20	21.78
永胜县汇能煤业有限公司	2,421.85	5.84

永平云海石膏厂	2,110.42	5.09
云南竣建建材有限公司	2,005.45	4.83
合计	26,308.77	63.41

资料来源：公司提供

从近年来产销情况看，滇西水泥年生产规模保持在200万吨以上，2015年受整体水泥行业不景气影响所致销售规模有所下降，2016年销量有所回升，达244.41万吨。从近年来销售价格看，受水泥行业景气度下行影响，滇西水泥的水泥产品销售价格有所波动，2016年水泥价格有所上涨，达263.57元/吨。滇西水泥产销率超过100%，主要系销量包括水泥和水泥半成品所致。

表12 公司滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
水泥	294.45	260.45	263.57	320.07
熟料	211.05	200.26	213.71	264.77

资料来源：公司提供

表13 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产量	217.56	190.41	222.60	184.05
销量	241.22	210.84	244.41	189.31
产销率	110.88	110.73	109.80	102.86

资料来源：公司提供

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。2016年，滇西水泥向前五大客户销售金额1.60亿元，占销售额的21.23%，集中度尚可。

表14 2016年滇西水泥前五大客户销售情况（单位：万元，%）

客户名称	销售额	比重
香格里拉（校安工程）	4,751.43	6.30
陶永蓉（洱源县玉河小区保障性住房工程）	3765.2	4.99
大理雄诏实业有限公司	2,942.76	3.90
云南公投建设集团有限公司建材工贸分公司(大永高速一标)	2,275.9	3.02
普洱交投商业贸易有限公司	2,275.55	3.02
合计	16,010.84	21.23

资料来源：公司提供

总体看，滇西水泥的水泥产量近年来受宏观经济下行影响较大，处于波动上升趋势，水泥价格2016年有所上升，但整体收入有所下降。

能源产业

公司能源产业共计有5家参股企业，均为电力能源企业，投资金额达50.85亿元。近几年，公司参股的能源产业营业收入有所增加，但发电价格有小幅下滑，其中云南大唐国际红河发电有限责任公司、云南阳宗海发电有限公司和云南省电力投资有限公司三家企业均处于亏损状态。公司主要能源参股企业为华能澜沧江水电有限公司（以下简称“华能澜沧江”），已进入快速成长期。截至2017年9月末，华能澜沧江已投产电站总装机容量为1,737.38万千瓦，其中水电装机容量1,737.38万千瓦，风电装机13.50万千瓦，光伏电站装机容量10万千瓦。华能澜沧江电力销售业务收入和利润主要来源于水电销售。2014~2016年，华能澜沧江的营业收入分别为156.08亿

元、129.61 亿元和 115.52 亿元，主要系受用电需求减少及电价下降等因素影响所致，其中华能澜沧江电力销售业务收入占比分别为 99.96%、99.85%和 99.78%。随着华能澜沧江后续新电站、新机组陆续投产发电，公司参股能源企业营业收入、盈利能力有望增长。

总体看，公司参股能源产业随着华能澜沧江后续新电站、新机组陆续投产发电，公司参股能源企业营业收入、盈利能力有望增长。

4. 配套产业板块

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。

彩印

云南云成印务有限公司（以下简称“云成印务”）、云南华宁兴宁彩印有限公司（以下简称“兴宁彩印”）、云南红塔彩印包装有限公司（以下简称“红塔彩印”）、玉溪环球彩印纸盒有限公司（以下简称“环球彩印”）主要进行卷烟包装盒、卷烟商标等包装材料的生产销售，其中云成印务生产的卷烟包装包括红梅、云烟、红河和红塔山四大类，商标主要为云烟和红河；兴宁彩印主要为红塔烟草（集团）有限责任公司提供产品，产品种类为玉溪软小盒、红梅软顺商标；红塔彩印和环球彩印主要为红塔烟草（集团）有限责任公司提供产品，其中红塔彩印产品种类为玉溪、红塔山、红梅条盒、翻盖和商标，环球彩印产品种类为红塔山（软经典）条盒、红塔山（硬国际 100）小盒、玉溪（软）条盒和红塔山（软经典 100、软经典、硬经典 150、硬经典）、玉溪（软、硬）及红山茶（软）商标。

原材料采购方面，2016年，云成印务向前五大供应商采购金额占到总采购金额的85.43%，集中度很高，结算上采用先货后款的方式，结算周期在1~2个月，通过银行转账的方式结算，采购价格参考市场价格确定；兴宁彩印原材料采购集中在5~8家公司，集中度极高，采购价格通过公开招标、询价、竞争性谈判等确定；2016年，红塔彩印向前五大供应商采购金额占到总采购金额的51.50%，供应商集中度较高，结算方式以电汇为主，结算周期一般为3个月以内，采用市场价格定价机制；环球彩印原材料采购集中在5家公司，供应商集中度极高，结算周期为2~3个月，主要采用现金结算，结算价格通过市场价格或招标、询价确定。2017年1~9月，云成印务前五大供应商采购额明显下降，受烟草行业下行影响较大。

表15 云成印务、兴宁彩印、红塔彩印、环球彩印前五名供应商采购情况（单位：万元，%）

期间	供应商名称	采购金额	占比
云成印务			
2016 年	福建泰兴特纸有限公司	4,869.57	52.96
	云南德新纸业有限公司	990.55	10.77
	昆明奥格丰商贸有限公司	903.56	9.83
	深圳市鑫荣顺科技有限公司	761.24	8.28
	深圳市深赛尔股份有限公司	330.05	3.59
	合计	7,854.98	85.43
2017 年 1~9 月	福建泰兴特纸有限公司	585.25	21.62
	昆明奥格丰商贸有限公司	343.80	12.70
	云南德新纸业有限公司	305.87	11.30
	珠海红塔仁恒包装股份有限公司	273.93	10.12
	合计	1,670.14	61.70

