信用等级公告

联合〔2019〕2310号

联合资信评估有限公司通过对云南省工业投资控股集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南省工业投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为AA^{+}，“14云工投MTN001”“15云工投MTN001”“15云工投MTN002”“16云工投MTN001”“17云工投MTN001”和“17云工投MTN002”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

云南省工业投资控股集团有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 云工投 MTN001	5 亿元	2024/5/13	AA^+	AA^+
15 云工投 MTN001	4 亿元	2020/10/21	AA^+	AA^+
*15 云工投 MTN002[1]	10 亿元	2020/11/6	AA^+	AA^+
16 云工投 MTN001	4 亿元	2021/3/29	AA^+	AA^+
17 云工投 MTN001	10 亿元	2022/4/12	AA^+	AA^+
17 云工投 MTN002	10 亿元	2022/8/4	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.94	33.51	39.70	34.06
资产总额(亿元)	331.82	355.64	361.86	362.92
所有者权益(亿元)	121.50	131.79	139.82	142.37
短期债务(亿元)	35.19	54.02	53.46	50.78
长期债务(亿元)	93.01	110.65	114.55	115.05
全部债务(亿元)	128.20	164.67	168.01	165.83
营业收入(亿元)	65.02	63.24	113.17	29.95
利润总额(亿元)	2.44	1.59	2.13	0.33
EBITDA(亿元)	8.66	11.22	14.30	--
经营性净现金流(亿元)	-0.56	5.42	-4.50	-5.86
营业利润率(%)	25.55	24.58	14.14	13.83
净资产收益率(%)	1.97	0.01	0.08	--
资产负债率(%)	63.38	62.94	61.36	60.77
全部债务资本化比率(%)	51.34	55.55	54.58	53.81
流动比率(%)	193.97	169.16	189.79	194.73
经营现金流动负债比(%)	-0.76	5.73	-4.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.80	14.68	11.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.51	1.45	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债中包含短期融资券和超短期融资券，已计入短期债务；3.未将计入所有者权益的本金为 10 亿元的永续中期票据计入长期债务

[1]存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级观点

云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“云南工投集团”或“公司”）是云南省政府定位的工业投资平台，国有资本价值化经营的主体，跟踪期内维持了在云南省工业投资领域突出的战略地位、较强的政府支持以及持有优质的金融资产等优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司四大主业受国内宏观经济增速放缓影响，整体盈利能力弱；非主业参股企业众多，部分被投资企业质量一般；债务负担重，未来投资规模维持高位，资本性支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将重点发展生物医药、电子信息、园区产业、现代服务业和其它战略新兴产业。随着股权投资收益的陆续实现及集团内通过资本运作和产业运作，实现外延式增长和内涵式增长的有效结合，公司整体盈利能力有望得以改善。

“15 云工投 MTN002”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 云工投 MTN002”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“14 云工投 MTN001”“15云工投MTN001”“15云工投MTN002”“16云工投MTN001”“17云工投MTN001”和“17云工投MTN002”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为云南省政府定位的工业投资平台，是产业与资本结合的重要平台、国有资本价值化经营的主体，控股股东云

分析师

姜 帆 邢霖雪

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

南省国资委以股权和资产进行注资，战略地位突出。

2. 公司主业涉及生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业板块，产业多元化发展有助于降低公司的经营性风险。截至 2019 年 3 月底，公司持有可供出售金融资产账面价值 74.54 亿元，同时持有云南南天电子信息产业股份有限公司等上市公司股权，具有较强的变现能力。
3. 公司现金类资产对一年内到期的债券保障程度较强。

关注

1. 公司整体盈利能力弱，利润主要来自投资收益及营业外收入；投资收益多源于股权的减持及处置，可持续性较弱。
2. 公司参股企业较多，涉及行业较广，部分被投资企业质量一般。资产中以开发成本及开发产品为主的存货（主要由园区产业土地收储、商业项目及标准厂房等项目构成）占比较大，且去化速度较慢，对资金占用明显。
3. 公司债务负担重，2018 年以来受新增供应链贸易影响，采购资金形成占用，经营现金流净额由正转负。
4. 存续期内债券“15云工投MTN002”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；2018年，由于公司归属于母公司的净利润为负值，确认当期上缴国有资本收益0元，若一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南省工业投资控股集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于云南省工业投资控股集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“云南工投集团”）的前身是云南省国有资产经营有限责任公司（以下简称“云南国资公司”），云南国资公司是经云南省政府云政发〔2000〕165 号文批准，于 2000 年 10 月由原云南省国有资产持股经营公司与原云南省技术进步投资公司合并组建的国有独资公司，初始注册资本金 100000 万元。后根据《云南省人民政府关于组建云南省工业投资控股集团有限责任公司的批复》（云政复〔2008〕第 9 号），2008 年 5 月云南省人民政府国有资产监督管理委员（以下简称“云南省国资委”）以其持有的云南国资公司的全部股权及云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化集团”）、昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢公司”）、云南铜业（集团）有限公司（以下简称“云铜集团”）、云南冶金集团股份有限公司（以下简称“云冶集团”）、云南锡业（集团）控股有限责任公司（以下简称“云锡集团”）的部分现金出资组建云南工投集团，注册资本金 46 亿元，后经云南省国资委增资扩股，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本金 64 亿元。

根据《云南省国资委关于昆明钢铁控股有限公司重组设立云南昆钢金融控股集团有限公司事宜的复函》（云国资规划函〔2016〕77 号），同意昆钢公司将其持有的公司 3.33%股权划转给云南昆钢金融控股集团有限公司（以下简称“昆钢金控”）；根据《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（云财资〔2018〕258 号）、《云南省财政厅云南省人力资源和社会保障厅云南省国资委关于划转部分国有资本充实社保基金的补充通知》（云财资〔2018〕309 号），决定将云南省国资委持有的公司 4.57%的股权，划转至云南省财政厅代省人民政府持有专门用于充实社保基金；根据《云南省国资委关于云南省国有资本运营有限公司以非公开协议方式转让云南省工业投资控股集团有限责任公司 36%股权的批复》（云国资产权〔2019〕30 号），同意云南省国有资本运营有限公司以非公开协议方式将所持有的公司 36%的股权转让给云南省土地设备运营有限公司（以下简称“土地运营公司”）。上述股权划转后公司股权结构变更为：云南省国资委持股 41.11%，土地运营公司持股 36.00%，云天化集团持股 5.00%，云南省财政厅持股 4.57%、昆钢金控、云铜集团、云冶集团、云锡集团各持股 3.33%。公司实际控制人仍是云南省国资委。

公司经营范围包括：法律、法规允许范围内的各类产业和行业的投融资业务、资产经营、企业购并、股权交易、国有资产的委托理财和国有资产的委托处置；国内及国际贸易；经云南省人民政府批准的其他经营业务。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 361.86 亿元，所有者权益 139.82 亿元（含少数股东权益 51.43 亿元）；2018 年，公司合并口径实现营业收入 113.17 亿元，利润总额 2.13 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 362.92 亿元，所有者权益 142.37 亿元（含少数股东权益 51.18 亿元）；2019 年 1-3 月，公司合并口径实现营业收入 29.95 亿元，利润总额 0.33 亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区顺通

大道 50 号；公司法定代表人：孙德刚。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券发行额度和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，跟踪期内均已正常付息，详细情况见下表。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 云工投 MTN001	5.00	5.00	2014/5/13	2024/5/13
15 云工投 MTN001	4.00	4.00	2015/10/21	2020/10/21
*15 云工投 MTN002	10.00	10.00	2015/11/6	2020/11/6
16 云工投 MTN001	4.00	4.00	2016/3/29	2021/3/29
17 云工投 MTN001	10.00	10.00	2017/4/12	2022/4/12
17 云工投 MTN002	10.00	10.00	2017/8/4	2022/8/4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日

公司存续期债券中，“15 云工投 MTN002”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“15 云工投 MTN002”条款，可得出以下结论：

（1）“15 云工投 MTN002”如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA^+企业与 AA 企业发行 5 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，“15 云工投 MTN002”公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（2）“15 云工投 MTN002”在除发生普通股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司缴纳 2017 年的国有资本收益 729.10 万元，2018 年确认上缴的金额为 0 元，主要由于当年公司归属于母公司的净利润为负值所致，存在递延支付利息的可能性。

综合以上分析，“15 云工投 MTN002”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 云工投 MTN002”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企

业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 医药行业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国

规模以上医药制造业企业实现营业收入24264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3094.2亿元，同比增长9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表2　2018年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2018年4月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018年7月	国家中医药管理局、科技部《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	加强对中医药健康服务理论研究、产品研发，服务模式与机制创新等方面的指导	丰富中医药健康服务产品种类，拓宽服务领域，提升中医药健康服务能力与水平
2018年9月	国家卫生健康委医政医改局《新型抗肿瘤药物临床应用指导原则（2018年版）》	根据药物适应症、药物可及性和肿瘤治疗价值，将抗肿瘤药物分为普通使用级和限制使用级	规范新型抗肿瘤药物临床应用，提高肿瘤合理用药水平，保障医疗质量和医疗安全，维护了肿瘤患者健康权益
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种有原来的520种增加到685中，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2018年12月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平

