信用等级公告

联合[2018] 1990 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

二零一八年七月二十六日

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

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

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^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.28	25.94	33.51	37.25
资产总额(亿元)	350.84	331.82	355.64	359.18
所有者权益(亿元)	128.39	121.50	131.79	140.00
短期债务(亿元)	33.67	35.19	54.02	56.46
长期债务(亿元)	63.87	93.01	110.65	114.92
全部债务(亿元)	97.54	128.20	164.67	171.37
营业收入(亿元)	63.40	65.02	63.24	12.00
利润总额(亿元)	5.63	2.44	1.59	-1.47
EBITDA(亿元)	11.54	8.66	11.22	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	-0.56	5.42	-3.94
营业利润率(%)	27.64	25.55	24.58	19.10
净资产收益率(%)	3.18	1.97	0.01	--
资产负债率(%)	63.40	63.38	62.94	61.02
全部债务资本化比率(%)	43.17	51.34	55.55	55.04
流动比率(%)	182.75	193.97	169.16	189.25
经营现金流动负债比(%)	1.24	-0.76	5.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.45	14.80	14.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.90	1.51	--

注：1.2018 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。

[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；债务规模增长快，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 2018 年 3 月底，公司持有可供出售金融资产账面价值 71.58 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，且部分项目去化速度较慢，对资金占用明显。
3. 跟踪期内，公司有息债务快速增长，债务负担重，经营现金流净额有所波动。
4. 云南省国资委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。截至本报告出具日，该事项仍存在不确定性。
5. 2017 年，公司参股企业云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）由于业绩对赌协议失败，净利润发生较大亏损，2017、2018 年预计赔付金额共计 4.31 亿元，沃森生物未来的经营及财务状况尚待观察。
6. 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，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。

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 2018 年 3 月底，公司注册资本金 64 亿元。

根据云南省人民政府出具的《关于划转部分国家出资企业股权充实云南圣乙投资有限公司国家资本金》的批复（云政复[2015]75 号），云南省国资委将其持有的公司股权中的 36.00%划转由云南省圣乙投资有限公司（目前更名为云南省国有资本运营有限公司，以下简称“云南资本”）持有，并于 2016 年 3 月 17 日办理了工商变更登记；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”）。本次股权划转后公司股权结构变更为：云南省国资委持股 45.68%，云南资本持股 36.00%，云天化集团持股 5.00%，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，是云南省政府定位的工业投资平台。

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 2017 年底，公司（合并）资产总额 355.64 亿元，所有者权益 131.79 亿元（含少数股东权益 33.80 亿元）；2017 年，公司合并口径实现营业收入 63.24 亿元，利润总额 1.59 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 359.18 亿元，所有者权益 140.00 亿元（含少数股东权益 42.66 亿元）；2018 年 1～3 月，公司合并口径实现营业收入 12.00 亿元，利润总额-1.47 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：刘文章。

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、使用状况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，除“17 云工投 MTN002”尚未到付息日，其他存续债券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 2015 年和 2016 年的国有资本收益分别为 5400.00 万元和 2395.10 万元，2017 年确定上缴的金额为 1709.63 万元。总体看，根据云南省国资委对下属企业管理者的经营业绩考核，下属企业盈利的可能性大，公司缴纳国有资本收益的可持续性强；从历史国有资本收益缴纳的角度分析，公司业绩良好，持续缴纳国有资本收益的可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“15 云工投 MTN002”属债券创新品种，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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储

备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍

将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%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。

据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，同比提高 2.3 个百分点，全年利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%。

总体看，中国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。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.7	436.1
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.6	1170.3
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.3	153.4
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.8	707.2
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.0	499.0
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.8	213.9
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.7	14.7
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.1	325.1
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635.86**	**3216.43**	**29826.0**	**3519.7**

资料来源：联合资信整理

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 3　2017 年以来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承

		若干意见》	价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（含民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。
2017 年 4 月	国务院办公厅	《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求 2017 年 9 月 30 日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为 DTP 药房带来发展机遇。
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施 6 部分共 36 项改革措施。	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力。
2017 年 12 月	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求。	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市。
2017 年 12 月	国务院办公厅	《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）》	力争用 5 至 10 年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策。	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显。
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。

资料来源：联合资信整理

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。

2017 年，中国电子信息业规模继续扩大。根据工信部发布的《2017 年电子信息制造业运行情况》，2017 年中国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 13.80%，增速比上年加快 3.8 个百分点，快于全部规模以上工业增速 7.2 个百分点，占规模以上工业增加值比重提高到 7.70%。2017 年，随出口形势的好转，全年出口交货值同比增长 14.20%，快于全部规模以上工业出口交货值增速 3.5 个百分点，占规模以上工业出口交货值比重 41.40%。

分行业来看，通信设备行业生产保持较快增长。2017 年，生产手机 19 亿部，同比增长 1.60%，其中智能手机 14 亿部，增长 0.70%，占全部手机产量比重为 74.30%。出口交货值同比增长 13.90%。计算机行业生产、出口情况明显好转。全年生产微型计算机设备 30678 万台，同比增长 6.80%。出口交货值同比增长 9.70%。家用视听行业生产持续低迷，出口增速加快。全年生产彩色电视机 17233 万台，同比增长 1.60%，其中液晶电视机 16901 万台，增长 1.20%；智能电视 10931 万台，增长 6.90%，占彩电产量比重为 63.40%。出口交货值同比增长 11.80%。电子元件行业生产稳中有升，出口增速加快。全年生产电子元件 44071 亿只，同比

增长 17.80%，实现出口交货值同比增长 20.70%。电子器件行业生产、出口实现快速增长。全年生产集成电路 1565 亿块，同比增长 18.20%，实现出口交货值同比提升 15.10%。

从经济效益情况来看，行业效益状况持续改善。2017 年，全行业主营业务收入同比增长 13.20%；实现利润增长 22.90%，主营业务收入利润率为 5.16%，比 2016 年提高 0.41 个百分点；企业亏损面为 16.4%，比 2016 年扩大 1.7 个百分点。2017 年末，全行业应收账款同比增长 16.4%，高于主营业务收入增幅 3.2 个百分点；产成品存货较上年增长 10.40%。

固定资产投资方面，2017 年，中国电子信息业固定资产投资保持高速增长。全年电子信息制造业 500 万元以上项目完成固定资产投资额比上年增长 25.30%，增速快于 2016 年 9.5 个百分点，连续 10 个月保持 20%以上高速增长。电子信息制造业新增固定资产比上年增长 35.30%。2017 年，通信设备、电子器件行业投资增势突出。整机行业中，完成投资比上年增长 46.40%，同比加快 16.1 个百分点；家用视听行业完成投资比上年增长 7.60%；电子计算机行业完成投资比上年下降 2.30%；电子器件行业完成投资比上年增长 29.9%；电子元件行业完成投资比上年增长 19.0%。

分地区来看，西部地区投资增速领跑，东北地区投资明显好转。2017 年，东部地区投资增长平稳，完成投资同比增长 17.10%，增速比 2016 年回落 1.6 个百分点。中部地区投资增长较快，完成投资同比增长 25.70%，增速比 2016 年提高 11.7 个百分点。西部地区投资增速领跑，完成投资同比增长 46.10%，增速比 2016 年提高 26.3 个百分点。东北地区投资由降转升，完成投资同比增长 39.70%。

3. 基础设施建设行业

2017 年，全国固定资产投资完成额为 631684 亿元，同比增长 7.20%。分产业看，第一产业投资 20892 亿元，同比增长 11.8%；第二产业投资 235751 亿元，同比增长 3.2%；第三产业投资 375040 亿元，同比增长 9.5%。2017 年，全国基础设施投资 17.31 万亿元，同比增长 14.93%。