兴宁彩印			
2016 年	红塔烟草（集团）有限责任公司	124.59	6.64
	云南森翔包装材料有限公司	91.82	4.89
	佛州市三水金包装材料有限公司	1,443.15	76.86
	云南彩丰油墨有限公司	16.38	0.87
	金光纸业(昆明)有限公司	201.75	10.74
	合计	1,877.69	100.00
2017 年 1~9 月	云南晨鸣纸业集团有限公司	72.17	24.11
	佛州市三水金包装材料有限公司	84.34	28.18
	云南彩丰油墨有限公司	10.41	3.48
	云南森翔包装材料有限公司	43.07	14.39
	惠来县云河包装材料有限公司	89.32	29.84
	合计	299.31	100.00
红塔彩印			
2016 年	云南深汇包装材料有限公司	2,372.65	18.76
	珠海红塔仁恒包装股份有限公司	1,801.51	14.24
	河南万顺包装材料有限公司	1,111.61	8.79
	珠海市云丰行贸易有限公司	710.70	5.62
	金光纸业（昆明）有限公司	517.41	4.09
	合计	6,513.88	51.50
2017 年 1~9 月	云南深汇包装材料有限公司	3,242.72	37.30
	珠海红塔仁恒包装股份有限公司	1,384.72	15.93
	金光纸业（昆明）有限公司	588.98	6.77
	珠海市云丰行贸易有限公司	419.22	4.82
	云南森翔包装材料有限公司	398.87	4.59
	合计	6,034.51	69.41
环球彩印			
2016 年	惠来县云河包装材料有限公司	917.23	32.36
	广州豪路镭射科技有限公司	628.89	22.18
	金光纸业(昆明)有限公司	611.72	21.58
	珠海红塔仁恒包装股份有限公司	430.26	15.18
	云南森翔包装材料有限公司	246.55	8.70
	合计	2,834.65	100.00
2017 年 1~9 月	惠来县云河包装材料有限公司	1,222.03	63.01
	云南森翔包装材料有限公司	242.81	12.52
	珠海红塔仁恒包装股份有限公司	225.24	11.62
	珠海华丰纸业有限公司	145.65	7.51
	云南精工制版有限公司	103.54	5.34
	合计	1,939.27	100.00

数据来源：公司提供

生产和销售方面，近年来云成印务、兴宁彩印、红塔彩印产量和销量呈现下滑趋势，环球彩印产量和销量则有所增长。近年来，四家公司产销率均保持较高水平（具体详见下表），主要为对关联方销售。2014~2016年，云成印务产销率保持在90%左右，2016年，云城印务产销率为123.91%，主要系2015年，云南烟草开始大力去库存，积极拓展客户，所以配套产业也积极去库存，导致产销率出现一定程度的上升趋势。

云成印务生产的卷烟包装盒和商标销售给红云红河烟草（集团）有限责任公司和红塔烟草（集团）有限责任公司，其中，省内主要销售至曲靖、昭通和大理，销售金额占比在15%左右，省外主要销售至新疆，省外销售金额占比在85%左右。产品销售采用先货后款的方式，结算周期在2~3个月，通过银行转账的方式结算，销售价格是以招标确定的中标价格。兴宁彩印产品主要销售给红塔烟草（集团）有限责任公司，产品销售采用先货后款的方式，结算周期在2~3个月，通过银行转账或银行承兑汇票的方式结算，销售价格是以招标确定的中标价格确定。

红塔彩印产品主要销售给云南中烟物资（集团）有限责任公司和海南红塔卷烟有限责任公司，产品销售采用先货后款的方式，结算周期在3个月内，通过电汇方式结算，销售价格是以参考市场价格确定。

环球彩印产品主要销售给云南中烟物资（集团）有限责任公司，产品销售采用先货后款的方式，结算周期在3~4个月，通过现金方式结算，销售价格是以中标价格确定。

表16 云成印务、兴宁彩印、红塔彩印、环球彩印产销情况

时间	产量	销量	产销率
云成印务（单位：万箱）			
2014 年	26.51	25.98	98.00
2015 年	27.54	24.72	89.76
2016 年	19.99	24.77	123.91
2017 年~9 月	10.42	10.10	96.93
兴宁彩印（单位：万张）			
2014 年	40,567.60	31,030.90	76.49
2015 年	29,627.60	37,152.10	125.40
2016 年	29,041.00	33,336.20	114.79
2017 年 1~9 月	15,879.60	19,943.00	125.59
红塔彩印（单位：万张）			
2014 年	134,114.60	126,368.62	94.22
2015 年	120,446.69	130,195.55	108.09
2016 年	114,063.53	130,289.14	114.23
2017 年 1~9 月	63,824.26	57,267.38	89.73
环球彩印（单位：万张）			
2014 年	99,513.00	98,904.00	99.39
2015 年	93,182.00	94,639.00	101.56
2016 年	101,621.00	91,554.00	90.09
2017 年 1~9 月	68,183.00	69,737.00	102.28

数据来源：公司提供

纸业

云南红塔蓝鹰纸业有限公司（以下简称“蓝鹰纸业”）主要生产卷烟用纸及辅助用品，公司拥有两条高档卷烟用纸生产线，年生产能力为2.40万吨，每条生产线主要由碎浆、打浆、合浆、后精浆、短循环、长网造纸机抄纸、复卷、分切和成品打包等流程组成。

原材料采购方面，蓝鹰纸业原材料供应商包括境外供应商ARACRUZ、Fibria等、境内供应商佛山市禾丰生物科技有限公司等，2016年向前五大供应商采购金额比重为54.04%，前五大供应商占比较高。采购结算方面，对境外供应商采用信用证付款方式分订单批次结算；对境内供应商采用银行汇款方式结算，一般按批次结算，部分小金额零星采购按月或季度结算。采购价格以招标采购价或者询价等方式定价。

表17 蓝鹰纸业向前五名供应商采购情况（单位：万元，%）

	供应商	采购额	比重
2016 年	建水县利堰助剂有限责任公司	1,063.37	14.42
	佛山市禾丰生物科技有限公司	1,000.40	13.57
	广州市桂翔纸业有限公司	639.89	8.68
	云南叁纳贸易有限公司	578.31	7.84
	浙江中包浆纸进出口有限公司	443.26	6.01
	合计	3,725.23	50.52
2017 年 1~9 月	云南叁纳贸易有限公司	984.17	15.06
	建水县利堰助剂有限责任公司	848.25	12.98
	佛山市禾丰生物科技有限公司	799.41	12.23
	浙江中包浆纸进出口有限公司	473.75	7.25
	广州市桂翔纸业有限公司	426.30	6.52
	合计	3,531.88	54.04

