跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1183 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：

二〇一九年六月二十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

云南合和（集团）股份有限公司
公开发行公司债券 2019 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）	8.00 亿元	AAA	AAA	2018.6.22
18 合和 02	5（3+2）	7.00 亿元	AAA	AAA	2018.6.22

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,847.80	1,957.89
所有者权益（亿元）	896.90	803.97
长期债务（亿元）	16.69	65.59
全部债务（亿元）	773.47	1,021.05
营业总收入（亿元）	67.30	88.35
净利润（亿元）	47.84	41.80
EBITDA（亿元）	75.42	78.14
经营性净现金流（亿元）	190.55	-65.51
营业利润率（%）	84.07	56.96
净资产收益率（%）	5.42	4.92
资产负债率（%）	51.46	58.94
全部债务资本化比率（%）	46.31	55.95
流动比率（倍）	0.65	0.77
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	6.10	3.75
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.03	5.21

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”）的跟踪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”）旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融产业、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备较强综合竞争力。2018 年，公司各项业务收入均有所增加，资产规模稳步增长，资产质量较好、债杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融资产业务，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。

未来，随着公司子公司红塔证券成功上市，公司金融产业竞争力将进一步提升，随着各项业务的稳步推进，公司整体经营状况有望继续保持稳定。

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”债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司作为云南中烟旗下资产管理运营平台，股东背景强大且对公司支持力度较大，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，具备较强竞争力。2018 年公司金融资产、酒店房地产收入有所增加。

2．公司资产规模大，资产质量较好；公司杠杆水平适中，金融子公司资本充足性较好。

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．公司负债规模有所增长，债务结构以短期债务为主，资产负债匹配程度差。

分析师

刘 嘉
电话：010-85172818
邮箱：liuj@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。

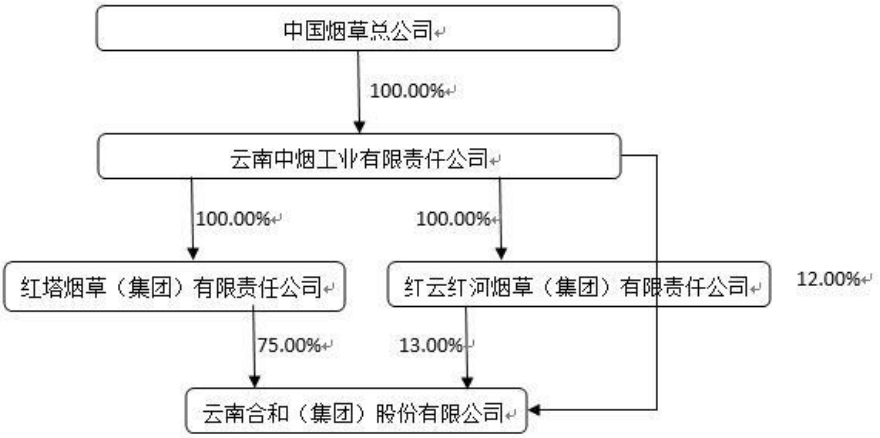
分析师：

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 2019 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 2019 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 2018 年，公司纳入合并范围子公司共 57 家。截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,957.89 亿元，负债合计 1,153.91 亿元，所有者权益 803.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 598.07 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 88.35 亿元，净利润 41.80 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 30.77 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额-65.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.66 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，公司于 2019 年 3 月 22 日正常付息，但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，公司于 2019 年 4 月 27 日正常付息，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

证券行业严监管和证券市场低迷的环境下，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成；传统业务高度依赖市场行情，业绩承压；信用业务风险暴露但 11 月以来有所缓解，主动管理能力为资管业务核心竞争力；2019 年一季度，证券公司业绩有所好转。

2018 年，证券行业延续严监管趋势，行业监管积极出台政策引导证券公司规范经营和业务转型，防范和化解金融风险；证监会进一步强化了对证券公司的现场检查力度，证券公司罚单激增；截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张罚单大幅增加；58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。

2018 年以来，证券市场股债分化，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌，而在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨 4.00%，债券投资收益减缓自营业务降幅；受市场行情和监管政策等多方面因素影响，证券公司业绩明显下滑；从收入结构来看，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务收入占比进一步增加至 30%以上，超过经纪业务成为第一大业务收入来源，投行和经纪业务收入占比下降，资管和信用业务占比变动不大。经纪、自营业务与证券市场关联度较高，收入水平有所下降且面临较高市场风险；信用业务规模收缩，股票质押业务风险暴露但 11 月以来随着纾困资金的逐步到位有所缓解，主动管理能力成为资管业务核心竞争力。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，截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资

产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年一季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

2019 年，资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显；资本市场利好政策有利于改善证券公司经营环境，但国际形势复杂化、证券市场震荡走势难以改善等不利因素依然存在，需对中小证券公司保持关注。

2018 年，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，预计 2019 年机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点，随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力、金融科技运用，将加速证券行业集中度的提升；而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势；由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临竞争更加激烈。

自 2018 年 10 月国务院金融稳定发展改革委员会召开会议以来，资本市场改革持续释放积极信号，包括并购重组、再融资松绑、设立科创板试点注册制、中金所对对股指期货交易安排进一步松绑等；2018 年 12 月，中央政治局会议强调稳中求进工作总基调，再次提出“六个稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）将成为 2019 年我国经济工作的主要方向，并首次提出“提振市场信心”；同时，随着纾困资金的落地，股票质押业务风险有所缓解，证券公司政策环境或有所改善。但是，中美贸易战引发的国际形势复杂化、我国经济下行压力较大以及资本市场振幅加剧、市场信心短期内难以恢复等不利因素依然存在，证券公司盈利仍具有较大不确定性。若市场或政策出现超预期的不利情况，需关注受市场影响较大、资本实力较弱且股东背景一般的中小证券公司信用风险将加大的情况。

