

# 信用评级公告

联合〔2023〕5637号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二三年六月二十七日

# 云南合和（集团）股份有限公司

## 公开发行公司债券 2023 年跟踪评级报告

### 评级结果：

| 项目             | 本次<br>级别 | 评级<br>展望 | 上次<br>级别 | 评级<br>展望 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 云南合和（集团）股份有限公司 | AAA      | 稳定       | AAA      | 稳定       |
| 20 合和 01       | AAA      | 稳定       | AAA      | 稳定       |

### 跟踪评级债项概况：

| 债券简称     | 发行<br>规模 | 债券<br>余额 | 到期<br>兑付日  |
|----------|----------|----------|------------|
| 20 合和 01 | 10.00    | 10.00    | 2025/10/19 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 27 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                              | 版本          |
|---------------------------------|-------------|
| <a href="#">金融控股类企业信用评级方法</a>   | V4.0.202303 |
| <a href="#">金融控股类企业主体信用评级模型</a> | V4.0.202303 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

| 评价内容          | 评价结果 | 风险因素  | 评价要素   | 评价结果            |
|---------------|------|-------|--------|-----------------|
| 经营风险          | A    | 经营环境  | 宏观经济   | 2               |
|               |      |       | 行业风险   | 3               |
|               |      | 自身竞争力 | 公司治理   | 2               |
|               |      |       | 风险管理   | 2               |
|               |      |       | 业务经营分析 | 2               |
|               |      |       | 未来发展   | 2               |
| 财务风险          | F2   | 偿付能力  | 盈利能力   | 2               |
|               |      |       | 偿债能力   | 4               |
|               |      | 资本结构  | 资本实力   | 1               |
|               |      |       | 杠杆水平   | 1               |
| 指示评级          |      |       |        | aa <sup>+</sup> |
| 个体调整因素：无      |      |       |        | --              |
| 个体信用等级        |      |       |        | aa <sup>+</sup> |
| 外部支持调整因素：股东支持 |      |       |        | +1              |
| 评级结果          |      |       |        | AAA             |

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

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“合和集团”）的评级反映了公司具有很强的股东背景，其业务涵盖金融产业、酒店地产、交通、烟草配套等多领域，具备很强的综合竞争力。截至 2022 年末，公司资本实力很强、资产质量较好、杠杆水平适中。

联合资信也关注到公司营业总收入主要来源于金融板块，易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，同时，投资收益对利润贡献度很高，盈利存在较大波动性；2022 年，公司营业总收入及利润总额均有所下降；截至 2022 年末，公司短期债务占比较高，需关注流动性管理情况。

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

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

### 优势

1. **公司股东背景强大且支持力度较大。**公司作为云南中烟旗下全资资产管理运营平台，实际控制人是中国烟草总公司，股东背景强大，且在资金、业务等方面持续对公司提供较大支持。
2. **公司业务结构丰富。**公司业务多元，旗下子公司涵盖金融、交通、能源、酒店地产、烟草配套等多领域，其中金融资产板块对收入贡献较高，具有很强的综合竞争力。
3. **公司资产规模大，资产质量较好，子公司资本充足。**公司资产规模大，资本实力很强，整体资产质量较好。旗下金融子公司红塔银行股份有限公司和红塔证券股份有限公司资本充足性良好。

分析师：杨晓丽 梁兰琼

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

## 关注

1. **公司盈利波动性较大。**公司投资收益对营业利润贡献很高，同时利润实现亦对金融行业板块较为依赖；金融行业易受国内证券市场波动以及相关监管政策变化影响，盈利存在较大波动性。2022年，公司营业总收入及利润总额均有所下降。
2. **债务结构偏短，关注流动性管理。**2022年以来，公司负债规模有所增长，债务以短期债务为主，短期债务中较大规模为旗下银行吸收的存款，对公司流动性管理提出较高要求。

## 主要财务数据：

| 公司合并口径          |         |         |         |                 |
|-----------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 项 目             | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年<br>1—3 月 |
| 资产总额（亿元）        | 2551.55 | 2770.30 | 2759.57 | 2724.27         |
| 所有者权益（亿元）       | 1016.83 | 1109.64 | 1051.27 | 1077.16         |
| 归属于母公司所有者权益（亿元） | 780.24  | 801.99  | 749.50  | 772.31          |
| 短期债务（亿元）        | 1191.50 | 1280.71 | 1340.69 | /               |
| 全部债务（亿元）        | 1334.10 | 1470.02 | 1553.21 | /               |
| 经调整的营业总收入（亿元）   | 182.04  | 205.93  | 126.07  | 30.57           |
| 利润总额（亿元）        | 56.97   | 70.67   | 26.94   | 7.02            |
| EBITDA（亿元）      | 99.25   | 117.62  | 73.54   | /               |
| 净资产收益率（%）       | 5.09    | 5.94    | 2.71    | 0.62            |
| 资产负债率（%）        | 60.15   | 59.94   | 61.90   | 60.46           |
| 全部债务资本化比率（%）    | 56.75   | 56.98   | 59.64   | /               |
| 流动比率（%）         | 81.27   | 84.99   | 81.96   | 51.13           |
| EBITDA 利息倍数（倍）  | 2.90    | 3.14    | 1.94    | /               |
| EBITDA/全部债务（倍）  | 0.07    | 0.08    | 0.05    | /               |
| 母公司口径（公司本部）     |         |         |         |                 |
| 项 目             | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年<br>1—3 月 |
| 资产总额（亿元）        | 889.17  | 897.76  | 831.72  | 825.93          |
| 所有者权益（亿元）       | 762.51  | 773.57  | 725.88  | 745.74          |
| 全部债务（亿元）        | 24.85   | 23.79   | 23.83   | /               |
| 经调整的营业总收入（亿元）   | 23.31   | 30.34   | 30.65   | 0.36            |
| 利润总额（亿元）        | 21.17   | 28.15   | 28.17   | 0.005           |
| 净资产收益率（%）       | 2.78    | 3.64    | 3.87    | 0.003           |
| 资产负债率（%）        | 14.59   | 13.83   | 11.07   | 12.63           |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；2. 除特别说明外，财务数据均为合并口径，均指人民币；3. 2023年1—3月财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

| 信用等级     | 评级展望 | 评级时间       | 项目小组   | 评级方法/模型                                                                                     | 评级报告                 |
|----------|------|------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 20 合和 01 | 稳定   | 2022/6/27  | 张晨露 刘嘉 | <a href="#">一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204</a><br><a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204</a> | <a href="#">阅读原文</a> |
|          |      | 2019/10/31 | 刘嘉 张晨露 | <a href="#">《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法（主体）</a>                                                 | <a href="#">阅读原文</a> |

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

## 声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 云南合和（集团）股份有限公司

## 公开发行公司债券 2023 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

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

### 二、主体概况

公司由云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）、红塔烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红塔集团”）、红云红河烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红云红河”）将多元化投资项目股权、实物资产等非烟资产纳入重组整合，于 2014 年 12 月正式成立，初始注册资金 10.00 亿元。公司是云南中烟旗下的非烟资产管理运营平台，经营范围涵盖了金融产业、

配套产业、基础产业、酒店地产等多行业。2016 年 1 月，公司以资本公积 50.00 亿元转增实收资本，增资后，注册资本为 60.00 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 60.00 亿元，云南中烟直接和间接持有公司股权比例为 100.00%，公司实际控制人为中国烟草总公司（以下简称“中国烟草”）（股权结构详见附件 1-1）。截至 2023 年 3 月末，公司股权不存在被股东质押融资的情况。

公司主要业务包括证券业务、商业银行、烟草配套产业、酒店地产、基础产业等，组织结构图详见附件 1-2。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围全资及控股子公司共 60 家，其中金融板块主要子公司 3 家，基础产业板块主要子公司 3 家，酒店地产板块主要子公司 3 家，烟草配套产业板块主要子公司 2 家，具体情况详见表 1。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司主要子公司情况（单位：亿元）

| 子公司            | 简称   | 业务性质              | 注册资本        | 持股比例（%） |
|----------------|------|-------------------|-------------|---------|
| 红塔证券股份有限公司     | 红塔证券 | 证券代理买卖等           | 47.17       | 30.83   |
| 云南红塔银行股份有限公司   | 红塔银行 | 商业银行              | 62.98       | 19.99   |
| 红塔创新投资股份有限公司   | 红塔创新 | 投资和投资管理           | 9.00        | 57.50   |
| 云南红塔滇西水泥股份有限公司 | 滇西水泥 | 生产和销售优质水泥         | 2.91        | 82.94   |
| 云南昆玉高速公路开发有限公司 | 昆玉高速 | 高等级公路的开发、经营和管理    | 6.00        | 50.00   |
| 云南云成印务有限公司     | 云成印务 | 生产、销售自产的印刷包装制品    | 0.15<br>亿美元 | 75.00   |
| 云南中维酒店管理有限责任公司 | 中维酒店 | 酒店经营管理            | 1.00        | 80.00   |
| 云南红河投资有限公司     | 红河投资 | 旅游饭店              | 7.29        | 87.00   |
| 云南红塔房地产开发有限公司  | 红塔地产 | 房地产开发             | 9.04        | 100.00  |
| 云南安晋高速公路开发有限公司 | 安晋高速 | 高速公路              | 2.00        | 82.00   |
| 云南华宁兴宁彩印有限公司   | 华宁彩印 | 生产、销售卷烟包装商标及其他印刷品 | 0.38        | 75.00   |

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司注册地址：云南省玉溪市红塔区凤凰路 116 号；法定代表人：毕凤林。

按指定用途使用完毕，且在付息日正常付息。

### 三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券为“20 合和 01”，发行金额 10.00 亿元，具体见下表。上述债券募集资金已

表 2 跟踪评级债券概况

| 债券名称     | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 起息日        | 期限<br>(年) |
|----------|--------------|--------------|------------|-----------|
| 20 合和 01 | 10.00        | 10.00        | 2020/10/19 | 3+2       |