资料来源：公司提供

近年来，蓝鹰纸业产销率保持在 90%以上，产品主要销售给云南中烟物资（集团）有限责任公司等五家公司，2016 年向五家公司合计销售 2.50 亿元，占到蓝鹰纸业销售额的 85.00%，占比较高，主要系关联方交易。蓝鹰纸业与下游客户主要以银行汇款方式结算，与下游客户主要以银行汇款方式结算，少部分采用银行承兑汇票方式结算；大部分客户以月或者几次发货量结算货款，销售价格为投标确定的中标价格。2017 年 1~9 月，前五大销售客户占 2016 年全年 58.00%，集中度适中，受烟草行业景气度下行因素影响，销售额有所下降。

防伪产品

云南荷乐宾防伪技术有限公司（以下简称“荷乐宾防伪”）经营范围为包装装潢及印刷品印刷，防伪产品（激光刻蚀二维码、物联网技术）的研究开发、生产，光学防伪箔的生产、销售及售前、售后服务。荷乐宾防伪主要产品为红塔烟用防伪标志。荷乐宾防伪引进德国先进设备，采用Trustseal®（鉴信）防伪技术，生产的OVD防伪标识具有易沟通、易识别、难仿冒的重要特征；公司产品（鉴鉴®光学可变图像烫印箔）被确认为云南省名牌产品。近三年产销率分别为111.70%、87.84%和107.51，处于波动下降趋势。

表18 近年来荷乐宾防伪产销情况（单位：万箱，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
产量	202.33	238.66	170.79	40.89
销量	226	209.64	183.62	80.56
产销率	111.70	87.84	107.51	197.02

资料来源：公司提供

总体看，公司配套产业板块受烟草行业下行影响较大，近年来供应商采购额有所下降，但公司配套产业板块产销率仍保持较高水平。同时，联合评价关注到公司配套产业板块业务销售主要对关联方销售，公司关联交易较多。

5. 酒店地产板块

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。2014~2016年，公司酒店地产板块实现收入分别为43.44

亿元、21.39亿元和16.73亿元，三年复合下降37.94%，处于下降趋势，主要系公司酒店产业收入下降，房地产未有新项目实现收入所致。

酒店产业

目前，公司拥有全资及控股酒店13家，腾冲红塔温泉酒店尚未建设运营；1家酒店管理公司：云南中维酒店管理有限责任公司（以下简称“中维酒店”）。2014~2016年，公司酒店业务实现收入3.85亿元、5.12亿元和4.47亿元，三年复合增长7.75%，毛利率分别为49.86%、54.30%和50.78%，处于波动下降趋势。近三年，酒店整体收入处于波动上升趋势，主要系部分酒店房价上升影响，但从各家酒店客房出租率情况来看，公司酒店客房出租率较低，且总体呈下降趋势，公司酒店产业整体运营效率偏低。

公司正通过中维酒店对下属酒店进行整合，拟通过对各酒店业务实行统一、协调管理提高管理水平。同时，截至2017年9月底，云南红塔大酒店、石林国际大酒店、昆明桂花大酒店等多家酒店均在筹备更新改造事宜，预期将会对未来一段时间内酒店出租率和收入情况带来一定程度影响。

表19 公司控股酒店情况表

序号	酒店名称	星级	实有客房（间）				客房出租率（%）				平均房价（元/每间）			
			2014	2015	2016	2017.9	2014	2015	2016	2017.9	2014	2015	2016	2017.9
1	昆明桂花大酒店	三星	181	181	181	179	52.86	49.88	53.98	52.10	203.92	205.44	231.26	252.89
2	上海红塔大酒店	五星	328	328	328	328	70.05	70.04	71.50	67.80	828	830.35	793.36	831.65
3	苏州天平大酒店	四星	277	277	277	277	37.16	36.42	38.30	40.29	267.74	246.62	246.01	264.82
4	云南红塔大酒店	四星	195	195	195	195	58.66	57.14	69.77	74.16	365.13	332.47	330.99	335.87
5	望湖宾馆	四星	152	152	152	152	61.12	55.70	62.20	60.90	414.59	387.96	403.10	370.27
6	云南金鹰大酒店	三星	158	158	158	158	34.00	34.94	45.06	48.65	168.15	172.21	142.79	120.43
7	云南天恒大酒店 ³	五星	435	435	435	435	51.22	54.75	-	26.19	545.5	520.99	-	578.57
8	大理市古榕会馆	---	61	61	61	61	71.74	78.40	72.06	71.79	560.87	594.28	576.39	602.08
9	昆明翠湖宾馆	五星	294	294	294	294	48.71	46.46	48.08	53.01	1,064	1,021	992.98	947.58
10	河口吉庆大酒店	二星	70	70	70	40	73.91	79.32	79.51	79.79	132.68	133.56	108.85	111.83
11	石林国际大酒店	四星	168	171	171	12	48.85	40.04	43.69	44.50	209.85	204.54	208.36	229.11
12	湖泉酒店	五星	824	824	824	853	53.59	50.79	47.64	56.56	552.00	521.00	421.34	491.51

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司酒店业务收入较低，处于波动增长趋势，未来随着公司不断整合酒店，经营效率有望提高。

房地产开发

公司房地产开发业务有房地产建设和配套的租赁及物业管理，主要由下属子公司云南红塔房地产开发公司、云南红河投资有限公司、昆明万兴房地产开发有限公司、云南三和房地产开发有限公司和中山市红塔物业发展有限责任公司开展。其中，云南红塔房地产开发公司具备房地产开发一级资质，云南三和房地产开发有限公司具备房地产二级资质，昆明万兴房地产开发有限公司具备房地产开发二级资质、中山市红塔物业发展有限责任公司具备房地产开发具备房地产开发三级资质、红河投资具备房地产开发四级资质。2014~2016年，公司房地产开发业务实现收入38.49亿元、14.14亿元和10.78亿元，三年复合下降47.08%，毛利润3.87亿元、3.24亿元和2.34亿元，三年复合下降22.24%，主要系房地产板块结算面积波动影响，房地产板块近三年收入下降较大。

公司土地储备较充足，现有土地储备最早在2007年取得，2014年度和2015年度，公司根据自

³云南天恒大酒店处于装修中

身发展阶段以及全国房地产市场情况，审慎控制拿地规模，有意降低土地购置规模，购地面积大幅下降。截至2017年9月末，公司拥有土地储备1,512.96亩，其中大部分为城镇住宅用地，土地性质为国有。