总体看，资本市场改革和行业监管将推动证券公司加速转型，行业集中度将进一步提升；同时，中小券商经营压力加大，需对中小券商保持关注。

（2）银行业

2018 年银行业监管政策上半年为“严监管”，下半年表现为“宽信用”，商业银行资产保持平稳增速，盈利水平持续下降，不良贷款率有所增加，整体拨备覆盖较为充足，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。

从央行发布的一系列政策来看，2018 年上半年表现为“严监管”态势，以资管新规、禁止非标投资期限错配为核心，叠加规范银信合作、委贷新规、流动性风险管理新规等；下半年表现为“宽信用”趋势，以降准释放资金支持小微/民企，下调 MPA 参数以放宽信贷管控，将部分小微债券纳入 MLF 担保品范围，超额度增量贷款给予 MLF 奖励等。整体看，各项监管政策逐一落地有利于行业规范发展。随着 2016 年以来金融监管和去杠杆力度的加大，商业银行总资产和总负债规模增速在 2017 年出现断崖式下跌后，2018 年增速继续保持下跌态势，根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行资产总额 268.24 万亿元，负债总额 246.58 万亿元，资产负债规模较上年末分别增长 6.18%和 6.08%，保持平稳增长。2018 年商业银行实现净利润 1.83 万亿元，资产利润率 0.90%，资本利润率 11.73%，盈利水平持续下降，增速放缓。

2018 年我国经济增速持续放缓，外部贸易摩擦加剧，企业融资收紧，使一些企业流动性紧张导致违约事件发生。根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额

2.03 万亿元，不良贷款率 1.83%，较上年增加 0.09 个百分点，主要源于农商行和城商行不良增长带动；2018 年商业银行拨备覆盖率 186.31%，较上年增加 4.89 个百分点。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。根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为 11.03%，平均一级资本充足率为 11.58%，平均资本充足率为 14.20%，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。

预计 2019 年货币政策将维持宽松以支持实体经济增长，商业银行资产增速与 M2 增速保持一致表现为稳定增速；分银行类型来看，大型商业银行和股份制银行资产将保持平稳增速，城商行和农商行受监管政策等影响将不断调整业务结构，增速较 2018 年整体变化不大。资产质量方面，预计 2019 年依旧受宏观经济下行影响资产质量继续承压；同时受地方银监局监管的商业银行在监管标准统一后，预计农商行和城商行不良贷款率将继续抬升，同时监管将拨备覆盖率容忍度降到 120%~150%，预计城商行和农商行拨备覆盖率将会有所下降以保证银行利润不会受到太多的挤压。资本方面，受资管新规影响，银行原有的一些表外资产向表内转移，同时，监管持续推动商业银行加大对民营企业、小微企业的信贷投放，信贷投放力度加大将对商业银行资本产生较快的消耗。预计 2019 年大型商业银行和股份制商业银行资本补充压力较小，但城商行本身资本受 MPA 考核压力较大，若未来开始设立理财子公司，根据《商业银行理财子公司管理办法》的规定，设立理财子公司最低资本金要求为 10 亿元，会对资本产生一定的消耗，商业银行资本补充将仍备受压力。

总体看，2018 年商业银行资产负债稳定增长，受宏观经济下行影响，盈利能力有所下降；随着监管政策的逐一落地，商业银行在统一监管后行业将更加规范化。

2．房地产行业

房地产业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、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018

年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过上年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

总体看，2018 年全国房地产开发投资整体高于去年，土地供应量继续上扬，在调控的政策持续下，商品房销售增速继续下滑。

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。2018 年，全年实现旅游收入 5.97 万亿元，同比增长 10.50%；国内旅游人数达 55.39 亿人次，同比增长 10.80%；出入境人数 2.91 亿人次，增长 7.8%。

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《2018 年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2018 年第三季度末，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有 10,667 家星级饭店，其中 10,256 家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为 96.15%。2018 年第三季度，共有 9,230 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级 59 家，二星级 1,567 家，三星级 4,434 家，四星级 2,351 家，五星级 819 家。2018 年全国星级饭店第三季度平均房价为 341.76 元/间夜，同比增长 0.44%；平均出租率为 60.86%，同比增长 0.46%；每间可供出租客房收入为 208.00 元/间夜，同比增长 0.91%；每间客房平摊营业收入为 36,358.80 元/间，同比增长 2.74%。

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

2018 年末全国公路总里程 484.65 万公里，比上年增加 7.31 万公里。公路密度 50.48 公里/百平方公里，增加 0.76 公里/百平方公里。公路养护里程 475.78 万公里，占公路总里程 98.20%。

2018 年末全国四级及以上等级公路里程 446.59 万公里，比上年增加 12.73 万公里，占公路总里程 92.10%，提高 1.30 个百分点。二级及以上等级公路里程 64.78 万公里，增加 2.56 万公里，占公路总里程 13.4%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 14.26 万公里，增加 0.61 万公里；高速公路车道里程 63.33 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路里程 10.55 万公里，增加 0.33 万公里。2018 年，完成营业性客运量 179.38 亿人，比上年下降 3.0%，旅客周转量 34,217.43 亿人公里，增长 4.30%，营业性货运量 506.29 亿吨，增长 7.2%，货物周转量 199,385.00 亿吨公里，增长 3.50%。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，由于公司第一届董事会、监事会任期已届满，2018 年 6 月 27 日，公司选举李建波由原来的董事变为董事长，毕凤林由原来的董事长变为董事、总经理，其他原董事徐辉、文华玖、朱学成、周芳旭和李石山继续担任第二届董事会的董事。公司选举孙东和瞿贤德担任监事，除上述人员变动外，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，组织架构未发生变化。跟踪期内，公司未修订内部控制制度，公司按照原内部控制制度合规执行。

