

信用等级公告

联合〔2019〕1967号

云南省工业投资控股集团有限责任公司：

联合信用评级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长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

**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+，
评级展望为“稳定”**

**云南省工业投资控股集团有限责任公司拟公开发行的 2019 年公司
债券（第二期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

云南省工业投资控股集团有限责任公司

2019 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
本期发行规模：不超过 5.60 亿元（含）
债券期限：5 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 8 月 6 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
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
长期债务（亿元）	80.02	94.30	98.05	110.65
全部债务（亿元）	128.20	164.67	168.01	169.43
营业收入（亿元）	65.02	63.24	113.17	29.95
净利润（亿元）	2.39	0.01	0.11	0.09
EBITDA（亿元）	8.82	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（%）	1.91	0.01	0.08	0.07
资产负债率（%）	63.38	62.94	61.36	62.31
全部债务资本化比率（%）	51.34	55.55	54.58	53.50
流动比率（倍）	1.94	1.69	1.90	1.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	1.51	0.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.57	2.00	2.55	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南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”）的评级反映了公司作为云南省政府定位的工业投资平台及国有资本价值化经营的主体，在云南省工业投资领域具有突出的战略地位，持有较大规模的金融资产和股权资产，业务布局多元化。同时，联合评级也关注到公司园区产业板块和医药流通业务收入规模下降、有色金属贸易业务毛利率很低、期间费用对利润侵蚀严重、利润对投资收益和政府补助依赖程度较高以及整体债务负担较重且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司经营规模的扩张，金融资产及股权投资收益的陆续实现，公司逐步进行资源整合及产业转型升级，其综合实力有望提升。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为云南省政府定位的工业投资平台，战略地位突出，在投资项目来源和资源储备方面有政策倾斜优势。

2. 公司主营生物医药、电子生物、园区产业和现代服务四大业务板块，产业多元化发展在一定程度上有助于分散经营风险。

3. 公司拥有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资，整体资产质量良好。

关注

1. 受“两票制”等政策的持续影响，2018 年公司医药流通收入较上年有所下降。

2. 公司有色金属收入规模大幅增长，但毛

利很低，其先款后货的业务模式对资金形成较大占压。

3. 公司债务规模较大，整体债务负担较重，存在一定的集中偿付压力。

4. 公司期间费用对利润侵蚀严重，利润对投资收益和政府补助具有较大依赖；部分应收款项账龄偏长，面临一定回收风险。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


戴非易 范玲
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）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”），云南国资公司系于 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，注册资本金 100,000 万元。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，联合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”）共同出资组建云南工投，注册资本金 46 亿元。此后经历数次增资扩股后，截至 2016 年底，公司注册资本为 64.00 亿元。2018 年，昆钢公司将所持公司 3.33% 的股份全部划转至子公司云南昆钢金融控股集团有限公司名下。2019 年，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公司 36% 的股权受让给云南省土地储备运营有限公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本仍为 64.00 亿元，实际控制人为云南省国资委，各股东出资额及持股比例如下表所示。

表 1 截至 2019 年 3 月底主要股东持股情况

股东单位	出资（万元）	出资比例（%）
云南省人民政府国有资产监督管理委员会	263,116.80	41.11
云南省土地储备运营有限公司	230,400.00	36.00
云天化集团有限责任公司	32,000.00	5.00
云南省财政厅	29,235.20	4.57
云南昆钢金融控股集团有限公司	21,312.00	3.33
云南铜业(集团)有限公司	21,312.00	3.33
云南冶金集团股份有限公司	21,312.00	3.33
云南锡业集团(控股)有限责任公司	21,312.00	3.33
合计	640,000.00	100.00

资料来源：公司提供

注：云南省国有资本运营有限公司原名为云南省圣乙投资有限公司，2016 年变更为现名

公司经营范围：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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年底，公司本部下设投资管理部、资产管理部、股权运营部和财务管理部等职能部门（见附件 1）；公司纳入财务报表合并范围的二级子公司合计 22 家。截至 2019 年 3 月底，公司在职工 8,873 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 361.86 亿元，负债合计 222.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.39 亿元。2018 年，公司实现营业收入 113.17 亿元，净利润（含少数股东损益）0.11 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润-2.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 362.92 亿元，负债合计 220.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.19 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.72 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。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期公司债券概况