表 20 截至 2017 年 9 月公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开发企业	总投资	截至 2017 年 9 月已投资	计划投资额
					2018 年
1	中州阳光公寓	三和地产	1.30	0.57	0.73
2	怡景尚居	红塔地产大理分公司	27.99	10.25	1.71
合计			29.29	10.82	2.44

资料来源：公司提供

从在建项目看，公司在建项目有怡景尚居、中洲阳光公寓，总投资合计为 29.29 亿元，截至 2017 年 9 月末，公司已投资 10.82 亿元，后续尚需投资规模较大。

表 21 截至 2017 年 9 月底公司在售房地产项目情况（单位：m²，万元，元/m²，%）

项目名称	开发企业	总建筑面积	总投资	平均售价	预计总收入	销售额	销售进度
丽水雅苑	云南红塔房地产开发公司	352,654	107,410	4,430	193,503	134,426.73	85.00
山水佳园		1,430,988	390,265	3,135	458,983	419,622.97	95.92
世纪华庭		70,166	15,081	2,879.28	18,724	17,068	98.24
汇翠山庄	中山市红塔物业发展有限责任公司	507,330	94,116	2,894.15	139,870	131,276.20	93.86
湖泉和境一期	云南红河投资有限公司	33,883	10,441	5729.71	19,348	18,758.06	96.62
湖泉和境二三期		71,321	18,900	6,099.82	31,185	2,553.52	72.00
旅游小镇 B 区		103,644.72	33,837.77	3,624.63	37,567.36	2,894.6	61.00
旅游小镇 C 区		111,933	33,404	3,134.25	35,082.85	4,350.90	98.00
旅游小镇 E 区		177,441	53,314	3,273.13	8,079.01	7,650.54	99.26

资料来源：公司提供

从销售情况来看，截至2017年9月底，公司在售房地产项目共计8个，大部分销售项目销售进度在95%左右，仅丽水雅苑和湖泉和境二、三期尚余部分可售面积较多。若公司在建项目无法尽早实现预售或未能拓展后续拟建房地产开发项目，公司房地产开发未来现金流入和收入实现规模将受到较大影响。

总体看，近三年，随着公司房地产前期在建项目完工，收入处于下降趋势，在售房地产销售进度达 75%以上；在建项目尚需投资规模较大，未来资金投入较多，公司未来房地产开发板块收入存在一定不确定性。

6. 关联交易

公司相关配套产业中烟标印刷、包装盒印刷销售主要来自于烟草企业关联交易，销售客户主要是烟草系统关联企业。2014~2016年，公司配套产业销售货物或提供劳务产生的关联交易分别为 6.15 亿元和 11.67 亿元和 15.86 亿元，三年复合增长率 60.59%，分别占当年营业收入 12.37%、7.74% 和 27.09%，处于波动上升趋势，关联交易依赖较大；2014~2016 年采购货物或接受劳务产生的 3,501.66 万元、3,676.80 万元和 826.32 万元，三年复合下降 51.42%，分别占当年营业成本 0.65%、1.15% 和 0.30%，关联交易依赖较小。

总体看，公司配套产业销售对关联交易依赖较大，易受烟草行业整体景气度影响。

7. 未来发展

公司计划未来对四大专业板块新增投资 207.50 亿元，以打造金融服务全产业链为目标，做强金融资产板块；围绕国家“一带一路”战略部署和云南省“互联互通”交通网建设规划，积极参与与地方基础产业投资；对现有酒店进行维修和消防安全设施改造，改善经营条件，消除安全隐患。公司目标积极做强金融产业，做精配套产业，做实基础产业，做稳酒店地产业，适时适度参与国家战略性新兴产业投资，致力于打造公司为云南最具实力、国内最有影响力的投资管理平台。

依据公司未来投资计划，从 2017~2020 年，公司计划新增投资规模 118.00 亿元。公司未来投资计划见下表所示：

表 22 公司未来四年投资计划 （单位：亿元）

年份 项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	总计
金融产业	26.50	16.50	20.00	10.00	73.00
基础产业	20.00	8.00	7.00	--	35.00
酒店产业	5.00	3.00	1.00	1.00	10.00
合计	51.50	27.50	28.00	11.00	118.00

资料来源：公司提供

依据公司投资计划，公司未来 4 年将逐步在金融产业、基础产业和酒店产业增加投资，投资规模分别为 73.00 亿元、35.00 亿元和 10.00 亿元，整体投资规模较大。

总体看，公司定位明确，发展目标清晰，战略措施逐步实施，有助于公司增强市场竞争力。但联合评级同时也关注到公司未来计划投资规模较大，公司面临一定资金压力。

七、财务分析

公司提供的 2014~2016 年度审计报告均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年前三季度财务报表未经审计。

由于烟草专卖局于 2015 年批复相关资产转入时间确认为 2015 年 1 月 1 日，公司据此对 2015 年期初数进行了修改，考虑到数据的一致性，本报告有关 2014 年数据全部采用模拟报表数据；2015 年数据采用 2016 年初财务报告数据。从合并范围看，近三年，纳入公司合并报表范围的二级子公司变动较大，2016 年 7 月，公司通过非同一控制下吸收合并红塔银行，未对相关数据进行重述，财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,514.86 亿元，负债合计 646.15 亿元，所有者权益 868.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 663.60 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 58.55 亿元，净利润 36.16 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 29.80 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 65.64 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.95 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 1,578.91 亿元，负债合计 713.54 亿元，所有者权益 865.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 658.98 亿元。2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 43.20 亿元，净利润 38.39 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 28.12 亿元。2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额-60.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-40.16 亿元。

2. 资产质量

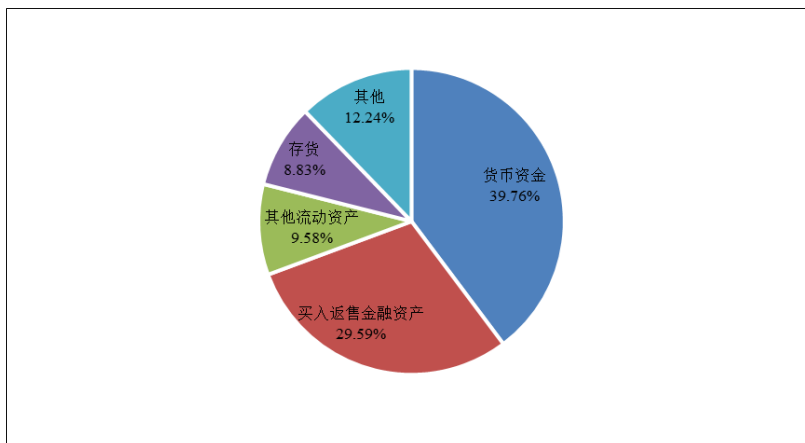
2014~2016 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 33.39%，主要系公司合并范围新增红