公司子公司红塔证券 2018 年 6 月 5 日，红塔证券作为深圳市架桥资本管理股份有限公司的持

续督导券商，对其 2018 年第一季度进行事前审查披露时，擅自更改披露日期，因此全国中小企业股份转让系统有限公司向红塔证券出具警示函。2018 年 8 月 14 日。云南证监局对红塔证券融资融券业务由于系统全部中断影响业务时间达 30 分钟以上，红塔证券在信息系统日常维护管理、应急处理和时间宝贵方面存在不足，采取监督管理措置，要求红塔证券完善内部管理制度，加强信息系统运营维护。除上述监管措施外，红塔证券未收到其他监管措施。

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

公司经营规模很大，涉及金融、酒店地产、基础产业以及配套产业。2018年，公司实现营业总收入88.35亿元，同比增加31.28%，主要系红塔银行利息收入大幅增加所致，实现净利润47.84亿元，同比下降12.62%，主要系营业成本中红塔银行吸收存款利息支出增加所致。

从营业总收入结构来看，2018年，公司金融资产板块收入占比最高，达47.52%，实现收入41.99亿元，较上年增加47.33%，主要系红塔银行利息收入大幅增加所致；基础产业和配套产业实现收入15.08亿元和10.36亿元，同比小幅增加，占较上年分别下降至17.07%和11.73%；公司酒店地产板块2018年实现收入20.92亿元，同比增加55.54%，主要系红塔房地产项目销售收入增加所致，酒店地产收入占比增至23.67%。

表1　公司营业总收入情况　（单位：亿元，%）

行业	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
金融资产	28.50	42.35	41.99	47.52
基础产业	14.98	22.26	15.08	17.07
配套产业	10.36	15.40	10.36	11.73
酒店地产	13.45	19.99	20.92	23.67
合计	**67.30**	**100.00**	**88.35**	**100.00**

资料来源：公司提供

除营业收入外，2018年，公司实现投资收益46.74亿元，同比小幅增加3.33%，长期股权投资收益占比为12.52%，可供出售金融资产取得的投资收益占比为74.52%。2018年公司投资收益占利润总额比重为93.47%，较上年增加13.76百分点，投资收益对利润贡献度很高。

总体看，2018 年，公司经营情况较好，各项业务收入均有较好增长，其中金融板块业务收入贡献度最大；同时，投资收益对利润总额贡献很大，其受市场影响较大，未来收益存在较大波动性。

2．金融资产板块

截至 2018 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”）对公司金融资产业务收入贡献度较大。

（1）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 2018 年末，红塔银行注册资本 62.98 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 2018 年末，红塔银行下辖 5 家分行及 35 家营业网点，117 家自助服务区，较年初增加 8 家营业网点，29 台自助设备，网点全部集中于云南省内，红塔银行资产 1,050.92 亿元，负债总额 945.04 亿元。2018 年红塔银行实现营业收入 31.83 亿元，同比增加 54.70%，主要系红塔银行利息收入增加所致。

公司、个人银行业务

截至 2018 末，红塔银行公司贷款总额（含贴现和贸易融资）235.57 亿元，占贷款总额的 84.34%，其中贷款贴现业务占比较大，比重达 16.78%。截至 2018 年末，公司存款规模 678.25 亿元，较上年末增加 27.01%，主要系烟草客户资金往来及沉淀。截至 2018 年末，红塔银行个人贷款余额 43.73 亿元，较年初增加 35.35%，占贷款总额的 15.66%。截至 2018 年末，个人银行存款余额 49.59 亿元，较年初增加 10.78%。

资金业务

红塔银行资金业务主要有同业投资、同业负债和投资业务，截至 2018 年红塔银行同业资产 243.80 亿元，较年初增加 24.70%，主要系存放同业款项增加所致。红塔银行同业负债 105.60 亿元，较年初下降 24.08%，主要系同业存放款下降所致，市场融入资金占比 11.17%，较年初下降 5.96 个百分点。截至 2018 年末，红塔银行投资资产为 417.46 亿元，较年初增加 17.20%，主要系红塔银行增加货币基金投资所致，投资资产金额占红塔银行资产比重为 39.72%，较年初小幅增加。从投资结构来看，标准化债权投资业务和非标准化债权投资占比分别为 59.21%和 40.58%，其中标准化债权投资业务比重上升 27.72 个百分点，红塔银行加大了标准化债券投资规模，投资资产未计提减值。

总体看，红塔银行营业收入稳步增加，受益于利息收入增加所致；同时随着债券市场信用风险事件的爆发，需对红塔银行投资资产质量保持关注。

（2）红塔证券

公司控股子公司红塔证券成立于 2002 年，截至 2018 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。2018 年，红塔证券实现收入 12.01 亿元，同比增加 7.83%，净利润 3.92 亿元，同比增加 6.52%，增长幅度高于行业平均水平。2017~2018 年，红塔证券证监会分类评价均为 A 级。