目前“去产能”、“去库存”、“去杠杆”已取得了比较好的成果，预计未来“补短板”领域有望迎来进一步的政策红利，取得较大的发展，而基建补短板领域有望首当其冲，保持较快发展。

4. 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，总人口 4770.5 万。

初步核算，2017 年云南省生产总值（GDP）达 16531.34 亿元，比上年增长 9.5%，高于全国 2.6 个百分点。其中，第一产业完成增加值 2310.73 亿元，增长 6.0%；第二产业完成增加值 6387.53 亿元，增长 10.7%；第三产业完成增加值 7833.08 亿元，增长 9.5%。三次产业结构由上年的 14.8∶38.5∶46.7 调整为 14.0∶38.6∶47.4。全省人均生产总值达 34545 元，比上年增长 8.8%。非公经济增加值实现 7798.15 亿元，占全省生产总值的比重达 47.2%，比上年提高 0.4 个百分点。

2017 年云南省工业生产平稳增长。全年全部工业增加值 4264.70 亿元，比上年增长 10.3%。规模以上工业增加值 3876.34 亿元，增长 10.6%。全年固定资产投资（不含农户）达 18474.89 亿元，增长 18.0%。

从云南省地方财政总收入构成来看，全年财政总收入达 3392.08 亿元，比上年增长 5.8%。全省地方一般公共预算收入完成 1886.16 亿元，比上年同口径增长 6.2%。全省地方一般公共预算支出完成 5712.95 亿元，比上年增长 13.8%。

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 2018 年 3 月底，公司注册资本 64 亿元，实收资本 64 亿元。公司股东包括云南省国资委（持股 45.68%）、云南资本（持股 36.00%）、云天化集团（持股 5.00%）、昆钢金控（持股 3.33%）、云铜集团（持股 3.33%）、云冶集团（持股 3.33%）和云锡集团（持股 3.33%）。公司控股股东和实际控制人为云南省国资委。

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、云南资本、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 6 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 2018 年 3 月底，公司可供出售金融资产的价值为 71.58 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）；公司生物医药板块、电子信息板块和园区产业板块目前是公司收入和利润的主要贡献来源。

七、管理分析

跟踪期内，公司在股权结构、管理体制、管理制度和高管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。截至本报告出具日，公司正在推进审计、评估工作。

鉴于本次混合所有制改革立项有关事项尚需通过政府及国资监管部门的审批，且本次混合所有制改革的顺利推进仍有赖于各方在相关重大问题上能否达成一致和国有资产交易程序的成交情况，故该事项仍存在不确定性。针对上述事项，联合资信将持续关注相关工作进展情况。

2. 南天信息挂盘转让医药工业公司股权

2018 年 5 月 16 日，公司下属上市公司云南南天电子信息产业股份有限公司（截至 2018 年 3 月底南天电子信息产业集团公司持股 26.88%，公司直接持股 9.27%，以下简称“南天信息”，股票代码：000948.SZ）发布公告称，为剥离主业资产，南天信息拟在云南产权交易所公开挂牌出售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%股权，经云南省国资委备案同意，以评估值 3.37 亿元作为挂牌底价。目前，公司对医药工业公司直接持股比例为 58.64%，通过南天信息对医药工业公司持股比例为 41.36%。交易完成后，公司仍为医药工业公司的控股股东，但由于该次股权交易为公开挂牌出售，最终购买方及交易价格尚不确定，若公司未能购买医药工业公司全部挂牌股权[2]，则对医药工业公司的持股比例可能有下降，控制权或将稀释。

3. 沃森生物未完成对赌、拟转让子公司嘉和生物股权

根据云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）于 2014 年 10 月签署的《杜江涛先生与云南沃森生物技术股份有限公司关于河北大安制药有限公司附条件生效之股权转让协议书》，沃森生物将持有的子公司河北大安制药有限公司（以下简称“河北大安”）46%股权转让给杜江涛，股权转让协议中约定了业绩对赌条款：转让后沃森生物需在收购方不利用其控股地位改变目标公司既定的持续扩大血浆采集规模之经营战略的情况下，确保标的公司（河北大安）2017 年年血浆采集规模不低于 150 吨，2018 年年血浆采集规模不低于 200 吨，2019 年年血浆采集规模不低于 250 吨，标的公司形成上述血浆采集规模的 95%时，即为承诺完成。河北大安 2017 年、2018 年和 2019 年年血浆采集规模确定方式为当年实际采浆量。河北大安 2017 年、2018 年和 2019 年年血浆采集规模低于前述所承诺的规模，则沃森生物将以 1 元价格向杜江涛转让河北大安一定比例的股权作为补偿。河北大安 2017 年血浆采集量为 91.13 吨，未能达到上述协议约定的 2017 年度最低承诺值，沃森生物据此预判赔付损失并作出 2017 年度账务处理，预估 2017、2018 年预计赔付金额共计 4.31 亿元。沃森生物 2017 年净亏损 5.59 亿元。云南工投对沃森生物按照权益法核算，形成 2017 年度的投资亏损-0.66 亿元（系根据沃森生物 2017 年度业绩快报数测算）。

2018 年 6 月 25 日，沃森生物第三届董事会第二十五次会议审议通过了《关于签署嘉和生物药业有限公司股权转让及增资协议的议案》。沃森生物拟向 HH CT Holdings Limited（以下简称“HH CT”）转让所持有的嘉和生

[2]云南工投计划购买医药工业公司全部挂牌股权。

物药业有限公司（以下简称“嘉和生物”）注册资本人民币 184631342.06 元对应的股权（价款为等值于人民币 1311660000 元的美元），同时，HH CT 向嘉和生物增资人民币 290000000 元。在沃森生物和 HH CT 完成上述股权转让以及 HH CT 完成增资之后，HH CT 将持有嘉和生物注册资本 225452202.04 元对应的股权。在前述交易完成、嘉兴观由兴沃股权投资合伙企业（有限合伙）和平潭泰格盈科创业投资合伙企业（有限合伙）向嘉和生物增资人民币 37000 万元完成以及 HH CT 未来购买福建平潭华兴康平医药产业投资合伙企业（有限合伙）和玉溪润泰投资管理合伙企业（有限合伙）所持有的嘉和生物的股权完成后，HH CT 将累计持有嘉和生物注册资本 264833070.89 元对应的股权，持股比例为 50.04%，沃森生物所持嘉和生物的股权比例将降低至 13.59%。

截至 2017 年 12 月 31 日，嘉和生物的资产总额为 61018.76 万元，净资产为 46114.30 万元；2017 年实现营业总收入 3603.25 万元，净利润 -5427.10 万元。截至 2018 年 3 月 31 日，嘉和生物的资产总额为 66100.55 万元，净资产为 44934.15 万元；2018 年 1～3 月实现营业总收入 0 万元，净利润-1180.15 万元。

本次股权转让实施完成后公司将产生较大投资收益，对公司本年度的业绩及财务指标将产生较大影响。

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。

2017 年公司实现营业收入 63.24 亿元，同比略有下降。收入结构方面，公司收入以生物医药和电子信息板块为主，2017 年生物医药收入占 42.62%、电子信息板块收入占 42.14%，园区产业和现代服务业收入占比分别为 3.90%和 8.10%。

从毛利率变动情况看，2017 年公司综合毛利率为 25.99%，较 2016 年变化不大。生物医药板块毛利率小幅上升，2017 年为 13.97%；电子信息板块毛利率基本保持不变，2017 年为 23.01%；园区产业毛利率较上年提升 4.91 个百分点，2017 年为 37.58%，主要系 2017 年结转收入的项目收益率较高所致；现代服务业毛利率小幅下降，2017 年为 77.56%。