塔银行和权益性投资增加所致。截至2016年底，公司资产总额1,514.86亿元，其中流动资产占19.64%，非流动资产占80.36%，资产构成以非流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长32.29%，主要系货币资金增加、和公司买入返售金融资产增加所致。截至2016年底，公司流动资产合计297.52亿元，主要由货币资金（占比39.76%）、买入返售金融资产（占比29.59%）、存货（占比8.83%）和其他流动资产（占比9.58%）构成。

图 6 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告,联合评级整理

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 49.59%，货币资金中包含有红塔证券经纪业务产生的客户资金存款。截至 2015 年末，公司货币资金较年初增长 98.35%，主要是下属子公司红塔证券接受第三方增资、经纪业务增长带来的客户存款增加以及出售股票带来的货币资金的增加所致。截至 2016 年末，公司货币资金较年初增长 12.51%达 118.29 亿元（客户资金存款为 24.72 亿元），主要系参股公司国信证券分红 8.20 亿元所致，其中银行存款占 99.32%。截至 2016 年底，公司受限资金为 30.88 亿元，占比 26.11%，主要系子公司红塔银行存放在中央银行的法定存款准备金。

2014~2016 年，公司买入返售金融资产规模快速增长，年均复合增长 215.10%，主要系 2016 年红塔银行纳入合并范围，红塔银行买入返售金融资产规模较大所致。截至 2016 年底，公司买入返售金融资产合计 88.05 亿元，较年初大幅增长 231.50%。

2014~2016 年，公司存货逐年下降，年均复合下降 16.72%。截至 2016 年底，公司存货 26.28 亿元，较上年底下降 25.03%，主要系公司下属房地产公司房地产项目的完成销售并结转成本。存货构成方面，原材料、库存商品和其他（主要为土地储备和房地产项目）分别占 6.20%、34.93%和 54.98%。公司存货以实际取得成本计价，截至 2016 年底，未发生存货成本高于其可变现净值的情况，公司未对存货计提跌价准备。

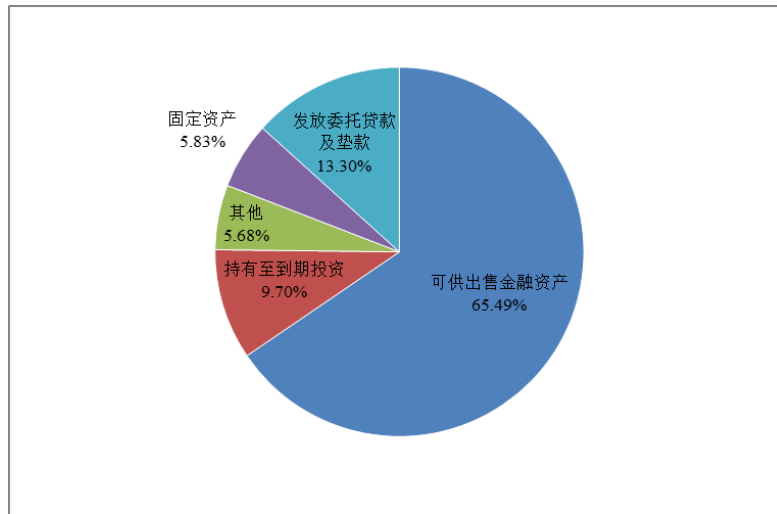
公司其他流动资产主要由融出资金构成，2014~2016 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 2.16%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 28.49 亿元，较年初减少 2.08%，主要系子公司红塔证券融资融券业务规模下降使得融出资金减少所致。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 33.66%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 1,217.34 亿元，主要由发放贷款及垫款（占比 13.30%）、可供出售金融资产（占

比 65.49%)、持有至到期投资 (占比 9.70%) 和固定资产 (占比 5.83%) 构成。

图 7 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告,联合评级整理

2016 年，受公司将红塔银行纳入合并范围的影响，公司新增发放委托贷款及垫款业务；截至 2016 年底，公司发放委托贷款及垫款 161.95 亿元；其中，个人贷款及垫款占比 14.30%，企业贷款及垫款占比 85.70%。截至 2016 年末，公司共计提贷款损失准备 4.95 亿元，占比 2.97%。

公司可供出售金融资产主要是可供出售权益工具，2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 23.53%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 681.98 亿元，较 2014 年底增长 30.53%，主要系红塔创新增加股票投资所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 797.24 亿元，较年初增长 16.90%，主要系公司本部增加债券投资所致，其中上市公司股票为 513.31 亿元，占可供出售金融资产的 64.39%。

2014~2016 年，公司持有至到期投资波动增长，年均复合增长 157.14%。截至 2016 年底，公司持有至到期投资为 118.03 亿元，较年初大幅增长 809.34%，主要系公司新增投资信托计划和资产管理计划规模较大所致。

2014~2016 年，公司固定资产持续下降，年均复合下降 4.35%。截至 2016 年底，公司固定资产价值 71.02 亿元，其中房屋建筑物占 74.94%，生产设备占 21.70%，运输工具占 1.33%，其余为辅助设备、运输工具和电子设备。截至 2016 年底，公司对固定资产累计计提折旧 71.07 亿元，固定资产成新率为 49.63%，成新率较低。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 1,578.91 亿元，较年初增长 4.23%，主要系其他非流动资产和可供出售金融资产增加所致；其中，流动资产占比 18.30%，非流动资产分别占比 81.70%，资产结构变动不大。

总体看，近年来，公司资产规模增速较快，资产结构以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金充裕，非流动资产中可供出售金融资产占比较大，可供出售金融资产中上市公司股票占比高，变现能力较强，资产整体流动性较好。