从收入结构上来看，2018 年，红塔证券收入构成较上年变化较大，证券投资业务和信用交易业务变为红塔证券营业收入主要来源，占比分别为 40.80%和 36.27%，分别实现收入 4.90 亿元和 4.36 亿元，其中证券投资业务收入比重较上年大幅提升 33.88 个百分点。红塔证券经纪业务实现收入 1.23 亿元，同比下降 30.51%，主要系红塔证券代理买卖证券交易额下降所致。红塔证券投资银行业务实现收入 0.53 亿元，同比下降 38.37%，主要系市场利率上行等因素，投资银行业务债券承销规模下降所致。红塔证券基金管理业务实现收入 1.08 亿元，同比小幅下降 10.74%，占比下降至 8.95%。红塔证券其他业务收入为-0.82 亿元，较上年下降较多，主要包括红塔证券的合并抵消和未分配支出。红塔证券资产管理业务、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 0.69%、4.30%和 1.07%。

表 2　红塔证券营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.77	15.90	1.23	10.28

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
证券投资业务	0.77	6.92	4.90	40.80
资产管理业务	0.08	0.72	0.08	0.69
投资银行业务	0.86	7.73	0.53	4.42
信用交易业务	2.81	25.25	4.36	36.27
期货经纪业务	0.41	3.68	0.52	4.30
私募投资基金业务	0.17	1.53	0.13	1.07
基金管理业务	1.21	10.87	1.08	8.95
其他业务	3.05	27.40	-0.82	-6.78
合计	**11.13**	**100.00**	**12.01**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：其他业务包括合并抵消项、未分配支出。

证券经纪业务

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，2018 年实现收入 1.23 亿元。截至 2018 年底，红塔证券共有 53 家证券营业部，较年初增加 7 家营业部，其中云南省内 27 家，在云南省内具有一定的区域优势。2018 年，红塔证券经纪业务总交易量为 3,726.11 亿元，同比下降 21.18%，红塔证券股票基金平均佣金率 0.75‰，较上年略有上升，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，存在一定下降压力。

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。2018 年实现收入 4.90 亿元，占红塔证券营业收入比重上升为 40.80%，主要系红塔证券日均投资规模大幅增加至 46.07 亿元。从投资结构上看，红塔证券投资业务日均占用资金股票为 3.24 亿元、基金 6.25 亿元、债券 35.74 亿元。从收益率来看，主要系债券、基金投资收益率较上年增加至 10.96%和 15.25%，使得公司证券投资业务收入大幅增加。

信用交易业务

2018 年，红塔证券信用交易业务实现收入 4.36 亿元，同比增加 55.16%，主要系股票质押回购业务收入大幅增长所致。截至 2018 年末，红塔证券融资融券月末平均余额 12.14 亿元，较年初下降 17.92%，实现融资融券利息收入 0.93 亿元，同比下降 19.13%。截至 2018 年末，红塔证券股票质押式业务待回购交易金额 51.14 亿元，较年初增加 8.16%，2018 年股票质押回购利息收入 3.42 亿元，同比增加 106.02%。

风险项目方面，2016 年 7 月，郭鸿宝与红塔证券签订股票质押式回购交易协议书，融资金额 1.2 亿元，但由于质押的股票坚瑞沃能出现债务危机，郭鸿宝未能履约购回义务。红塔证券提起诉讼要求偿还融资本金和对其质押的 3,363.96 万股坚瑞沃能股份的折价、拍卖或变卖所得价款优先受偿。截至 2018 年末，本案尚在审理之中。红塔证券将相应的买入返售金融金融资产及客户所欠利息、违约金等共计 1.28 亿元转入应收账款核算，计提减值准备 8,231.35 万元。

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。2018 年，红塔证券注册保荐代表人 9 名，完成 1 个首次公开发行项目的保荐及承销工作、1 个普通股非公开发行项目、1 个可转项目和 8 个公司债项目等，在全国中小企业股份转让系统推荐挂牌项目数量 8 个。2018 年投资银行业务实现收入 0.53 亿元，占营业收入比重为 4.42%，较上年小

幅下降。

截至 2018 年末，红塔证券正在履行业务重大合同 6 份，1 个首次公开发行项目，3 个债券发行项目，3 个非公开项目；截至 2018 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，由红塔红土基金管理有限公司（以下简称“红塔基金”）及其子公司负责。截至 2018 年末，红塔基金管理规模合计 614.57 亿元，较上年下降 27.23%，主要系特定客户资产管理计划规模下降所致。2018 年，红塔证券基金管理业务收入 1.08 亿元，同比下降 10.74%。

总体看，2018 年，受红塔证券营业收入小幅增加，整体高于行业平均水平，主要系证券投资业务、信用交易业务收入增长所致，同时红塔证券业务受市场环境影响大，收入存在一定不确定性。

（3）红塔创新

红塔创新成立于 2000 年，截至 2018 年末，红塔创新注册资本 6.00 亿元，公司持股比例 52.50%。红塔创新的经营范围为创业投资业务；代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。2018 年公司红塔创新实现收入 3.86 亿元，同比下降-46.00%，主要系证券市场股价波动影响。

截至 2018 年底，红塔创新共累计投资 52 个项目，累计投资额 16.94 亿元。截至 2018 年末，红塔创新已全面退出项目 14 个，持有项目 38 个，累计上市项目 13 家，未上市公司 21 家。截至 2018 年末，红塔创新处于调研阶段项目 100 个，调研项目阶段 30 个。2018 年，获得投资收益 3.10 亿元，较上年减少 3.67 亿元，主要系所持有的股票价格下跌所致。

总体看，受市场股价波动影响，2018 年红塔创新收入较上年大幅下降，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．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。2018年，公司基础产业板块营业收入15.08亿元，同比微小幅增加。