2018 年 1～3 月，公司实现收入 12.00 亿元，同比增长 10.09%；公司综合毛利率为 20.25%，较上年小幅下滑。

表4　2015～2018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	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	23.98	37.83	12.61	25.85	39.76	12.07	26.95	42.62	13.97	5.31	44.28	10.47
电子信息	23.08	36.40	21.79	24.61	37.84	23.72	26.65	42.14	23.01	4.92	40.97	19.16
园区产业	4.29	6.77	54.10	6.08	9.35	32.67	2.46	3.90	37.58	0.16	1.29	13.71
现代服务业	5.97	9.41	83.90	5.11	7.86	81.28	5.12	8.10	77.56	0.98	8.18	29.33
其他	6.08	9.59	61.22	3.38	5.19	62.16	2.05	3.25	80.03	0.63	5.27	99.96
合计	**63.40**	**100.00**	**30.13**	**65.02**	**100.00**	**26.45**	**63.24**	**100.00**	**25.99**	**12.00**	**100.00**	**20.25**

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 59.02%[3]，以下简称“瑞宝生物”，股票代码：

[3]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

835390.OC）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 18 个，品种 231 个，药品生产批文 355 个，有 112 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 2017 年底，医药工业公司资产总额为 308718.37 万元，所有者权益合计 117913.20 万元，其中归属母公司所有者权益 62659.86 万元。2017 年实现营业总收入 218741.33 万元（同比略有下降，主要系受“两票制”等政策实施后，医药工业公司经营的部分产品不符合“两票制”规定，使得商业调拨业务较上年下滑所致），净利润-815.59 万元（2016 年净利润-4073.45 万元），归属母公司的净利润-575.31 万元。截至 2018 年 3 月底，该公司资产总额为 355038.64 万元，所有者权益合计 115607.70 万元，其中归属母公司所有者权益 61637.01 万元。2018 年 1～3 月实现营业总收入 45057.53 万元，净利润-1889.26 万元，归属母公司的净利润-1022.85 万元。该公司 2017 年亏损主要系收入及投资收益不足以弥补管理费用及财务费用所致；2018 年 1～3 月亏损主要系受“两票制”政策影响导致植物药业销售预算完成较低所致。

28.46%。截至 2018 年 3 月底，公司对瑞宝生物直接和间接持股合计 59.02%。

表 5　医药工业公司医药板块营业收入构成

（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
医药商业	174169.33	177647.12	162386.38	35360.20
医药工业	42662.09	53382.24	56354.95	9687.13
合计	**216831.42**	**231029.36**	**218741.33**	**45047.30**

资料来源：公司提供

（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、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 90%，收款期为货到 60 天之内，先款后货的比例大约为 10%。

从供应商集中度看，2017 年医药商业板块向前五大供应商采购药品 6.12 亿元，占采购总额的 32.70%，同比变化不大。

表6　2017年公司医药商业板块前五名供应商采购情况

供应商	采购额（万元）	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	29877.45	15.96%
云南省医药有限公司	11371.19	6.08%
云南腾药制药股份有限公司	6967.46	3.72%
杭州中美华东制药有限公司	6924.42	3.70%
昆药集团医药商业有限公司	6065.85	3.24%
合计	**61206.37**	**32.70%**

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2017 年医药商业板块向前五大客户销售 4.86 亿元，占医药商业收入的 29.92%，同比变化不大。

表7　2017年公司医药商业下游前五名客户销售情况

客户	销售额（万元）	占医药商业收入比重
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	16058.95	9.89%
云南健之佳健康连锁店股份有限公司	9192.50	5.66%
昆明医科大学第一附属医院	9081.21	5.59%
云南省第一人民医院	7581.47	4.67%
文山壮族苗族自治州人民医院	6672.87	4.11%
合计	**48587.00**	**29.92%**

资料来源：公司提供

表9　2017年公司医药工业下游前五名客户销售情况

客户	销售额（万元）	占医药工业收入比重
云南医药工业销售有限公司	5285.61	9.37%
云南佳能达医药有限公司	3511.87	6.23%
云南同丰医药有限公司	2316.91	4.11%
云南七福药业有限公司	2124.64	3.77%
河南九州通医药有限公司	2055.47	3.64%
合计	**15294.50**	**27.12%**

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和下游客户一般均采用先货后款的结算方式。

从销售区域看，2017 年公司医药工业产品销售区域主要集中在云南地区，占 41.83%，其他区域分别为：华北地区占 16.13%、华南地区占 13.72%、华东地区占 11.84%、西南地区占 10.96%、东北地区占 3.62%、西北地区占 1.89%。

采购集中度方面，2017 年公司医药工业向前五大供应商采购 1.02 亿元，同比增长 24.39%，占采购总额的比重为 32.36%，采购品种主要为中药材原料。

表8　2017年公司医药工业前五名供应商采购情况

供应商	采购额（万元）	占采购总额比重	主要采购原材料
楚雄云植药业有限公司	5739.24	18.28%	三七总皂苷
云南明玉药业有限公司	1594.64	5.08%	红参
河北冀衡（集团）药业有限公司	1176.05	3.75%	氨基比林
东北制药集团股份有限公司	1027.54	3.27%	氯霉素（片用）
云南龙恩制药有限公司	621.74	1.98%	黄藤素（口服用）
合计	**10159.21**	**32.36%**	--

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2017 年，公司医药工业前五名客户销售 1.53 亿元，同比下降 17.74%，占医药工业收入的 27.12%。

（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 12 日，目前注册资本 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。截至 2017 年底，瑞宝生物资产总额为 140644.59 万元，所有者权益合计 70666.68 万元，其中归属母公司所有者权益 66568.46 万元。2017 年实现营业总收入 50797.09 万元，净利润 1206.21 万元，归属母公司的净利润 1017.73 万元。截至 2018 年 3 月底，瑞宝生物资产总额为 145452.30 万元，所有者权益合计 69526.60 万元，其中归属母公司所有者权益 65259.50 万元。2018 年 1～3 月实现营业总收入 8074.21 万元，净利润-1395.03 万元，归属母公司的净利润-1563.95 万元。2018 年一季度亏损主要原因为：一是受美元汇率下降，汇兑损失同比增加；二是云南博浩生物科技集团股份有限公司（以下简称“博浩生物”）同比增亏；三是本期对库龄较长且成本较高的产品扩大了去库存销售，导致平均毛利率下降；四是万寿菊系列产品受单价下降影响，毛利润减少。

瑞宝生物依托云南“植物王国”的丰富资源，经过不断的发展壮大，公司规模已覆盖云南各地市、新疆、山东、河北等地，拥有近 10

万亩优质原料生产基地，其中坐落在嵩明县杨林经济技术开发区的瑞宝生物杨林生物科技园项目已投资 1.71 亿元，具备年产 3000 吨产品的能力。2017 年，瑞宝生物生产的食品添加剂等所有产品总产能为 7900 吨，产量为 5821.68 吨，主要产品“辣椒红”和“叶黄素”，分别实现销售收入 12662.23 万元和 26214.50 万元。

瑞宝生物于 2016 年底启动了发行股份购买资产并募集配套资金暨重大资产重组工作，通过定向发行股票及募集配套资金收购博浩生物 93.593%的股权，交易价格为 5.52 亿元，其中以 2.15 元/股发行 1.21 亿股本支付交易对价 2.60 亿元。截至 2017 年 5 月 22 日，该并购事项基本完成，博浩生物已完成过户手续，成为瑞宝生物的控股子公司[4]。本次交易完成后，瑞宝生物总股本达到 3.70 亿股，资产规模逾 10 亿元。截至 2017 年底，博浩生物资产总计 42636.90 万元，负债合计 9529.12 万元；2017 年实现营业收入 27631.64 万元，利润总额 2436.62 万元；截至 2018 年 3 月底，博浩生物资产总计 40834.13 万元，负债合计 7895.26 万元；2018 年 1～3 月实现营业收入 1962.03 万元，利润总额-264.40 万元。