3. 负债及所有者权益

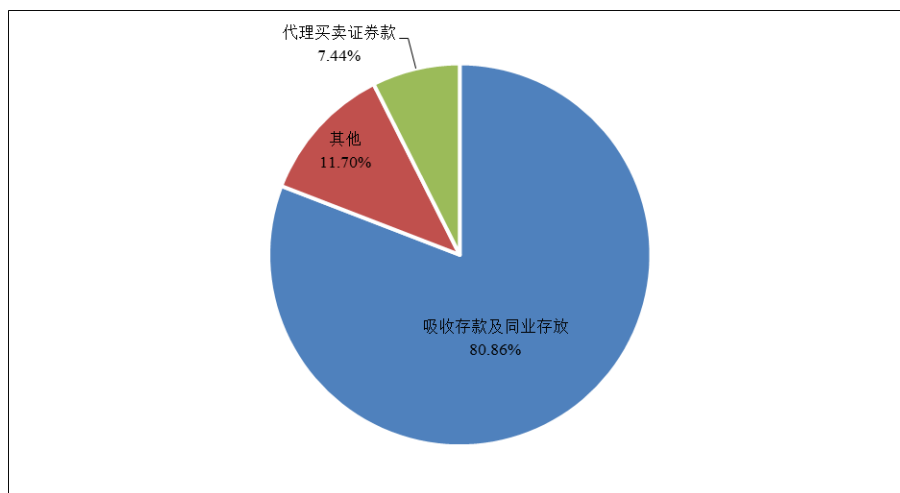
(1) 负债

2014~2016 年，公司负债逐年增长，年均复合增长 76.41%。截至 2016 年底，公司负债合计为 646.15 亿元，其中流动负债占 75.19%，非流动负债占 24.81%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 114.57%。截至 2016 年底，公司流动负债 485.83 亿元，主要由吸收存款及同业存放（占比 80.86%）和代理买卖证券款（占比 7.44%）构成。

图 8 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016 年，受公司将红塔银行纳入合并范围的影响，公司新增吸收存款和同业存放业务。截至 2016 年底，公司吸收存款和同业存放总额为 392.85 亿元；其中，吸收存款 306.61 亿元，占比 78.05%，同业存放 86.24 亿元，占比 21.95%。

受证券经纪业务发展波动的影响，2014~2016 年，公司代理买卖证券款波动增长，年均复合增长 4.40%。截至 2015 年底，公司代理买卖证券款为 48.36 亿元，较年初增长 45.86%，主要系受证券市场行情较好影响，子公司红塔证券经纪业务发展较好所致；截至 2016 年末，公司代理买卖证券款为 36.14 亿元，较年初减少 25.27%，主要系受证券市场行情低迷影响，红塔证券经纪业务发展回落所致。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 25.31%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 160.32 亿元，主要由应付债券（占比 30.77%）和递延所得税负债（占 65.01%）构成。

2014 年，公司无应付债券。截至 2015 年末，公司应付债券为 8.00 亿元，全部为 2015 年红塔证券发行的期限为两年，利率为 6.20%，总额为 8.00 亿元的收益凭证；截至 2016 年末，公司应付债券为 49.33 亿元，较年初大幅增长 516.62%，主要系红塔银行新发同业存单所致。

2014~2016 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 8.93%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 104.23 亿元，较年初减少 15.96%，主要系市场行情低迷使得公司持有的可供出售金融资产公允价值减少所致。

从债务结构看，2014~2016 年，公司有息债务规模持续增长，三年分别为 39.72 亿元、42.20 亿元和 78.25 亿元。截至 2016 年底，公司全部债务中，短期债务占比 30.23%，长期债务占比 69.77%，债务结构以长期债务为主。从债务指标看，2014~2016 年，公司资产负债率和自有资产负债率均波动增长，近三年分别为 24.39%、23.19%、42.65%和 21.32%、19.67%、41.25%；全部债务资本化比率呈波动增长态势，近三年分别为 5.81%、4.74%和 8.26%；长期债务资本化比率呈持续增长的趋势，近三年分别为 2.13%、3.42%和 5.91%，公司债务负担有所增长，但仍属较低水平。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 713.54 亿元，较年初增长 10.43%，主要系吸收存款增长

所致；其中，流动负债占比 77.50%，非流动负债占比 22.50%，公司负债仍以流动负债为主。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、自有资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率为 45.19%、44.19%、8.66%和 6.18%，公司债务负担进一步增长。

从集中兑付情况来看，截至 2017 年 9 月底，公司债务合计 82.02 亿元，其中短期债务 25.03 亿元，占比 30.52%；长期债务 56.99 亿元，占比 69.48%，长期债务中应付债券为 54.90 亿元，全部系红塔银行发行同业存单，期限皆为 1 年以内。从期限结构看，公司全部债务中 1 年以内到期债务占比较高，但由于红塔银行同业存单长期滚动发行，公司长期债务较为稳定，集中偿付压力不大，但是面临一定利率风险。同时，考虑公司债务整体规模不大，到期债务的偿付不会对公司造成实质性的压力。

总体看，近年来，公司负债规模增长较快，但债务负担仍处较低水平。

（2）所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益呈持续增长态势，年均复合增长率为 16.16%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 847.42 亿元，较年初增长 31.63%，主要系公司持有的可供出售金融资产公允价值增长导致其他综合收益大幅增长所致。截至 2016 年末，公司所有者权益合计为 868.72 亿元，较年初增长 2.51%，主要系公司合并红塔银行导致少数股东权益增加所致。截至 2016 年末，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 663.60 亿元，占所有者权益比重为 89.12%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 9.04%，资本公积占比 31.53%，其他综合收益占比 47.04%，未分配利润占比 7.86%，盈余公积占比 4.19%。公司所有者权益中其他综合收益占比较大，99.75%系可供出售金融资产公允价值变动利得，所有者权益稳定性不高。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 865.37 亿元，较年初小幅减少 0.39%，结构变化较小。

整体看，公司所有者权益规模大，但由于其他综合收益占比大，整体稳定性不高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入持续下降，年均复合减少 14.14%。2016 年，公司实现营业收入 58.55 亿元，同比下降 9.93%，主要系公司房地产开发业务收入减少所致。2014~2016 年，公司实现净利润分别为 22.96 亿元、38.40 亿元和 36.16 亿元，年均复合增长 25.49%，主要系公司营业成本逐渐减少和投资收益增加所致；其中 2014~2016 年归属母公司所有者的净利润分别为 17.22 亿元、27.36 亿元和 29.80 亿元，年均复合增长 31.57%；从利润构成看，公司利润总额主要来自于投资收益，近三年投资收益占利润总额的比分别为 109.65%、86.67%和 90.40%，公司投资收益对利润总额的贡献高。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用总额波动增长，年均复合增长 2.76%。2016 年，公司费用总额为 18.55 亿元，同比减少 8.56%，主要系 2015 年子公司云南天恒大酒店补计提固定资产折旧，同时 2016 年公司置换子公司贷款导致财务费用下降所致。