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2018年底，公司投资经营的公路情况如下表所示：

表 3　截至 2018 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

2018年，昆玉高速车流量3,115.89万辆，同比下降39.56%，实现通行收入费3.76亿元，同比下降28.80%，主要系通行距离下降所致。2018年安晋高速车流量为747.92万辆，同比增加7.31%，实现收入0.99亿元，同比小幅下降。

表4　公司收费公路车流量及收入情况

项目	2017 年	2018 年
车流量（单位：万辆）		
昆玉高速	5,155.25	3,115.89
安晋高速	697.00	747.92
合计	**5,852.25**	**3,863.81**
收入（单位：万元）		
昆玉高速	52,833.92	37,616.56
安晋高速	10,221.30	9,991.56
合计	**63,055.22**	**47,608.12**

资料来源：公司提供

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。2018年，滇西水泥实现营业收入9.90亿元，同比增加17.67%，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，烧碳及电力主要向祥云县晟华矿业有限责任公司、云南电网有限责任公司大理供电局、华坪县宝森工贸有限责任公司、湖南泰峰电力能源有限公司、华坪县九星矿业有限公司购买，较2017年前五名供应商有所变化。2018年，滇西水泥前五大供应商采购额为3.73亿元，占比58.83%，较上年下降4.79个百分点，前5大供应商集中度仍较高。

表5　2018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
祥云县晟华矿业有限责任公司	11,671.84	18.40
云南电网有限责任公司大理供电局	10,348.35	16.31
华坪县宝森工贸有限责任公司	5,833.48	9.19
湖南金易新能源有限公司	5,749.13	9.06
华坪县九星矿业有限公司	3,724.55	5.87
合计	**37,327.35**	**58.83**

资料来源：公司提供

2018年滇西水泥销量有所回升，达283.00万吨，同比增加17.38%，滇西水泥生产规模保持在200万吨以上。从销售价格看，2018年，滇西水泥的水泥产品销售价格有所增长，2018年水泥价格达334.00元/吨，同比增加4.16%。滇西水泥产销率超过100%，主要系销量包括水泥半成品所致。

表6　滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2017 年	2018 年
水泥	320.66	334.00
熟料	267.72	283.00

资料来源：公司提供

表 7　滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨，%）

项目	2017 年	2018 年
产量	254.68	271.79
销量	265.62	304.09
产销率	104.30	111.88

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。2018年，滇西水泥向前五大客户销售金额3.71亿元，同比增加59.23%，占销售额的32.87%，集中度尚可。

表8　2018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
大理市凤隆汽车联运有限责任公司	12,120.00	10.73
云南交投集团物资有限公司（大永二期一标）	8,885	7.86
香格里拉市宇顺经贸有限公司	6,648	5.88
大理旭峰商贸有限责任公司	4,793	4.24
大理沧龙物流有限公司（腾陇高速）	4,702	4.16
合计	**37,148.00**	**32.87**

资料来源：公司提供

能源产业

截至 2018 年，华能澜沧江已投产电站总装机容量为 2,120.88 万千瓦，同比增加 16.89%，其中水电装机容量 2,097.38 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。2018 年，华能澜沧江的营业收入 155.16 亿元，同比增长 20.78%，其中华能澜沧江对公司投资收益贡献 1.12 亿元，较去年大幅增加。

总体看，公司基础产业板块业务收入稳定，其中高速公路受里程数下降影响，收入降低；水泥产业和能源产业收入稳步增加。

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。2018 年公司配套产业实现收入 10.36 亿元，较上年变化不大。

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。云南兴宁彩印已进入清算，2018 年未发生业务。

原材料采购方面，2018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；环球彩印原材料采购集中在5家公司，供应商集中61.80%，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。2018年，云成印务实现收入1.09亿元，同比小幅下降。

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，2018年向前五大供应商采购金额比重为45.00%，较上年下降7.00个百分点，前五大供应商占比较高，供应商稳定。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。2018年蓝鹰纸业各类卷烟纸销量为18,940吨，同比增幅为15.00%

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。2018年产销率为85.65%，较上年下降53.34个百分点，主要系老产品增长受市场环境竞争压力较大，到时产销率有所下降。

总体看，公司配套产业板块收入稳定，较上年变化不大。

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。公司酒店地产板块2018年实现收入20.92亿元，同比增加55.54%，主要系红塔房地产在大理的地产项目销售收入增加所致。

酒店产业

截至2018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；云南合和集团对所属的酒店都是云南中维酒店管理有限责任公司进行管理的，增强酒店核心竞争力，合和集团2018年共对天恒酒店、昆明桂花酒店投出维修改造资金6,000万元。2018年，公司酒店业务实现收入5.44亿元，同比增加6.88%。

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。2018年，公司房地产开发业务实现收入15.48亿元，同比增加85.17%，主要系部分房地产实现销售收入增加所致。土地储备方面，截至2018年末，公司新增两块土地，土地价值共计4.75亿元，较上年小幅增加。

表 9　截至 2018 年公司在建房地产项目情况　（单位：亿元）

项目名称	开发企业	总投资	已投资	计划投资额	
				2019 年	2020 年
阳光公寓商业二期	三和地产	1.35	0.79	0.56	--
怡景尚居	红塔地产	27.99	11.35	3.95	2.92
合计		**29.34**	**12.14**	**4.51**	**2.92**

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司在建房地产项目为阳光公寓商业二期和怡景尚居，总投资规模为 29.34