资料来源：联合资信整理

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018年2月至7月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至2019年5月18日，共有192个品种完成一致性评价。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE于2017年12月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的

品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

2. 电子信息行业

电子信息产业是国民经济的战略性、基础性、先导性产业，是加快工业转型升级及国民经济和社会信息化建设的技术支撑与物质基础，是保障国防建设和国家信息安全的重要基石。中国目前是全球最大的电子信息产品制造基地，在近年来的发展过程中，中国电子信息产业结构不断优化，软件和元器件等基础行业继续成为产业增长的主要力量，高端产品保持快速增长。

2018 年，中国电子信息业规模继续扩大。根据工信部发布的《2018 年电子信息业运行情况》，2018 年中国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 13.1%，增速比上年回落 0.7 个百分点，快于全部规模以上工业增速 6.9 个百分点。

分行业来看，通信设备行业生产保持较快增长。2018 年，通信设备制造业增加值同比增长 13.8%，出口交货值同比增长 12.6%。主要产品中，手机产量同比下降 4.1%，其中智能手机同比下降 0.6%；电子元件及电子专用材料制造业增加值同比增长 13.2%，出口交货值同比增长 14.0%，主要产品中，电子元件产量同比增长 12.0%；电子器件制造业增加值同比增长 14.5%，出口交货值同比增长 7.0%，主要产品中，集成电路产量同比增长 9.7%；2018 年，计算机制造业增加值同比增长 9.5%，出口交货值同比增长 9.4%，主要产品中，微型计算机设备产量同比下降 1.0%，其中笔记本电脑产量同比增长 0.6%，平板电脑产量同比增长 2.8%。

2018 年，全行业实现主营业务收入比上年增长 9.0%，实现利润比上年下降 3.1%。主营业务收入利润率为 4.51%，主营业务成本同比增长 9.1%。2018 年底，全行业应收账款比上年增长 14.8%。

尽管近年来中国电子信息产业发展较快，但目前仍存在核心技术不强，关键零部件依赖进口的发展瓶颈，主要表现在：①低端产品比重大，国内电子信息产业大部分资源和生产能力集中于加工组装环节，产业整体处于全球产业的中下游地位，核心技术和业务仍集中于大型跨国公司手中；②国内电子信息产业企业总体规模偏小，资金缺乏，技术实力、管理水平不高；③企业技术创新能力较弱，技术创新体系和创新机制尚不健全，科技投入不足，科技成果产业化程度仍较低；④技术更新快。由于技术上的不断突破和需求的不断变化，使新技术、新产品不断涌现，技术升级对行业内企业

冲击大，售后服务跟不上技术发展要求。

就当前产业运行中存在的问题和矛盾，需要决策机构和业内企业引起重视并及时采取应对措施。一是自主创新不足、缺乏核心技术，产业发展受制于人。二是国内成本优势正在逐步削弱，原材料价格、用工成本持续走高，人民币面临升值压力将加大，沿海地区土地日趋紧张，传统的制造业基地地位面临挑战。三是行业发展秩序仍待规范，部分领域重复建设现象明显；价格战等低端竞争形式依然存在；产品质量和售后服务问题仍较突出。

3. 区域经济环境

云南省地处中国西南边陲，总面积约 39 万平方千米，占全国面积 4.11%，在全国各省级行政区中面积排名第 8，全省常驻人口为 4829.5 万。

初步核算，2018 年云南省生产总值（GDP）达 17881.12 亿元，比上年增长 8.9%，高于全国 2.3 个百分点。其中，第一产业完成增加值 2498.86 亿元，增长 6.3%；第二产业完成增加值 6957.44 亿元，增长 11.3%；第三产业完成增加值 8424.82 亿元，增长 7.6%。三次产业结构由上年的 14.0∶38.6∶47.4 调整为 14.0∶38.9∶47.1。全省人均生产总值达 37136 元，比上年增长 8.2%。非公经济增加值实现 8464.67 亿元，占全省生产总值的比重达 47.3%，比上年提高 0.1 个百分点。

2018 年云南省工业生产平稳增长。全年全部工业增加值 4483.96 亿元，比上年增长 11.6%。规模以上工业增加值增长 11.86%。全年固定资产投资（不含农户）同比增长 11.6%。分产业看，第一产业投资增长 36.8%；第二产业投资增长 11.3%，其中工业投资增长 11.3%；第三产业投资增长 10.6%。基础设施投资增长 10.9%。

从云南省地方财政总收入构成来看，全年财政总收入达 3719.77 亿元，比上年增长 9.7%。全省地方一般公共预算收入完成 1994.35 亿元，比上年同口径增长 5.7%。全省地方一般公共预算支出 6075.03 亿元，比上年增长 6.3%。

跟踪期内，云南省经济实力稳步提升，为公司提供良好的外部环境。

六、基础素质

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 64 亿元，实收资本 64 亿元。公司股东及持股情况分别为：云南省国资委持股 41.11%，土地运营公司持股 36.00%，云天化集团持股 5.00%，云南省财政厅持股 4.57%，昆钢金控、云铜集团、云冶集团、云锡集团各持股 3.33%。公司实际控制人仍是云南省国资委。

2. 企业规模及竞争力

目前云南省国资委系统 18 家企业中有 5 家投资公司，分别为云南省城市建设投资有限公司（以下简称“云南城投公司”）、云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云南省投集团”），以及云南工投集团、云南省国有资本运营有限公司、云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投集团”）。

从以上 5 个投资平台业务范围来看：①云南省投集团是云南省政府综合性投资平台，主要业务范围包括经营和管理省级基本建设资金和省级专项建设基金，对云南省政府的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务进行投资和管理，目前其业务主要涉及电力、铁路、纸业、旅游、金融、医疗和化工等业务板块；②云南城投公司是云南省政府在城市建设投资领域的投资平台，其投资业务涉及城市开发、房地产、水务、教育、医疗、酒店等板块；③云南工投集团是云南省政府工业投资平台，其业务范围主要涉及园区产业、医药、高新技术、资源等业务板块；④云南能投集团是云南省政府能源战略的实施平台，其业务范围主要涵盖电力、煤炭、环保、能源等投资、建设及生产经营管理；⑤云南资

本是云南省国资体系中第一家专门从事股权投资业务的省属企业，主要业务范围为股权投资、发起设立投资基金管理平台、发起并管理产业发展基金等业务。可以看出，云南省政府对省内五个投资平台的定位较为清晰，其中云南工投集团作为“云南省资源优化配置和战略性调整的龙头，引导云南省工业经济实现产业结构优化和升级的驱动器，产业与资本结合的重要平台，国有资本有进有退和价值化经营的主体”，其战略地位突出。

3．外部支持

政府支持

公司前身为2000年成立的云南国资公司，按照云南省政府和云南省国资委的要求，云南国资公司承担了对省内国有企业制度改革的任务。从历史沿革来看，公司和省内各政府部门保持良好联系，有助于公司把握政策导向，甄别项目风险。同时公司作为云南省工业投资平台，在投资项目和资源储备方面具有政策性倾斜优势。

股东支持

公司股东包括控股股东云南省国资委，以及7个参股股东。

公司的控股股东云南省国资委先后两次对公司以股权和资产进行注资及划拨，合计19.83亿元（现注册资本金达到64亿元），在注入及划拨的股权中，有7家上市公司（云南铜业股份有限公司、云南盐化股份有限公司、云南西仪工业股份有限公司、沈机集团昆明机床股份有限公司、昆明制药集团股份有限公司、太平洋证券股份有限公司以及云南南天电子信息产业股份有限公司，其中前6家为公司参股企业，第7家公司为间接控股企业），该类上市公司股权的注入提升了公司资产的流动性和盈利能力。截至2019年3月底，公司可供出售金融资产的价值为74.54亿元（包括对云南铜业（集团）有限公司、红塔证券股份有限公司的投资，以及上述云南省国资委对公司的股权注入及划拨）。

七、管理分析

根据公司于2019年2月14日发布的公告，公司于2018年12月25日收到中共云南省委员会下发的《关于刘文章通知免职的决定》（云委〔2018〕947号），决定免去刘文章同志云南工投集团党委书记，委员职务；同日，中共云南省委员会下发的《关于孙德刚同志任职的决定》（云委〔2018〕1002号），决定孙德刚同志任云南工投集团党委书记。2019年1月17日，云南省人民政府下发了《关于普建辉等九名同志任免职的通知》（云政任〔2018〕3号），决定免去刘文章同志云南工投集团董事长职务。2019年1月29日，云南省人民政府下发了《关于苏永忠等十二名同志任免职的通知》（云政任〔2019〕10号），决定任命孙德刚同志任云南工投集团董事长，免去云南工投集团总裁职务。

孙德刚：男，汉族，1965年2月出生，大学学历，重庆邮电学院通信技术专业毕业，中央党校法律专业毕业，工程师。历任保山地区邮电局技术员、助理工程师、电路工程师、程控室副主任；保山地区食品公司副总经理；保山地区糖业烟酒公司总经理、书记；保山糖烟酒食品总公司总经理、书记，改制后兼任董事长、总经理；保山地区医药有限责任公司董事长、总经理，保山地区医药管理局局长；保山市医药局、药监局、食品药品监管局局长、书记；省食品药品监管局处长、办公室主任、局长助理，中共新平县委副书记、新农村建设总队长；2011年6月至2016年4月任云南工投集团副总裁；2016年4月至2019年2月任云南工投集团总裁、党委副书记、副董事长；2019年2月至今任云南工投集团党委书记、董事长。