2014~2016 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 8.05%，主要系公司创投、证券自营以及股权投资实现的投资收益波动增长所致。2016 年，公司实现投资收益 35.03 亿元，同比下降 13.53%，主要系公司处置可供出售金融资产取得收益减少所致。

2014~2016 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 4.50%。2016 年，公司营业外收入为 1.73 亿元，同比增长 198.21%，主要系公司合并红塔银行时合并成本小于红塔银行可辨认净资产公允价值份额的差额所致。

从各项盈利指标来看, 2014~2016 年, 公司营业利润率持续增长, 三年分别为 26.92%、45.68% 和 49.39%, 主要系 2014 年房地产销售周期以及 2015 年红塔证券和红塔创新经营业务大幅增长所致。2014~2016 年, 公司总资产报酬率和净资产收益率受总资产和净资产规模增加影响均呈波动减少态势, 其中 2016 年两项指标分别为 3.21% 和 4.21%。整体看, 公司整体收益率水平一般。

2017 年 1~9 月, 公司实现营业总收入 43.20 亿元, 同比增长 22.38%, 主要系金融资产板块和基础产业板块收入增加; 实现净利润 38.39 亿元, 同比增长 35.80%; 公司业务运营平稳。

总体看, 伴随着公司业务的逐步整合, 公司主营业务盈利能力不断改善, 利润规模逐渐上升, 但投资收益对公司利润贡献度大, 公司利润实现存在一定不确定性。

5. 现金流

从经营活动看, 2014~2016 年, 公司经营活动现金流净额由净流出转为净流入, 分别为-2.77 亿元、-16.51 亿元和 65.64 亿元。2015 年, 公司经营活动产生的现金流入为 42.73 亿元, 同比减少 46.31%, 主要系房地产 2015 年回款规模减少、红塔证券代买卖证券款规模下降以及红塔证券回购业务净现金流出规模增大所致; 同期, 公司经营活动现金流出为 59.24 亿元, 同比减少 28.07%。2016 年, 公司经营活动产生的现金流入为 250.71 亿元, 同比大幅增长 486.69%, 主要系当期客户存款和同业存放款项大幅增长所致; 同期, 公司经营活动现金流出 185.07 亿元, 同比大幅增长 212.38%, 主要系当期发放客户贷款大幅增加所致。综合看, 公司经营活动现金流波动较大。

从投资活动看, 2014~2016 年, 公司投资活动产生的现金流净额分别为 15.55 亿元、16.79 亿元和-68.68 亿元。2015 年, 公司投资活动产生的现金流入为 57.02 亿元, 同比增长 116.72%, 主要系公司处置投资收回的现金及取得的投资收益增加所致; 同期, 公司投资活动现金流出为 40.23 亿元, 同比大幅增长 273.86%, 主要系公司增加对华能澜沧江水电有限公司投资以及红塔创新新增金融资产投资规模所致。2016 年, 受收回部分投资的影响, 公司投资活动现金流入 185.03 亿元, 同比增长 224.50%; 同期, 受红塔银行对外投资增加的影响, 公司投资活动现金流出为 253.71 亿元, 同比增长 530.67%。

从筹资活动看, 2014~2016 年, 公司筹资活动现金流净额波动较大, 分别为-35.22 亿元、41.15 亿元和-14.93 亿元。2015 年, 公司筹资活动现金流入为 68.29 亿元, 同比大幅增加 341.33%, 主要系子公司红塔证券增资扩股收到的投资增加所致; 同期, 公司筹资活动现金流出为 27.14 亿元, 同比减少 46.18%。2016 年, 公司筹资活动现金流入 59.66 亿元, 同比减少 12.64%; 同期, 公司筹资活动现金流出 74.59 亿元, 同比增长 174.82%。

2017 年 1~9 月, 公司经营活动现金流由净流入变为净流出 60.34 亿元, 主要系公司收到的客户存款减少所致; 投资活动现金净流入 58.80 亿元; 筹资活动现金流继续保持净流出状态, 为净流出 38.61 亿元。

表 23 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
经营性现金流量净额	-2.77	-16.51	65.64	-60.34
投资性现金流量净额	15.55	16.79	-68.68	58.80
筹资性现金流量净额	-35.22	41.15	-14.93	-38.61
现金及现金等价物净增加额	-22.45	41.45	-17.95	-40.16
期末现金及现金等价物余额	64.64	117.57	99.62	110.96

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理。

总体看, 近年来, 公司主要业务受市场行情影响较大, 经营性现金流波动较大, 受 2016 年客户存款和同业存放款项大幅增长影响, 经营性现金大规模流入; 近几年, 公司投资规模有所增加,

2016 年受红塔银行对外投资增加的影响，公司投资活动现金流大规模流出；公司筹资性现金流入规模较小，有一定融资需求，公司融资渠道较为畅通，整体现金流状况较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年公司流动比率分别为 1.61 倍、2.70 倍和 0.61 倍；速动比率分别为 1.25 倍、2.35 倍和 0.56 倍，2016 年流动负债大幅增长导致流动比率快速下降，公司短期偿债能力一般。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 1.52 倍、7.06 倍和 5.37 倍，公司可用现金偿付到期债务的能力强，公司现金类资产较为充裕，对短期债务的整体偿还能力强；同期，公司经营现金流由净流出转为净流入，能对流动负债形成一定的保障。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司盈利能力波动增长，EBITDA 分别为 34.35 亿元、55.70 亿元和 47.11 亿元；公司 2016 年的 EBITDA 由折旧（占 10.64%）、摊销（占 1.85%）、计入财务费用的利息支出（占 2.48%）和利润总额（占 85.04%）组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 18.49 倍、28.72 倍和 33.47 倍，呈现持续上升的趋势，对利息的保障倍数很强；2016 年末，公司 EBITDA 全部债务比为 0.60 倍，对全部债务的保障能力较好。近三年，公司资产负债率分别为 24.39%、23.19%和 42.65%，自有资产负债率分别为 21.32%、19.67%和 41.25%，负债水平较低，公司整体偿债能力极强。

整体看，公司负债水平低，盈利对债务和利息支出的保障效果好，整体偿债能力极强。

7. 过往债务履约情况和或有事项

据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10530402002168600），截至 2018 年 1 月 15 日，公司本部未与金融机构发生过信贷关系。