亿元，已投资为 12.14 亿元，2019 年计划阳关公寓二期竣工，但怡景尚居仍需要投资金额 9.77 亿元，公司融资需求较大。

表10　截至2018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	红塔地产	352,654.00	107,410.00	4,429.86	193,503.00	135,735.09	85.88
山水佳园		1,430,988.00	390,265.00	3,135.30	458,983.00	419,821.97	98.25
世纪华庭		70,166.00	15,081.00	2,879.28	18,724.00	17,068.73	98.25
阳光公寓商业二期	三和地产	13,188.00	13,532.00	12,920.00	17,039.00	8,691.00	51.00
大理半岛假日酒店项目	上和置业	78,151.93	53,296.00	15,853.35	75,911.00	15,100.00	19.90
汇翠山庄	红塔物业	507,330.00	94,116.00	2,897.085	139,870.00	131,865.55	94.28

资料来源：公司提供

从销售情况来看，截至2018年底，公司在售房地产项目共计6个，阳光公寓商业二期和大理半岛假日酒店项目主要为2018新开盘项目，在售面积较多，对未来公司收入有一定贡献度。

总体看，公司酒店地产业务中，酒店业务发展稳健；房地产板块收入 2018 年大幅增加，主要系大理房地产项目收入增加所致。

6．重大事项

2019 年 5 月 31 日，红塔证券披露了收入公开发行招股说明书，本次发行不超过 36,400 万股，预计发行日期为 2019 年 6 月 24 日，若红塔证券上市成功，其资本实力将进一步增加，同时品牌效应进一步增加，公司证券板块的竞争力进一步增强。

7．未来发展

公司计划未来对四大专业板块新增投资 39.00 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。

总体看，公司定位明确，发展目标清晰。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 2018 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 2017 年财务数据取自 2018 年审计报告的比较数据。合并范围方面，2018 年新纳入 1 家企业，减少 3 家企业。

会计政策方面：公司自 2018 年 1 月 1 日开始，按照财政部关于修订印发《2018 年度一般企业财务报表格式》的通知（财会〔2018〕15 号）要求，将应付利息、应付股利、其他应付款项目统一在其他应付款项目列报，将研发费用作为单独财务报表项目列报，公司对此项会计政策变更采用追溯调整。公司自 2018 年 1 月 1 日开始，按照财政部关于资产处置损益说明及企业会计准则

财务报表列报相关要求，将公司资产处置损益调整进入资产处置收益列报，公司对此项会计政策变更采用追溯调整。公司下属红塔银行股份有限公司，将持有的普通债券、同业存单、ABS 和应收款项类投资获得的利息收入，参照行业通常做法，调整列入利息收入核算，对此项会计政策变更采用追溯调整。上述会计政策调整都采用追溯调整，整体看公司财务数据可比性强。

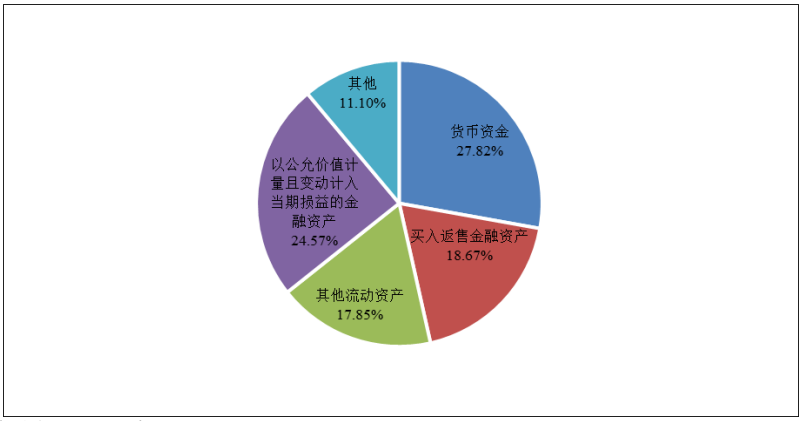
1．资产质量

截至2018年末，公司资产总额为1,957.89 亿元，较年初增加5.95%，其中流动资产占比37.15%，非流动资产占比62.85%，流动资产占比较去年年初流动资产占比有所提升，资产构成仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年末，公司流动资产为727.44亿元，较年初增加41.00%，主要系货币资金和以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产增加所致，其中货币资金占比27.82%、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产占比24.57%、买入返售金融资产占比18.67%和其他流动资产占比17.85%。

图 2　截至 2018 年末公司流动资产构成



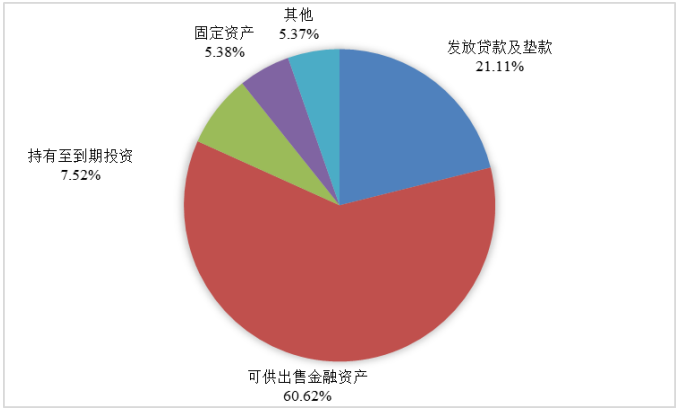
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司货币资金为 202.34 亿元，较年初增加 20.56%，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 44.10%，主要为法定存款准备。公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 178.74 亿元，较年初增加 163.45 亿元，增幅很大，主要系红塔证券债务工具投资和权益工具投资、红塔银行货币基金投资大幅增加所致。公司买入返售金融资产 135.80 亿元，较年初增加 14.69%，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，计提减值 0.26 亿元。公司其他流动资产为 129.83 亿元，较年初下降 9.68%，主要由系红塔银行应收款项类投资下降所致，其中融出资金、委托贷款和应收款项类投资占比分别为 15.63%、1.73%和 80.60%，公司应收款项类投资主要为红塔银行投资的信托收益权，减值准备计提比例为 2.77%，计提较为充分。