（4）参股沃森生物

2016 年 9 月，公司受让沃森生物 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%，为沃森生物第一大股东，2017 年 5 月沃森生物董事会进行改组，公司对沃森生物派驻董事 2 名，能够对沃森生物生产经营决策产生重大影响，因此对沃森生物的股权投资转入长期股权投资科目核算。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 2017 年底，沃森生物资产总计 58.76 亿元，负债合计 23.18 亿元；2017 年实现营业收入 6.68 亿元，利润总额-5.77 亿元；截至 2018 年 3 月底，沃森生物资产总计 60.46 亿元，负债合计 18.11 亿元；2018 年 1～3 月实现营业收入 1.18 亿元，利润总额 0.35 亿元。沃森生物 2017 年亏损主要系业绩对赌协议失败所致，详见重大事项。

总体看，2017 年受“两票制”等因素影响，公司医药商业收入较上年有所下滑；医药工业收入实现增长；2017 年公司对沃森生物追加投资，但沃森生物由于业绩对赌协议未能达成目标，使得公司产生投资亏损。

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。

南天集团主要运营实体为南天信息，2017 年 12 月 18 日南天信息发布公告，南天集团将其持有南天信息的股权委托云南工投集团管理。

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 2017 年底，南天信息资产总计 27.75 亿元，负债合计 13.16 亿元，所有者权益合计 14.59 亿元；2017 年实现营业收入 23.16 亿元，同比增长 7.32%，净利润 0.22 亿元，同比下降 2.43%。截至 2018 年 3 月底，南天信息资产总计 26.58 亿元，负债合计 12.54 亿元，所有者权益合计 14.04 亿元；2018 年 1～3 月实现营业收入 3.74 亿元，净利润-0.55 亿元。

[4]因该事项取得股份转让函的日期为 2017 年 6 月 25 日，所以博浩生物纳入合并报表基准日为 2017 年 6 月 30 日。

表10 近年来南天信息主营业务收入构成情况

（单位：万元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
信息产品及服务	53117.96	43943.48	41179.34	4793.38
软件业务及服务	37462.93	47599.94	49074.75	5902.35
系统集成及服务	113683.70	121713.29	138796.76	25964.11
合计	**204264.59**	**213256.72**	**229050.85**	**36659.83**

资料来源：公司提供

表11 近年来南天信息分板块毛利率情况（单位：%）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
信息产品及服务	29.32	22.09	25.82	13.95
软件业务及服务	47.38	55.61	58.78	58.17
系统集成及服务	11.03	12.51	11.00	9.09
合计	**22.45**	**24.11**	**23.90**	**17.63**

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。

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12-1 2016-2017年南天信息主要信息产品产销情况

（单位：台）

	2016 年			2017 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
PR 系列专业存折打印机	180000	34526	38173	180000	37318	35510
BST 系列自助服务终端	18000	8306	8404	18000	7791	7837

资料来源：公司提供

表12-2 2018年1-3月南天信息主要信息产品产销情况

（单位：台）

	2018 年 1-3 月		
	产能	产量	销量
PR 系列专业存折打印机	45000	15412	13250
BST 系列自助服务终端	4500	297	288

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，它包括：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。目前，南天信息与思科、AVAYA 等国际知名云解决方案商建立起了长期而良好的战略合作伙伴关系，多次入选“中国方案商百强”，促进南天集团建立领先的云服务平台并转型成为领先的云服务提供商。

2016 年南天集团成立控股子公司云南科云科技股份有限公司（以下简称“科云公司”），主要对外提供基础云服务、安全云服务、协作云服务、集成云服务、营销云服务等多个云服务类别，并与思科、甲骨文、IBM、微软、阿里云等国内外知名企业构建了战略合作关系，发展了包括中金公司、北京师范大学、天融信、福建中医药大学等二十几个重要客户。未来将在昆明投资建设云南首个智慧型创新创业产业生态园，建设布局西南金融行业云计算中心，打造一个以南天集团为核心的产业聚集高地，创建信息产业生态链利益共同体，辐射西南各省和南亚、东南亚国家，与思科共同打造“互联云”全球业务，发展成为思科在中国西南的节点，全力推动云南信息产业发展。

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。2016～2017 年，无线电公司分别实现营业收入 2.23 亿元和 2.44 亿元，2017 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）。

业务模式方面，公司通过招、拍、挂并缴纳土地出让款之后获取土地使用权，并进行招商引资工作、工业地产以及园区配套的开发建设。工业地产方面，公司通过单独开发标准化厂房或与招商企业合作定向开发的形式完成厂房建设；普通房地产开发方面，公司涉及的房地产项目主要是园区产业的配套建设，以合作开发模式为主。通过工业地产、商业地产的出租、出售以及居住地产的销售实现资金平衡。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，可租售及结转的物业面积减少，公司 2017 年园区收入进一步下滑至 2.46 亿元，同比减少 3.62 亿元，主要来自于工业地产和普通房地产的出售业务。

表 13 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
2016 年	出售	8055.79	4266.43	34770.00
	出租	1256.46	164.58	--
2017 年	出售	4395.50	4108.47	7992.72
	出租	1182.19	134.47	110.63
2018 年 1-3 月	出售	--	484.21	673.46
	出租	269.45	33.62	37.82

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 2018 年 3 月底，已建成的工业地产类项目中，剩余可售面积 11.73 万平方米，剩余可出租面积 3.96 万平方米，若能够实现去化，则仍可为公司带来一定园区收入保障。

2017 年 10 月 26 日，云南同图和大理海东开发投资集团有限公司与深圳市信证基金管理有限公司和昆明恒腾房地产开发有限公司组成的联合体（以下简称“受让方”）签订合同，旨在转让大理创意园区开发有限公司（以下简称“转让标的”）的 93.34%股权（其中云南同图转让的股权为 80%，大理海东开发投资集团有限公司转让的股权为 13.34%）。截至 2017 年 7 月底，大理创意园区开发有限公司资产合计 10.09 亿元，负债合计 4.79 亿元，净资产 5.30 亿元。云南同图和大理海东开发投资集团有限

公司将上述股权转让标的以人民币 8.04 亿元转让给受让方。转让完成后，由受让方负责推进大理创意园区的项目开发工作。截至目前，云南工投集团已收到偿还借款本金及利息 35139.29 万元，云南同图已收到偿还借款本金及利息 1027.41 万元及转让款 2.41 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司已经建成第三城•丹槿园、金呈东泰花园、紫曼园、财富中心、国际银座等园区生活配套区及商业地产。截至 2018 年 3 月底，上述项目累计实现竣工面积 113.30 万平方米，累计销售面积达 93.40 万平方米。

目前，昆明经开区公司在建项目为商业项目一个，即舒铂广场；园区配套生活区项目一个，即紫香园项目。

表 14　截至 2017 年底昆明经开区公司主要项目投资计划（单位：亿元）

项目	计划投资	已投资	2018 年拟投资	2019 年拟投资	2020 年拟投资
舒铂广场	14.50	6.60	1.00	2.00	2.00
紫香园	6.40	2.50	4.00	0.90	--
合计	**20.90**	**8.50**	**4.00**	**2.90**	**2.00**

资料来源：公司提供

公司正逐步由园区开发商向园区资源整合主体转型，盈利模式由传统的园区开发销售模式向为当地政府和园区提供专业的产业研究与规划咨询服务模式转变，目前已经与万科、招商地产等知名地产商签署了相关战略合作协议，未来园区项目将以合作开发模式为主，在一定程度上缓解了投资压力，但房地产市场受行业政策影响大，未来收入有一定不确定性。