除此之外，公司在管理体制、管理制度、其它高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 混合所有制改革

公司于 2017 年 3 月 9 日发布《云南省工业投资控股集团有限责任公司关于公司混合所有制改革的公告》，公告称：公司实际控制人云南省国资委正在筹划与公司相关的重大事项，拟在公司层面引入战略投资者，以推进公司开展混合所有制改革相关工作。目前，公司已经接到云南省国资委通知，停止上述混改工作。

2. 南天信息挂牌转让医药工业公司股权

2018 年 7 月，云南工投集团下属上市公司云南南天电子信息产业股份有限公司（截至 2019 年 3 月底，公司直接持股 35.38%，南天电子信息产业集团公司持股 2.57%，以下简称“南天信息”，股票代码：000948.SZ）与云南工投集团签订产权交易合同，将其持有的云南医药工业股份有限公司（以下简称“医药工业公司”）41.36%的股权，按照经国资委备案的评估价格 3.37 亿元转让给云南工投集团；由于南天信息与医药工业公司同受云南工投集团控制，形成关联交易，南天信息聘请了有相关资质的第三方评估机构对收购基准日医药工业公司的可辨认资产和负债的公允价值进行了评估。股权转让对转让价格公允价值的确定、投资收益计算及评估价格是否公允的复核判断涉及管理层的重大估计和判断，因此将此事项识别为关键审计事项。2018 年 8 月 3 日，云南工投集团将所持有的医药工业公司 1%股权划转给云南工投资产管理有限公司。

九、经营分析

1. 经营概况

公司是云南省政府工业投资平台公司，主营业务涵盖生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业等板块。

2018 年，公司实现营业收入 113.17 亿元，同比大幅增长 78.94%，主要系子公司云南工投君阳投资有限公司（以下简称“君阳公司”）旗下云南君宜智能物流有限公司（以下简称“君宜公司”）新增供应链贸易业务，导致现代服务业板块收入大幅增长所致。收入结构方面，由于现代服务业板块收入的大幅增加，该板块收入占比已超过生物医药和电子信息，成为公司主要收入来源，2018 年占公司营业收入的比重为 42.27%；生物医药收入 24.60 亿元，同比下降 8.74%，主要系药品商业因“两票制”影响持续下降所致，收入占比为 21.74%；电子信息业务收入 31.90 亿元，同比增长 19.70%，主要系子公司南天信息的集成服务业务规模增长所致，收入占比为 28.19%；园区产业收入 7.44 亿元，同比增加 4.98 亿元，主要系公司将其部分园区项目转让及当期园区配套住宅达到结转状态综合导致收入大幅增长所致；其他收入在公司收入中占比较低，对公司整体经营影响不大。

从毛利率变动情况看，2018 年，公司综合毛利率为 15.55%，较 2017 年减少 10.44 个百分点，主要系毛利率低的有色金属贸易业务收入占比扩大所致。生物医药板块毛利率有所上升，2018 年为 18.92%，主要系调整产业结构所致；电子信息板块和园区产业板块毛利率基本保持不变，2018 年分别为 22.34%和 37.72%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，同比增长 149.36%，主要系园区产业及现代服务业收入同比大幅增长；公司综合毛利率为 15.52%，较上年同期减少 4.73 个百分点。

表3 2016-2019年3月公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
生物医药	25.85	39.76	12.07	26.95	42.62	13.97	24.60	21.74	18.92	4.99	16.66	17.85
电子信息	24.61	37.84	23.72	26.65	42.14	23.01	31.90	28.19	22.34	5.75	19.18	19.70
园区产业	6.08	9.35	32.67	2.46	3.90	37.58	7.44	6.57	37.72	8.29	27.67	9.62
现代服务业	5.11	7.86	81.28	5.12	8.10	77.56	47.84	42.27	3.39	9.88	32.99	7.91
其他	3.38	5.19	62.16	2.05	3.25	80.03	1.39	1.23	100.00	1.05	3.50	100.00
合计	**65.02**	**100.00**	**26.45**	**63.24**	**100.00**	**25.99**	**113.17**	**100.00**	**15.55**	**29.95**	**100.00**	**15.52**

资料来源：公司提供

2. 生物医药板块

公司生物医药板块主要由医药工业公司和云南瑞宝生物科技有限公司（公司持股58.84%[2]，以下简称“瑞宝生物”）业务组成。

医药工业公司主要从事中药材及饮片、原料药、制剂的研发、生产和销售；货物仓储、物流、进出口等业务，目前共拥有各种剂型25个，品种301个，药品生产批文455个，有233个产品进入国家和各省医疗保险药品目录；参麦注射液、血塞通注射液和丹参注射液列入国家基本药物目录，血塞通注射液还被列入全国中医医院急诊必备中成药，基本形成了高纯度植物原料药、植物药注射剂和特色云药及民族药三大植物药自有特色系列产品。特别是注射级高纯度原料药的技术质量水平处于全国领先，构建了灯盏花从种植、提取到制剂生产销售的全产业链发展模式，灯盏花素注射级原料药市场份额接近70%。

医药工业公司主要业务包括药品制造和药品批发两大形态。截至2018年底，医药工业公司资产总额为18.22亿元，所有者权益合计6.02亿元，其中归属母公司所有者权益4.49亿元；2018年实现营业总收入13.95亿元，净利润-1329.06万元（2017年净利润-815.59万元），归属母公司的净利润-963.68万元。亏损主要由于医药工业公司所属的医药工业销售有限公司受“两票制”、“零差率”等医改政策的影响，销售收入下滑，人工成本增加，以及医药工业公司的资产租赁出现空档期，参股企业盈利不达预期所致。截至2019年3月底，医药工业公司资产总额为19.42亿元，所有者权益合计5.96亿元，其中归属母公司所有者权益4.45亿元。2019年1-3月实现营业总收入2.57亿元，净利润-512.42万元，归属母公司的净利润-427.72万元。

表4 医药工业公司医药板块营业收入构成情况

（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
医药商业	177647.12	164609.24	137985.98	24956.07
医药工业	53382.24	56354.95	60321.34	13998.11
合计	**231029.36**	**220964.19**	**198307.32**	**38954.19**

资料来源：公司提供

注：公司于2018年将云南植物药业有限公司（以下简称“植物药业”，公司持股26.44%，医药工业公司持股33.56%）提升为二级子公司，不再纳入医药工业公司合并范围；表中医药工业收入来自植物药业，公司为保持数据可比性，仍将医药工业收入计入上表，故表中2018年及2019年一季度合计数大于同期医药工业公司营业总收入

（1）医药商业

公司医药商业的模式以对医疗机构、零售终端的直接配送实现销售为主，另有部分代理佣金、第三方物流等业务收入。医药商业业务主要集中在云南省境内，省内销售比例在90%以上，目前药品配送供应业务已覆盖省级、市级全部三级甲等、三级乙等医疗机构，供应云南省中标品种6500余个，覆盖全省65%县级二级甲等、二级乙等医疗机构及县级以下乡镇、

[2]公司对瑞宝生物直接持股比例为30.56%，同时，公司通过云南惠邦股权投资基金合伙企业（有限合伙）对瑞宝生物间接持股28.28%。截至2019年3月底，公司对瑞宝生物直接和间接持股合计58.84%。

社区卫生院。

目前，公司与上下游的结算方式主要包括：现金交易和银行承兑汇票，其中特殊药品和贵重药品为先货后款，其余药品中，先货后款约占 70%，收款期为货到 60 天之内，先款后货的比例大约为 30%。

从供应商集中度看，2018 年医药商业板块向前五大供应商采购药品 5.41 亿元，占采购总额的 37.01%，同比增加 3.31 个百分点。

表5　2018年公司医药商业板块前五名供应商采购情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购额	占采购总额比重
扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司	2.30	15.30
华立医药集团有限公司	1.15	7.68
甘肃人为峰药业股份有限公司	0.68	5.54
云南植物药业有限公司	0.67	4.46
云南省医药有限公司	0.60	4.03
合计	**5.41**	**37.01**

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2018 年医药商业板块向前五大客户销售 5.06 亿元，占医药商业收入的 36.69%，同比增加 6.77 个百分点。

表6　2018年公司医药商业下游前五名客户销售情况

（单位：亿元、%）

客户	销售额	占医药商业收入比重
康泽药业股份有限公司	1.35	9.80
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	1.17	8.47
昆药集团医药商业有限公司	0.93	6.71
昆明医科大学第一附属医院	0.81	5.89
云南健之佳健康连锁店股份有限公司	0.80	5.82
合计	**5.06**	**36.69**

资料来源：公司提供

（2）医药工业

公司医药工业主要产品为参麦注射液、血塞通注射液、血塞通分散片和云南红药胶囊等，主要销售给各医院以及医药分销公司。结算模式方面，公司与上游原材料供应商一般采用先货后款的结算方式，与下游客户的结算方式中先款后货占 40%，先货后款占 60%，平均账期 45 天。

