跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1172 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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）股份有限公司公开发行的“18 合和 01”、“18 合和 02”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：

二零一八年六月二十二日

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
公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	期限	规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 合和 01	5（3+2）年	8.00 亿元	AAA	AAA	2018.3.14
18 合和 02	5（3+2）年	7.00 亿元	AAA	AAA	2018.4.19

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,514.76	1,847.80
所有者权益（亿元）	868.39	896.90
长期债务（亿元）	54.60	44.08
全部债务（亿元）	78.26	103.02
营业总收入（亿元）	58.55	59.66
净利润（亿元）	36.16	47.84
EBITDA（亿元）	45.94	63.07
经营性净现金流（亿元）	65.64	190.55
营业利润率（%）	66.19	79.83
净资产收益率（%）	4.22	5.42
资产负债率（%）	42.67	51.46
全部债务资本化比率（%）	8.27	10.30
流动比率（倍）	0.61	0.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.59	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	13.60	5.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.06	4.20

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；除特别说明外，均指人民币；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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。2017 年公司金融板块、基础板块收入有所增加，公司资产规模大，资产质量较好、债务负担一般，财务弹性较好。

同时，联合评级也关注到公司配套产业板块和酒店地产板块收入有所下滑；公司利润主要来自于证券、创投等金融板块，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，需对此保持关注。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“18 合和 01”、“18 合和 02”的债项信用等级为“AAA”。

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。2017 年公司金融板块、基础板块收入有所增加。

3．公司资产规模大，资产中可供出售金融资产占比较高，资产质量较好；公司债务负担一般，财务弹性较好。

关注

1．公司投资收益对营业利润贡献较大，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。

2．公司配套产业和酒店房地产产业收入有所下滑；房地产项目开发节奏放缓，对公司收入影响较大。

3．公司负债规模有所增长，债务结构以短期流动性债务为主，但公司非流动性资产占比较大，资产负债匹配程度差。

分析师

张　祎
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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

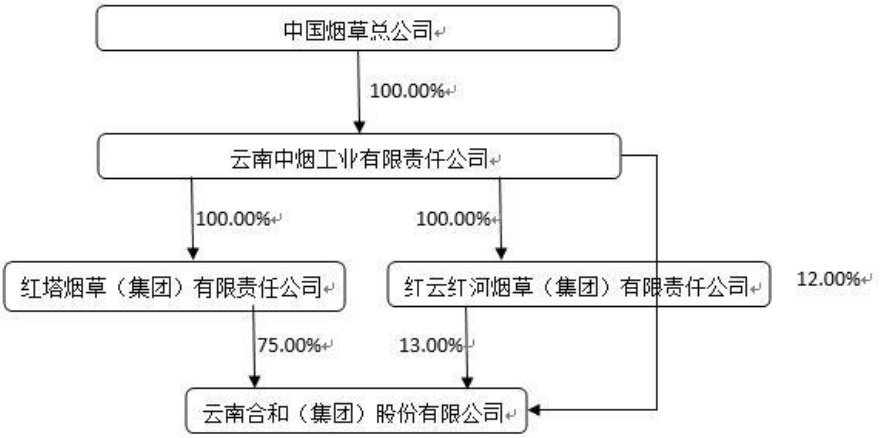
分析师：

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，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 2018 年 3 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 2018 年 3 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 2017 年底，公司合并资产总额 1,847.80 亿元，负债合计 950.90 亿元，所有者权益 896.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 695.19 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 59.66 亿元，净利润 47.84 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 34.29 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 190.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.27 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、跟踪债券概况

18 合和 01

2018 年 3 月 22 日，公司发行“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（第一期）”，规模 8.00 亿元，票面利率为 5.30%，期限为 3+2 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2019 年至 2022 年每年的 3 月 22 日，到期日和兑付日为 2023 年 3 月 22 日。本期债券已于 2018 年 4 月 20 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“18 合和 01”，证券代码“112664.SZ”。截至本报告出具之日，公司未到第一次付息日，尚未到执行选择权的时限。

公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定募集资金用于补充营运资金，按照三方募

集资金监管协议的程序使用资金。

18 合和 02

2018 年 4 月 27 日，公司发行“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（第二期）”，规模 7.00 亿元，票面利率为 4.80%，期限为 3+2 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2019 年至 2022 年每年的 4 月 27 日，到期日和兑付日为 2023 年 4 月 27 日。本期债券已于 2018 年 5 月 24 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“18 合和 02”，证券代码“112694.SZ”。截至本报告出具之日，公司未到第一次付息日，尚未到执行选择权的时限。

公司对本次债券募集资金已按照募集说明书的约定募集资金用于补充营运资金，按照三方募集资金监管协议的程序使用资金。

三、运营环境分析

公司核心业务包括金融（证券、银行）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影响较大。

1．金融行业

（1）证券行业

严监管环境和活跃度较低的市场环境下，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化依旧明显，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。

2017 年以来，证券行业在监管趋严和市场交投活跃度较低的环境下，业绩分化有所加深，风险事件逐步得到控制。行业监管思路明确为依法监管、从严监管、全面监管，在投行业务、股票质押业务、再融资业务以及资产管理业务等方面相继出台政策法规，并加大违规事件的惩处力度；此外，证监会修订并发布了《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，引导行业聚焦主业发展，对证券行业整体信用能力的提升是利好。

2017 年，证券市场呈现结构性行情，绩优股涨幅较大，中小盘股连续下跌，指数处于震荡并小幅上升趋势，但整体市场活跃度较上年有所下降。从业务表现看，2017 年证券公司收入水平延续下降趋势，但降幅有所收窄；经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力。根据中国证券业协会统计，证券公司未经审计财务报表显示，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%。从收入结构来看，2017 年证券公司经纪业务和投行业务收入占比所下降，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。2017 年，证券投资收益（含公允价值变动）占比 27.66%，较上年度提高 10.32 个百分比；代理买卖证券业务净收入收入占比较去年减少 5.73 个百分点至 26.37%；证券承销与保荐业务净收入占比 12.34%，较上年度减少 3.51 个百分点；财务顾问业务净收入、投资咨询业务净收入、资产管理业务净收入和利息净收入的占比分别为 4.03%、1.09%、9.96%和 11.18%。截至 2017 年末，131 家证券公司总资产为 6.14 万亿元，较 2016 年末增加 6.04%；净资产为 1.85 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，较 2016 年末分别增加 12.80%和 7.48%，资本实力有所提升。