5. 现代服务业板块

公司现代服务业板块主要企业包括：云南惠众股权投资基金管理有限公司（以下简称“惠众公司”）、云南工投维骐投资管理有限公司（以下简称“云南维骐”）、云南省投融资担保有限公司（以下简称“担保公司”）、云南产权交易所有限公司、云南国资物业管理有限公司和云南国资粮油贸易有限公司等。截至 2018 年 3 月底，惠众公司和云南维骐基金投资规模分别为 35 亿元和 18 亿元，投资方向主要围绕集团生物医药和电子信息产业板块，以资本力量促进产业发展。

（1）云南惠众股权投资基金管理有限公司

惠众公司成立于 2011 年 7 月，是公司的全资子公司，注册资本为人民币 3000 万元。惠众公司是公司控股的一家专门从事企业股权投资管理及咨询服务的股权投资类管理服务公司，主要立足云南为云南工投集团的发展战略、为云南省具有地缘资源优势及具备成长性条件的企业服务，运作模式为有限合伙制形式，设立母基金，惠众公司作为 GP，除获取投资收益外，另外收取相应的管理费，以云南省支持鼓励发展的企业为项目支撑募集设立股权投资基金，投资处于成熟期的企业股权，向企业提供股权融资、债权融资、并购重组安排及企业管理咨询等服务。截至 2017 年底，惠众公司总资产 76185.18 万元，所有者权益 75423.44 万元，2017 年实现营业收入 2246.81 万元，利润总额 1332.95 万元；截至 2018 年 3 月底，总资产 96616.38 万元，所有者权益 95718.09 万元，2018 年 1～3 月实现营业收入 627.70 万元，利润总额 414.49 万元。

（2）云南工投产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）

云南工投产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“工投基金”）于 2014 年 3 月经云南省人民政府金融办公室核准，由公司和惠众公司共同发起设立，惠众公司为 GP，公司为 LP。截至 2017 年底，工投基金总资产 272581.91 万元，所有者权益 272398.72 万元，2017 年实现营业收入 21215.72 万元，净利润 4500.05 万元。截至 2018 年 3 月底，工投基金管理基金规模为 27.58 亿元，已投项目为：云南惠君投资合伙企业（有限合伙）、云南惠泉投资合伙企业（有限合伙）、云南惠潮投资合伙企业（有限合伙）、云南惠众东陆投资合伙

企业（有限合伙）红塔资产管理计划、云南生物医药大健康成果转化及产业化股权投资基金合伙企业（有限合伙）、云南惠邦股权投资基金合伙企业（有限合伙）、云南惠邦二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）、上海火山石一期股权投资合伙企业（有限合伙）。

（2）云南省投融资担保有限公司

担保公司成立于 2000 年 9 月。2017 年，担保公司新增业务项目 491 个，金额 44337.15 万元；解除责任项目 397 个，金额 41198.64 万元；在保项目 114 个，在保金额 13858.89 万元。2018 年 1～3 月，担保公司新增业务项目 65 个，金额 6692.25 万元；解除责任项目 127 个，金额 11657.35 万元；在保项目 52 个，再保金额 8893.79 万元。截至 2018 年 3 月底，担保公司累计发生 9 笔担保代偿，合计代偿金额 11957.47 万元，代偿回收额为 2674.23 万元，代偿率为 1.83%。目前担保公司在保的融资担保项目合作客户均为民营企业，行业主要为中小型医药零售与批发企业，同时在保项目均有相应的反担保措施；诉保项目主要为客户提供财产保全担保，该部分业务风险较小。

6. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数同比小幅下降至 3.22 次，总资产周转次数和存货周转次数分别为 0.18 次和 0.79 次，同比基本稳定。总体看，公司资产运营效率低。

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。2018～2020 年，公司围绕各板块的投资总额约为 208.28 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 15 公司未来投资计划（单位：亿元）

	总投资	截至 2017 年底已完成投资	投资计划		
			2018 年	2019 年	2020 年
生物医药	67.74	25.35	9.39	15.00	18.00
电子信息	36.55	1.45	13.10	10.00	12.00
园区产业	12.55	1.17	1.38	5.00	5.00
现代服务业	87.04	23.56	33.48	15.00	15.00
其他	60.83	4.90	5.93	22.00	28.00
合计	**264.71**	**56.43**	**63.28**	**67.00**	**78.00**

资料来源：公司提供

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

十、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表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 2018 年 1～3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2017 年，公司纳入合并报表范围的二级子公司较 2016 年合并范围增加 2 家，为云南工投投资合伙企业（有限合伙）和云南工投君阳投资有限公司（以下简称“君阳投资”）。截至 2018 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 2017 年底，公司（合并）资产总额

355.64 亿元，所有者权益 131.79 亿元（含少数股东权益 33.80 亿元）；2017 年，公司合并口径实现营业收入 63.24 亿元，利润总额 1.59 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 359.18 亿元，所有者权益 140.00 亿元（含少数股东权益 42.66 亿元）；2018 年 1～3 月，公司合并口径实现营业收入 12.00 亿元，利润总额-1.47 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 355.64 亿元，其中流动资产占 45.00%，非流动资产占 55.00%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 160.02 亿元，主要由货币资金（占 13.96%）、应收账款（占 12.22%）、存货（占 35.61%）、其他应收款（占 10.59%）和其他流动资产（占 18.16%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 22.34 亿元，同比小幅增长 4.32%，构成以银行存款（占 85.34%）为主，其中受限资金 2.46 亿元，主要为保证金，监管资金和政府信用贷款专户资金，受限比例较低。

截至 2017 年底，公司交易性金融资产 9.42 亿元，同比增长 137.28%，由权益工具（8.49 亿元，主要为公司本部、惠众公司及云南维骐持有的上市公司股票）以及购买建信添益货币型基金（0.93 亿元）构成。

截至 2017 年底，公司应收账款 19.55 亿元，同比增长 12.24%。公司按单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 1.46 亿元；按组合计提坏账准备的应收账款 20.05 亿元，从账龄来看，1 年以内的占 80.85%，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 10.85%；从欠款方来看，前五名债务人涉及应收账款占总额的 13.02%，集中度较低。

表 16 截至 2017 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	性质
云南大为制焦有限公司	8359.39	1 年内、1-2 年	货款
昆药集团医药商业有限公司	6948.86	0-3 个月	货款
云南七福药业有限公司	4992.37	0-3 个月	货款
云南国药控股东昌医药有限公司	4409.02	0-3 个月	货款
广东通用医药有限公司	3847.74	1 年以内	货款
合计	**28557.38**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司预付款项为 3.82 亿元，同比下降 32.03%，主要系公司下属子公司昆明经开区公司、云南同图部分项目完成，预付款项结清所致；从账龄来看，1 年以内的占 45.98%，1～2 年的占 5.50%，2 年以上的占 48.52%，平均账龄偏长；从欠款方来看，前五名合计占比 19.55%，集中度一般。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 18.66 亿元，同比增长 105.96%；共计提坏账准备 1.71 亿元，计提比例为 9.19%；从欠款方来看，前五名合计占比 61.81%，集中度较高；从账龄来看，公司 1 年以内的其他应收款占 72.08%，1～5 年的其他应收款占 17.02%，5 年以上的占 10.09%。公司其他应收款账龄偏长，对公司流动资金形成占用。

表 17 截至 2017 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	性质
昆明恒腾房地产开发有限公司	48265.24	1 年以内	股权转让款
大理创意园区开发有限公司	34021.00	0-3 年	借款
云南同创投资有限公司	13044.50	5 年以内	合作项目建设款
云南物流产业集团有限公司	10000.00	1 年以内	借款
云南省国有资本运营有限公司	10000.00	1-2 年	借款
合计	**115330.74**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货账面价值 56.98 亿元，同比下降 7.53%，构成以开发成本（占 36.26%）、开发产品（占 39.38%）和自制半成