从销售区域看，2018 年公司医药工业产品销售区域主要集中在云南地区，占 77.36%，其他区域分别为：华南地区占 8.31%、华北地区占 4.57%、华东地区占 3.40%、西南地区占 4.72%、东北地区占 0.88%、西北地区占 0.76%。

采购集中度方面，2018 年公司医药工业向前五大供应商采购 2.37 亿元，同比增加 1.35 亿元，占采购总额的比重为 64.32%，采购品种主要为中药材原料。

表7　2018年公司医药工业前五名供应商采购情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购额	占采购总额比重	主要采购原材料
楚雄云植药业有限公司	1.74	47.22	三七总皂苷
北冀衡（集团）药业有限公司	0.23	6.17	氨基比林
上海沪源医药有限公司	0.16	4.25	秋水仙碱
集安市宏兴参业有限公司	0.13	3.47	红参
云南润嘉药业有限公司	0.12	3.21	黄藤素（口服用）
合计	**2.37**	**64.32**	--

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年，公司医药工业前五名客户销售 3.54 亿元，同比增加 2.01 亿元，占医药工业收入的 58.95%，集中度高。

表8　2018年公司医药工业下游前五名客户销售情况

（单位：亿元、%）

客户	销售额	占医药工业收入比重
云南同丰医药有限公司	1.87	31.15
云南湘广药业有限公司	0.76	12.65
昆明三汇通医药有限公司	0.54	9.04
云南泰康医药经济发展有限公司	0.21	3.58
云南福润达医药有限公司	0.15	2.53
合计	**3.54**	**58.95**

资料来源：公司提供

2018 年 10 月，贵州百灵企业集团制药股份有限公司（以下简称“贵州百灵”）与云南工投集团、医药工业公司签订了《云南植物药业有限公司增资扩股协议书》，贵州百灵使用

自有资金 7.07 亿元向云南植物药业有限公司（以下简称“植物药业”）进行增资扩股。植物药业是公司医药工业板块的主要经营主体，增资前，云南工投集团和医药工业公司分别持有植物药业 44.07%和 55.93%股权；增资后，植物药业的股权结构变为云南工投集团、医药工业公司和贵州百灵分别持股 26.44%、33.56%和 40.00%。贵州百灵在营销体系和销售渠道方面相对成熟，增资扩股有助于云南工投集团与贵州百灵在业务层面进行资源整合。

（3）特色生物科技产业

公司特色生物科技产业主要运营企业为瑞宝生物。瑞宝生物成立于 1997 年 3 月，曾于 2015 年至 2019 年 3 月在新三板公开转让（证券代码：835390.OC）。2017 年，瑞宝生物通过发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方式并购了云南博浩生物科技集团股份有限公司（以下简称“博浩生物”），并新增注册资本 2.49 亿元。截至 2019 年 3 月底，瑞宝生物注册资本 36947.37 万元，主营业务为天然色素系列产品（栀子黄色素、甘蓝红色素、萝卜红色素、辣椒红提取物、万寿菊提取物等天然色素等）、食品添加剂、天然香料、植化原料及产品的生产、销售，其产品 70%以上出口到欧盟、日本、美国等 20 多个国家和地区，系中国植物提取物行业中产量及出口量最大的创汇企业之一。2018 年底，瑞宝生物资产总额为 15.69 亿元，所有者权益合计 7.13 亿元，其中归属母公司所有者权益 6.73 亿元。2018 年实现营业总收入 5.25 亿元，净利润-9.00 万元，归属母公司的净利润-9.82 万元。亏损主要由于：①竞争对手采取竞价策略，瑞宝生物未跟随降价，导致销售收入下滑，利润受到影响；②瑞宝生物销售前期高成本存货，导致产品毛利下降，利润下滑。截至 2019 年 3 月底，瑞宝生物资产总额为 14.60 亿元，所有者权益合计 7.57 亿元，其中归属母公司所有者权益 6.64 亿元。2019 年 1-3 月实现营业总收入 1.02 亿元，净利润-1311.11 万元，归属母公司的净利润-1264.60 万元。

瑞宝生物对博浩生物的并购属于横向并购，通过整合双方客户资源，进一步提高了瑞宝生物主营产品之一叶黄素的市场占有率。2018 年，瑞宝生物连同博浩生物合计叶黄素出口金额达到 3357.96 万美元，占全国出口总量 41.07%，在叶黄素产品的全球市场份额中位列第一，行业竞争地位显著。

（4）参股沃森生物

2016 年 9 月，公司受让云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”，300142.SZ）122994959 股股份，占沃森生物总股本的 8.00%，于“可供出售金融资产”核算。2017 年，公司在二级市场分次增持沃森生物的股票，截至 2018 年 3 月底持股比例为 12.99%；2018 年，公司转让了部分沃森生物的股权后，截至 2019 年 3 月底，公司对沃森生物的持股比例为 6.99%，仍为沃森生物第一大股东。沃森生物主要从事人用疫苗、抗体药物等生物技术药集研发、生产、销售于一体的高科技生物制药企业，在以新型疫苗为代表的生物技术药等细分领域处于行业领先地位。截至 2018 年底，沃森生物资产总计 72.37 亿元，负债合计 19.81 亿元；2018 年实现营业收入 8.79 亿元，利润总额 11.83 亿元，同比大幅增长主要由于转让嘉和生物药业有限公司股权形成 11.76 亿元投资收益所致；截至 2019 年 3 月底，沃森生物资产总计 69.69 亿元，负债合计 16.42 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 1.76 亿元，利润总额 0.58 亿元。

总体看，受“两票制”等因素影响，公司医药商业收入进一步下滑；医药工业收入实现增长，但公司经营的医药产品同质化严重，未来可能面临一定市场竞争风险和经营波动风险；公司转让了部分沃森生物股权，实现较高投资收益。

3. 电子信息板块

公司电子信息板块相关下属控股子公司主

要有南天集团（公司持股 100%）、云南无线电有限公司（公司持股 81.30%，以下简称“无线电公司”）和中唐国盛信息技术有限公司（公司持股 65%，以下简称“中唐国盛”）。该业务板块主要收入和利润来源于南天集团。2019 年 2 月，南天集团将持有南天信息 64367006 股过户至公司，本次过户后，公司成为南天信息的控股股东，持股比例为 35.38%；南天集团对南天信息持股比例降至 0.78%，南天信息的实际控制人仍为云南省国资委。

南天集团主要运营实体为南天信息，南天信息以信息产品业务、系统集成业务、软件业务、服务业务和支付业务等业务为主体，兼顾其它领域的发展。南天信息从事 IT 专业服务已达二十余年，与 IBM、思科等众多国际知名 IT 厂商建立起了广泛的战略合作伙伴关系。截至 2018 年底，南天信息资产总计 30.97 亿元，所有者权益合计 17.74 亿元；2018 年实现营业收入 27.80 亿元，同比增长 20.04%，净利润 0.99 亿元，同比增加 0.77 亿元，系当期处置医药工业公司股权形成投资收益 0.84 亿元所致。截至 2019 年 3 月底，南天信息资产总计 28.90 亿元，所有者权益合计 17.16 亿元；2019 年 1-3 月实现营业收入 4.39 亿元，净利润-0.58 亿元。

表9　近年来南天信息主营业务收入构成情况

（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
信息产品及服务	4.39	4.12	4.64	0.44
软件业务及服务	4.76	4.91	5.61	0.87
系统集成及服务	12.17	13.88	15.97	2.91
智慧城市	--	--	0.65	0.02
云计算和大数据	--	--	0.66	0.07
合计	**21.33**	**22.91**	**27.53**	**4.31**

资料来源：公司提供

表10　近年来南天信息分板块毛利率情况（单位：%）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
信息产品及服务	22.09	25.82	20.23	8.33
软件业务及服务	55.61	58.78	58.80	56.11
系统集成及服务	12.51	11.00	9.54	9.92
智慧城市	--	--	18.05	10.24
云计算和大数据	--	--	73.72	55.22
合计	**24.11**	**23.90**	**23.11**	**19.80**

资料来源：公司提供

信息产品及服务包括 PR 系列存折打印机、BST 自助服务设备、ATM 设备自动柜员机、BP 设备、轨道交通设备等各类信息设备产品及解决方案。由于南天集团在存折打印机、自助服务终端等传统产品销售方面面临市场饱和，近年来南天集团积极寻求业务拓展及产品转型，包括承揽轨道交通使用的闸机、检票机、售票机和服务终端的生产及税控机的代工等业务。

2018 年，南天信息 PR 系列专业存折打印机的产量较上年增加 21095 台，销量较上年增加 22237 台，主要系部分银行总行 2017 年采购招标及合同签订较往年滞后，导致发货、验收相应后延，造成南天信息的部分存货滞留，销售实际于 2018 年实现所致。BST 系列自助服务终端产量和销量较上年小幅提升，主要系新增银行订单所致。

目前，南天信息主要信息产品产能利用率不高，主要由于市场竞争激烈，公司原有产品盈利能力下降，公司考虑引入利润空间高的产品，逐步放弃低价值产品。

表11　2017-2018年南天信息主要信息产品产销情况

（单位：台）

	2017 年			2018 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
PR 系列专业存折打印机	180000	37318	35510	80000	58413	57747
BST 系列自助服务终端	18000	7791	7837	15000	8826	9003