2018 年，证券行业“强监管”态势将进一步延续，对证券公司风控能力和合规管理提出了更高要求，全行业业绩将保持平稳；同时，随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，行

业分化将进一步加大，行业龙头位置将更加明显。

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，证券公司肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。“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。2018 年初，受美联储加息和中美贸易摩擦影响，证券市场振幅加剧。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；《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。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。大、中、小型证券公司业绩分化格局将进一步显现，大型证券公司得益于多元化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的影响较小。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和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；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升，中小券商的竞争压力将进一步提高。

总体看，在金融去杠杆和严监管的背景下，证券公司需进一步提高风控能力和合规管理能力，全行业业绩将保持平稳，行业分化将进一步加剧，行业龙头地位将更加明显，中小券商竞争压力将进一步加重。

（2）银行业

银行业资产规模保持平稳增长，供给侧改革对经济结构调整起到的积极作用一定程度上有利于缓解银行业信用风险压力；随着银行资产质量下行压力的缓解，银行业盈利水平有望趋于稳定。

根据中国银监会统计数据，截至 2017 年末，我国商业银行资产总额 252.40 万亿元，较年初增加 8.70%，负债总额 232.87 万亿元，同比增长 8.40%，资产负债规模保持平稳增长。|

2017 年，随着稳健中性的货币政策和强监管的持续推进，金融体系流动性水平有所收紧，流动性分层现象逐步显现，但整体流动性仍处于平衡状态。另一方面，“金融去杠杆”以及“脱虚向实”的行业监管政策逐步落地，推动我国银行业资产增长向良性发展，为货币信贷的增长奠定良好的基础。同时随着我国经济增长企稳，供给侧改革对经济结构调整起到了积极作用，煤炭价格回升以及西部地区经济在政策支持下保持增长，一定程度上有利于缓解银行业信用风险压力，为存量不良资产化解处置带来一定空间，我国商业银行不良贷款率趋稳。根据中国银监会统计数据，截至 2017 年末，我国商业银行不良贷款余额 1.71 万亿元，不良贷款率 1.74%，不良贷款率较上年无变化；拨备覆盖率 181.42%，针对信贷资产计提的贷款减值准备仍处于较充足水平。

盈利能力方面，利息净收入仍是商业银行最重要的收入来源，特别是主要来自信贷资产、同业资产以及投资类资产形成的利息收入。2017 年以来，央行货币政策工具向价格调控型工具转变有助于稳定金融体系资金价格的稳定，商业银行净息差降幅呈现收窄趋势，随着银行资产质量下行压力的缓解，银行业盈利水平有望趋于稳定。2017 年，净利润 1.75 万亿元，资产利润率 0.92%，资本利润率 12.56%，盈利能力持续下降。

资本充足性方面，虽然盈利水平的下降削弱了银行资本的内生增长机制，但银行资本补充渠道较为多样，包括增资扩股、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券等，能够保障业务发

展的资本需求。根据中国银监会统计数据，截至 2017 年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为 10.75%，与上年持平；平均一级资本充足率为 11.35%，较上年末上升 0.10 个百分点；平均资本充足率为 13.65%，较上年末上升 0.37 个百分点，资本较充足。但考虑到以资本为核心的宏观审慎评估体系的实施以及监管趋严导向下表外业务回表带来的影响，我国商业银行资本尤其是核心资本仍面临一定的补充压力。

2017 年以来，监管机构持续加强对银行业的监管力度，成立国务院金融稳定发展委员会，从“分业监管”向“协同监管”转换，以提升监管效率和政策的一致性。2018 年以来，我国金融监管的新框架正式落地，由此前的“一行三会”升级为“一委一行两会”。

2017 年上半年，银监会相继出台 45 号文、46 号文和 53 号文，银行的同业业务、投资业务、理财业务成为检查重点，对违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章，监管套利、空转套利、关联套利，不当创新、不当交易、不当激励、不当收费等行为进行专项治理。其中，对通过不洁净转让、非标转标、明股实债等方式实现监管规避，通过信贷、票据、同业、理财等业务进行资金空转套利以及通过关联交易、违规持股或变更、并表管理等方式实现监管套利等行为进行了规范。此后，一行三会联合出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》。

2017 年 12 月，银监会出台《商业银行流动性风险管理办法（征求意见稿）》，将原监测指标同业市场负债占比修改为同业融入比例，同业存单正式纳入同业负债进行考核，同时计划从新的年度起将银行同业存单备案额度申请与同业负债和资产规模挂钩，约束商业银行通过同业存单放大财务杠杆的行为。此外，本次征求意见稿在流动性比例和流动性覆盖率指标的基础上新引入净稳定资金比例、优质流动性资产充足率和流动性匹配率三个量化指标，在强化对国有大型商业银行、股份制商业银行以及大型城市商业银行流动性风险管理要求的同时，将监管范围扩大至全部商业银行，同时对期限错配程度提出明确要求，引导商业银行调整优化资产负债结构，鼓励银行在资产投放上回归贷款职能，不鼓励发展委外和非标业务，在负债端上要以存款为重，尽量压缩同业负债。本次修订丰富了我国商业银行的流动性管理工具，督促商业银行解决金融市场业务快速发展带来的业务模式和流动性管理不相匹配的问题，避免商业银行过度依赖短期资金支持长期业务发展。

2017 年底以来，银监会相继出台《关于规范银信类业务的通知》和《商业银行委托贷款管理办法》，以及 2018 年 4 月 24 日中国银保监会出台《商业银行大额风险暴露管理办法》，为制约银行表内与非银的各类合作，切断银行通过非银通道途径，促进表内外业务回归表内监管体系。上述监管政策的出台将加速银行表外资产回表进程，稳步推动金融行业去杠杆，提升监管部门对金融行业整体风险的把控能力。

2018 年以来，监管机构进一步加强对金融业的协同监管体系建设，2018 年 3 月，全国人民代表大会审议批准了国务院机构改革方案，将银监会和保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，作为国务院直属事业单位，对银行业和保险业进行统一监管。自此，我国金融监管的新框架正式落地，由此前的“一行三会”升级为“一委一行两会”。银监会与保监会的整合为我国金融业尤其是银行和保险行业统一监管标准、减少沟通成本、防止监管套利等奠定了基础。

2018 年 4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式印发。央行和金融监管机构综合考虑了征求意见稿颁布前后多次摸底调研所掌握的业务实际情况，以及各家实际开展资产管理业务的金融机构所反馈的意见之后，在坚持征求意见稿中体现的回归资管业务本源的精神基础上，进行了更为细致务实的修正。依据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的要求，在未来两年多的时间里，银行理财需要打破资金池模式，在各个理财产品之间不互相串