（2）非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 1,230.44 亿元，较年初下降 7.62%，主要由发放贷款及垫款（占比 21.11%）、可供出售金融资产（占比 60.62%）和持有至到期投资（占比 7.52%）、固定资产（占比 5.38%）构成。

图 3　截至 2018 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 2018 年末，公司发放委托贷款及垫款 259.76 亿元，较年初增加 19.10%，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 3.78%，红塔银行企业贷款和垫款占比 90.18%。公司可供出售金融资产 745.84 亿元，较年初下降 20.92%，主要是可供出售权益工具减少所致，其中上市公司股票为 439.11 亿元，占可供出售金融资产的 58.56%。公司持有至到期投资为 92.58 亿元，较年初增加 208.54%，主要系红塔银行地方政府债券、同业存单、商业银行债券、收益凭证及中期票据规模下降所致。固定资产 66.21 亿元，较年初下降 3.49%，其中土地、房屋及构筑物占比达 78.10%。

截至 2018 年末，公司的受限资产主要包括受限的货币资金和结算备付金合计金额 89.23 亿元，较上年末增加 31.43%，占资产比重为 4.56%，受限资产占比较低。

总体看，2018 年公司资产仍以非流动资产为主，资产以可供出售金融资产、货币资金等变现能力较强的资产组成，资产整体质量较好；红塔银行投资的信托收益权规模较大，相关资产的信用和市场风险需保持关注。

2．负债及所有者权益

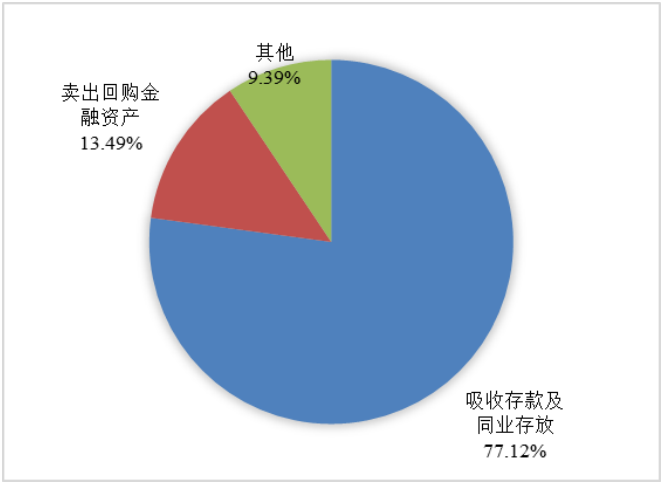
（1）负债

截至 2018 年末，公司负债为 1,153.91 亿元，较年初增加 21.35%，其中流动负债占比 81.69%，非流动负债占比 18.31%，公司仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债 942.58 亿元，较年初增加 18.77%，其中吸收存款及同业存放款占比 77.12%、卖出回购金融资产占比 13.49%。

图 4　截至 2018 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 2018 年底，公司吸收存款和同业存放总额为 726.91 亿元，较年初增加 10.29%，主要系红塔银行公司客户定期存款增加所致，其中，吸收存款 699.84 亿元，占比 96.28%。公司卖出回购金融资产为 127.12 亿元，较年初增加 253.23%，主要系红塔证券与红塔银行为满足业务发展的资金需求，卖出带有回购协议的债券等金融资产所致。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债为 211.34 亿元，较年初增加 34.34%，主要由公司应付债券增加所致，其中应付债券（占比 41.49%）、递延所得税负债（占比 33.83%）和其他非流动负债（占比 23.66%）构成。

截至 2018 年末，公司应付债券 87.68 亿元，较年初增加 106.86%，主要系红塔银行发行同业存单所致，红塔银行同业存单金额占比 82.89%。公司递延所得税负债为 71.49 亿元，较年初下降 36.06%，主要系公司所持股票公允价值变动所致。公司新增其他非流动负债 50.00 亿元，主要为次级债务。

从债务结构看，截至 2018 年末，公司全部债务 1,021.05 亿元，较年初增加 32.01%，短期债务[1]占比 93.58%，较年初下降 4.27 个百分点，债务结构仍为以短期债务为主。长期债务 65.59 亿元，较年初大幅增加，主要系公司增加次级债务所致。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，短期债务集中压力较大。从债务指标看，公司资产负债率 58.94%，较年初增加 7.48 个百分点，公司杠杆水平有所增加；全部债务资本化比率 55.95%，较年初增加 9.64 个百分点；长期债务资本化比率 7.54%，较年初增加 5.72 个百分点，公司债务负担有所增长，但考虑公司到金融资产占比较大，仍属中等水平。

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，整体杠杆水平适中。

（2）所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 803.97 亿元，较年初下降 10.36%，主要系其他收益可供出售金融资产公允价值变动利得下降所致，少数股东权益为 205.91 亿元，较年初变化不大，占所有者权益的比重为 25.61%。公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 10.03%，资本公积占比 34.96%，其他综合收益占比 35.41%，未分配利润占比 11.65%，盈余公积占比 6.36%，占比较年初化不大。公司所有者权益中其他综合收益占比较大，所有者权益稳定性不高。