资料来源：Wind，联合资信整理

#### 四、宏观经济及政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

#### 五、行业风险分析

公司业务主要涉及证券业务和银行业务，因此公司经营情况受上述行业影响很大。

##### 1. 证券行业概况

2022 年国内证券市场有所波动，证券公司业绩表现一般，经营易受市场环境影响，具有波动性；证券公司业务同质化严重，头部效应显著，中小券商需谋求差异化发展道路。2023 年行业严监管基调持续，利于行业规范发展；随着资本市场改革持续深化，证券公司运营环境有望持续向好，整体行业风险可控。

证券公司业绩和市场高度挂钩、盈利波动性大。2022 年，股票市场表现低迷，市场指数震荡下行，交投活跃程度同比下降；债券市场规模有所增长，在多重不确定性因素影响下，收益率宽幅震荡。受此影响，2022 年证券公司业绩表现同比明显下滑。

证券公司发展过程中存在业务同质化严重等特点，大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面较中小券商具备优势。行业分层竞争格局加剧，行业集中度维持在较高水平，中小券商需谋求差异化、特色化的发展道路。

“严监管，防风险”仍是监管的主旋律，新《证券法》等纲领性文件的出台，将进一步推动资本市场和证券行业健康有序发展。2023 年，证券公司预计将继续平稳经营，发生重大风险事件概率较小，但仍需关注投资银行、资产管理等业务内控制度的健全情况以及开展项目过程中的尽责情况，重大的涉及业务资质暂停的处罚仍是影响券商个体经营的重要风险之一。

未来，随着“健全多层次资本市场体系”“提高直接融资特别是股权融资比重”“全面实行股票发行注册制”等资本市场改革目标的持续推进，证券场景气度有望得到提升，证券公司运营环境有望持续向好，证券公司资本实力、资产规模以及盈利能力有望增强。

完整版证券行业分析详见《2023 年证券行业分析》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3734>。

##### 2. 商业银行行业分析

2022 年，我国经济增长压力较大，在此背

景下，中国人民银行加大稳健的货币政策实施力度，综合运用降准、再贷款、再贴现等多种政策工具投放流动性，引导金融机构尤其是国有大型商业银行加大信贷投放力度，国有大型商业银行贷款增速提升带动其资产规模增速加快，从而带动整体银行业资产规模增速回升，且信贷资源进一步向先进制造业、绿色金融和普惠金融等重点领域以及受经济下行冲击较大的薄弱环节倾斜，信贷资产结构持续优化，服务实体经济质效有所提升。

得益于较大的不良贷款清收处置力度，商业银行信贷资产质量呈持续改善趋势，拨备覆盖率有所提升，但部分区域商业银行仍面临较大信用风险管控压力。2022 年，银行业金融机构累计处置不良贷款 2.7 万亿元，年末不良贷款率为 1.63%，关注类贷款占比 2.25%，分别较上年末下降 0.10 和 0.06 个百分点。盈利方面，2022 年，商业银行净息差持续收窄，净利润增速放缓，整体盈利水平有所回落。负债及流动性方面，商业银行住户存款加速增长带动整体负债稳定性提升，各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临的流动性风险值得关注。资本方面，商业银行通过多渠道补充资本，整体资本充足水平保持稳定。此外，强监管环境引导银行规范经营，推动银行业高质量发展，且随着地方中小金融机构合并重组进程的不断推进，区域性银行市场竞争力及抗风险能力有所提升。

随着我国经济运行持续稳定恢复，银行业整体保持平稳发展态势，且在监管、政府的支持下，商业银行抗风险能力将逐步提升；综上所述，联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。完整版行业分析详见《2023 年商业银行行业分析》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3749>。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，公司控股股东为云南中烟，

实际控制人为中国烟草。

### 2. 企业规模及竞争力

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

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

从金融板块来看，公司金融板块业务布局较丰富，控股红塔银行、红塔证券、红塔创新等公司，并参股华夏银行股份有限公司、国信证券股份有限公司、紫金财产保险股份有限公司等多家金融企业，金融板块资产优良。

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产业务，同时公司参股五家能源企业，每年能为公司带来较多的投资收益。公司交通运输产业主要系投资运营高速公路，涉及昆玉高速和安晋高速两条高速公路，可对公司收入形成补充，2022 年共实现收入 5.05 亿元。公司水泥生产主要由子公司滇西水泥负责，年均生产规模超过 300 万吨，产能规模较大；同时，公司能源产业板块参股多家发电企业，能实现较好投资收益，整体布局较为分散。

从酒店地产板块来看，酒店方面，公司通过中维酒店统一整合、管理旗下酒店资源。

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

### 3. 企业信用记录

#### 公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的查询日为2023年6月5日的中国人民银行企业征信报告，公司自成立以来无未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清的信贷信息均为正常类。

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

截至2023年5月末，在中国执行信息公开网查询的结果，联合资信未发现公司被纳入失信被执行人的记录。

## 七、管理分析

2022年以来，公司内控制度有所完善，经营管理层有所变动，新任的主要高管人员具备丰富的管理经验，公司管理经营运行平稳。

2022年以来，公司按照《公司法》《证券法》及中国证监会等相关法律法规及规范性文件的要求，健全公司治理制度，增强决策能力，逐步完善公司治理结构。

2022年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化；2022年6月，公司法定代表人和董事长变更为毕凤林先生，总经理变更为李泓燊先生，截至2023年5月末，公司无空缺董事、监事。

毕凤林先生，出生于1968年10月，管理学学士学位，中国国籍，无境外永久居留权。曾任职于红河卷烟厂、庆来学校和红云红河等单位；2004年5月至2005年11月任红河卷烟厂总厂副厂长、党委副书记、纪委书记；2008年11月至2015年1月任红云红河副总裁；2022年6月起任公司董事长、法定代表人。

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

员、副总裁；2022年6月起任公司总经理。

2022年，红塔证券未有监管处罚情况。红塔银行2022年合计受到5次监管处罚，主要涉及信息披露、未依法履行职责以及违规经营等情况；以上事项红塔银行均已完成整改。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2022年，受红塔证券收入大幅下降影响，公司收入及利润均有所下降。金融资产板块仍为第一大收入来源；除酒店地产板块以外，其他板块收入均有不同程度的下降。投资收益对公司利润贡献很高，盈利易受市场影响，存在较大波动性。2023年1—3月，公司营业总收入有所下降，但受公允价值变动收益大幅增长影响，公司利润总额同比大幅增长。

公司业务涉及金融、酒店地产、基础产业以及配套产业等。2022年，公司营业总收入同比下降28.27%，主要系金融资产板块收入大幅下降所致。

从营业总收入结构来看，2022年，公司金融资产板块收入占比下降至64.56%，但仍为公司第一大收入来源；实现收入同比下降34.97%，主要系红塔证券营业收入大幅下降所致；基础产业和配套产业收入同比分别下降15.84%和15.36%；酒店地产板块实现收入同比略有增长。

公司投资收益主要来源于投资上市公司及参股公司产生的收益。2022年，公司实现投资收益36.84亿元，同比下降34.24%，主要是处置交易性金融资产取得的投资收益大幅下降所致，投资收益占营业利润的比重为138.19%，投资收益对利润贡献度很高。公司投资上市公司及参股公司产生的收益37.77亿元，占投资收益的102.52%，超100%主要系处置交易性金融资产亏损所致。受公允价值变动损益和投资收益大幅下降影响，2022年，公司实现利润总额和净利润分别为26.94亿元和29.27亿元，同比分别大幅下降61.87%和53.66%。

表3 公司营业总收入情况（单位：亿元）

| 项目   | 2020 年 |        | 2021 年 |        | 2022 年 |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 收入     | 占比（%）  | 收入     | 占比（%）  | 收入     | 占比（%）  |
| 金融资产 | 81.60  | 64.92  | 99.45  | 70.95  | 64.91  | 64.56  |
| 基础产业 | 13.94  | 11.09  | 15.65  | 11.17  | 12.82  | 12.75  |
| 配套产业 | 12.55  | 9.98   | 14.00  | 9.99   | 11.55  | 11.49  |
| 酒店地产 | 17.62  | 14.01  | 11.06  | 7.89   | 11.26  | 11.20  |
| 合计   | 125.71 | 100.00 | 140.16 | 100.00 | 100.53 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2023年1—3月，公司实现营业总收入23.89亿元，同比下降5.61%，主要系非金融板块收入下降所致；公司实现利润总额7.02亿元，同比大幅增长，主要系下属金融子公司公允价值变动收益大幅增长所致。

## 2. 金融资产板块

公司金融资产板块包括证券、银行、创投业务等，分别由控股子公司红塔证券、红塔银行和红塔创新负责运营，其中红塔银行 2022 年开始由国家烟草专卖局作为直属公司管理，公司仅并表。

### （1）红塔银行

2022 年，红塔银行业务规模有所下降，营业收入有所增加，资产质量有所下滑，但仍属较好；但随着区域实体企业风险加大，需对红塔银行投资资产和信贷资产质量保持关注。

截至 2022 年末，红塔银行注册资本 62.98 亿元，公司持股比例 19.99%，中国烟草旗下企业合计持股 48.33%，其余股权较为分散，因此公司履行控股股东职责，将红塔银行纳入合并范围。截至 2022 年末，红塔银行下辖 8 家分行及 42 家营业网点，138 台自助设备，网点全部集中于云南省内。

### 公司、个人银行业务

受红塔银行提高客户准入标准影响，截至 2022 年末，红塔银行公司贷款余额较上年末下降 18.91%；公司贷款占贷款总额的 59.77%。截至 2022 年末，对公存款规模较上年末略有下降 5.09%。截至 2022 年末，红塔银行个人贷款较上年末下降 24.77%；个人贷款余额占贷款总额的 17.32%。截至 2022 年末，个人存款余额较上年末下降 17.45%。