联的基础上，实现净值化；这势必会对现有的银行的资产管理业务模式造成很大的影响。

总体看，监管力度的加强短期内将使商业银行资产负债规模增长速度有所放缓，盈利增长面临压力，但长期看有助于化解商业银行面临的流动性风险，对信用水平的提升具有正面意义。

2．房地产行业

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，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 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 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 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统

计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

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。2017 年，全年实现旅游收入 5.40 万亿元，同比增长 15.10%；国内旅游人数达 50.01 亿人次，同比增长 12.80%；出入境人数 2.7 亿人次，增长 3.7%。

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《2017 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2017 年第四季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有 10,962 家星级饭店，其中 10,735 家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为 97.93%。2017 年第四季度，星级饭店平均房价为 352.23 元/间夜，平均出租率为 57.71%，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。

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）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三四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）全国公路及高速公路运输情况

2017 年末全国公路总里程 477.35 万公里，比上年增加 7.82 万公里。公路密度 49.72 公里/百平方公里，增加 0.81 公里/百平方公里。公路养护里程 467.46 万公里，占公路总里程 97.90%。

2017 年末全国四级及以上等级公路里程 433.86 万公里，比上年增加 11.31 万公里，占公路总里程 90.9%，提高 0.9 个百分点。二级及以上等级公路里程 62.22 万公里，增加 2.28 万公里，占公路总里程 13.0%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 13.65 万公里，增加 0.65 万公里；高速公路车道里程 60.44 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路 10.23 万公里，增加 0.39 万公里。

2017 全年完成营业性客运量 145.68 亿人，比上年下降 5.6%，旅客周转量 9,765.18 亿人公里，

下降 4.5%。完成货运量 368.69 亿吨，增长 10.3%，货物周转量 66771.52 亿吨公里，增长 9.3%

整体看，全国公路总里程较上年小幅增加，营业性客运量小幅下降。

（2）行业政策

2016 年 7 月，交通部印发《综合运输服务“十三五”发展规划》为公路运输提出了新要求，规划指出要优化通道内运输组织网络，加强综合运输大通道内铁路、水运能力建设，优化道路运输网络的层级匹配；有序推进各种运输方式节点体系和重点枢纽场站建设，完善集疏运体系；提高综合运输枢纽规范化服务能力，建立综合运输枢纽统一规划、一体设计、同步建设、同期运营、协同管理的联动工作机制，规范运输方式间的交通标志指引、标识管理，推动铁路、公路、民航、邮政、城市交通等服务标准在枢纽内相衔接。

2017 年 7 月，财政部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号），明确地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债券”）是地方政府专项债券的一个品种，专项用于政府收费公路项目建设。收费公路专项债券作为政府债券，具有信用等级高、融资期限长、融资成本低等优势，是收费公路发展的重要资金渠道，并且按照市场化原则发行，期限、结构明确合理，信息公开透明，便于市场和公众监督。收费公路专项债券的发行将有助于保障国家公路网规划目标的如期实现和防控交通领域政府债务风险。

整体看，高速公路的发展与国家政策高度相关，相关政策的变化将会对高速公路建设和运营企业的经营情况产生影响。

四、管理与内控

跟踪期内，公司董事、监事以及高管均未发生变动，公司核心技术团队人员或关键技术人员（非董事、监事、高级管理人员）未发生变动，公司管理经营保持稳定。公司已建立了满足公司管理需要的内部控制制度，并根据内部控制制度合规执行。

总体看，跟踪期内，公司经营管理保持稳定，组织架构未发生变化。

五、经营分析

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。2017年，公司实现营业收入59.66亿元，同比增加1.90%；实现净利润47.84亿元，同比增加32.29%，主要系公司投资收益增加所致。

从营业收入结构来看，2017年，公司金融资产板块收入占比最高，达34.77%，实现收入20.74亿元，较上年增加48.52%，主要系2016年红塔银行并入公司同比收入增加，以及红塔银行投资收益增加等因素影响；基础产业和配套产业实现收入14.76亿元和10.20亿元，同比增加9.19%和同比下降11.21%，占比变化较小，分别为24.74%和17.09%；公司酒店地产板块2017年实现收入11.51亿元，同比下降31.20%，主要系无新的房地产项目，导致收入降低，酒店地产板块收入占比下降至19.29%。

从毛利率情况来看，公司酒店地产板块毛利率为50.18%，较上年增加19.62个百分点，主要系公司房地产业务无新项目开工导致成本下降，毛利率有所上升；金融资产板块毛利率为36.97%，较上年下降34.26个百分点，主要系红塔银行利息支出增加所致；基础产业板块和配套产业毛利率分别为42.89%和30.14%，较上年下降4.37个百分点和3.04个百分点，主要系业务成本增加所致。

受占比较高的金融资产板块毛利率下降影响，2017年，公司综合毛利率40.76%，同比下降4.76个百分点。

表1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

行业	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
金融资产	13.97	23.85	71.23	20.74	34.77	36.97
基础产业	13.52	23.09	47.26	14.76	24.74	42.89
配套产业	11.49	19.62	33.18	10.20	17.09	30.14
酒店地产	16.73	28.57	30.56	11.51	19.29	50.18
其他业务	2.85	4.87	48.25	2.45	4.11	57.17
合计	**58.55**	**100.00**	**45.49**	**59.66**	**100.00**	**40.76**

资料来源：公司提供

除营业收入外，2017年，公司实现投资收益52.87亿元，同比增加50.92%，主要系公司持有可供出售金融资产取得的投资收益和处置股票所取得的投资收益增加所致，其中投资收益占利润总额比重为93.16%，较上年增加5.71个百分点，公司投资收益对利润贡献度很高；投资收益跟市场环境紧密相关，存在较大波动性。