资料来源：公司提供

南天信息软件业务主要包括应用系统资讯与解决方案、南天自有软件产品销售、软件开发与软件服务、非自有软件产品技术开发和专业化软件服务。南天软件广泛应用于国内大、中、小型银行、资产管理公司、政府机关、国有企事业单位等，是国内银行业十大解决方案主要提供商之一。

系统集成业务是南天信息专业从事 IT 基础架构建设和数据中心服务的业务单元，包括：主流厂商网络设备、系统设备、存储设备、呼叫中心系统、代理软件产品等的集成与解决方案，业务模式为南天信息通过与国际知名厂商合作，在金融、财税、电力、交通、制造等领域为用户提供系统集成架构、应用开发、信息安全、服务等多层次解决方案，广泛应用于各大商业银行数据中心建设和服务领域。2018 年，南天信息的集成业务加强新技术应用，在数据中心自动化、云管理等方面进一步深入，获得广西农信、农行 IP 电话系统、建行 SDN 统一管理平台软件开发等项目，拓展较多新客户，带动集成业务向高级技术服务升级。

公司无线电产品业务运营主体为无线电公司，是云南省电子行业最早的整机生产企业和军工防化环境监测电子装备承制单位。无线电公司主要军品业务包括防化特种车辆集成、报警器、核化监测装置、风量测控、信息处理等五大门类 20 余个型号装备的科研生产任务，同时负有高新工程配套、应急准备技术保障、大型活动安保等各类任务，产品和服务主要配套于防化、二炮、空军、海军等各军兵种和人防、国家核生化应急救援机构。2017-2018 年，无线电公司分别实现营业收入 2.44 亿元和 3.30 亿元，2018 年收入较上年进一步增长。

总体看，跟踪期内电子信息板块仍为公司收入重要来源，但相关产品及服务竞争激烈，毛利率略有下降。

4. 园区产业板块

目前，园区开发业务主要包括两个二级子公司，即云南同图园区产业投资有限公司（以下简称“云南同图”，持股 100.00%）和云南国资昆明经开区产业开发有限公司（以下简称“昆明经开区公司”，持股 51.00%，主要负责昆明经济技术开发区内的业务经营）。

经营模式方面，公司首先通过招拍挂的方式获取园区内的土地使用权，进而启动并完成二级开发及房地产项目的建设与销售，通过土地转让收益和房地产项目的收益（出租或出售）实现资金平衡并获取长期盈利能力。公司的房地产项目主要由公司采取定向开发、合作开发或自主开发的形式，对园区内工业厂房、商业物业以及配套公寓住宅项目进行投资和建设。近年来，受经济下行与公司园区板块业务转型共同影响，公司园区板块的投资开发进度放缓，2018 年随着公司多个项目建设完成，带动收入大幅增加。

表 12　园区产业地产类收入构成情况（单位：万元）

	出售/出租	工业地产	普通房地产	
			商业	居住
2017 年	出售	4395.50	4108.47	7992.72
	出租	1182.19	134.47	110.63
2018 年	出售	1153.18	12662.99	51888.25
	出租	1953.97	242.97	90.88
2019 年 1-3 月	出售	--	79496.57	2781.26
	出租	358.30	72.01	--

资料来源：公司提供

公司致力于云南省新型工业园区和特色经济园区的开发、建设与运营，园区建设采用合作开发或自主开发形式建设标准化厂房以缓解资金压力，建设资金除自有资本金外，主要来源于从各银行获取的长期借款，并通过工业园区、工业厂房出租和出售的方式回收前期投资。公司已累计建成昆明经开区围网内标准厂房 AB 栋、围网内多层仓库曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期生活配套区（剑桥中心住宅项目，原名红景园）、曲靖经济技术开发区新兴产业示范园科技孵化基地项目等工业地产项目，主要分布在昆明经开区、曲靖经开区和昭通经开区。公司将建成的园区工业地产用于出租或者出售，由于园区产业扶持需要，公司园区地产销售均价略低于同区域商业地产。截至 2019 年 3 月底，已建成的工业地产类项目中，剩余可售面积 29.08 万平方米，剩余可出租面积 13.94 万平方米，均为已建成的工业地产类项目，若能够实现去化，则仍可为公司带来一

定园区收入保障。

截至 2018 年底，公司及下属子公司无在建的工业地产项目。

5. 现代服务业板块

公司现代服务业板块主要企业包括：君阳公司、云南惠理股权投资基金管理有限公司、云南工投维骐投资管理有限公司、云南省投融资担保有限公司、云南产权交易所有限公司、云南工投资产管理有限公司和云南国资粮油贸易有限公司等。

2018 年，公司现代服务业板块实现营业收入 47.84 亿元，同比增加 42.72 亿元，主要系子公司君阳公司收入大幅增加所致；毛利率由 2017 年的 77.56%大幅下降至 3.39%，主要系毛利率低的有色金属贸易业务收入占比扩大所致。

君阳公司于 2017 年 11 月由云南工投集团、云南图南投资有限公司（以下简称“图南投资”）和云南盛鼎股权投资基金合伙企业（有限合伙）共同出资成立，注册资本 40 亿元。君阳公司是云南工投集团“M&A+资产证券化”与“PE+上市公司”策略的实施主体，通过收购一家上市公司控制权并与其他上市公司形成战略合作关系，推动资产证券化工作。同时，围绕实体产业发展需求，收购具备战略意义的资产，通过主动管理和设置退出机制，实现投资收益的同时服务工业经济转型升级。2018 年，君阳公司实现营业收入 46.66 亿元，主要来源于其下属子公司君宜公司，该子公司主要经营焦炭和有色金属贸易业务，2018 年实现营业收入 45.11 亿元，由于该子公司处于经营初期，为建立长期、稳定的供应商，获得更多的采购价格优惠，降低采购成本，大部分采购业务采用先款后货的经营模式，导致年末账面预付款项金额较大，平均结算周期为 3-4 个月。

表13 2018年君阳公司前五大预付账款情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
曲靖市图鑫商贸有限公司	5.39	33.87
苏州巴彦新能源有限公司	3.86	24.27
贵州竣钏商贸有限公司	3.56	22.37
贵州易见供应链管理有限责任公司	2.24	14.10
上海今瑜国际贸易有限公司	0.80	5.03
合计	**15.85**	**99.64**

资料来源：公司提供

总体看，公司现代服务业板块收入增幅较大，但毛利率很低。同时，其有色金属贸易的业务采购模式为先款后货，由于商品贸易业务周期长，易对资金形成占压。

6. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分别为 4.92 次、0.32 次和 1.76 次，同比均小幅提升。总体看，公司资产运营效率仍较低。

7. 未来发展

未来，公司将调整投资结构，优化资产布局，重点培育生物医药产业、电子信息产业、园区产业、现代服务业等，并寻找新的产业发展机会，培育新的战略新兴产业。2019-2021 年，公司围绕各板块的投资总额约为 235 亿元，未来计划投资规模较大。现阶段公司部分子公司尚处于发展投入期，盈利能力相对较弱，需要投入大量资金，资金来源主要为债务融资、自有资金及项目投资收益。

表 14 公司未来投资计划（单位：亿元）

	截至 2018 年底已完成投资	投资计划		
		2019 年	2020 年	2021 年
生物医药	25.60	15.00	18.00	20.00
电子信息	6.36	10.00	12.00	20.00
园区产业	6.44	5.00	5.00	5.00
现代服务业	31.60	15.00	15.00	15.00
其他	4.90	22.00	28.00	30.00
合计	**74.90**	**67.00**	**78.00**	**90.00**

资料来源：公司提供

总体来看，公司各板块未来投资规模大，对外融资需求高，将继续推升公司债务负担。

十、财务分析

公司提供的 2018 年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留的审计意见。公司 2019 年 1-3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2018 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 22 家，较 2017 年底合并范围增加 3 家，为植物药业（三级子公司调整为二级）、南天信息（三级子公司调整为二级）和云南电子器材有限责任公司；减少 2 家，系公司将中国实验动物云南灵长类中心和云南天达绿色产业开发有限公司调整至下属二级子公司云南工投资产管理公司旗下所致。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司较上年底无变化。合并范围变动对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 361.86 亿元，所有者权益 139.82 亿元（含少数股东权益 51.43 亿元）；2018 年，公司合并口径实现营业收入 113.17 亿元，利润总额 2.13 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 362.92 亿元，所有者权益 142.37 亿元（含少数股东权益 51.18 亿元）；2019 年 1-3 月，公司合并口径实现营业收入 29.95 亿元，利润总额 0.33 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 361.86 亿元，其中流动资产占 53.85%，非流动资产占 46.15%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 194.86 亿元，主要由货币资金（占 17.08%）、应收账款（占 10.84%）、预付款项（10.65%）、存货（占 26.50%）、其他应收款（占 13.73%）和其他流动资产（占 17.26%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 33.28 亿元，同比增长 48.96%，主要系收到子公司沃森生物 5%股权的转让款 6.70 亿元及贵州百灵对植物药业 7.10 亿元增资款所致。货币资金主要由银行存款（占 97.13%）构成，使用受限的货币资金 4.05 亿元，主要为保证金、结构性存款等，受限比例 12.15%。