表 4 红塔银行存、贷款业务情况表（单位：亿元）

| 项目      | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 吸收存款总额  | 971.40  | 1042.15 | 971.40  |
| 其中：公司存款 | 877.58  | 924.69  | 877.58  |
| 个人存款    | 80.10   | 97.03   | 80.10   |
| 其他      | 13.72   | 20.43   | 13.72   |
| 贷款和垫款总额 | 461.55  | 568.23  | 461.49  |
| 其中：公司贷款 | 275.81  | 340.13  | 275.81  |
| 个人贷款    | 79.95   | 106.27  | 79.95   |
| 贴现      | 105.79  | 121.83  | 105.72  |

资料来源：红塔银行审计报告，联合资信整理

## 资金业务

红塔银行资金业务主要包括同业投资、同业负债和投资业务。2022 年末，红塔银行同业

资产规模 52.31 亿元，较上年末下降 28.54%；同业融入资金为 156.70 亿元，较上年末增长 15.77%，主要系发行同业存单规模增加所致。

截至 2022 年末，投资资产较上年末下降 11.12%。从投资结构来看，公司政府债券规模较上年末下降 36.98%，金融债券规模较上年末增长 39.50%；标准化债权投资业务和非标准化债

权投资占比分别为 93.40%和 6.44%，标准化债券投资占比保持稳定。截至 2022 年末，红塔银行投资资产计提减值准备余额为 2.49 亿元，较上年末下降 40.29%。

表 5 红塔银行投资资产结构（单位：亿元）

| 项目         | 2020 年末 |        | 2021 年末 |        | 2022 年末 |        |
|------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|            | 余额      | 占比 (%) | 余额      | 占比 (%) | 余额      | 占比 (%) |
| 标准化债权投资    | 454.64  | 81.36  | 618.59  | 94.13  | 545.55  | 93.40  |
| 其中：政府债券    | 205.59  | 36.79  | 235.88  | 35.89  | 148.65  | 25.45  |
| 金融债券       | 110.32  | 19.74  | 170.84  | 26.00  | 238.33  | 40.80  |
| 企业债券       | 43.15   | 7.72   | 70.44   | 10.72  | 67.16   | 11.50  |
| 其他         | 95.59   | 17.11  | 141.43  | 21.52  | 91.42   | 15.65  |
| 非标准化债权投资   | 103.21  | 18.47  | 37.67   | 5.73   | 37.60   | 6.44   |
| 其中：信贷类     | 52.63   | 9.42   | 10.13   | 1.54   | 12.67   | 2.17   |
| 非信贷类       | 50.58   | 9.05   | 27.54   | 4.19   | 24.93   | 4.27   |
| 其他投资       | 0.93    | 0.17   | 0.92    | 0.14   | 0.94    | 0.16   |
| 投资资产总额     | 558.78  | 100.00 | 657.18  | 100.00 | 584.10  | 100.00 |
| 减：投资资产减值准备 |         | 7.77   |         | 4.17   |         | 2.49   |
| 投资资产净额     |         | 551.01 |         | 653.01 |         | 581.61 |

注：上表数据不含同业拆存单

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户集中度来看，截至 2022 年末，红塔银行单一最大客户贷款集中度为 9.40%，单一客户贷款集中度较上年末增长 1.95 个百分点，整体来看，红塔银行客户集中度较高，存在一定的客户集中度风险。

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

值。受区域实体企业风险加大的影响，截至 2022 年末，红塔银行逾期贷款规模较上年末大幅增长 191.37%，逾期贷款率 1.61%，较上年末增长 0.96 个百分点；不良贷款余额较上年末增长 103.46%，不良贷款率 0.96%，较上年末增长 0.40 个百分点。受风险向下迁徙影响，截至 2022 年末，红塔银行关注类贷款规模较上年末下降 57.90%。截至 2022 年末，红塔银行拨备覆盖率较上年大幅下降 201.21 百分点，主要系不良贷款余额大幅增长所致，仍处于较好水平。整体看，红塔银行的贷款资产质量仍属较好。

表 6 红塔银行贷款资产质量状况表（单位：亿元）

| 项目 | 2020 年末 |        | 2021 年末 |        | 2022 年末 |        |
|----|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|    | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) |
| 正常 | 455.11  | 98.62  | 558.87  | 98.35  | 663.82  | 98.65  |
| 关注 | 2.54    | 0.55   | 6.20    | 1.09   | 2.61    | 0.39   |
| 次级 | 0.25    | 0.05   | 0.42    | 0.07   | 0.38    | 0.06   |
| 可疑 | 2.86    | 0.62   | 1.97    | 0.35   | 5.18    | 0.77   |

|             |        |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 损失          | 0.73   | 0.16   | 0.79   | 0.14   | 0.90   | 0.13   |
| 合计          | 461.49 | 100.00 | 568.25 | 100.00 | 672.90 | 100.00 |
| 不良贷款        | 3.84   | 0.83   | 3.18   | 0.56   | 6.47   | 0.96   |
| 逾期贷款        | 3.96   | 0.86   | 3.71   | 0.65   | 10.81  | 1.61   |
| 拨备覆盖率       | 370.77 |        | 491.41 |        | 290.20 |        |
| 单一客户贷款集中度   | 7.46   |        | 7.45   |        | 9.40   |        |
| 最大十家客户贷款集中度 | 58.50  |        | 54.90  |        |        |        |

资料来源：公司提供，联合资信整理

## （2）红塔证券

2022年，受资本市场波动等因素影响，红塔证券投资资产公允价值和投资收益下跌明显，证券投资收入大幅下降，业务结构有所变化，净利润大幅下滑。2023年1—3月，红塔证券营业总收入和净利润同比均大幅增长。红塔证券业务受经济环境、证券市场及监管政策等因素影响较大，经营稳定性偏弱。

2022年，红塔证券营业总收入同比下降87.58%，降幅远大于行业平均水平（-21.38%），主要系红塔证券压降基差交易、仓单服务和合作套保等业务以及受市场波动影响投资资产公允价值和投资收益显著下跌所致；红塔证券实现净利润0.21亿元，同比大幅下降98.71%，下降幅度远大于行业平均水平（-25.54%）。

从收入构成来看，2022年红塔证券收入结构有所变化，以期货业务和信用交易业务为主，

期货业务仍为第一大收入来源，证券投资业务收入占比大幅下降17.70个百分点；期货业务利润贡献度一般，收入结构有待优化。剔除期货业务来看，信用交易业务成为红塔证券重要收入来源，收入规模略有下降，占比大幅提升35.07个百分点；证券经纪业务收入规模下降25.91%，占比提升16.19个百分点。资产管理业务、投资银行业务、基金管理业务和私募投资业务收入规模均有不同的下降，整体看上述四项业务对收入的贡献度仍较低。

2023年1—3月，红塔证券实现营业总收入4.90亿元，较去年同期大幅增长，主要系红塔证券自营持仓股票和债券公允价值变动损益增长所致；受红塔证券压缩期货业务规模影响，营业总支出大幅下降34.53%；净利润2.25亿元，同比大幅增长。

表7 红塔证券营业总收入结构（单位：亿元）

| 业务类型   | 2020 年 |        | 2021 年 |        | 2022 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额     | 占比 (%) | 金额     | 占比 (%) | 金额     | 占比 (%) |
| 证券经纪业务 | 2.19   | 3.92   | 2.20   | 3.27   | 1.63   | 19.46  |
| 证券投资业务 | 22.21  | 39.75  | 17.39  | 25.82  | 0.68   | 8.12   |
| 资产管理业务 | 0.14   | 0.25   | 2.13   | 3.16   | 0.40   | 4.81   |
| 投资银行业务 | 1.59   | 2.85   | 2.21   | 3.28   | -0.10  | -1.19  |
| 信用交易业务 | 4.61   | 8.25   | 3.57   | 5.30   | 3.38   | 40.37  |
| 期货业务   | 28.05  | 50.21  | 39.87  | 59.21  | 3.81   | 45.58  |
| 私募投资业务 | 0.26   | 0.47   | 1.02   | 1.51   | 0.07   | 0.83   |
| 基金管理业务 | 2.31   | 4.13   | 1.62   | 2.41   | 0.37   | 4.38   |
| 未分配支出  | -3.79  | -6.78  | 0.28   | 0.42   | -1.24  | 0.08   |
| 分部间抵消  | -1.70  | -3.04  | -2.95  | -4.38  | -0.64  | -14.82 |
| 证券研究业务 | 0.00   | 0.00   | -0.003 | 0.00   | 0.007  | -7.63  |
| 合计     | 55.87  | 100.00 | 67.34  | 100.00 | 8.36   | 100.00 |

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

### 证券经纪业务

红塔证券经纪业务资格齐全，能够为客户提供证券代理交易买卖、代销金融产品、期货中间介绍、沪港通和深港通以及期权经纪业务等多种服务。截至2022年末，红塔证券在云南、上海、北京、重庆等地拥有64家分支机构，包括1家经纪业务分公司、1家资管业务分公司、1家固定收益分公司和61家营业部，覆盖了中国主要的经济发达地区；其中，云南省内营业部30家，红塔证券经纪业务在云南省内具有一定区域竞争优势，为业务开展提供了较好的客户资源保障。

证券经纪业务受证券市场行情的影响，代理买卖业务结构有所波动，但仍以股票和债券为主。2022年，红塔证券代理买卖股票交易量同比下降8.28%；代理买卖债券交易量较上年增长3.35%。红塔证券基金交易量相对较小。综上，2022年，红塔证券代理买卖证券交易量同比下降3.00%。

2022年，红塔证券证券经纪业务实现收入1.63亿元，较上年下降25.91%。2022年，红塔证券佣金率0.61%，较去年保持稳定，因云南地区营业部佣金水平较高，因此红塔证券佣金率显著高于行业平均水平，未来存在一定的下降压力。

表8 红塔证券证券经纪业务情况表（单位：亿元）

| 项 目      | 2020 年  |        | 2021 年  |        | 2022 年  |        |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|          | 交易量     | 占比（%）  | 交易量     | 占比（%）  | 交易量     | 占比（%）  |
| 股票       | 3225.85 | 58.64  | 3477.93 | 55.41  | 3189.90 | 52.39  |
| 基金       | 62.58   | 1.14   | 72.33   | 1.15   | 80.54   | 1.32   |
| 债券       | 2212.54 | 40.22  | 2726.54 | 43.44  | 2817.78 | 46.28  |
| 合计       | 5500.97 | 100.00 | 6276.79 | 100.00 | 6088.22 | 100.00 |
| 平均佣金率（%） | 0.64    |        | 0.61    |        | 0.61    |        |