总体看，公司营业收入小幅增加，金融板块业务收入贡献度最大，整体毛利率较上年有所下降；投资收益对利润总额贡献很大，存在较大波动性。

2. 金融资产

截至 2017 年底，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（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，截至 2017 年底，红塔证券注册资本 32.69 亿元，公司持股 34.21%，为红塔证券第一大股东。2017 年，红塔证券实现收入 11.13 亿元，同比增加 14.15%。2016~2017 年，红塔证券证监会分类评价均为 A 级。从收入结构上来看，2017 年，证券经纪业务和信用交易业务是红塔证券营业收入主要来源，占比分别为 15.90%和 25.25%，分别实现收入 1.77 亿元和 2.81 亿元，但其营业收入比重均有所下降；红塔证券证券投资业务实现收入 0.77 亿元，同比增加 305.26%，主要系股票投资收益率大幅增加所致；红塔证券投资银行业务实现收入 0.86 亿元，同比下降 25.86%，主要系市场利率上行等因素，投资银行业务承销规模下降所致；红塔证券其他业务收入为 3.05 亿元，较上年增加较多，主要由银行理财产品产生的投资收益、定期存款利息和纳入合并范围的结构化主体产生的收入增加所致；资产管理业务、期货经纪业务和私募投资基金业务实现收入较小，分别占红塔证券营业收入比重 0.72%、3.68%和 1.53%；红塔证券基金管理业务实现收入 1.21 亿元，同比增加 4.31%。

表 2 红塔证券营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	2.65	27.18	1.77	15.90
证券投资业务	0.19	1.99	0.77	6.92

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
资产管理业务	0.05	0.52	0.08	0.72
投资银行业务	1.16	11.88	0.86	7.73
信用交易业务	3.18	32.65	2.81	25.25
期货经纪业务	0.34	3.44	0.41	3.68
私募投资基金业务	0.23	2.32	0.17	1.53
基金管理业务	1.16	11.85	1.21	10.87
其他业务	0.80	8.17	3.05	27.40
合计	**9.75**	**100.00**	**11.13**	**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

2017 年，红塔证券经纪业务板块实现收入 1.77 亿元，同比下降 33.21%，主要系佣金率下降所致，同时经纪业务对红塔证券收入规模贡献有所下降。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增加业务规模。截至 2017 年底，红塔证券共有 46 家证券营业部，较年初增加 8 家营业务，其中云南省内 25 家，在云南省内具有一定的区域优势。2017 年，红塔证券经纪业务总交易量为 4,727.07 亿元，同比增加 2.91%，市场占有率为 0.12%，较上年无变化。红塔证券股票基金平均佣金率 0.73‰，较上年略有下降，但受益于公司大部分营业部设立于云南省，红塔证券股票基金佣金率处于行业较高水平，未来可能会有所下降。

证券投资业务

证券投资业务由红塔证券总部和其全资子公司开展证券投资业务。2017 年实现收入 0.77 亿元，同比增加 305.26%，主要系股票投资收益率大幅增加所致。2017 年，红塔证券股票日均占用资金为 0.36 亿元，较上年下降 76.85%，股票实现收益率为 30.10%，较上年扭亏为盈；债券日均占用资金为 4.74 亿元，较上年增加 123.58%，债券收益为 5.99%，较上年小幅下降 0.87 个百分点；基金日均占用资金 0.03 亿元，较上年大幅下降，实现收益率为-8.14%，收入损失为 23.42 万元。

信用交易业务

受市场行情环境影响。2017 年，红塔证券信用交易业务实现收入 2.81 亿元，同比下降 11.64%，主要系融资融券业务利息收入下降所致。截至 2017 年末，红塔证券融资融券信用账户 5,670 户，较年初增加 3 户，业务规模 14.73 亿元，较年初减少 11.16%。2017 年，红塔证券股票质押式回购业务待回购交易金额 47.28 亿元，较年初增加 120.93%，主要系红塔证券股票质押式回购业务大力发展，年底业务规模增加所致，实现股票质押利息收入 1.66 亿元，同比下降 3.49%，主要系利息支出增加所致。红塔证券信用业务暂未出现较大信用风险事件。

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，包括传统投行业务和新三板做市业务。截至 2017 年末，红塔证券注册保荐代表人 12 名。2017 年投资银行业务实现收入 0.86 亿元，同比下降 25.86%，主要系证券市场利率上行，导致债券承销业务规模下降所致。

截至 2017 年末，公司完成 1 个首次公开发行项目，1 个可转换公司债券，7 个债券发行项目，7 个并购重组项目的财务顾问以及 14 家新三板企业推荐挂牌；截至 2017 年末，红塔证券在审保荐承销项目 3 个。

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，由红证

利德资本管理有限公司开展（以下简称“红证利德”）。截至 2017 年末，红证利德共管理 9 支公募基金，管理资产净值合计 18.84 亿元。2017 年，红塔证券基金管理业务收入 1.21 亿元，同比增加 4.13%。

重大事项

2018 年 3 月 20 日，红塔证券向证监会报送首次公开发行股票招股说明书，本次发行不超过 36,400 万股，若红塔证券上市成功，其资本实力将进一步增加，进而增加公司证券板块的竞争力。

总体看，2017 年，受市场行情影响，红塔证券部分业务收入有所下降，但整体收入略有增加，主要依靠于证券投资业务取得较好收益等，红塔证券业务受市场环境影响大，收入存在一定不确定性。

（2）红塔创新

红塔创新成立于 2000 年，截至 2017 年末，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。

红塔创新以股东投入的 4.00 亿元自有资金滚动投资，截至 2017 年底，红塔创新共累计投资 48 个项目，累计投资额 15.40 亿元。截至 2017 年末，红塔创新已全面退出项目 15 个，持有项目 33 个，累计上市项目 12 家，未上市公司 21 家。截至 2017 年末，红塔创新处于调研阶段项目 60 个，上初审阶段项目 3 个，过会待实施项目 1 个。

2017 年，红塔创新退出项目金额 1.34 亿元，同比增加 1.24 亿元，获得投资收益 7.14 亿元，同比增加 6.56 亿元，主要系红塔创新抓住市场机会，增加退出项目获得较好投资收益。红塔创新从事股权投资行业受政策环境和市场环境影响较大，存在较大的波动风险。

总体看，红塔创新投资业务项目丰富，跟踪期内，红塔创新取得了较好的投资收益，但其业绩受政策环境和市场环境影响较大，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 年更名为云南红塔银行股份有限公司，截至 2017 年末，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 年末，红塔银行资产 909.29 亿元，负债总额 811.73 亿元，红塔银行下辖 5 家分行及 34 家营业网点，84 家自助服务区，较 2016 年增加 2 家分行，3 家银行网点，主要集中于云南省内。2017 年红塔银行实现营业收入 15.19 亿元，同比增加 33.19%，其中利息净收入为-1.74 亿元，主要系红塔银行利息支出增加所致，实现投资收益 16.34 亿元，同比增加 76.23%，主要系可供出售的金融资产增加投资收益所致，对红塔银行收入贡献度较高，占比达 107.52%，占比提升 26.26 个百分点。