截至 2018 年底，公司应收账款 21.12 亿元，同比增长 8.04%，主要系云南同图转让曲靖开发区和邵阳公司部分土地导致应收账款增加。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 1.11 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款 22.35 亿元，从账龄来看，1 年以内的占 81.13%，1-2 年的占 9.26%，整体账龄较短。公司对应收账款共计提坏账准备 2.38 亿元，计提比例为 10.11%；从欠款方来看，前五名债务人涉及应收账款占总额的 15.95%，集中度较低。

表 15　截至 2018 年底公司应收账款前 5 名单位情况

单位名称	账面余额（万元）	账龄	是否为关联方
云南省医药有限公司	14708.59	1 年以内	否
云南国药控股东昌医药有限公司	10446.77	1 年以内	否
Tecnodoral SA de CV	4321.07	1 年以内	否
云南大为制焦有限公司	4061.35	2-3 年	否
昆明市东川区人民医院	3919.32	1 年以内	否
合计	**37457.09**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司预付款项为 20.75 亿元，同比增长 442.94%，主要系公司三级公司君宜公司预付货款增加所致；从账龄来看，1 年以内的占 91.22%，整体账龄短；从欠款方来看，前五名合计占比 78.25%，集中度高。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 28.48 亿元，同比增长 52.62%，主要系公司处置沃森生物增加对无锡中保嘉沃投资合伙企业（有限合伙）应收股权处置款 6.89 亿元以及新增对云南省国有资本运营有限公司借款所致；

公司对其他应收款共计提坏账准备 1.73 亿元，计提比例为 6.08%；从欠款方来看，前五名合计占比 86.60%，集中度高；从账龄来看，公司 1 年以内的其他应收款占 73.68%，1-5 年的其他应收款占 14.39%，5 年以上的占 11.93%，公司其他应收款整体账龄偏长，对公司流动资金形成占用。

表 16　截至 2018 年底公司其他应收款前 5 名单位情况

单位名称	账面余额（万元）	账龄	是否为关联方
云南省国有资本运营有限公司	90015.00	1 年以内	否
无锡中保嘉沃投资合伙企业（有限合伙）	68915.61	1 年以内	否
成都瑞兴通科技有限公司	29552.98	1 年以内	否
昆明恒腾房地产开发有限公司	24133.36	1-2 年	否
富康城控股（曲靖）有限公司	21584.73	1 年以内	否
合计	**234201.68**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货账面价值 51.64 亿元，同比下降 9.37%，主要系云南同图转让部分土地导致存货下降；构成以开发成本（占 28.49%）、开发产品（占 39.19%）和自制半成品及在产品（占 19.96%）为主。公司当期共计提存货跌价准备 1752.01 万元，计提比例很低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 33.62 亿元，同比增长 15.69%，主要系公司利用闲置资金购买流动性好、安全性高的理财产品（32.36 亿元）所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 167.00 亿元，同比下降 14.63%，主要源于可供出售金融资产、长期应收款和长期股权投资的下降，构成主要为可供出售金融资产（占 45.13%）和长期股权投资（占 25.01%）。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 75.36 亿元，同比下降 8.17%，主要包括对云南铜业（集团）有限公司、红塔证券股份有限公司等公司的投资，全部为按公允价值计量的权益工具，共计提减值准备 0.91 亿元。

表17 公司持有主要可供出售金融资产企业情况（单位：万元、%）

公司名称	持股比例	计量方式	2019 年 3 月底余额	投资成本
云南铜业（集团）有限公司	20.50	按公允价值计量	365784.36	250805.74
红塔证券股份有限公司	5.09		114866.40	62456.35
云南省煤化工集团有限公司	1.28		11352.22	41500.00
诚泰财产保险股份有限公司	2.50		12278.27	10000.00
中电坤润一期（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）	99.50		21000.00	21000.00
明毅固益十号	100.00		9000.00	9000.00
北京产权交易所有限公司	4.25		10504.50	10504.50
合计	--		**544785.75**	**405266.59**

资料来源：审计报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司长期应收款为 0.70 亿元，同比下降 94.82%，主要系公司承接的政府信用贷款到期，由财政拨款偿付所致。截至 2018 年底，该部分款项已全部清偿完毕。

公司作为投资控股型企业，长期股权投资是公司资产的重要构成部分。截至 2018 年底，公司长期股权投资 41.77 亿元，同比下降 12.46%，主要系公司转让持有沃森生物的部分股权所致。2018 年，公司长期股权投资计提减值准备 90.61 万元；公司对合营企业投资 8.70 亿元，主要包括对云南沣月投资合伙企业（有限合伙）的投资 5.73 亿元；对联营企业投资 33.07 亿元（占 79.16%），主要包括沃森生物（期末余额 13.37 亿元）、云南君南股权投资基金合伙企业（有限合伙）（期末余额 5.76 亿元）、云南云天化石化有限公司（期末余额 3.28

亿元）等。2018 年公司长期股权投资中，共形成投资收益 1.66 亿元（沃森生物 1.36 亿元，云南君南股权投资基金合伙企业（有限合伙）0.49 亿元），收到投资单位宣告发放现金股利或利润为 0.19 亿元。

表18 截至2018年底公司主要长期股权投资企业情况（单位：万元、%）

公司名称	持股比例	期末余额	投资成本	公允价值	2018 年投资收益	2018 年变动情况
云南沃森生物技术股份有限公司	6.99	133710.13	129977.12	204794.12	13553.64	减少 114853.90
云南君南股权投资基金合伙企业（有限合伙）	48.92	57596.13	52596.00	--	4860.72	增加 23000.00
云南沣月投资合伙企业	99.91	57332.16	52050.00	--	-9953.74	--
云南云天化石化有限公司	27.08	32794.51	30000.00	--	1022.05	--
云南首鑫小微金融再贷款服务股份有限公司	49.00	26551.03	24500.00	--	1474.13	--
昆明君晖投资基金合伙企业	66.23	20100.00	20100.00	--	--	--
云南南天盈富泰克信息产业创业投资合伙企业（有限合伙）	49.09	19788.81	21000.00	--	-810.12	增加 7500.00
昆明积大制药股份有限公司	21.00	17260.58	3970.00	--	1152.78	--
昆明联诚科技股份有限公司	27.15	14591.54	14253.75	--	-787.35	--
云南宸丰置业有限公司	30.00	16452.54	31314.76	--	--	增加 9394.42
合计		**396177.43**	**379761.63**	**204794.12**	**10512.11**	--

资料来源：审计报告，联合资信整理

截至2018年底，公司固定资产净值为15.41亿元，同比变化不大，以房屋及建筑物（占76.60%）和机器设备（占19.60%）为主；累计折旧 10.66 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程 5.77 亿元，同比下降 45.07%，主要系公司计提在建工程减值 1.64 亿元，同时对曲靖矿业公司所属的矿权进行清产核资的工作，导致在建工程减少 4.74 亿元。在建工程主要为 10 万吨炭质还原剂等工程投资。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 362.92 亿元，资产规模及构成均较 2018 年底变化不大。流动资产中，应收账款较上年底增长 43.55%至 30.32 亿元，主要系昆明经开区公司确认了舒铂广场转让项目所致；预付款项较上年底增长 34.28%至 27.87 亿元，主要系公司购买“世博里”项目[3]支付首付款 5.50 亿元所致；其他科目变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资金 6.50 亿元，抵押资产和抵押贷款 4.96 亿元，为固定资产和无形资产的抵押。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产总额中可供出售金融资产、存货和长期股权投资占比较大，公司整体资产质量一般。

2．负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 139.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.39 亿元，占 63.22%；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 72.41%、其他权益工具占 11.18%、资本公积占 10.62%、未分配利润占 2.64%。

截至 2018 年底，公司资本公积 9.38 亿元，同比增长 28.49%，主要系公司收购南天信息所持有的医药工业公司股权所致；公司其他权益工具 9.88 亿元，为公司于 2015 年 11 月发行的永续债券“15 云工投 MTN002”；其他综合收益为 1.28 亿元，同比下降 68.60%，主要系可供

[3]根据云南省人民政府与北京航空航天大学签署的《北航入滇发展合作协议》及“协调推进北航入滇发展合作项目专题会议“的要求，由云南工投集团负责承接北航入滇项目发展的工作。为加快推进北航入滇，由云南同图全资子公司南同泰建设有限公司投资购买“世博里”项目资产（购买价格以经云南省国资委备案的评估价格和 13 亿元中孰低者为最终价格），用于满足北航云南创新研究院的按期入驻的要求。

出售金融资产公允价值下降所致；公司少数股东权益同比增长 52.16%至 51.43 亿元，主要系引入战略合作伙伴，贵州百灵和图南投资等共投入约 20 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 142.37 亿元，较 2018 年底略有增长，主要来自于其他综合收益的增加，其余科目变动不大。

跟踪期内，公司少数股东权益增长快，其他综合收益易受股票二级市场价格波动影响，所有者权益结构稳定性尚可。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 222.05 亿元，其中流动负债占 46.24%，非流动负债占 53.76%。

截至 2018 年底，公司流动负债为 102.67 亿元，构成以短期借款（占 41.99%）、应付账款（占 12.58%）、预收款项（占 15.02%）和其他应付款（占 12.52%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 43.11 亿元，较上年增长 26.23%，主要系公司经营规模扩大带来的流动资金需求增大导致新增信用借款所致；主要由信用借款（占 75.55%）、保证借款（占 18.13%）构成，剩余为票据借款及抵押借款。