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

### 证券投资业务

红塔证券证券投资业务主要包括权益类投资、固定收益类投资和衍生品投资。受证券行业景气度波动叠加红塔证券持仓结构影响，2022年，红塔证券证券投资业务实现收入0.68亿元，同比大幅下降96.09%。

2022年末，证券投资业务规模较上年末增长4.43%，主要是红塔证券增加对债券的投资所致；红塔证券持仓结构变化较大，AAA级信用债、可转债和地方政府债券持仓占比有所增长，AA+及以下等级信用债占比有所下降，股票和基金持仓规模分别同比大幅下降83.38%和

91.00%，其他持仓规模同比大幅增长84.19%，主要为持仓的理财产品及货币基金。

截至2022年末，红塔证券固收类投资不存在违约事件。

截至2022年末，红塔证券自营非权益类证券及衍生品/净资本指标为88.38%，较上年末下降33.58个百分点，主要系非权益类证券及其衍生品规模增幅不及净资本增幅所致；自营权益类及证券衍生品/净资本指标为23.81%，较上年末增加8.40个百分点，均远优于监管标准（≤500%和≤100%）。

表9 红塔证券证券投资情况（单位：亿元）

| 项目          | 2020 年末 |       | 2021 年末 |       | 2022 年末 |       |
|-------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|             | 金额      | 占比（%） | 金额      | 占比（%） | 金额      | 占比（%） |
| 债券          | 119.44  | 62.30 | 157.45  | 66.69 | 216.46  | 87.79 |
| 其中：AAA 级信用债 | 51.93   | 27.09 | 29.90   | 12.66 | 75.86   | 30.76 |

|                    |               |               |               |               |               |               |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AA~AA+级信用债         | 58.59         | 30.56         | 76.52         | 32.41         | 54.69         | 22.18         |
| BBB~AA-级信用债        | --            | --            | --            | --            | 0.22          | 0.09          |
| BBB级以下信用债          | 0.53          | 0.28          | 1.06          | 0.45          | 0.00          | 0.00          |
| 国债、政策性金融债、政府支持机构债券 | --            | --            | --            | --            | 0.51          | 0.21          |
| 可转换债券              | 8.39          | 4.38          | 12.83         | 5.43          | 27.05         | 10.97         |
| 地方政府债              | --            | --            | 37.13         | 15.73         | 58.14         | 23.58         |
| 股票                 | 19.90         | 10.38         | 38.99         | 16.51         | 6.48          | 2.63          |
| 基金                 | 15.96         | 8.33          | 28.21         | 11.95         | 2.54          | 1.03          |
| 其他                 | 36.42         | 18.99         | 11.45         | 4.85          | 21.09         | 9.19          |
| <b>合计</b>          | <b>191.72</b> | <b>100.00</b> | <b>236.10</b> | <b>100.00</b> | <b>246.57</b> | <b>100.00</b> |
| 自营权益类证券及衍生品/净资本    | 15.41         |               | 23.81         |               | 4.66          |               |
| 自营非权益类证券及衍生品/净资本   | 121.96        |               | 88.38         |               | 121.97        |               |

注：上表为母公司口径

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

### 资产管理业务

红塔证券由上海分公司负责开展集合资产管理业务和定向资产管理计划，控股子公司红塔基金及其下属公司深圳市红塔资产管理有限公司（以下简称“红塔资管”）负责开展专项资产管理业务；同时，红塔证券由控股子公司红塔基金负责开展基金管理业务。2022年，红塔证券资产管理业务实现收入0.40亿元，较上年下降81.22%，主要系红塔证券以自有资金设立并管理的纾困基金净值下降所致。

从管理规模和业务结构来看，截至2022年末，红塔证券资产管理规模较上年末略有下降18.99%；红塔证券资产管理业务类型以定向资产管理计划为主，占比95.97%。截至2022年末，红塔证券证券资产管理业务均为主动管理类业务。

截至2022年末，红塔证券资产管理业务涉及风险事件2起，涉及金额3.89亿元，涉及红塔证券自有资金0.97亿元，未计提减值损失，存在一定减值计提压力。

表 10 红塔证券资产管理业务情况表（单位：亿元）

| 项目   |      | 2020 年末 |        | 2021 年末 |        | 2022 年末 |        |
|------|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|      |      | 规模      | 占比（%）  | 规模      | 占比（%）  | 规模      | 占比（%）  |
| 产品类型 | 集合   | 27.48   | 2.17   | 19.13   | 2.03   | 14.33   | 1.87   |
|      | 定向   | 1220.63 | 96.26  | 902.99  | 95.63  | 734.08  | 95.97  |
|      | 专项   | 19.94   | 1.57   | 22.12   | 2.34   | 16.54   | 2.16   |
| 管理方式 | 主动管理 | 1268.05 | 100.00 | 944.25  | 100.00 | 764.94  | 100.00 |
|      | 被动管理 | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 合计   |      | 1268.05 | 100.00 | 944.25  | 100.00 | 764.94  | 100.00 |

资料来源：红塔证券提供，联合资信整理

### 信用交易业务

红塔证券开展的信用交易业务包括融资融券和股票质押式回购。2022年，红塔证券信用交易业务收入同比下降5.32%，截至2022年末，红塔证券信用业务杠杆率为22.13%，较上年末有

所下降，整体处于很低水平。

融资融券业务方面，截至2022年末，红塔证券融资融券业务余额较上年末下降10.39%，主要系当年资本市场波动所致。2022年，红塔证券融资融券业务收入保持稳定。

股票质押式回购业务方面，截至2022年末，红塔证券股票质押式回购业务规模较上年末下降21.08%。2022年，红塔证券股票质押式回购业务收入同比下降5.88%。

截至2022年末，红塔证券股票质押式回购业务存续违约业务4笔，涉及融资余额共1.44亿

元，红塔证券根据逾期信用损失模型对上述风险项目共计提减值准备1.03亿元，总计提比例71.53%，计提比例较高；红塔证券融资融券业务存续违约客户5个，涉及违约金额合计0.04亿元，已全额计提减值准备。

表 11 红塔证券信用交易类业务情况 (单位: 亿元)

| 项目      | 2020 年/2020 年末 |      | 2021 年/2021 年末 |      | 2022 年/2022 年末 |      |
|---------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
|         | 余额             | 收入   | 余额             | 收入   | 余额             | 收入   |
| 融资融券    | 13.18          | 0.83 | 14.24          | 0.86 | 12.76          | 0.82 |
| 股票质押式回购 | 47.09          | 3.77 | 48.24          | 2.72 | 38.07          | 2.56 |
| 合计      | 60.27          | 4.61 | 62.48          | 3.58 | 50.83          | 3.38 |

注：上表为母公司口径且包含利息

资料来源：公司提供，联合资信整理

### 投资银行业务

红塔证券投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，业务重点围绕承销与保荐、债券承销、财务顾问、资产证券化等业务板块，并借助股东资源优势，积极拓展和储备客户项目。截至2022年末，投资银行事业总部在册人员114人，硕士及以上学历占比73.68%。2022年，红塔证券投资银行业务实现收入-0.10亿元，同比大幅下降104.52%，主要系红塔证券持有的做市业务股票公允价值变动收益和投资收益同比下降所致。

红塔证券投行业务坚持走差异化、特色化、专业化发展道路，继续深耕西南等部分区域，聚焦新能源等部分行业，聚焦EB等产品，打造“精品特色投行”的战略。2022年，红塔证券完成1单北交所IPO保荐项目，1单再融资项目，16只债券主承销。

从项目储备来看，截至2022年末，红塔证券在审项目4个（含1个IPO项目、2个红塔证券债项目和1个再融资项目）；已拿批文未实施项目6个（均为债券项目），红塔证券项目储备情况一般。

表 12 红塔证券投行业务情况表

| 项目      | 2020 年       |               | 2021 年       |               | 2022 年       |               |
|---------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|         | 主承销数量<br>(个) | 主承销金额<br>(亿元) | 主承销数量<br>(个) | 主承销金额<br>(亿元) | 主承销数量<br>(个) | 主承销金额<br>(亿元) |
| IPO     | 1            | 9.66          | 1            | 1.52          | 1            | 1.75          |
| 再融资     | 2            | 28.77         | 3            | 75.52         | 1            | 4.20          |
| 债券承销    | 7            | 39.79         | 14           | 88.41         | 16           | 63.00         |
| ABS/ABN | 6            | 3.78          | 0            | 0.00          | 0            | 0.00          |

注：1. 红塔证券再融资项目包括增发、配股、优先股及可转债；债券承销包括地方政府债、非政策性金融债、企业债、公司债、可转债等；2. 上表统计口径包含联合主承销，由于主承销金额分摊金额披露不充分，Wind 在无确切数据情况下按照算术平均法在各主承销间进行分配，上表主承销金额数据可能存在一定误差；3. 可转债/可转债按照上市口径统计

资料来源：Wind，联合资信整理

### 基金管理业务

基金管理业务方面，红塔证券相继开展了公募基金、基金专户、专项计划及合伙企业产品四类业务。红塔证券基金管理业务以稳规模、调

结构、控风险为主要目标开展工作。2022 年，红塔证券基金管理业务实现收入 0.37 亿元。截至2022 年末，红塔证券管理公募基金 18 只，管理规模较年初下降 36.92%，主要系红塔证券产品

策略调整和生命周期迭代影响所致。

### 期货业务

红塔期货负责红塔证券的期货业务运营，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理。截至2022年末，红塔期货注册资本及实收资本均为10.00亿元，总资产21.27亿元，净资产11.03亿元。2022年，红塔期货实现营业收入3.81亿元，实现净利润0.07亿元。此外，2019年，红塔期货设立风险管理子公司上海红塔众鑫企业管理有限公司，截至2022年末，注册资本及实收资本均为6.00亿元。