本期公司债券名称为“云南省工业投资控股集团有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”，本期发行规模不超过 5.60 亿元，期限为不超过 5 年期。债券票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期的利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期债券募集资金用于偿还有息债务及补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务由生物医药、电子信息、园区产业和现代服务构成（合计收入占公司营业收入比重超过 90%）。其中，公司的现代服务业务中新增的收入主要是来自于子公司新开展的以电解铜为主的有色金属贸易业务。

1. 医药行业

（1）行业现状

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。2016—2018 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 24,264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3,094.2 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。

（2）行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

一致性评价进程加快，将加速企业间分化

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。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。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，随着其他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。

（3）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

2. 电子信息

2018 年 1—11 月，我国电子信息制造业保持平稳增长态势，生产和投资增速在工业各行业中保持领先水平，但受成本上升、价格回落等因素影响，行业效益整体下降。

据前瞻产业研究院发布的《中国电子信息制造业发展前景预测与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2018 年 1—11 月，我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 13.40%，增速快于全部规模以上工业增速 7.10 个百分点，11 月份同比增长 12.30%。行业主营业务收入同比增长 9.90%，利润同比下降 0.40%，主营收入利润率为 4.41%，主营业务成本同比增长 10.20%，截至 2018 年 11 月底，全行业应收账款同比增长 21.50%。

2018 年 1—11 月，规模以上电子信息制造业出口交货值同比增长 10.40%，增速同比回落 4.20 个百分点，11 月份同比增长 7.00%。2018 年 11 月份，我国电子信息制造业生产者出厂价格同比下降 1.60%。2018 年 11 月份，价格由降转升，同比增长 0.20%，环比增长 0.40%。2018 年 11 月份，电子信息制造业固定资产投资同比增长 19.10%，增速同比回落 4.20 个百分点，高于制造业投资增速 9.60 个百分点。

2018 年以来我国电子信息制造业发展挑战与机遇并存。首先，国内电子制造企业仍受制于核心技术、元器件、原材料、装备等薄弱环节影响，导致附加价值较低，叠加 2018 年以来行业增速放缓与原材料等企业成本上升等因素，之后企业经营不确定性增加，行业利润增速波动短期内难以回暖。其次，手机、彩电等传统电子信息领域在缺乏根本性提振因素的背景下，市场规模渐趋下降，企业面临较大的竞争压力。再次，手机、彩电等传统电子信息领域在缺乏根本性提振因素的背景下，市

场规模渐趋下降，企业面临较大的竞争压力。同时从有利方面看，其他贸易伙伴的出口增长和国内消费市场扩大部分将有望弱化对美出口减少的影响。2018 年 1—7 月，我国对“一带一路”沿线国家和地区的贸易总额增长 11.30%，占外贸总额的 27.30%，是对美贸易的 2 倍以上，有效缓冲了中美贸易摩擦的影响，为电子信息产业发展开辟了新空间。

总体看，2018 年全球传统消费电子市场疲软不振，产业发展经贸不确定性不断提升。展望 2019 年，在中美贸易摩擦加剧态势下，电子信息制造业面临“外患内忧”的瓶颈局面，增长力度将有所减缓。

3. 有色金属

电解铜主要应用于电气设备、机械制造、电子信息、国防工业、日用消费品、建筑等领域，在我国有色金属材料的消费中仅次于铝。将粗铜（含铜 99.00%）进行电解，将铜不活泼的杂质如金和银等沉积，生产出来精炼后的纯铜，称为“电解铜”。

受贸易摩擦、美元走强、需求疲软等影响，2018 年，铜价涨幅震荡回落，全年铜现货均价 50,689.00 元/吨，同比上涨 2.90%，涨幅同比回落 26.30 个百分点。全年铜行业实现利润 396.00 亿元，同比增长 4.30%，增幅同比回落 25.80 个百分点，其中，铜矿采选实现利润 56.00 亿元，同比下降 11.50%；铜冶炼、铜加工行业实现利润 147.00 亿元、193.00 亿元，同比分别增长 9.90%、5.80%，增幅同比回落 23.50、12.30 个百分点。我国铜矿资源相对贫乏，铜储量占不到全世界铜储量的 5.00%，铜矿主要依赖进口。根据工信部数据显示，2018 年，我国铜产品进出口贸易总额 868.00 亿美元，同比增长 20.30%，其中，进口额 798.00 亿美元，同比上升 17.30%，出口额 70.00 亿美元，同比上升 7.90%。