截至 2018 年底，公司预收款项为 15.42 亿元，同比增长 61.40%，主要系君宜公司预收货款增加所致；公司预收款项主要为预收货款以及购房款，账龄在 1 年之内的占 90.49%，整体账龄短。

截至 2018 年底，公司其他应付款 12.86 亿元，较上年增长 18.25%，主要系昆明经开区公司代收合作项目款所致；从账龄来看，1 年以内的占 29.70%、1-2 年的占 15.72%、2 年以上的占 54.58%，平均账龄长。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 6.00 亿元，为公司发行的“18 云工投 SCP002”。

截至 2018 年底，公司非流动负债 119.38 亿元，同比下降 7.64%，主要由长期借款（占 18.97%）和应付债券（占 76.98%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 22.65 亿元，同比下降 18.15%，主要系部分长期借款按照分期还款的方式结清所致。

截至 2018 年底，公司应付债券 91.90 亿元，同比增长 10.75%。其中，2019 年到期债券规模 16.50 亿元，2020 年到期债券规模 10.00 亿元，2021 年到期债券规模 41.00 亿元。公司近三年有一定偿付压力。

表 19　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券名称	账面余额	到期日期
14 云工投 MTN001	4.95	2024.5.31
15 云工投 MTN001	3.98	2020.10.21
16 云工投 MTN001	3.98	2021.3.29
16 云工 01	6.96	2021.7.27
16 云工 S1	14.98	2019.8.9
16 云工 02	7.95	2021.9.27
16 昆开 01	1.49	2019.6.2
17 云工投 MTN001	9.94	2022.4.12
17 云工投 MTN002	9.93	2022.8.4
17 云工 01	5.98	2020.9.1
18 云工投 PPN001	9.99	2021.6.15
18 云工 01	11.77	2021.9.3
合计	**91.90**	--

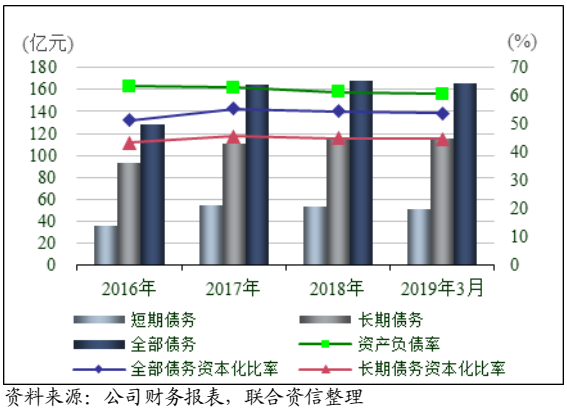
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司长期应付款为 0.38 亿元，同比下降 97.12%，主要系公司承接的政府信用贷到期，由财政拨款偿还所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 220.55 亿元，负债规模及构成均较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 168.01 亿元，其中短期债务占 31.82%，长期债务占 68.18%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 165.83 亿元，较 2018 年底略有下降，债务结构变动不大。

图 1　近年来公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

债务指标方面，2018 年底公司资产负债率为 61.36%、全部债务资本化比率为 54.58%、长期债务资本化比率 45.03%，上述三项指标同比变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.77%、53.81%和 44.69%。

2015 年公司发行了永续中期票据“15 云工投 MTN002”，本金 10 亿元，扣除各项费用后实际募集金额 9.88 亿元，上述永续中票已计入公司财务报表其他权益工具科目。考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述永续中票待偿还本金后，截至 2018 年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.09%、57.79%和 48.92%；2019 年 3 月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.49%、57.01%和 48.53%。

总体看，公司债务负担重，未来随着公司在建工程及对外投资不断投入，将继续推升公司债务负担。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 113.17 亿元，同比增长 78.94%，主要系现代服务业收入大幅增长所致。同期，公司营业成本 95.57 亿元，同比增长 104.18%，增幅高于营业收入。2018 年公司营业利润率为 14.14%，同比减少 10.44 个百分点。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用总额 22.82 亿元，同比增长 19.05%，系跟踪期内公司发行多期债券带动财务费用增加所致。2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 20.17%，同比有所下降，但对利润侵蚀仍严重。

作为投资控股型企业，投资收益也是公司利润主要来源。2018 年，公司实现投资收益 10.68 亿元，同比大幅增长 78.58%，主要系公司处置长期股权投资及可供出售金融资产取得的收益，其中处置沃森生物部分股权取得投资收益 6.53 亿元。

表 20　2018 年公司投资收益情况（单位：万元）

项目	2018 年
权益法核算的长期股权投资收益	16561.54
处置长期股权投资产生的投资收益	65294.43
持有以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产期间取得的投资收益	36.80
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益	1439.68
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	7571.26
其他	15933.18
合计	**106836.89**

资料来源：公司审计报告
注：其他主要为理财产品投资收益

2018 年，公司资产处置收益为 0.77 亿元，全部为处置非流动资产的利得；计入其他收益和营业外收入的政府补助等款项合计为 1.03 亿元。2018 年，公司形成资产减值损失 1.24 亿元，同比下降 40.20%，主要包括可供出售金融资产减值损失 0.53 亿元、在建工程减值损失 0.50 亿元和无形资产减值损失 0.30 亿元。2018 年公司实现公允价值变动收益-2.08 亿元，对利润有一定影响。2018 年，公司实现利润总额 2.13 亿元，主要来自于投资收益、资产处置收益、其他收益和营业外收入的贡献（合计 12.48 亿元），非经常性损益是支撑利润水平的主要因素。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率为 3.24%，净资产收益率为 0.08%，同比均小幅提升。公司整体盈利能力弱。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，同比增长 149.36%，营业利润率为 13.83%；同期，公司实现投资收益 0.79 亿元，资产处置收益-21.51 万元，其他收益和营业外收入合计 0.28 亿元，公允价值变动收益 0.84 亿元。2019 年 1-3 月，公司实现利润总额 0.33 亿元（上年同期为-1.47 亿元），同比扭亏主要受益于舒铂广场项目转让收益。

总体看，公司整体盈利能力弱，利润总额依赖以处置长期股权投资和资产为主的非经常性损益，持续性存在不确定。

4．现金流分析

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 136.64 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 128.96 亿元，同比增长 107.65%，主要系公司业务规模持续扩大所致；公司经营活动流出为 141.14 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 116.17 亿元，同比增长 167.79%，主要系子公司君阳公司新开展的有色金属贸易采购为先款后货导致现金支出大幅增加所致。受上述因素的综合影响，2018 年，公司经营活动现金流为净流出 4.50 亿元。从收入实现质量看，2018 年，公司现金收入比为 113.95%，较上年有所提高，公司收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 54.70 亿元，其中收回投资收到的现金为 46.61 亿元，同比增长 19.40%，主要系处置沃森生物股权所收到现金所致；公司投资活动现金流出为 46.87 亿元，其中投资支付的现金为 46.21 亿元，同比下降 41.91%，主要系对股权投资企业追加投资以及购买理财产品有所减少所致。受上述因素的综合影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流净额由负转正，为 7.84 亿元。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 106.02 亿元，同比下降 13.29%；其中吸收投资收到的现金为 17.35 亿元；公司筹资活动流出为 100.05 亿元，同比增长 17.89%，主要系偿还债务所致。受上述因素的综合影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流净额为 5.98 亿元，同比下降 84.02%。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为-5.86 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 4.45 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.30 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流呈净流出，投资支出规模下降，投融资形成的现金流可以覆盖经营活动现金流敞口。由于公司投资规模较大，仍存在一定的对外融资需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 189.79%和 139.49%，同比分别增加 20.64 个百分点和 30.57 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司两项指标分别提升至 194.73%和 149.83%。公司流动资产中应收账款、预付款项和存货占比较大，流动资产对流动负债的实际保障程度一般。考虑到公司可供出售金融资产规模大，流动性较好，可一定程度上缓解公司的偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 14.30 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 1.45 倍，全部债务/EBITDA 为 11.75 倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年 3 月底，公司下属子公司云南省投融资担保有限公司从事对外担保业务，该公司在保余额为 3.09 亿元。因该业务为云南省投融资担保有限公司主营业务，剔除该业务后公司对外担保总额 1.00 亿元，被担保企业为云南资本。

表 21　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保公司	担保额度	担保到期日
云南省国有资本运营有限公司	10000.00	2020 年 12 月
合计	10000.00	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总量为 107.90 亿元，尚未使用的授信额度为 39.04 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1053010101065610W），截至 2019 年 6 月 17 日，公司未结清的信贷信息里有 3 笔关注类贷款，主要系国家开发银行因为贷款业务种类变化调至关注类，国家开发银行已开具证明公司信贷业务均正常且信用状况良好。公司下属子公司云南省国资粮油贸易有限公司曾于 2012 年发生一笔 2000 万元人民币的已结清关注类贷款信息，此外，公司未有其他不良贷款记录。

7．母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 245.31 亿元，其中流动资产 68.28 亿元（占 27.83%），非流动资产 177.03 亿元（占 72.17%）；流动资产以其他应收款（55.09 亿元）为主；非流动资产构成以长期股权投资（109.71 亿元）和可供出售金融资产（60.20 亿元）为主。