### (3) 红塔创新

**2022 年红塔创新收入同比大幅下降，红塔创新业绩受政策环境和市场环境的影响较大。**

红塔创新成立于 2000 年。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。2022 年，红塔创新实现投资收益 2.55 亿元，同比下降 54.71%，主要是退出项目减少所致。

截至 2022 年末，红塔创新共累计投资 72 个项目，累计投资额 39.18 亿元。截至 2022 年末，红塔创新已全面退出项目 25 个，持有项目 47 个，

累计上市项目 18 家，未上市公司 35 家，累计自有投资额 39.18 亿元。截至 2022 年末，红塔创新处于调研阶段项目 100 个。

### 3. 基础产业板块

**2022 年，受通行量需求收缩以及收费政策影响，高速公司板块通行量及收入均有所下降，水泥产业收入有所下降，基础产业板块业务收入有所下降；参股能源企业发展良好。**

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产，同时公司参股五家能源企业，每年能为公司带来较多的投资收益。2022 年，公司基础产业板块营业收入 15.65 亿元，同比增长 12.28%。

### 交通业务

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

受通行量需求收缩以及四季度收费公路货车通行费减免 10% 政策影响，2022 年，昆玉高速车流量略有下降；实现通行收入费同比下降 15.04%；安晋高速车流量同比下降 17.99%；实现收入同比下降 19.39%。

表 13 公司收费公路车流量及收入情况

| 项目  |          | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年  |
|-----|----------|---------|---------|---------|
| 车流量 | 昆玉高速（万辆） | 2052.13 | 2404.44 | 2402.55 |
|     | 安晋高速（万辆） | 899.88  | 1194.28 | 979.42  |
|     | 合计       | 2952.01 | 3598.72 | 3381.97 |
| 收入  | 昆玉高速（亿元） | 3.14    | 4.19    | 3.56    |
|     | 安晋高速（亿元） | 1.16    | 1.65    | 1.33    |
|     | 合计       | 4.29    | 5.84    | 4.89    |

资料来源：公司提供，联合资信整理

### 水泥生产销售

公司水泥业务由下属子公司滇西水泥开展。滇西水泥现有 1 条新型干法水泥生产线，具备年产熟料 225 万吨、水泥 300 万吨的综合生产能力，其产品连续多年产销量位居滇西地区第一位。2022 年，滇西水泥实现营业收入 7.74 亿元，同比下降 20.94%。

2022 年，受错峰限电生产以及市场竞争原因影响，滇西水泥销量下降 13.58%，滇西水泥生产规模为 196.30 万吨。从销售价格看，2022 年水泥价格 323.65 元/吨，较上年略有下降；2022 年，滇西水泥产销率为 103.52%，较上年增长 7.31 个百分点，主要系能耗“双控”政策阶段性停产的影响。

表14 滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|----|--------|--------|--------|
| 水泥 | 352.06 | 342.33 | 323.65 |
| 熟料 | 305.56 | --     | 354.24 |

资料来源：公司提供，联合资信整理

表 15 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨）

| 项目     | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 产量     | 246.64 | 248.39 | 196.30 |
| 销量     | 260.12 | 238.98 | 206.53 |
| 产销率（%） | 101.62 | 96.21  | 103.52 |

资料来源：公司提供，联合资信整理

## 能源产业

公司能源产业主要参股了华能澜沧江水电股份有限公司、国投云南大朝山水电有限公司、云南能投红河发电有限公司、国能阳宗海发电有限公司和云南省电力投资有限公司，分别持股 11.34%、30.00%、5.00%、32.00%和 9.11%，能够产生较多投资收益，对公司利润形成较好补充。2022 年，公司能源产业板块实现投资收益 5.48 亿元，较上年略有增长。

### 4. 配套产业板块

#### 公司配套产业板块收入有所下降。

公司配套产业板块主要涉及印刷、造纸、铝箔生产和防伪材料，另有少量业务涉及教育和物流。其中，彩印业务由云成印务、华宁彩印等负责运营，主要开展卷烟包装盒、卷烟商标等包装材料的生产销售等业务。2022 年公司配套产业实现收入 10.59 亿元，同比下降 24.36%，但仍对收入形成较好补充。

### 5. 酒店地产板块

#### 2022 年，公司酒店地产板块收入有所增长；需关注未来在售项目销售和房地产开发情况。

公司酒店地产板块主要包括酒店运营、房地产开发、物业管理、商业物业出租等业务，其中房地产开发、酒店运营是主要收入来源。2022 年，公司旅游地产板块实现收入 11.26 亿元，同比略有增长。

公司酒店板块业务共有 9 家酒店，由中维酒店负责管理。2022 年酒店板块实现业务收入 3.56

亿元。

公司房地产开发板块业务主要由红塔地产、红河投资、昆明万兴房地产开发有限公司和云南三和房地产开发有限公司（以下简称“三和地产”）负责运营。其中三和地产已于 2020 年进入清算期，2022 年无新增房地产开发业务。2022 年，公司房地产子公司无新增土地储备。截至 2022 年末，红塔地产在建项目为“怡景尚居”三期，该项目于 2023 年 4 月竣工交付，工程结算尚未完成，预计总投资约为 3.66 亿元；红河投资在建项目为“合和·健康城一生态宜居健康社区”四组团项目，预计总投资额为 4.19 亿元。2022 年，公司房地产开发板块业务收入 7.39 亿元。

### 6. 未来发展

#### 公司战略目标明确，符合自身特点。

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

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2020—2021 年度财务报表经信永中和会计师事务所审计，2022 年度财务报表经中审众环会计师事务所审计，均出具了无保留意见

的审计结论。公司 2023 年一季度财务报表未经审计。

会计政策方面，2022 年，公司无重大会计政策变更。

合并范围方面，2020 年公司合并范围新增子公司 1 家；2021 年公司合并范围减少 3 家子公司，新增 1 家子公司；2022 年，公司合并范围减少 4 家子公司，考虑到合并范围变动的子公司规模较小，对财务数据影响有限，整体看，财务数据可比性尚可。

截至 2022 年末，公司资产总额 2759.57 亿元，所有者权益 1051.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 749.50 亿元。2022 年，公司实现营业总收入 100.53 亿元，净利润 29.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 23.81 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额-69.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 117.15 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 2724.27

亿元；负债总额 1647.10 亿元；所有者权益合计 1077.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益 772.31 亿元。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 23.89 亿元，净利润 6.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.75 亿元；筹资活动前现金流量净额-91.62 亿元。

## 2. 合并报表财务分析

### (1) 资产质量

**2022 年末，公司资产总额保持稳定，资产仍以非流动资产为主；公司资产质量较好、资产流动性尚可。2023 年 3 月末，公司资产略有下降。**

截至 2022 年末，公司资产总额较上年末略有下降，主要系买入返售金融资产及其他权益工具减少所致，其中流动资产占比为 41.78%，非流动资产占比为 58.22%，占比保持稳定。

表16 公司资产构成情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020年末         | 2021年末         | 2022年末         | 2023年3月末       |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>  | <b>1040.57</b> | <b>1157.47</b> | <b>1152.81</b> | <b>669.30</b>  |
| 其中：货币资金      | 218.44         | 202.81         | 305.65         | 152.31         |
| 交易性金融资产      | 311.42         | 414.86         | 345.75         | 296.27         |
| 买入返售金融资产     | 164.68         | 89.73          | 53.85          | 96.05          |
| 一年内到期的非流动资产  | 244.06         | 317.92         | 316.61         | -              |
| 其他流动资产       | 20.27          | 24.21          | 24.84          | 22.88          |
| <b>非流动资产</b> | <b>1510.98</b> | <b>1612.83</b> | <b>1606.76</b> | <b>2054.97</b> |
| 其中：发放委托贷款及垫款 | 194.92         | 230.19         | 338.70         | 663.37         |
| 债权投资         | 213.15         | 179.55         | 186.50         | 181.21         |
| 其他债权投资       | 337.84         | 451.25         | 417.37         | 499.71         |
| 其他权益工具投资     | 574.57         | 558.48         | 484.27         | 530.60         |
| <b>资产总额</b>  | <b>2551.55</b> | <b>2770.30</b> | <b>2759.57</b> | <b>2724.27</b> |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

### 流动资产

截至 2022 年末，公司流动资产规模保持稳定。公司流动资产主要由货币资金（占比为 26.51%）、交易性金融资产（占比为 29.99%）、买入返售金融资产（占比为 4.67%）、一年内到期的非流动资产（占比为 27.46%）和其他流动资产（占比为 2.15%）构成。

截至 2022 年末，公司货币资金较上年末大幅增长 50.71%，其中受限资金占比为 16.65%，主要为法定存款准备金；交易性金融资产较上年末下降 16.66%；其中，持有的债务工具投资为 184.44 亿元、持有的基金和公募基金为 73.28 亿元，分别占交易性金融资产的 53.34% 和 21.19%。

公司买入返售金融资产主要是红塔证券股票质押式回购业务以及红塔银行质押式、买断式债券回购业务以及买入返售票据资产业务形成的资产。截至2022年末，买入返售金融资产较上年末下降39.99%，主要系红塔银行质押式、买断式债券回购业务以及买入返售票据资产业务规模减少所致，计提减值1.19亿元。

公司一年内到期的非流动资产主要是一年内到期的贷款及垫款。截至2022年末，公司一年内到期的非流动资产较为稳定，累计计提贷款减值准备8.65亿元，计提比例2.73%。

截至2022年末，公司其他流动资产保持稳定，主要为存出保证金和持有的“天天利”理财产品。

#### 非流动资产

截至2022年末，公司非流动资产较上年末略有下降，公司非流动资产主要由发放委托贷款及垫款（占比为21.08%）、债权投资（占比为11.61%）、其他债权投资（占比为25.98%）和其他权益工具投资（占比为30.14%）构成。