截至 2017 年，红塔银行吸收存款 615.99 亿元，较年初增加 171.83%，主要系新设立分行存款规模大幅增加所致；红塔银行贷款 227.81 亿元，较年初增加 132.48%，主要系新设立分行，公司贷款增加所致；红塔银行不良贷款率分别为 1.42%，较年初降低 0.27 个百分点，主要系 2017 年红塔银行贷款对不良贷款进行了有力的处置；资本充足率为 17.41%，较年初下降 6.77 个百分点，主要系红塔银行非标准化投资资产等风险加权资产增加所致。

公司业务

截至 2017 末，红塔银行公司贷款总额（含贴现和贸易融资）217.71 亿元，较年初增 142.27%，占贷款总额的 92.74%，公司贷款制造业占比最大，比重达 20.87%。截至 2017 年末，公司存款规

模 562.77 亿元，较年初增加 74.92%，主要系红塔银行 2017 年新开设曲靖和楚雄分行以及总行运营总部搬迁至昆明，业务量增加所致。

个人业务

红塔银行个人银行业务，截至 2017 年末，个人贷款余额 17.04 亿元，较年初下降 28.61%，占贷款总额 7.26%。截至 2017 年，个人银行存款余额 53.22 亿元，较年初增加 44.82%，主要系红塔银行 2017 年新开设曲靖和楚雄分行，零售客户群体增加。

资金业务

红塔银行资金业务投资分为标准化债权投资业务和非标准化债权投资，截至 2017 年末，投资资产总额为 475.20 亿元，较年初增加 50.00%，主要系非信贷类投资增加所致。红塔银行投资的债券品种主要有政府债券、金融债券和企业债券，截至 2017 年末，标准化债券投资约 97.66 亿元，占比达 20.55%，较年初下降 8.28 个百分点。非标准化债权投资以非信贷类产品为主，主要包括信托收益权等投资，占投资资产比重 53.49%，占比较年初略有下降。截至 2017 年末，红塔银行增加 61.71 亿元其他类投资产品，主要以同业存单和资产证券化产品为主，占投资资产比重为 12.99%。

表 3　红塔银行投资资产结构（单位：亿元，%）

	2016 年末		2017 年末	
	余额	占比	余额	占比
标准化债权投资	**91.04**	**28.83**	**97.66**	**20.55**
其中：政府债券	27.58	8.74	39.75	8.36
金融债券	48.06	15.22	45.55	9.59
企业债券	15.39	4.87	12.36	2.60
非标准化债权投资	**224.75**	**71.17**	**315.83**	**66.46**
其中：信贷类	35.09	11.11	61.63	12.97
非信贷类	189.66	60.06	254.20	53.49
其他投资	--	--	61.71	12.99
投资资产总额	**315.79**	**100.00**	**475.20**	**100.00**
减：投资资产减值准备	2.33		4.87	
投资资产净额	**313.55**		**470.33**	

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，跟踪期，红塔银行新增设立分行，存贷款业务增加较多，但收入主要来自资金业务贡献的投资收益；投资资产非标准化债权投资产品占比较大，相关投资风险需保持关注。

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。2017年，公司基础产业板块营业收入14.76亿元，同比增加9.19%。

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。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。安晋高速公里数没有变化。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年底，公司投资经营的公路情况如下表所示：

表 4　截至 2017 年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	**102.55**	**19**	--		--	--

资料来源：公司提供

2017年，昆玉高速车流量5,155.25万辆，同比增加17.81%，实现通行收入费5.28亿元，同比下降14.44%，主要系昆玉高速里程数下降导致收费减少所致。2017年安晋高速车流量为697.00万辆，同比增加23.33%，实现收入1.02亿元，收入小幅下降，原因主要系收费价格下降所致。

表5　公司收费公路车流量及收入情况

项目	2016 年	2017 年
车流量（单位：万辆）		
昆玉高速	4,375.79	5,155.25
安晋高速	565.15	697.00
合计	**4,940.94**	**5,852.25**
收入（单位：万元）		
昆玉高速	60,323.87	52,833.92
安晋高速	10,582.47	10,221.30
合计	**70,906.34**	**63,055.22**

资料来源：公司提供

总体看，昆玉高速受政策影响，里程数减少导致收入有所下降，安晋高速收入小幅下降，公司高速公路业务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。2017年，滇西水泥实现营业收入8.49亿元，同比增加131.75%，主要系水泥价格和销量增加所致。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、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、永胜县汇能煤业有限责任公司购买。2017年，滇西水泥前五大供应商采购额为3.64亿元，占比63.62%，较上年增加0.21个百分点，前5大供应商集中度仍较高。

表6　2017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
云南电网有限责任公司大理供电局	10,080.00	17.60
湖南金易新能源有限公司	10,043.00	17.54
曲靖市鹏鼎矿业有限责任公司	9,109.00	15.91
永胜县汇能煤业有限责任公司	4,293.00	7.50
华坪县宝森工贸有限责任公司	2,905.00	5.07
合计	**36,430.00**	**63.62**

资料来源：公司提供

2017年滇西水泥销量有所回升，达265.62万吨，同比增加8.68%，滇西水泥生产规模保持在200

万吨以上。从销售价格看，2017年，滇西水泥的水泥产品销售价格有所增长，2017年水泥价格达320.66元/吨，同比增加21.66%。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7 公司滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2016 年	2017 年月
水泥	263.57	320.66
熟料	213.71	267.72

资料来源：公司提供

表 8 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨，%）

项目	2016 年	2017 年月
产量	222.60	254.68
销量	244.41	265.62
产销率	109.80	104.30

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。2017年，滇西水泥向前五大客户销售金额2.33亿元，同比增加41.88%，占销售额的23.50%，集中度尚可。

表9 2017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
大理天南混凝土有限公司	5,753	5.79
大理市凤隆汽车联运有限责任公司（昆楚大复线）	4,546	4.58
云南聚和经贸有限公司（大永一标）	4,491	4.52
云南建投物流有限公司（香丽高速）	4,484	4.52
刘虎	4,063	4.09
合计	**23,337**	**23.50**

资料来源：公司提供

总体看，2017年滇西水泥的水泥产量、销量、价格均有所上升，整体收入也有所增加。

能源产业

2017 年，公司能源产业仍有 5 家参股企业，均为电力能源企业，投资金额达 50.85 亿元。其中华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“华能澜沧江”）依旧对公司收入贡献最大。截至 2017 年，华能澜沧江已投产电站总装机容量为 1,814.38 万千瓦，其中水电装机容量 1,790.88 万千瓦，风电装机 13.50 万千瓦，光伏电站装机容量 10.00 万千瓦。2017 年，华能澜沧江的营业收入 128.48 亿元，同比增加 11.21%。