[1]短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产+其他有息债务+同业存单

整体看，2018 年公司所有者权益规模有所下降，由于其他综合收益占比大，整体稳定性不高。

3．盈利能力

2018 年，公司营业总收入 88.35 亿元，同比增加 31.28%，主要系红塔银行利息收入大幅增加所致，实现净利润 41.80 亿元，同比下降 12.62%，主要系营业成本、利息支出增加所致。从利润构成上看，公司利润主要来自于投资收益，2018 年投资收益对利润总额贡献度为 92.88%，较上年增加 12.93 个百分点，公司利润对投资收益依赖度有所增加。2018 年，公司期间费用为 23.61 亿元，同比增加 14.98%，主要来自于销售费用。2018 年，公司实现投资收益 46.74 亿元，同比小幅增加。

从各项盈利指标来看，2018 年公司营业利润率 59.96%，较上年下降 27.11 个百分点，主要系公司营业总成本中营业成本、利息支出增加导致利润下降所致。公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.20%和 4.92%，较上年下降 0.65 个百分点和 0.50 个百分点，公司盈利能力有所下降。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，但受公司营业成本、利息支出增加增加导致净利润有所下滑，盈利水平有所下降，盈利能力一般。

4．子公司资本充足性

红塔证券

截至 2018 年末，红塔证券（母公司口径）净资本为 124.40 亿元，风险覆盖率为 559.24%，资本杠杆率为 36.38%，流动性覆盖率为 1,409.34%，各项指标优于监管指标，红塔证券资本充足性较好。

红塔银行

截至 2018 年末，红塔银行不良贷款率[2]为 1.37%，较年初降低 0.05 个百分点，拨备覆盖率为 257.00%，较年初增加 49.28 个百分点，流动性比例为 82.48%，较上年末增加 25.67 个百分点。红塔银行资本充足率为 17.21%，较年初下降 0.20 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，整体红塔银行资产质量较好，拨备覆盖率和资本充足性较好。

总体看，公司子公司红塔证券和红塔银行资本充足性较好，各项指标优于监管指标。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营性现金流量净额由正转负，为-65.51 亿元，主要系红塔银行客户存款和同业存放款项净额增加额大幅减少所致。从投资活动看，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.07 亿元，且由流出态势变为流入态势，主要系收回投资的现金增加。从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流净额为 82.10 亿元，且由净流出态势转变为净流入态势，主要系公司发行债券筹集资金及红塔证券借入次级债务所致。

表 11　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	190.55	-65.51
投资性现金流量净额	-114.77	0.07
筹资性现金流量净额	-52.49	82.10
现金及现金等价物净增加额	23.27	16.66
期末现金及现金等价物余额	122.90	139.56

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

[2]红塔银行不良贷款率、拨备覆盖率、资本充足率、流动性比例指标来源于监管指标。

总体看，2018 年，公司同业存放款项大幅下降影响，经营性现金大规模流出；受收回投资的现金导致公司投资活动现金流表现为净流入；公司筹资性现金流入规模较大，有一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末公司流动比率为 0.77 倍，速动比率为 0.74 倍，较年初变化不大，公司整体短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 78.14 亿元，较上年增加 3.61%，主要利息支出增加所致，其中折旧和摊销占比 9.32%、利息支出占比 26.69%、利润总额占比 64.00%组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比最大。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.75 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 对利息的保障程度仍较强；2018 年末，公司 EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，对全部债务的保障能力较弱。

据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10530402002168600），截至 2019 年 5 月 17 日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

截至 2018 年底，公司无对集团内、集团外担保情况。

整体看，公司整体偿债指标表现一般，但考虑到公司作为烟草公司旗下的资产管理运营平台，同时控股红塔银行、红塔银行等金融公司，资产质量较高，流动性好，公司整体偿债能力极强。

七、跟踪债券偿债能力分析

以 2018 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，除经营活动产生的现金流量净额无法对待偿债券覆盖外，其余偿付能力指标很好。

表 12 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2018 年
净资产/跟踪债券待偿本金合计	53.60
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	5.21
净利润/跟踪债券待偿本金合计	2.79
经营活动产生的现金净流量净额/跟踪债券待偿本金合计	-4.37

资料来源：联合评级整理

总体看，考虑到公司作为金融资产管理运营平台，股东背景强大，在资本实力、业务规模等方面具备优势，同时公司的金融资产业务持有较好规模的金融资产、流动性强，综上因素联合评级认为公司对本期债券的偿还能力极强。

八、综合评价

公司作为云南中烟工业有限责任公司旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融产业、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备较强综合竞争力。2018 年，公司各项业务收入均有所增加，资产规模稳步增长，资产质量较好、债杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融资产业务，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。

未来，随着公司子公司红塔证券成功上市，公司金融产业竞争力将进一步提升，随着各项业务的稳步推进，公司整体经营状况有望继续保持稳定。

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”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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,847.80	1,957.89
所有者权益（亿元）	896.90	803.97
短期债务（亿元）	756.78	955.46
长期债务（亿元）	16.69	65.59
全部债务（亿元）	773.47	1,021.05
营业收入（亿元）	67.30	88.35
净利润（亿元）	47.84	41.80
EBITDA（亿元）	75.42	78.14
经营性净现金流（亿元）	190.55	-65.51
总资产收益率（%）	2.85	2.20
净资产收益率（%）	5.42	4.92
营业利润率（%）	84.07	56.96
费用收入比（%）	30.50	26.72
资产负债率（%）	51.46	58.94
全部债务资本化比率（%）	46.31	55.95
长期债务资本化比率（%）	1.83	7.54
EBITDA 利息倍数（倍）	6.10	3.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.08
流动比率（倍）	0.65	0.77
速动比率（倍）	0.61	0.74
经营现金流动负债比率（%）	0.25	-0.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.03	5.21

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。