截至2022年末，公司发放委托贷款及垫款较上年末增长47.14%，主要系红塔银行发放贷款规模增加所致，共计提贷款损失准备9.90亿元。

截至2022年末，公司其他权益工具投资较上年末下降13.29%，其中上市企业股权投资为476.37亿元，占其他权益工具投资的98.37%。

受公司减少资产支持证券以及资管和信托计划投资，增加银行金融债以及地方债投资影响，截至2022年末，公司债权投资较年初上年末略有增长3.87%，累计计提减值准备1.29亿元；其他债权投资较上年末下降7.51%。

截至2023年3月末，公司资产总额较上年末略有下降，其中流动资产占比为24.57%，非流动资产占比为75.43%；流动资产占比较上年末下降21.74个百分点，主要系一年内到期的贷

款及垫款未拆分所致。

#### 资产受限情况

截至2022年末，公司受限资产为305.74亿元，主要系红塔银行正回购质押、支小再贷款质押、社会保险基金定期存款质押的其他债权投资以及红塔证券质押式回购交易设定质押的其他债权投资，占资产总额比重为11.08%，受限资产占比一般。

#### （2）资本构成

#### 所有者权益

**2022年末，公司所有者权益规模有所下降，规模很大，整体稳定性一般。截至2023年3月末，公司所有者权益有所增长，主要系受其他综合收益影响所致。**

截至2022年末，公司所有者权益1051.27亿元，较上年末下降5.26%，主要系其他综合收益下降所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润及盈余公积分别占比8.01%、28.37%、21.63%、19.97%和7.30%，占比较上年末变化不大。

公司其他综合收益主要是其他权益工具投资公允价值变动，占比较大；截至2022年末，受其他权益工具投资公允价值变动影响，公司其他综合收益较上年末下降18.70%；公司所有者权益稳定性一般。

截至2023年3月末，公司所有者权益合计1077.16亿元，较上年末增长2.46%，主要系其他综合收益增长所致。

#### 负债

**截至2022年末，受金融子公司业务的持续开展影响，公司负债规模略有增长，负债以流动负债为主。截至2023年3月末，公司负债总额较上年末略有下降。**

截至2022年末，公司负债较上年末增长2.87%，其中流动负债占比82.33%，非流动负债占比17.67%，公司负债仍以流动负债为主。

表17 公司负债构成情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020 年末        | 2021 年末        | 2022 年末        | 2023 年 3 月末    |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动负债</b>  | <b>1280.44</b> | <b>1361.96</b> | <b>1406.52</b> | <b>1308.98</b> |
| 其中：短期借款      | 9.83           | 2.75           | 18.08          | 18.27          |
| 吸收存款及同业存放    | 971.90         | 1037.85        | 1051.81        | 1088.64        |
| 卖出回购金融资产款    | 125.90         | 172.89         | 206.72         | 110.44         |
| 代理买卖证券款      | 38.73          | 43.45          | 38.14          | 38.08          |
| <b>非流动负债</b> | <b>254.28</b>  | <b>298.70</b>  | <b>301.78</b>  | <b>338.12</b>  |
| 其中：应付债券      | 89.16          | 143.29         | 195.14         | 219.22         |
| 递延所得税负债      | 109.85         | 107.53         | 87.36          | 94.73          |
| 其他非流动负债      | 50.03          | 40.02          | 10.04          | 15.09          |
| <b>负债总额</b>  | <b>1534.71</b> | <b>1660.65</b> | <b>1708.30</b> | <b>1647.10</b> |

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2022 年末，公司流动负债较上年末增长 3.27%，主要系红塔银行业务开展吸收的存款及同业存放增加、红塔证券质押式卖出回购业务规模增长所致；流动负债主要由短期借款、代理买卖证券款、吸收存款及同业存放款和卖出回购金融资产款构成。

截至 2022 年末，公司代理买卖证券款较上年末下降 12.21%；公司吸收存款和同业存放总额较上年末增长 1.34%，主要系红塔银行公司客户定期存款增加所致。截至 2022 年末，公司卖出回购金融资产较上年末增长 19.56%，主要系红塔证券质押式卖出回购业务规模增长所致。

截至 2022 年末，公司非流动负债较上年末略有增长，主要由应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债构成。

截至 2022 年末，公司应付债券较上年末大幅增长 36.19%，期末红塔银行同业存单金额占比 76.60%。截至 2022 年末，公司递延所得税负债较上年末下降 18.76%，主要系公司母公司持有投资公允价值下降导致确认递延所得税资产减少所致。截至 2022 年末，其他非流动负债较上年末大幅下降 74.91%，主要系红塔证券发行的次级债到期兑付所致。

截至 2023 年 3 月末，公司负债总额较上年末下降 3.58%，其中流动负债占比为 79.47%，占比有所下降，其中卖出回购金融资产大幅下降 46.57%，应付债券增长 12.34%。

#### 债务和杠杆水平

2022 年末，公司全部债务规模有所增长，结合主要并表子公司所属行业情况来看，公司整体杠杆水平适中；但债务结构以短期债务为主且规模较大，需关注其流动性管理情况。

从债务结构看，截至 2022 年末，公司全部债务较上年末增长 5.66%，主要系子公司红塔银行发行同业存单规模增加影响所致；其中短期债务<sup>1</sup>占比 86.32%，债务结构仍以短期债务为主。截至 2022 年末，短期债务规模较上年末增长 4.68%，主要是红塔证券卖出回购金融资产款增加及红塔银行吸收存款规模增加所致。从债务指标看，截至 2022 年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所增长。考虑到公司合并子公司中银行和证券等高杠杆行业企业占比较大，公司杠杆水平仍处于适中水平。

截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率 60.46%，略有下降。

<sup>1</sup> 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产+一年到期的非流动负债+其他有息债务+同业存单

表18 公司债务规模及相关指标情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年 3 月末 |
|--------------|---------|---------|---------|-------------|
| 全部债务         | 1334.10 | 1470.02 | 1553.21 | /           |
| 其中：短期债务      | 1191.50 | 1280.71 | 1340.69 | /           |
| 长期债务         | 142.61  | 189.31  | 212.51  | /           |
| 全部债务资本化比率（%） | 56.75   | 56.98   | 59.64   | /           |
| 长期债务资本化比率（%） | 12.30   | 14.57   | 16.82   | /           |
| 资产负债率（%）     | 60.15   | 59.94   | 61.90   | 60.46       |

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

### （3）盈利能力

2022 年，公司经调整的营业总收入和净利润同比均降幅较大，盈利指标大幅下滑；2023 年 1—3 月，市场行情好转，公允价值变动收益增加，公司盈利同比亦大幅增加；但盈利波动较大，盈利能力一般。

公司经调整的营业总收入由营业总收入、投资收益及公允价值变动价值变动损益构成。2022 年，公司经调整的营业总收入同比下降 38.78%，主要是红塔证券收入大幅下降所致。具体收入构成分析见经营概况部分。

2022 年，公司营业总成本主要由营业成本及期间费用构成。2022 年，公司营业总成本较上年同期下降 27.63%，主要系期货业务规模下降导致其他业务成本大幅下降所致。公司期间费用主要由管理费用构成，2022 年期间费用略微增长 2.34%。

从各项盈利指标来看，2022 年，受利润下滑影响，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率较上年分别下降 23.43 个百分点、1.31 个百分点和 3.23 个百分点，下滑较大。

表 19 公司盈利构成（单位：亿元）

| 项目        | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 1—3 月 |
|-----------|--------|--------|--------|--------------|
| 经调整的营业总收入 | 182.04 | 205.93 | 126.07 | 30.57        |
| 其中：营业总收入  | 125.71 | 140.16 | 100.53 | 23.89        |
| 投资收益      | 59.60  | 56.02  | 36.84  | 2.05         |
| 公允价值变动损益  | -3.27  | 9.76   | -11.30 | 4.63         |
| 营业总成本     | 118.90 | 133.10 | 96.32  | 22.23        |
| 其中：营业成本   | 26.29  | 27.79  | 28.44  | 6.44         |
| 期间费用      | 55.26  | 66.14  | 26.60  | 5.43         |
| 利润总额      | 56.97  | 70.67  | 26.94  | 7.02         |
| 营业利润率（%）  | 45.16  | 49.95  | 26.52  | /            |
| 总资产收益率（%） | 2.04   | 2.37   | 1.06   | 0.24         |
| 净资产收益率（%） | 5.09   | 5.94   | 2.71   | 0.62         |
| 净利润       | 49.91  | 63.15  | 29.27  | 6.55         |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 23.89 亿元，同比下降 5.61%，主要系非金融板块收入下降所致；公司利润总额 7.02 亿元，同比大幅

增长，主要系下属金融子公司公允价值变动收益大幅增长所致。

从同行业对比来看，在样本选取的金融控股类企业中，公司盈利能力处于一般水平。

表 20 2022 年金融控股类企业行业财务指标比较

| 项目             | 净资产收益率<br>(%) | 总资产收益率<br>(%) | 营业利润率<br>(%) |
|----------------|---------------|---------------|--------------|
| 湖南财信金融控股集团有限公司 | 5.97          | 0.82          | 15.39        |
| 厦门金圆投资集团有限公司   | 5.02          | 2.71          | 22.46        |
| 国投资本股份有限公司     | 6.24          | 1.35          | 23.79        |
| 上述样本企业平均值      | 5.74          | 1.63          | 20.55        |
| 公司             | 2.71          | 1.06          | 26.52        |

资料来源：公司财务报告、公开数据，联合资信整理

#### (4) 子公司资本充足性

红塔银行资本充足性有所下滑，但仍属较好，红塔证券资本充足性较好。

从红塔银行资本充足性指标来看，截至 2022 年末，红塔银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率，均较上年有所下降，但整体红塔银行充足性仍较好。

从红塔证券资本充足性指标来看，受次级债到期偿还的影响，截至 2022 年末，红塔证券净资本和净资产规模有所下降；风险覆盖率有所增长、净资本/负债和净资产/负债均有所下降。红塔证券资本充足性指标均优于监管要求，资本充足性较好。