总体看，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。2017 年公司配套产业实现收入 11.49 亿元，同比下降 11.21%，主要系生产成本增加所致。

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。

原材料采购方面，2017年，云成印务向前五大供应商采购金额占到总采购金额的70.73%，较上年下降7.68个百分点，集中度依旧很高，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；环球彩印原材料采购集中在5家公司，供应商集中74.28%，集中度很高，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。

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，2017年向前五大供应商采购金额比重为52.00%，较上年下降1.48个百分点，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。

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（鋆鉴®光学可变图像烫印箔）被确认为云南省名牌产品。2017年产销率为138.99%，较上年增加31.48个百分点。

总体看，公司配套产业板块受烟草行业下行影响较大，彩印和纸业供应商采购额均有所下降。

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。2017年，公司酒店地产板块实现收入为11.62亿元，同比下降31.20%，主要系房地产未有新项目产生收入所致。

酒店产业

截至2017年末，公司拥有全资及控股酒店仍为12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”）。2017年，公司酒店业务实现收入5.09亿元，同比增加13.87%。

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年底，云南红塔大酒店、石林国际大酒店、昆明桂花大酒店、望湖宾馆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。从客房出租率来看，2017年公司控股酒店出租率较2016年整体变化不大，房间价格大

部分酒店均有所增加。

表10 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）	
			2016	2017	2016	2017	2016	2017
1	昆明桂花大酒店	三星	181	179	53.98	52.23	231.26	252.26
2	上海红塔大酒店	五星	328	328	71.50	71.70	793.36	816.99
3	苏州天平大酒店	四星	277	277	38.30	44.12	246.01	267.31
4	云南红塔大酒店	四星	195	195	69.77	74.76	330.99	334.11
5	望湖宾馆	四星	152	152	62.20	66.90	403.10	391.03
6	云南金鹰大酒店	三星	158	158	45.06	47.27	142.79	120.76
7	云南天恒大酒店[1]	五星	435	375	-	34.64	-	549.62
8	大理市古榕会馆	---	61	61	72.06	68.62	576.39	593.98
9	昆明翠湖宾馆	五星	294	294	48.08	51.00	992.98	942.53
10	河口吉庆大酒店	二星	70	70	79.51	76.14	108.85	111.14
11	石林国际大酒店	四星	171	12	43.69	41.41	208.36	231.89
12	湖泉酒店	五星	824	824	47.64	55.20	421.34	372.34

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店业务收入稳步增加，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。2017年，公司房地产开发业务实现收入6.42亿元，同比下降67.91%，主要系公司未有新项目形成收入所致。公司土地储备较充足，现有土地储备最早在2007年取得，截至2017年末，公司拥有土地储备1,512.96亩，2017年公司未有新的土地储备。

表 11 截至 2017 年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 年已投资	计划投资额	
					2018 年	2019 年
1	中州阳光公寓	三和地产	1.30	0.63	0.67	-
2	怡景尚居	红塔地产大理分公司	27.99	11.02	3.49	3.95
3	大理半岛假日酒店项目	大理上和置业有限公司	5.90	4.70	0.83	0.37
合计			**35.19**	**16.35**	**4.99**	**4.32**

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、中洲阳光公寓和大理半岛假日酒店项目，总投资合计为 35.19 亿元，截至 2017 年末，公司已投资 16.35 亿元，后续尚需投资规模较大。

[1] 云南天恒大酒店处于装修中

表12　截至2017年底公司在售房地产项目情况（单位：㎡，万元，元/㎡，%）

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	85.24
山水佳园		1,430,988	390,265	3,135	458,983	419,622.97	98.24
世纪华庭		70,166	15,081	2,879.28	18,724	17,068	98.25
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	93.92
湖泉和境一期	云南红河投资有限公司	33,883	10,441	5729.71	19,414	18,758.06	96.62
湖泉和境二三期		71,321	18,900	6,099.82	31,185.92	22,553.52	77.60
旅游小镇 B 区		103,644.72	33,837.77	3,624.63	37,567.36	22,894.6	61.00
旅游小镇 C 区		111,933	33,404	3,134.25	35,082.85	34,350.90	98.00
旅游小镇 E 区		177,441	53,314	3,273.13	58,079.01	57,650.54	99.26

资料来源：公司提供

从销售情况来看，截至2017年底，公司在售房地产项目共计9个，大部分项目销售进度在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，公司房地产收入有所下降，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，公司土地储备较大，但项目开发节奏放缓，对公司收入影响较大。

6．未来发展

公司计划未来对四大专业板块新增投资 66.50 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，积极参与地方基础产业投资；对现有家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 2018~2020 年，公司计划新增投资规模 66.50 亿元，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 46.50 亿元、15.00 亿元和 5.00 亿元，整体投资规模较大。公司未来投资计划见下表所示：

表 13　公司未来三年投资计划　（单位：亿元）

年份 项目	2018 年	2019 年	2020 年	总计
金融产业	16.50	20.00	10.00	46.50
基础产业	8.00	7.00	--	15.00
酒店产业	3.00	1.00	1.00	5.00
合计	**27.50**	**28.00**	**11.00**	**66.50**

资料来源：公司提供

总体看，公司定位明确，发展目标清晰，明确了各个板块的投资计划。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。

六、财务分析

公司 2017 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了无保留意见的审计结论。本报告的 2016 年财务数据取自 2017 年审计报告的比较数据。合并范围方面，2017 年新纳入 3 家企业，减少 1 家企业，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,847.80 亿元，负债合计 950.90 亿元，所有者权益 896.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 695.19 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 59.66 亿元，净利润 47.84 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 34.29 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额 190.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.27 亿元。