截至 2015 年末，公司下属三级子公司云南新兴投资有限公司以持有的云南安晋高速公路开发有限公司 82.00%的股权作为质押，借入信托贷款 9.00 亿元，该笔贷款期限为 3 年，原定 2015 年 6 月 30 日到期，后该笔贷款又展期 3 年，截至 2017 年 9 月底，该笔贷款已由公司代为偿还。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额 0.29 亿元，规模较小。

总体看，公司或有负债情况较好。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务合计 82.02 亿元。本期拟发行公司债规模为不超过 8.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度较大，对公司负债结构影响较大。

以 2017 年 9 月底财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 8.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 6.99%、9.42%和 45.47%，公司债务负担有所加重，但仍属较低水平，公司 1 年以内到期债务占比较高，本期债券期限较长，使公司债务期限结构更为合理。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 47.11 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 5.89 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较强。公司 2016 年经营性现金流为 65.64 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 8.21 倍；截至 2016 年末，公司净资产规模

为 868.72 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 108.59 倍，净资产对本期债券覆盖程度很强；同时，公司 2016 年货币资金为 118.29 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 14.79 倍，货币资金对本期债券覆盖程度很好。

综合以上分析，并考虑到公司规模较大以及股东实力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

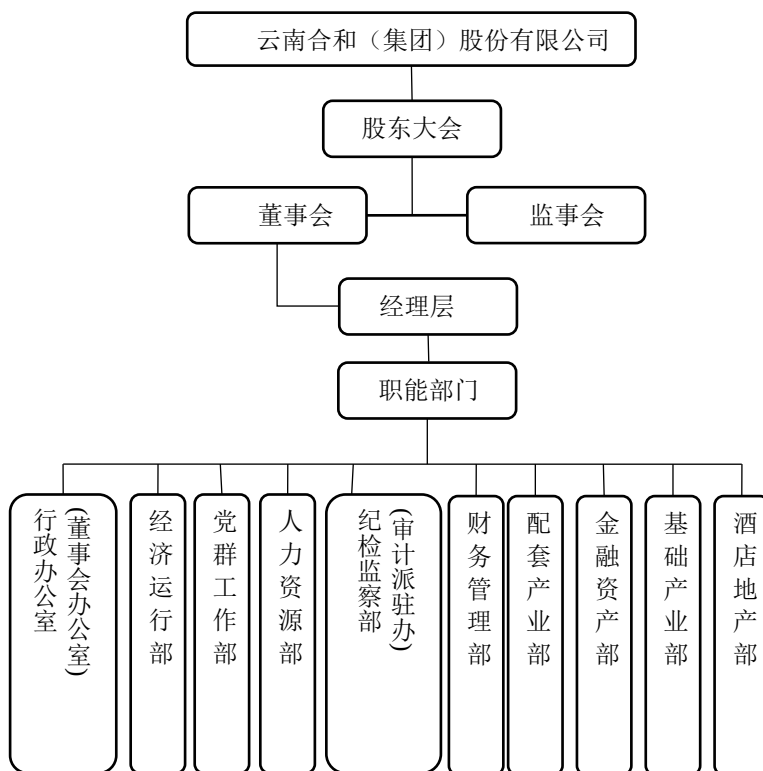
九、综合评价

云南合和（集团）股份有限公司作为云南中烟工业有限责任公司旗下的非烟资产管理运营平台，承担着非烟资产投资与运营管理职能，在股东支持、业务多元化发展等方面具备较强综合优势。随着云南中烟旗下非烟资产的重组整合，公司资产规模持续增长、资产质量较好、债务负担低。同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融板块，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可能给公司经营带来不利影响。

未来，随着公司战略的逐步推进，公司规模将进一步扩大，资本实力将进一步增加。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以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极低。

附件 1 云南合和（集团）股份有限公司 组织架构图



附件 2 云南合和（集团）股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	851.40	1,103.29	1,514.86	1,578.91
所有者权益（亿元）	643.78	847.42	868.72	865.37
短期债务（亿元）	25.70	12.17	23.66	25.03
长期债务（亿元）	14.02	30.03	54.60	56.99
全部债务（亿元）	39.72	42.20	78.25	82.02
营业收入（亿元）	79.42	65.01	58.55	43.20
净利润（亿元）	22.96	38.40	36.16	38.39
EBITDA（亿元）	34.35	55.70	47.11	51.60
经营性净现金流（亿元）	-2.77	-16.51	65.64	-60.34
应收账款周转次数（次）	17.09	13.55	11.41	-
存货周转次数（次）	1.12	0.87	0.91	1.18
总资产周转次数（次）	0.10	0.07	0.05	0.06
现金收入比率（%）	75.83	65.30	72.27	70.66
总资本收益率（%）	3.93	5.11	4.07	4.18
总资产报酬率（%）	3.83	5.19	3.21	3.57
净资产收益率（%）	3.99	5.15	4.21	4.48
主营业务毛利率（%）	25.08	34.86	36.74	-
营业利润率（%）	26.92	45.68	49.39	62.00
费用收入比（%）	22.12	31.20	31.68	32.45
资产负债率（%）	24.39	23.19	42.65	45.19
自有资产负债率（%）	21.32	19.67	41.25	44.19
全部债务资本化比率（%）	5.81	4.74	8.26	8.66
长期债务资本化比率（%）	2.13	3.42	5.91	6.18
EBITDA 利息倍数（倍）	18.49	28.72	33.47	133.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.86	1.32	0.60	0.63
流动比率（倍）	1.61	2.70	0.61	0.52
速动比率（倍）	1.25	2.35	0.56	0.48
现金短期债务比（倍）	1.52	7.06	5.37	3.78
经营现金流动负债比率（%）	-2.63	-16.43	13.51	-10.91
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.29	6.96	5.89	6.45

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	
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
偿付能力充足率	保险公司的实际资本 / 最低资本
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 / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

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

关于云南合和（集团）股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

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，在每年云南合和（集团）股份有限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。

云南合和（集团）股份有限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。云南合和（集团）股份有限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合和（集团）股份有限公司的相关状况，如发现云南合和（集团）股份有限公司或本次（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。

如云南合和（集团）股份有限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，直至云南合和（集团）股份有限公司提供相关资料。

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合和（集团）股份有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二零一八年三月十四日