表 21 子公司资本充足性指标（单位：亿元）

| 红塔银行          |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 项目            | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 监管指标    |
| 资本充足率 (%)     | 17.76   | 15.68   | 15.35   | ≥8.00   |
| 一级资本充足率 (%)   | 16.76   | 13.02   | 12.72   | ≥6.00   |
| 核心一级资本充足率 (%) | 16.76   | 13.02   | 12.72   | ≥5.00   |
| 拨备覆盖率 (%)     | 370.70  | 491.41  | 290.20  | ≥130.00 |
| 红塔证券          |         |         |         |         |
| 净资本           | 139.64  | 211.29  | 194.78  | /       |
| 净资产           | 139.69  | 226.54  | 223.61  | /       |
| 风险覆盖率 (%)     | 197.58  | 359.62  | 470.10  | ≥100.00 |
| 净资本/净资产 (%)   | 99.96   | 93.27   | 87.10   | ≥20.00  |
| 净资本/负债 (%)    | 77.63   | 139.45  | 107.24  | ≥8.00   |
| 净资产/负债 (%)    | 77.66   | 149.52  | 123.12  | ≥10.00  |

资料来源：公司提供及公开披露资料，联合资信整理

#### (5) 现金流分析

2022 年，公司经营活动现金流转为净流出，投资活动现金流转为净流入，筹资活动现金流净流入规模有所减少。2023 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额大幅净流出，投资活动现金流量净额转为净流出状态，期末现金及现金等价物有所下降。

2022 年，公司经营活动现金流量净额转为净流出，主要系红塔证券回购业务资金减少所致；公司投资活动现金流量净额转为净流入，主要系投资收回的现金大幅增长所致；公司筹资活动现金流量净额流入规模有所下降。2022 年，公司现金及现金等价物净增加 117.15 亿元，期末现金及现金等价物 306.16 亿元。

表 22 公司现金流情况（单位：亿元）

| 项目           | 2020 年  | 2021 年 | 2022 年 | 2022 年 1—3 月 |
|--------------|---------|--------|--------|--------------|
| 经营活动现金流量净额   | 96.85   | 22.59  | -69.37 | -172.91      |
| 投资活动现金流量净额   | -110.07 | -39.62 | 161.67 | -18.55       |
| 筹资活动现金流量净额   | -47.92  | 44.49  | 24.78  | -16.70       |
| 现金及现金等价物净增加额 | -61.15  | 27.41  | 117.15 | -208.17      |
| 期末现金及现金等价物余额 | 150.69  | 143.74 | 306.16 | 97.99        |

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额流出规模大幅增长，主要系红塔证券回购业务资金大幅减少所致；投资活动现金流量净额转为净流出状态；筹资活动现金流量净额-16.70 亿元；期末现金及现金等价物大幅下降 67.99%。

### 3. 母公司财务分析

#### (1) 资产负债分析

2022 年末，母公司口径资产规模有所下降，主要为持有的金融投资资产和子公司股权，资产质量较好，但流动性一般。截至 2023 年 3 月末，母公司口径资产规模有所增长。

截至 2022 年末，母公司口径资产总额 831.72 亿元，较上年末下降 7.36%，公司资产主要由其他权益工具投资（占比为 58.00%）和长期股权投资（占比为 34.19%）构成。截至 2022 年末，公司其他权益工具投资 482.42 亿元，主要为上市企业股权投资，较上年末下降 13.34%；截至 2022 年末，公司长期股权投资 284.38 亿元，较上年末增长 1.23%，主要是对子公司和联营企业投资规模增加所致。

截至 2023 年 3 月末，母公司口径资产总额 850.05 亿元，较上年末增长 2.20%，资产构成较上年末变化不大。

2022 年以来，受债券到期兑付、递延所得税负债下降影响，母公司负债规模有所下降，负债结构变化不大；母公司杠杆水平有所增长，短期债务占比有所增加，但债务负担仍很轻。

截至 2022 年末，母公司口径负债总额 105.83 亿元，较上年末下降 14.78%，主要是债券到期兑付以及递延所得税负债规模下降所致。截至 2022 年末，母公司负债主要由应付债

券（占比为 9.47%）和递延所得税负债（占比为 76.94%）构成。截至 2022 年末，母公司应付债券 10.03 亿元，较上年末下降 57.85%；递延所得税负债 81.43 亿元，较上年末下降 18.55%，主要是母公司持有投资公允价值下降确认递延税资产减少所致。截至 2022 年末，母公司口径全部债务 23.83 亿元，略有增长，新增 10.03 亿元短期债务，短期债务占比大幅提升至 57.93%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 3.18%和 1.36%，债务负担很轻。

截至 2023 年 3 月末，母公司口径负债总额 104.30 亿元，较上年末下降 1.45%；负债主要由应付债券（占比为 14.95%）和递延所得税负债（占比为 84.43%），负债构成较上年末变化不大。截至 2023 年 3 月末，母公司口径资产负债率为 12.27%，较上年末基本持平，处于较低水平。

#### 母公司所有者权益稳定性较好。

截至 2022 年末，母公司口径所有者权益合计 725.88 亿元，较上年末下降 6.16%，主要系其他综合收益下降所致。母公司口径所有者权益合计中实收资本占比 8.27%，资本公积占比 63.96%，其他综合收益占比 7.71%。考虑到公司资本公积主要是吸收合并股票增值部分所形成，所有者权益稳定性较好。

截至 2023 年 3 月末，母公司口径所有者权益合计 745.74 亿元，较上年末增长 2.74%，主要系其他综合收益增长所致，构成较上年末变化不大。

母公司营业收入主要来源于投资收益，盈利能力尚可。

2022 年，母公司口径实现营业收入 0.09 亿元，同比增长 10.87%，母公司投资收益主要是

投资红塔银行和滇西水泥等产生的投资收益，2022 年母公司口径实现投资收益 30.56 亿元，同比略有增长，主要系子公司经营情况较好所致。2022 年母公司口径净利润 28.12 亿元，保持稳定。从盈利能力指标来看，2022 年，母公司口径总资产收益率和净资产收益率分别为 3.25% 和 3.87%，母公司口径盈利能力尚可。

2023 年 1—3 月，母公司口径实现营业收入 0.01 亿元，同比大幅增长；实现利润总额 0.01 亿元，同比大幅下降，主要系投资收益下降所致。

**母公司口径现金流有所变动，但整体规模不大。**

从现金流来看，2022 年，母公司经营活动现金流量净额-1.06 亿元，仍为净流出状态；母公司投资活动现金流量净额 33.74 亿元，保持净流入状态；受偿还债务影响，公司筹资活动现金流量净额为-21.05 亿元，保持净流出状态。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.12 亿元；投资活动现金流动净额为 0.28 亿元；筹资活动现金流量净额为-8.33 亿元。

#### 4. 偿债能力指标分析

**公司合并口径偿债能力指标表现一般，母公司口径偿债能力指标表现较好。**

从合并口径短期偿债能力指标看，截至 2022 年末，流动资产未能完全覆盖流动负债，经营活动现金流不能覆盖流动负债，现金对短期债务覆盖程度一般，整体短期偿债能力表现一般。从合并口径长期偿债能力指标看，2022 年公司 EBITDA<sup>2</sup>较上年下降 37.48%，主要系利润总额下降所致，其中利息支出占比 51.58%、利润总额占比 36.63%，利息支出在 EBITDA 构成中占比最大。2022 年，EBITDA 对利息的保障程度仍较强；全部债务/EBITDA 为 0.84 倍，长期偿债能力指标表现一般。

从母公司口径短期偿债能力指标来看，母公司债务负担较轻。2022 年，短期及长期偿债能力指标均表现较好。

表 23 公司偿债能力指标

| 项目       |                   | 合并     |        |        | 母公司     |         |        |
|----------|-------------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
|          |                   | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 |
| 短期偿债能力指标 | 流动比率（%）           | 81.27  | 84.99  | 81.96  | 4340.16 | 8581.57 | 306.77 |
|          | 经营现金流动负债比（倍）      | 7.60   | 1.66   | -4.93  | -21.21  | -198.80 | -7.34  |
|          | 现金短期债务比（倍）        | 0.44   | 0.48   | 0.49   | --      | --      | 2.16   |
|          | 筹资活动前现金流入/短期债务（倍） | 0.74   | 0.53   | 0.53   | --      | --      | 3.15   |
| 长期偿债能力指标 | EBITDA（亿元）        | 99.25  | 117.62 | 73.54  | 21.21   | 28.19   | 28.17  |
|          | 全部债务/EBITDA（倍）    | 13.44  | 12.50  | 21.12  | 1.17    | 0.84    | 0.85   |
|          | EBITDA 利息倍数（倍）    | 2.90   | 3.14   | 1.94   | 10.02   | 12.95   | 11.41  |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年末，公司本部共获得银行授信总额 93.00 亿元，尚未使用额度。

截至 2022 年末，公司不存在对外担保。

重大未决诉讼、仲裁方面，截至 2022 年末，公司本部无未决诉讼、仲裁事项。

#### 十、外部支持

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

云南中烟直接和间接持有公司 100.00% 股权，云南中烟是集卷烟生产销售、烟草物资配套

<sup>2</sup> 利息支出为营业总成本与财务费用中的利息支出合计

供应、科研以及多元化经营等为一体的全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司，具有很强的经营实力。

公司实际控制人系中国烟草，成立于 1983 年 12 月，与 1984 年设立的国家烟草专卖局“一套机构、两块牌子”，对我国烟草行业进行集中统一管理。中国烟草行业实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制。国家烟草专卖局、中国烟草对全国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理。截至 2022 年末，中国烟草设有省级烟草专卖局（公司）33 家，地市级烟草专卖局（公司）450 家，县级烟草专卖局（分公司或营销部）2393 家；卷烟工业企业和烟机制造企业 96 个，烟叶复烤企业 23 个；在境外投资设立卷烟工厂和配套企业 38 个；另有直属科研单位和烟机、醋纤等生产企业；产业资源丰富。公司作为中国烟草下属非烟板块运营主体，在其内部具有重要的战略地位。

云南中烟和中国烟草在资金及业务资源等方面对公司下属子公司支持力度较大。红塔银行在开展业务过程中与股东协同，服务于股东上下游客户。红塔证券多次获得股东增资并在业务资源方面获得支持。