品及在产品（占 14.44%）为主，其中园区建设为 43.81 亿元。公司当期共计提存货跌价准备 1737.63 万元，计提比例很低。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 29.06 亿元，同比增长 13.59%，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（27.44 亿元）所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 195.61 亿元，主要由可供出售金融资产（占 41.95%）和长期股权投资（占 24.39%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 82.07 亿元，较上年小幅下降 2.60%。全部为按公允价值计量的可供出售权益工具，共计提减值准备 0.39 亿元。

表 18　截至 2017 年底公司可供出售金融资产前 5 名单位情况

单位名称	金额（亿元）
云南铜业（集团）有限公司	32.33
红塔证券股份有限公司	11.49
九州证券股份有限公司	10.09
江苏亨通光电股份有限公司	4.29
禾嘉股份	3.22
合计	**61.42**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司长期应收款为 13.56 亿元，同比大幅下降 64.63%，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。公司长期应收款主要为代付政府信用贷款。款项到期的本息由政府纳入财政预算，后续全额拨付公司用于归还贷款本息，产生利息及其他费用均由政府收取及支付。截至 2018 年 3 月底，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 2017 年底，公司长期股权投资 47.71 亿元，同比大幅增长 183.40%，主要是增加对云南沣月投资合伙企业（以下简称“云南沣月”）投资 4.10 亿元、昆明君晖投资基金合伙企业（以下简称“君晖基金”）投资 2.01 亿元、沃森生物投资 10.44 亿元、昆明联成科技股份有限公司（以下简称“联诚科技”）投资 1.43 亿元和云南君南股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资 2.96 亿元等的投资所致。由于 2017 年沃森生物形成净亏损 5.59 亿元，未完成业绩承诺，公司对沃森生物的长期股权投资面临减值风险。其中，公司对合营企业投资 9.29 亿元，占 19.47%，系对云南沣月、云南沣源投资合伙企业（有限合伙）、君晖基金和云南生命湾点投资合伙企业的投资。公司对联营企业投资 38.51 亿元（占 80.72%），投资单位详见下表。2017 年公司的长期股权投资中，共形成投资收益-959.77 万元，收到投资单位宣告发放现金股利或利润为 0.51 亿元。

表 19　截至 2017 年底公司对重要联营企业投资情况

（单位：亿元、%）

项目	投资额	持股比例
云南南天盈富泰克信息产业创业投资合伙企业（有限合伙）	1.31	49.09
云南科云科技股份有限公司	0.21	40.00
云南云天化石化有限公司	3.20	30.00
云南首鑫小微金融再贷款服务股份有限公司	2.51	49.00
沃森生物	23.50	12.99
联诚科技	1.59	27.15
昆明积大制药股份有限公司	1.68	21.00
合计	**34.00**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司固定资产原值为 25.04 亿元，同比小幅增长 6.64%，以房屋及建筑物（占 66.37%）和机器设备（占 24.08%）为主；累计折旧 9.28 亿元，固定资产净值 15.69 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程 10.51 亿元，变化不大。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 11.39 亿元，主要由土地使用权（6.77 亿元）和特许权（2.74 亿元）构成。同期，公司商誉 3.36 亿元，同比大幅增长 68.84%，主要系合并博浩生物产生的商誉增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 359.18 亿元，较 2017 年底略有增长，其中流动资产和

非流动资产分别占 51.79%和 48.21%，公司资产构成转变为以流动资产为主。截至 2018 年 3 月底，流动资产中，公司其他流动资产较 2017 年底增加 13.69 亿元至 42.75 亿元，主要系公司利用自有资金购买流动性好、安全性高的理财产品所致；随经营回款的增加和公司生物医药板块、电子信息板块的发展，公司货币资金和应收账款分别较上年底增长 9.72%和 6.57%至 24.52 亿元和 20.83 亿元；公司其他应收款较 2017 年底增长 14.47%至 19.40 亿元。

表 20　截至 2018 年 3 月底公司其他应收款前 5 名单位情况（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄	性质
昆明恒腾房地产开发有限公司	4.83	1 年以内	股权转让款
云南省国有资本运营有限公司	3.85	1 年以内	借款
云南同创投资有限公司	1.30	5 年以上	代垫款
云南省国有资本运营有限公司	1.00	1 年以内	借款
云南瑞安建材投资有限公司	0.73	5 年以上	改制前遗留债权
合计	**11.71**	--	--

资料来源：公司提供

非流动资产中，公司可供出售金融资产较 2017 年底下降 12.78%至 71.58 亿元，下降主要系 2017 年参与九州证券定增失败退回投资款 10 亿元。长期应收款大幅下降 94.81%至 0.70 亿元，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。其他科目变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司受限资金 2.24 亿元，抵押资产和抵押贷款 1.52 亿元，为固定资产和无形资产的抵质押。

总体看，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 2017 年底，公司所有者权益 131.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 74.35%，少数股东权益占 25.65%；归属于母公司的所有者权益中实收资本占 65.32%、其他权益工具占 10.08%、未分配利润占 11.52%。

截至 2017 年底，公司资本公积 7.30 亿元，同比小幅增长 3.02%，主要系收到子公司的增资款所致；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 4.09 亿元，主要为可供出售金融资产公允价值变动收益；公司少数股东权益同比增长 54.52%至 33.80 亿元，主要系子公司瑞宝生物向股东发行股份购买资产及募集配套资金。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 140.00 亿元，较 2017 年底略有增长，主要来自于惠众公司 4.39 亿元及君阳公司 3.00 亿元的少数股东权益的增加，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 2017 年底，公司负债合计 223.85 亿元，其中流动负债占 42.26%，非流动负债占 57.74%。

截至 2017 年底，公司流动负债为 94.60 亿元，构成以短期借款（占 36.10%）、应付账款（占 13.10%）、其他应付款（占 11.49%）、预收款项（占 10.10%）和其他流动负债（占 15.86%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 34.15 亿元，较上年增长 23.17%，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；主要由抵押借款 0.30 亿元、保证借款 8.85 亿元和信用借款 25.00 亿元构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 12.40 亿元，主要为公司生产经营所形成的应付款项，其中 9.65 亿元为未支付的货款及劳务款，其余基本为工程款；从账龄来看，1 年以内的占 68.31%，1～2 年的占 10.89%，2 年以上的占 20.81%。

截至 2017 年底，公司预收款项为 9.56 亿

元，同比增长 49.80%，主要是紫香园项目收到预收房款所致；账龄在 1 年之内的占 64.75%，1～2 年的占 17.91%，2 年以上的占 17.32%。

截至 2017 年底，公司其他应付款 10.87 亿元，较上年下降 12.13%，主要系下属云南国资物业管理有限公司获得的轨道交通市政建设征地补偿款移交手续办理完毕，确认营业外收入；以及下属云南产权交易所有限公司代收项目交易价款支付所致。从账龄来看，1 年以内的占 22.54%、1～2 年的占 21.25%、2 年以上的占 56.21%，平均账龄偏长。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 15.00 亿元，主要系跟踪期内公司发行“17 云工投 CP001”（期限 1 年，额度 5 亿元）“17 云工投 CP002”（期限 1 年，额度 5 亿元）和“17 云工投 SCP001”（期限 9 个月，额度 5 亿元）所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 21.41%）、应付债券（占 64.20%）和长期应付款（占 10.32%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 27.67 亿元，同比增长 20.50%，主要系公司对医药、园区等业务持续投入所需长期资金增加所致。