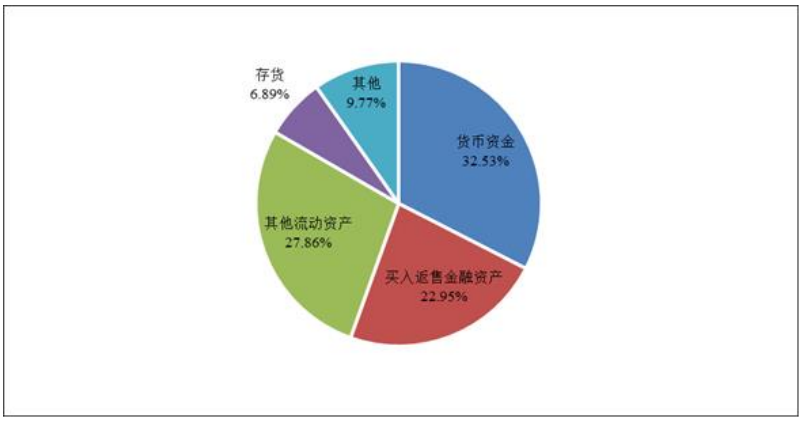
2．资产质量

截至2017年末，公司资产总额为1,847.80亿元，较年初增加21.99%，主要系货币资金增加所致，其中流动资产占27.92%，非流动资产占72.08%，资产构成仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2017年末，公司流动资产为515.91亿元，较年初增加73.40%，主要系货币资金和买入返售金融资产增加所致，其中货币资金占比32.52%、买入返售金融资产占比22.95%、存货占比6.89%和其他流动资产占比27.86%。

图 2　截至 2017 年末公司流动资产构成



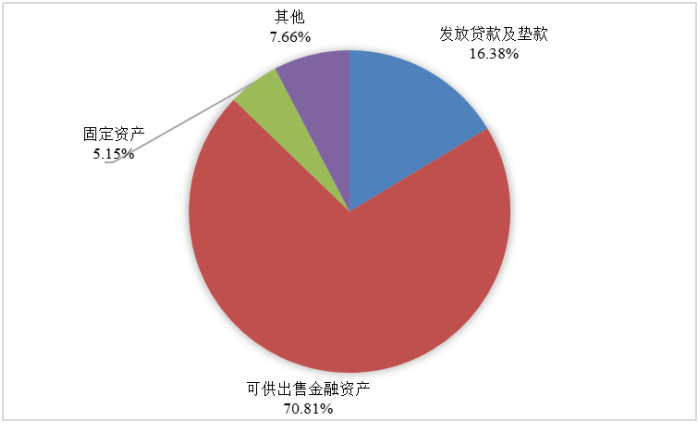
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2017 年末，公司货币资金为 167.83 亿元，较年初增加 41.89%，主要系红塔银行自身银行存款增加所致，其中受限资金占比为 40.45%，主要为法定存款准备；公司买入返售金融资产 118.41 亿元，较年初增加 34.48%，主要系下属公司红塔证券和红塔银行通过按照返售协议约定买入证券等金融资产再按固定价格返售来融出资金的业务增加所致；公司存货为 35.52 亿元，较年初增加 35.15%，主要系红塔房地产“大理满江·怡景尚居”项目开发成本增长和大理上和置业有限公司被纳入合并范围所致；公司其他流动资产为 143.74 亿元，较年初增加 404.57%，主要由系红塔银行应收款项类投资大幅增加所致，其中融出资金、委托贷款和应收款项类投资占比分别为 7.83%、10.23%和 79.97%，公司应收款项类投资主要为红塔银行投资的信托收益权，减值准备按照 15%计提，计提较为充分。

（2）非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 1,331.88 亿元，较年初增加 9.42%，主要由发放贷款及垫款（占比 16.38%）、可供出售金融资产（占比 70.81%）和固定资产（占比 5.15%）构成。

图 3 截至 2017 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

截至 2017 年末，公司发放委托贷款及垫款 218.11 亿元，较年初增加 34.68%，主要系红塔银行企业贷款和垫款大幅增加所致，共计提贷款损失准备 6.94 亿元，占比 3.18%，计提充分；公司可供出售金融资产 943.10 亿元，较年初增加 18.31%，主要是可供出售权益工具，其中上市公司股票为 603.34 亿元，占可供出售金融资产的 63.97%；公司持有至到期投资为 30.01 亿元，较年初下降 74.58%，主要系红塔银行地方政府债券和同业存单类投资到期所致；固定资产 68.59 亿元，较年初下降 3.43%。

总体看，2017 年公司资产仍以非流动资产为主，可供出售金融资产占比较高，变现能力较强，资产整体流动性较好；红塔银行投资的信托收益权规模较大，相关资产的信用或市场风险需保持关注。

3. 负债及所有者权益

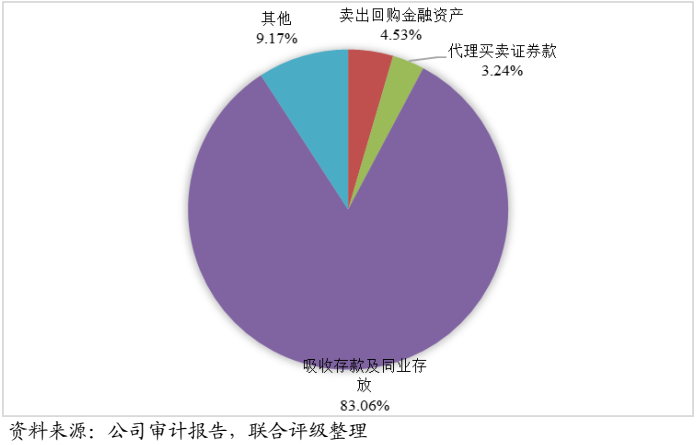
（1）负债

截至 2017 年末，公司负债为 950.90 亿元，较年初增加 47.11%，主要系红塔银行吸收存款增加所致，其中流动负债占比 83.46%，非流动负债占比 16.54%，公司仍以流动负债为主，公司资产负债匹配度差。

流动负债

截至 2017 年末，公司流动负债 793.58 亿元，较年初增加 63.27%，其中吸收存款及同业存放款占比 83.06%、代理买卖证券款占比 3.24%。

图 4 截至 2017 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

截至 2017 年底，公司吸收存款和同业存放总额为 659.12 亿元，较年初增加 67.78%，主要系红塔银行公司客户定期存款大幅增加所致，其中，吸收存款 246.84 亿元，占比 87.69%，同业存放款 81.10 亿元，占比 12.31%；公司代理买卖证券款 25.71 亿元，较年初下降 28.87%，主要系红塔证券代理买卖证券业务规模下降所致；2017 年末，公司增加拆入资金 22.00 亿元，主要系红塔银行向其他银行拆入资金所致。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债为 157.31 亿元，较年初下降 1.87%，主要由应付债券（占比 27.19%）和递延所得税负债（占 71.73%）构成。截至 2017 年末，公司应付债券 42.39 亿元，较年初下降 14.08%，全部为红塔银行同业存单构成；公司递延所得税负债为 111.81 亿元，较年初增加 7.28%。