## 十一、债券偿还能力分析

**公司主要指标对全部债务的覆盖程度一般。考虑到公司股东背景很强，自身经营规模大，资产质量较好，融资渠道畅通等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。**

截至 2023 年 5 月末，公司母公司口径发行且存续的债券余额合计 10.00 亿元。

截至 2022 年末，公司全部债务 1553.21 亿元，所有者权益对公司全部债务覆盖程度较好，营业总收入和经营活动现金流入对全部债务的覆盖程度一般。

表 24 公司债券偿还能力指标

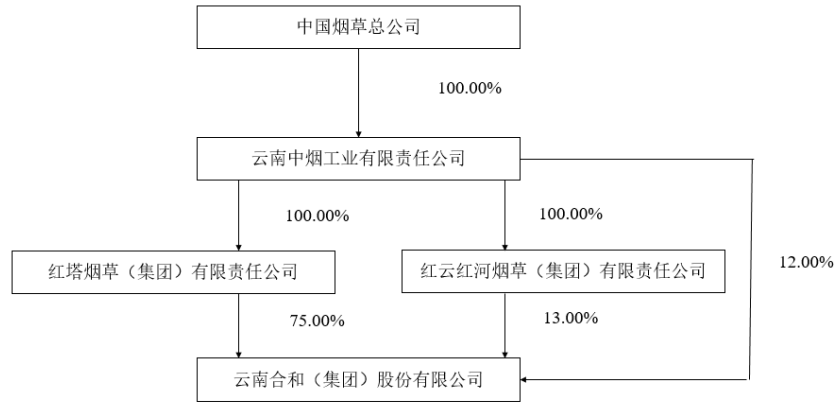
| 项目                | 2022 年  |
|-------------------|---------|
| 全部债务（亿元）          | 1553.21 |
| 所有者权益/全部债务（倍）     | 0.68    |
| 营业总收入/全部债务（倍）     | 0.06    |
| 经营活动现金流入额/全部债务（倍） | 0.15    |

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

## 十二、结论

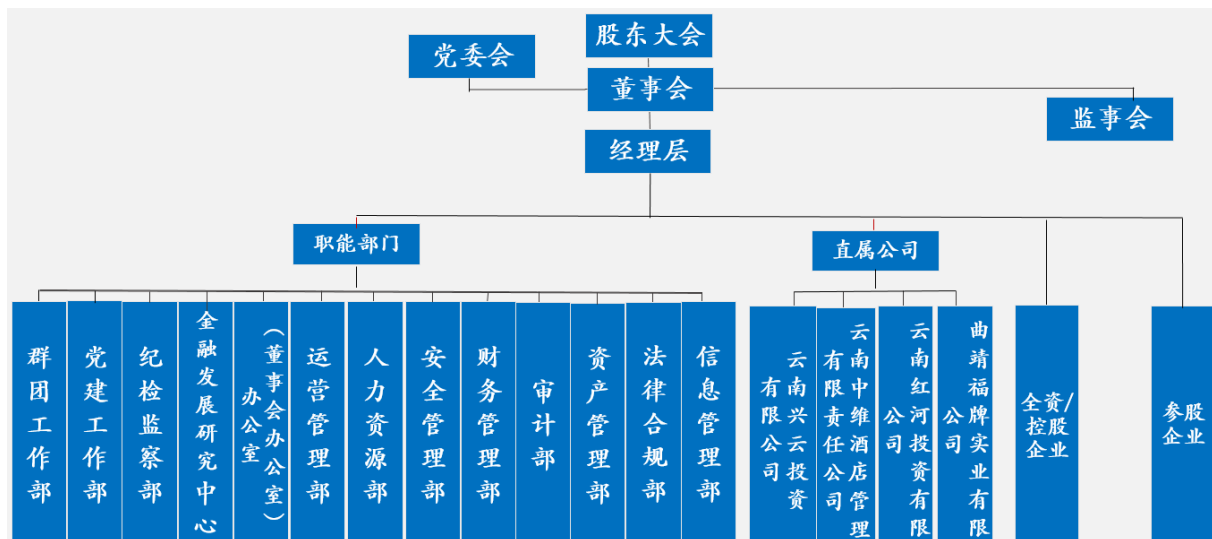
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 合和 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末云南合和（集团）股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末云南合和（集团）股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项 目            | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年 1—3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|--------------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |         |              |
| 资产总额（亿元）       | 2551.55 | 2770.11 | 2759.57 | 2724.27      |
| 所有者权益（亿元）      | 1016.83 | 1109.46 | 1051.27 | 1077.16      |
| 短期债务（亿元）       | 1191.50 | 1280.71 | 1340.69 | /            |
| 长期债务（亿元）       | 142.61  | 189.31  | 212.51  | /            |
| 全部债务（亿元）       | 1334.10 | 1470.02 | 1553.21 | /            |
| 营业总收入（亿元）      | 125.75  | 140.16  | 100.53  | 23.89        |
| 投资收益（亿元）       | 59.60   | 56.02   | 36.84   | 2.05         |
| 利润总额（亿元）       | 57.00   | 70.67   | 26.94   | 7.02         |
| EBITDA（亿元）     | 99.28   | 117.62  | 73.54   | /            |
| 筹资前净现金流（亿元）    | -13.22  | -17.03  | 92.30   | -191.46      |
| <b>财务指标</b>    |         |         |         |              |
| 营业利润率（%）       | 54.22   | 51.67   | 26.52   | /            |
| 总资产收益率（%）      | 2.04    | 2.37    | 1.06    | 0.24         |
| 净资产收益率（%）      | 4.91    | 5.69    | 2.71    | 0.62         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 12.30   | 14.57   | 16.82   | /            |
| 全部债务资本化比率（%）   | 56.75   | 56.98   | 59.64   | /            |
| 资产负债率（%）       | 60.15   | 59.95   | 61.90   | 60.46        |
| 流动比率（%）        | 81.27   | 84.99   | 81.96   | 51.13        |
| 经营现金流负债比（倍）    | 7.60    | 1.66    | -4.93   | /            |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.44    | 0.48    | 0.49    | /            |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.90    | 3.14    | 1.94    | /            |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 13.44   | 12.50   | 21.12   | /            |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

| 项 目            | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年   | 2023 年 1—3 月 |
|----------------|---------|---------|----------|--------------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |          |              |
| 资产总额（亿元）       | 892.23  | 897.76  | 831.72   | 850.05       |
| 所有者权益（亿元）      | 762.51  | 773.57  | 725.88   | 745.74       |
| 短期债务（亿元）       | 0.00    | 0.00    | 13.81    | /            |
| 长期债务（亿元）       | 24.85   | 23.79   | 10.03    | /            |
| 全部债务（亿元）       | 24.85   | 23.79   | 23.83    | /            |
| 营业收入（亿元）       | 0.12    | 0.08    | 0.09     | 0.01         |
| 投资收益（亿元）       | 23.19   | 30.26   | 30.56    | 0.35         |
| 利润总额（亿元）       | 21.17   | 28.15   | 28.17    | 0.01         |
| EBITDA（亿元）     | 22.08   | 29.31   | 28.17    | /            |
| 筹资前净现金流（亿元）    | -33.09  | -0.58   | 32.68    | 0.17         |
| <b>财务指标</b>    |         |         |          |              |
| 营业利润率（%）       | 69.34   | 36.27   | 30977.97 | /            |
| 总资产收益率（%）      | 2.46    | 3.14    | 3.25     | 0.001        |
| 净资产收益率（%）      | 2.78    | 3.64    | 3.87     | 0.003        |
| 长期债务资本化比率（%）   | 3.16    | 2.98    | 1.36     | /            |
| 全部债务资本化比率（%）   | 3.16    | 2.98    | 3.18     | /            |
| 资产负债率（%）       | 14.54   | 13.83   | 12.72    | 12.27        |
| 流动比率（%）        | 4340.16 | 8581.57 | 306.77   | 6965.12      |
| 经营现金流动负债比（%）   | -21.21  | -198.80 | -7.34    | -17.41       |
| 现金短期债务比（倍）     | --      | --      | 2.16     | /            |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 25.45   | 26.07   | 11.41    | /            |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.13    | 0.81    | 0.85     | /            |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称                | 计算公式                                                                                                   |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长指标                |                                                                                                        |
| 年均增长率或变动率           | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [ (本期 / 前 n 年) ^ (1 / (n - 1)) - 1 ] × 100% |
| 盈利指标                |                                                                                                        |
| 总资产收益率              | 净利润 / [(期初资产总额 + 期末资产总额) / 2] × 100%                                                                   |
| 净资产收益率              | 净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%                                                                 |
| 营业利润率               | 营业利润 / 经调整的营业总收入 × 100%                                                                                |
| 盈利能力波动性             | 近 3 年总资产收益率标准差 / 总资产收益率算数平均值 × 100%                                                                    |
| 债务结构指标              |                                                                                                        |
| 资产负债率               | 负债总额 / 资产总额 × 100%                                                                                     |
| 全部债务资本化比率           | 全部债务 / (全部有息债务 + 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%                                                                           |
| 长期偿债能力指标            |                                                                                                        |
| EBITDA 利息倍数         | EBITDA / 利息支出                                                                                          |
| EBITDA / 全部债务       | EBITDA / 全部债务                                                                                          |
| 短期偿债能力指标            |                                                                                                        |
| 流动比率                | 流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%                                                                                 |
| 期末现金及现金等价物余额 / 短期债务 | 期末现金及现金等价物余额 / 短期债务                                                                                    |

注: 经调整的营业总收入 = 营业总收入 + 投资收益 + 公允价值变动收损益

短期债务 = 短期借款 + 拆入资金 + 应付票据 + 卖出回购金融资产款 + 一年内到期的非流动负债中的有息债务 + 应付短期债券 + 其他科目里的短期有息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他科目里的长期有息债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入利润表的利息支出 + 折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 计入利润表的利息支出

筹资前净现金流 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

详见下表：

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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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