截至 2017 年底，公司应付债券 82.98 亿元，同比增长 18.47%。其中，2018 年兑付 9.98 亿元，2019 年兑付 19.43 亿元，2020 年兑付 9.94 亿元。公司近三年有一定偿付压力。

表 21　截至 2017 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 01	4.99	2018.8.24
15 云工 02	4.99	2018.10.26
15 云工投 MTN002	3.97	2020.11.6
16 云工投 MTN001	3.97	2021.3.29
16 云工 01	6.94	2021.7.27
16 云工 S1	14.95	2019.8.9
16 云工 02	7.93	2021.9.27
16 昆开 01	4.48	2019.6.2
17 云工投 MTN001	9.92	2022.4.12
17 云工投 MTN002	9.91	2022.8.4
17 云工 01	5.97	2020.9.1
合计	**82.98**	--

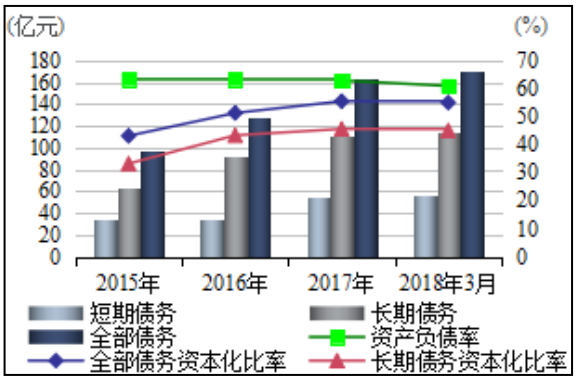
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2017 年底，公司长期应付款为 13.34 亿元，同比下降 64.65%，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 2018 年 3 月底，公司负债合计 219.18 亿元，较 2017 年底有所下降，其中流动负债占比小幅增至 44.84%，非流动负债占 55.16%。公司短期借款较上年底下降 10.08%至 30.71 亿元，主要系公司归还部分到期短期借款，同时根据业务发展需求调整债务期限结构所致。公司其他流动负债较上年底增长 33.33%至 20.00 亿元，系 2018 年发行“18 云工投 SCP001”（期限 270 天，额度 5 亿元）所致。非流动负债中，公司长期借款较上年底增长 15.41%；长期应付款较上年底下降 96.39%至 0.48 亿元，主要系公司承接的政府信用贷款已全部结清所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 164.67 亿元，其中短期债务占 32.80%，长期债务占 67.20%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 171.37 亿元，较 2017 年底小幅增长 4.07%，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

债务指标方面，2017 年底公司资产负债率为 62.94%，同比基本稳定；全部债务资本化比率增加 4.21 个百分点至 55.55%；长期债务资本化比率同比增加 2.28 个百分点至 45.64%。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资

本化比率、长期债务资本化比率分别为61.02%、55.04%和45.08%。

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2017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65.72%、58.88%和49.72%；2018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63.77%、58.21%和48.96%。

总体看，公司债务规模增长快，债务负担重，但债务结构合理。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

2017年，公司实现营业收入63.24亿元，同比小幅下降2.74%，2017年，公司营业成本46.80亿元，同比小幅下降2.14%，公司营业收入降幅高于营业成本降幅。

从期间费用来看，2017年，公司期间费用总额19.17亿元，同比增长26.37%，系跟踪期内公司发行多期债券带动财务费用的增加所致。同时，公司新建项目、并购企业导致人力资源成本上升，带动管理费用上升。2017年，公司期间费用占营业收入的比重30.31%，同比增加6.99个百分点，公司期间费用对利润侵蚀严重，对期间费用的控制能力有待加强。

作为投资控股型企业，投资收益也是公司利润主要来源。2017年，公司实现投资收益5.98亿元，同比大幅增长276.10%，主要系云南同图工业园区出售大理项目和腾冲故事项目[5]的股权所致。

表22 2017年公司投资收益情况（单位：万元）

项目	2017年
权益法核算的长期股权投资收益	-959.77
处置长期股权投资产生的投资收益	40737.91
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	33.63
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益	80.98
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	13151.60
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	2921.13
其他	3131.58
合计	**59825.88**

资料来源：公司审计报告

2017年，受会计准则变更影响，公司新增资产处置收益1.51亿元，系昆机土地市政建设征用补偿款；其他收益（全部为政府补助款）0.71亿元，同时，营业外收入大幅下降93.14%至0.12亿元。2017年，公司形成资产减值损失2.07亿元，同比增长93.46%，主要系坏账损失1.15亿元和基础产业计提黄金矿的减值0.91亿元。2017年，公司利润总额为1.59亿元，主要来自于投资收益、政府补助和资产处置收益的贡献，上述三项项合计为2017年利润总额的5.16倍，是支撑利润水平的主要因素。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为24.58%，总资本收益率为2.52%，净资产收益率为0.01%，同比均出现不同程度的下降。公司整体盈利能力弱。

2018年1～3月，公司实现营业收入12.00亿元，同比增长10.09%，营业利润率为19.10%；同期，公司实现投资收益0.61亿元，主要来自于君阳投资和云南工投资本管理合伙企业（有

[5]2017年10月26日，云南同泰建设有限公司（以下简称“同泰公司”，为云南同图于2015年10月设立的子公司）与深圳市信证基金管理有限公司和昆明恒腾房地产开发有限公司组成的联合体（以下简称“受让方”）签订合同，旨在转让腾冲工投房地产投资开发有限公司（以下简称“转让标的”）的100%股权。截至2017年6月底，腾冲工投房地产投资开发有限公司资产合计2.09亿元，负债合计1.03亿元，净资产1.06亿元。同泰公司将上述股权转让标的以人民币1.06亿元转让给受让方。截至目前，同泰公司已收到偿还借款本金及利息7650.62万元及转让款0.74亿元。

限合伙）金融资产产生的投资收益，资产处置收益 0.17 亿元，其他收益 0.11 亿元。2018 年 1～3 月，公司实现利润总额及净利润分别为-1.47 亿元和-1.70 亿元，分别同比大幅下降 2.43 亿元和 2.64 亿元。

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营性损益，持续性存在不确定。

4．现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流出量分别为 67.10 亿元和 61.68 亿元，分别同比增长 4.88%和下降 4.43%。其中，收到其他与经营活动有关的现金 4.57 亿元，同比增长 17.29%，主要由单位往来款、专项资金和保证金构成；支付其他与经营活动有关的现金 2.95 亿元，同比下降 50.06%，系公司 2017 年未支付保证金、押金和与往来单位的往来代付款，构成以支付期间费用的现金为主。2017 年经营活动产生的现金流量净额 5.42 亿元，由 2016 年的净流出转变为净流入。2017 年，公司现金收入比为 98.19%，同比有所提升，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2017 年，公司获得可观的投资收益，且股权投资规模继续扩大。投资活动现金流入量和投资活动现金流出量分别为 42.99 亿元和 83.87 亿元，分别同比增长 36.63%和 40.05%。其中，收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 39.04 亿元和 79.56 亿元。公司处置腾冲项目和大理创意园区项目获得 1.95 亿元[6]，取得子公司等支付的现金 2.69 亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金 1.17 亿元，其中收到云南博新生物科技股份有限公司借款 0.94 亿元。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额-40.88 亿元，资金流出规模较上年扩大 43.83%。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额-35.46 亿元，公司外部融资需求大。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入量 122.27 亿元，同比增长 21.96%，主要为取得借款收到的现金 109.33 亿元；筹资活动现金流出 84.86 亿元，同比增长 11.56%，主要为偿还债务支付的现金 76.35 亿元。2017 年，随公司经营规模扩大，资金需求的增加，公司筹资活动产生的现金流量净额 37.41 亿元，同比增长 54.70%。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额为-3.94 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-8.64 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 14.63 亿元。