从债务结构看，截至 2017 年末，公司全部债务 103.02 亿元，较年初增加 31.64%，主要系短期债务增加所致，短期债务占比 57.22%，较年初增加 26.99 个百分点，债务结构变为以短期债务为主。长期债务 44.08 亿元，长期债务中应付债券为 42.39 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，集中偿付压力尚可，但是面临一定利率风险。从债务指标看，公司资产负债率 51.46%，较年初增加 8.79 个百分点，债务负担有所增加；全部债务资本化比率 10.30%，较年初增加 2.04 个百分点；长期债务资本化比率 4.68%，较年初下降 1.23 个百分点，公司债务负担有所增长，但仍属较低水平。

总体看，公司负债规模有所增长，债务结构以短期流动性债务为主，资产负债匹配程度差，考虑到公司核心子公司为银行和证券公司，公司债务负担仍处较低水平。

（2）所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益 89.69 亿元，较年初增加 3.28%，少数股东权益占比 29.02%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 8.63%，资本公积占比 30.10%，其他综合收益占比 48.14%，未分配利润占比 7.85%，盈余公积占比 4.79%。公司所有者权益中其他综合收益占比较大，主要为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。

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

2017 年，公司营业收入 59.66 亿元，同比增加 1.90%，实现净利润 47.84 亿元，同比增加 32.29%，主要系公司投资收益增加所致；从利润构成上看，公司利润主要来自于投资收益，2017 年投资收益对利润总额贡献度为 93.16%，较去年增加 5.71 个百分点，公司利润对投资收益依赖度有所增加。2017 年，公司费用总额为 20.83 亿元，同比增加 12.31%，主要来自于销售费用。2017 年，公司实现投资收益 52.87 亿元，同比增加 50.92%，主要系公司持有可供出售金融资产取得的投资收益和处置股票所取得的投资收益增加所致。2017 年，公司营业外收入为 9.40 亿元，同比增长 443.76%，主要系昆玉高速收费站搬迁，导致固定资产处置利得增加所致。

从各项盈利指标来看，2017 年公司营业利润率 79.83%，较上年增加 13.65 个百分点，主要系公司投资收益增加导致利润大幅增长所致；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.85%和 5.42%，较年初增加 0.08 个百分点和 1.20 个百分点。公司盈利能力有所上升，但公司整体收益率水平一般。

总体看，2017 年，公司营业收入有所增长，其利润主要依赖于投资收益，整体盈利能力一般。

5．现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动产生的现金流入为 190.55 亿元，同比大幅增长 190.30%，主要系当期客户存款和同业存放款项大幅增长所致；从投资活动看，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-114.77 亿元，净流出较 2016 年增加 67.10%，主要系红塔银行增加投资资管计划、信托计划规模所致。从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流为-52.49 亿元，主要系红塔银行发行 1 个月、3 个月和 6 个月同业存单，导致偿还债务所支付的现金大幅增加所致。

表 14　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	65.64	190.55
投资性现金流量净额	-68.68	-114.77
筹资性现金流量净额	-14.93	-52.49
现金及现金等价物净增加额	-17.95	23.27
期末现金及现金等价物余额	99.62	122.90

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

总体看，2017 年公司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；2017 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；公司筹资性现金流出规模较大，存在一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年公司流动比率为 0.65 倍，速动比率为 0.61 倍，较上年变化不大。2017 年公司现金短期债务比分别为 1.98 倍，较上年下降 2.18 倍，主要系公司短期债务增加所致，公司可用现金偿付到期债务的能力有所下降。公司整体短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 63.07 亿元，较上年增加 37.27%，主要系红塔银行利息支出增加所致，其中折旧占比 8.17%、摊销占比 1.84%、利息支出占比 19.60%和利润总额占比 89.99%组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 5.10 倍，较上年下降较多，主要系红塔银行吸收存款过多导致利息支出增加，但 EBITDA 对利息的保障倍数较强；2017 年末，公司 EBITDA 全部债务比为 0.61 倍，对全部债务的保障能力好。

据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10530402002168600），截至 2018 年 5 月 23 日，公司本部未与金融机构发生过信贷关系。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 0.29 亿元，占净资产比重 0.03%，规模较小。

整体看，公司负债水平一般，盈利对债务和利息支出的保障效果好，整体偿债能力极强。

七、本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“18 合和 01”、“18 合和 02”的待偿本金 15.00 亿元的各项偿付能力指标见下表，各项偿付能力指标很好。

表 15　本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2017 年
净资产/跟踪债券待偿本金合计	59.79
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	4.20

净利润/跟踪债券待偿本金合计	3.19
经营活动现金净流量/跟踪债券待偿本金合计	12.90

资料来源：联合评级整理。

八、综合评价

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，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。2017 年公司金融板块、基础板块收入有所增加，公司资产规模大，资产质量较好、债务负担一般，财务弹性较好。

同时，联合评级也关注到公司配套产业板块和酒店地产板块收入有所下滑；公司利润主要来自于证券、创投等金融板块，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，需对此保持关注。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“18 合和 01”、“18 合和 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　云南合和（集团）股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,514.86	1,847.80
所有者权益（亿元）	868.72	896.90
短期债务（亿元）	23.66	58.94
长期债务（亿元）	54.60	44.08
全部债务（亿元）	78.25	103.02
营业收入（亿元）	58.55	59.66
净利润（亿元）	36.16	47.84
EBITDA（亿元）	45.94	63.07
经营性净现金流（亿元）	65.64	190.55
应收账款周转次数（次）	21.90	14.54
存货周转次数（次）	1.78	2.11
总资产周转次数（次）	0.05	0.04
现金收入比率（%）	72.27	73.42
总资产报酬率（%）	2.76	2.85
净资产收益率（%）	4.22	5.42
主营业务毛利率（%）	34.86	36.74
营业利润率（%）	66.19	79.83
费用收入比（%）	31.68	34.91
资产负债率（%）	42.67	51.46
全部债务资本化比率（%）	8.27	10.30
长期债务资本化比率（%）	5.92	4.68
EBITDA 利息倍数（倍）	13.60	5.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.59	0.61
流动比率（倍）	0.61	0.65
速动比率（倍）	0.56	0.61
现金短期债务比（倍）	4.16	1.98
经营现金流动负债比率（%）	0.84	1.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.06	4.20

附件 2　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+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 3　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。