截至 2018 年底，母公司负债合计 165.30 亿元，其中流动负债 54.96 亿元（占 33.25%），非流动负债 110.34 亿元（占 66.75%）；流动负债主要以短期借款（28.50 亿元）和其他应付款（20.01 亿元）为主；非流动负债以长期借款（18.35 亿元）和应付债券（90.40 亿元）为主。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 67.39%。2019 年以来，母公司陆续发行了“19 云工 02”（3 年，10.6 亿元）和“19 云工投 SCP001”（268 天，10 亿元），母公司债务负担进一步增长。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 80.00 亿元，其中实收资本 64.00 亿元，其他权益工具 9.88 亿元，其他综合收益 3.82 亿元，未分配利润 1.75 亿元，所有者权益结构稳定。

盈利能力方面，2018 年母公司实现营业收入 3.03 亿元；期间费用为 8.70 亿元，资产减值损失 4.70 亿元；投资收益为 11.24 亿元，利润总额为 0.10 亿元。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流入量 2.79 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（2.68 亿元）；经营活动现金流出 13.41 亿元，主要为支付其他与经营活动有关的现金（12.20 亿元），当期母公司经营活动现金流量净额-10.62 亿元。投资活动方面，2018 年母公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金（26.33 亿元）为主，投资活动现金流出以投资支付的现金（20.74 亿元）为主，投资活动产生的现金流量净额 12.01 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 2.77 亿元。

总体看，母公司资产以非流动资产为主，流动资产中其他应收款规模较大，非流动资产以可供出售金融资产和长期股权投资为主，整体资产流动性一般，债务负担较重，所有者权益结构稳定。母公司主营业务盈利能力弱，投资收益对利润总额形成有效支撑；母公司对外投资规模大，对外部融资存在一定依赖。

8．抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及云南省区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到云南省政府对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司存续期内债券为“14 云工投 MTN001”“15 云工投 MTN001”“15 云工投 MTN002”“16 工投 MTN001”“16 云工 01”“16 云工 S1”“16 云工 02”“17 工投 MTN001”“17 工投 MTN002”“17 云工

01”“18 云工投 PPN001”“18 云工 01”和“18 云工投 SCP002”[4]，合计 106.80 亿元（以下简称“存续期债券”）；此外，公司于 2019 年 4 月和 5 月分别发行“19 云工 02”和“19 云工投 SCP001”，若将其考虑在内，调整后存续期债券规模合计 127.40 亿元。公司一年内到期的债券为“16 云工 S1”（发行额度 15 亿元）和“19 云工投 SCP001”（发行额度 10 亿元）。

按照存续期债券规模 127.40 亿元计算，2018 年，公司经营活动现金流入量是存续期债券规模的 1.07 倍，公司 EBITDA 是存续期债券规模的 0.11 倍，保障能力弱；现金类资产是一年内到期的债券余额的 1.59 倍，覆盖程度较强。

表22 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	25.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.59
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.07
EBITDA/应付债券余额	0.11

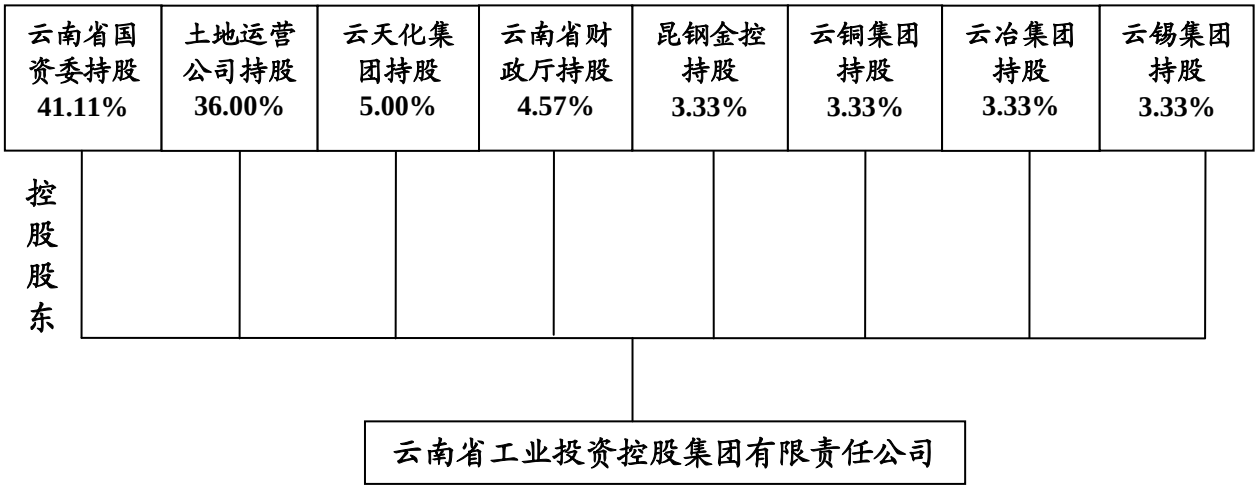
资料来源：联合资信整理

十二、结论

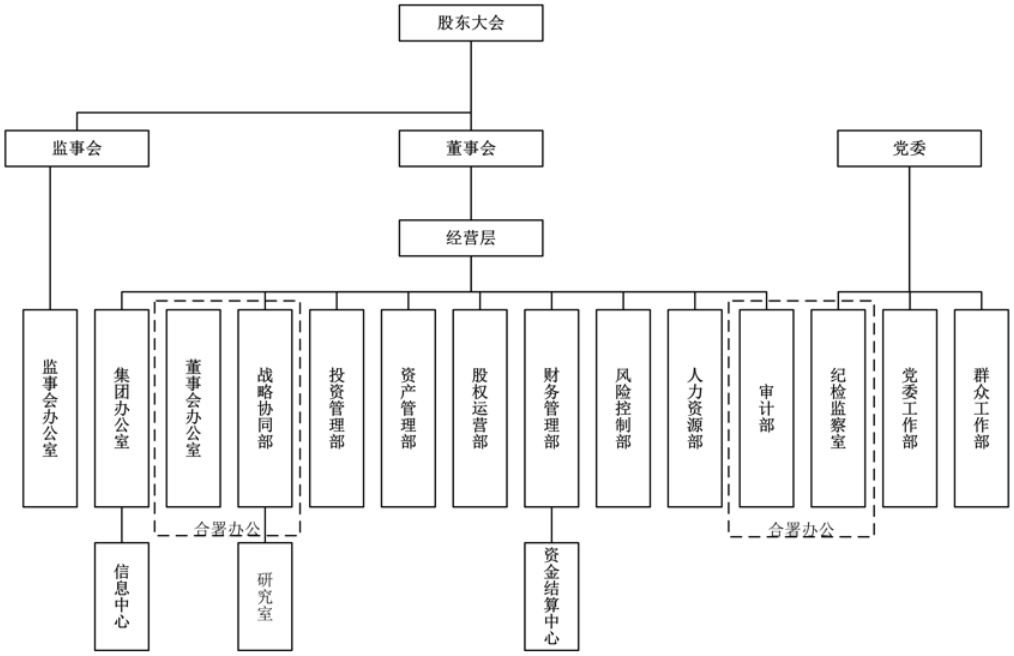
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 云工投 MTN001”“15 云工投 MTN001”“15 云工投 MTN002”“16 云工投 MTN001”“17 云工投 MTN001”和“17 云工投 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

[4]已于 2019 年 6 月 11 日到期兑付。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　公司主要财务数据及计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.94	33.51	39.70	34.06
资产总额(亿元)	331.82	355.64	361.86	362.92
所有者权益(亿元)	121.50	131.79	139.82	142.37
短期债务(亿元)	35.19	54.02	53.46	50.78
长期债务(亿元)	93.01	110.65	114.55	115.05
全部债务(亿元)	128.20	164.67	168.01	165.83
营业收入(亿元)	65.02	63.24	113.17	29.95
利润总额(亿元)	2.44	1.59	2.13	0.33
EBITDA(亿元)	8.66	11.22	14.30	--
经营性净现金流(亿元)	-0.56	5.42	-4.50	-5.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.10	3.22	4.92	--
存货周转次数(次)	0.78	0.79	1.76	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.18	0.32	--
现金收入比(%)	92.11	98.19	113.95	69.68
营业利润率(%)	25.55	24.58	14.14	13.83
总资本收益率(%)	2.64	2.52	3.24	--
净资产收益率(%)	1.97	0.01	0.08	--
长期债务资本化比率(%)	43.36	45.64	45.03	44.69
全部债务资本化比率(%)	51.34	55.55	54.58	53.81
资产负债率(%)	63.38	62.94	61.36	60.77
流动比率(%)	193.97	169.16	189.79	194.73
速动比率(%)	111.03	108.92	139.49	149.83
经营现金流动负债比(%)	-0.76	5.73	-4.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.90	1.51	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.80	14.68	11.75	--

注：1.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债中包含短期融资券和超短期融资券，已计入短期债务中；3.未将计入所有者权益的本金为 10 亿元的永续中期票据计入长期债务

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	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信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。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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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

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

评级展望设置	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，未来信用等级可能提升、降低或不变