跟踪期内，公司经营活动净现金流量有所波动，投资支出规模提升明显，对外融资依赖加深。未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力大。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率为 169.16%，同比降低 24.81 个百分点，速动比率为 108.92%，同比变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司两项指标分别提升至 189.25%和 129.10%。公司流动资产中应收账款和存货占比较大，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，2017 年，公司 EBITDA 为 11.22 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 1.51 倍，全部债务/EBITDA 为 14.68 倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2018 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 0.89 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。

[6]目前，同图公司已收到股权转让款 44815.65 万元，剩余款项将于 2018 年 10 月收取，大理创意园区开发有限公司股权变更的工商登记已完成。

表 23　截至 2018 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	2022/8/8
合计	**10000.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度总量为 115.65 亿元，尚未使用的授信额度为 49.32 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 2018 年 6 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息。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．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

公司存续期债券规模合计 114.00 亿元。截至本报告出具日，公司一年内待偿还债券详见表 24，规模合计 25.00 亿元，存在一定的集中兑付压力。

表24　公司一年内需偿还债务情况（单位：亿元）

存续债	金额	到期日
17 云工投 SCP001	5.00	2018/07/27
15 云工 01	5.00	2018/08/24
17 云工投 CP002	5.00	2018/10/26
15 云工 02	5.00	2018/10/26
18 云工投 SCP001	5.00	2018/12/25
合计	**25.00**	--

资料来源：Wind 咨讯，联合资信整理

2017 年，公司经营活动现金流入量是存续期债券规模的 0.59 倍，公司 EBITDA 是存续期债券规模的 0.10 倍，保障能力弱；现金类资产是一年内到期的债券余额的 1.34 倍，覆盖程度较强。

表25　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

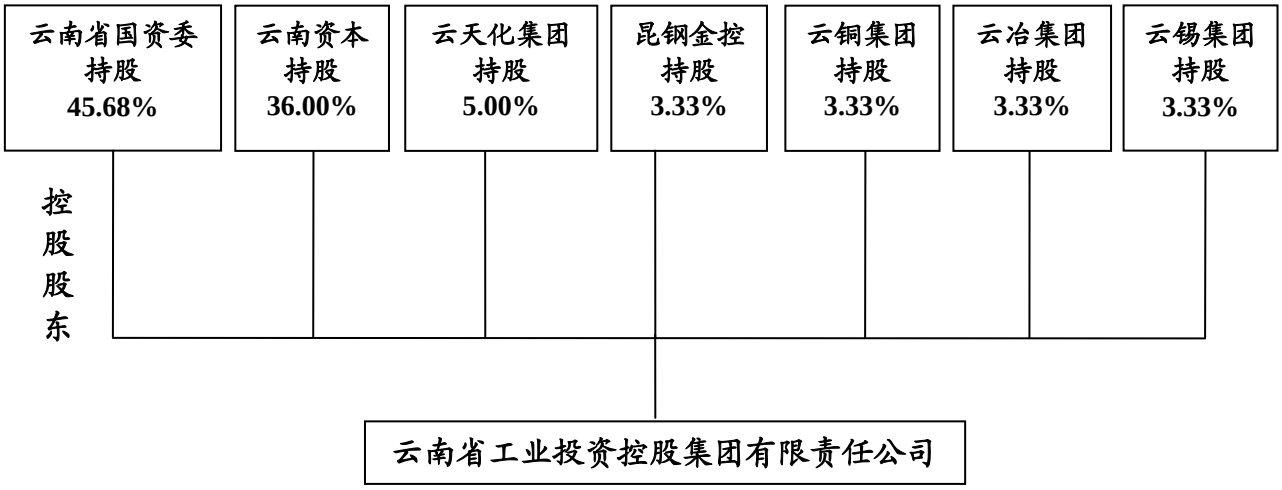
项　目	2017 年
一年内到期债券余额	25.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.34
经营活动现金流入量/应付债券余额	0.59
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.05
EBITDA/应付债券余额	0.10

资料来源：联合资信整理

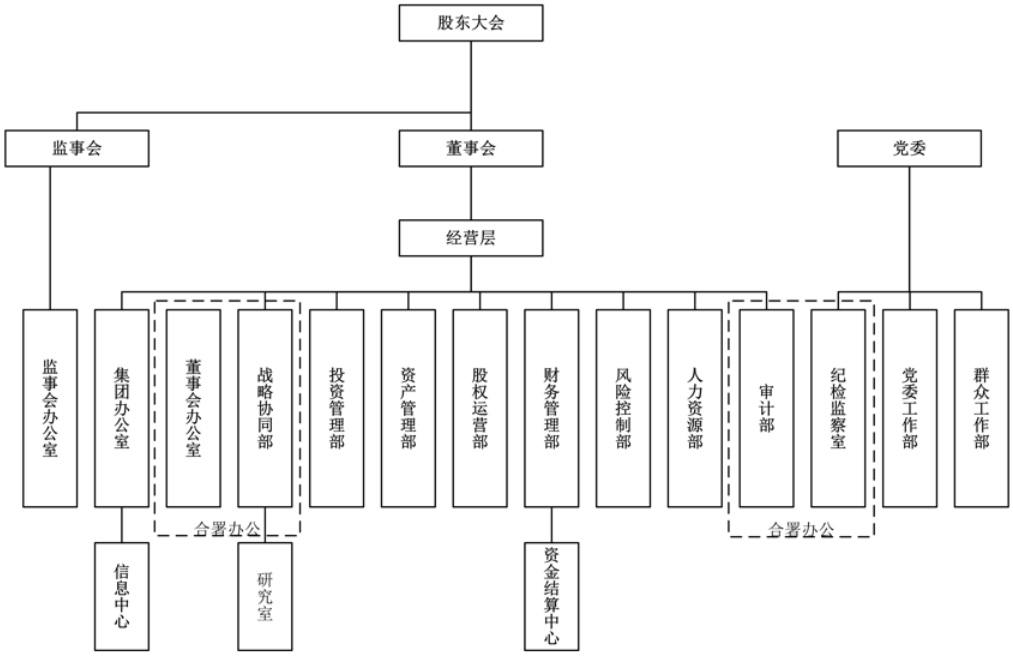
十二、结论

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。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.28	25.94	33.51	37.25
资产总额(亿元)	350.84	331.82	355.64	359.18
所有者权益(亿元)	128.39	121.50	131.79	140.00
短期债务(亿元)	33.67	35.19	54.02	56.46
长期债务(亿元)	63.87	93.01	110.65	114.92
全部债务(亿元)	97.54	128.20	164.67	171.37
营业收入(亿元)	63.40	65.02	63.24	12.00
利润总额(亿元)	5.63	2.44	1.59	-1.47
EBITDA(亿元)	11.54	8.66	11.22	--
经营性净现金流(亿元)	0.93	-0.56	5.42	-3.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.89	4.10	3.22	--
存货周转次数(次)	0.76	0.78	0.79	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.19	0.18	--
现金收入比(%)	100.83	92.11	98.19	118.81
营业利润率(%)	27.64	25.55	24.58	19.10
总资本收益率(%)	3.61	2.64	2.52	--
净资产收益率(%)	3.18	1.97	0.01	--
长期债务资本化比率(%)	33.22	43.36	45.64	45.08
全部债务资本化比率(%)	43.17	51.34	55.55	55.04
资产负债率(%)	63.40	63.38	62.94	61.02
流动比率(%)	182.75	193.97	169.16	189.25
速动比率(%)	102.45	111.03	108.92	129.10
经营现金流动负债比(%)	1.24	-0.76	5.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.78	1.90	1.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.45	14.80	14.68	--

注：1.2018 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　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

附件 4-3　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。