从供给来看，我国是世界第一大铜进口国，我国精炼铜原材料自给率不足 30.00%，对外依存度较高，除较大规模的铜矿进口，为满足国内精炼铜消费缺口，我国同时对精炼铜直接进口。进口方面，2018 年，我国铜产品进口量持续快速增长，铜资源整体对外依存度不断提高。据海关十位编码数据统计，2018 年 12 月我国共进口废铜 26.75 万实物吨，平均含铜品位 53.64%，折合金属量 14.35 万吨。

从行业政策看，2018 年 3 月正式实施由生态环境部制定的《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废有色金属》，用于进口可用作原料的固体废物目录中有关废有色金属的进口管理。2018 年 4 月生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《限制进口类可用作原料的固体废物目录》、《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《禁止进口固体废物目录》进行调整。表明自 2019 年起生态环境部将不再核定废七类的进口额度，废七类将全部禁止进入中国。2019 年起，在全面禁止废七类情况下，废铜供应将进一步收缩，对精铜价格起到支撑。

总体看，2018 年，基于我国铜资源匮乏以及铜的基础性战略地位，其长期前景较好，需求仍有增长空间，对电解铜贸易形成较好支撑。目前我国铜行业总体运行平稳，铜价格呈现震荡下行，效益增幅回落趋势，我国铜消费需求较大且铜矿资源较贫乏，铜的对外贸易依存度仍较大。同时，受行业政策影响，铜供给端将受到一定影响。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司作为云南省国资委旗下的 5 家省属投资公司之一，是云南省产业与资本结合的重要平台，也是重要的国有资本运营主体。截至 2018 年底，公司总资产规模达到 361.86 亿元，在 2017 年云南

企业 100 强中排名第 28 位。根据《云南省深化国有企业改革三年行动方案（2018-2020 年）》，云南省将构建具有云南特色的“1+1+X”省级国资监管和国企发展新模式，其中，公司将作为第一个“1”组建云南省国有股权运营管理平台，公司战略地位突出。

投资方面，公司作为省级工业投资平台持有较大规模的金融资产和股权资产，所投资业务布局多元化。截至 2019 年 3 月底，公司可供出售金融资产合计 75.36 亿元，长期股权投资合计 41.77 亿元；公司业务范围涉及医药、电子信息、园区产业和现代服务业等业务板块。

表 2 截至 2019 年 3 月底公司主要可供出售金融资产情况（单位：万元、%）

单位名称	持股比例	2018 年 3 月底	占总资产比重
云南铜业（集团）有限公司	20.50	365,784.36	10.08
红塔证券股份有限公司	5.09	114,866.40	3.17
中电坤润一期（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）	99.50	21,000.00	0.58
诚泰财产保险股份有限公司	2.50	12,278.27	0.34
云南省煤化工集团有限公司	1.28	11,352.22	0.31
合计	--	525,281.25	14.48

资料来源：公司提供

生物医药业务方面，子公司云南植物药业有限公司（以下简称“植物药业”）是国有大型制药企业，集种植、研发、生产、销售于一体，致力于以药品研发、大健康产业开发为主的全产业链打造。公司现有植物药业拥有 455 个药品批文，25 个剂型，产品涵盖心脑血管疾病、神经系统疾病、呼吸系统疾病、消化系统疾病、妇科疾病、肿瘤疾病、眼科等治疗领域。子公司云南医药工业股份有限公司（以下简称“医药工业公司”）经营药品 8900 余个，是云南省经营范围最全面的商业流通企业，在 2016 年取得了全省三家之一的医药物流“代储代配”资格以及云南省商务厅物流评级“AA”级企业。子公司云南瑞宝生物科技股份有限公司（以下简称“瑞宝生物”）是我国最早开展植物色素提取的高科技企业，产品 70%以上出口到欧盟、日本、美国等 20 多个国家和地区，其中：水溶性和油溶性色素出口分列全国第一和第二，单宁酸生产和销售额全国第一，萝卜红和甘蓝红色素出口量全国第一，叶黄素市场份额全球第一。

电子信息业务方面，子公司南天电子信息产业集团公司（以下简称“南天集团”，系云南省国资委划转，为云南工投的全资子公司）的 PR 系列存折打印机近 10 余年来被列为国家级重点新产品，BST（金融自助多功能打印设备）系列产品被国家科技部、国家税务总局等五部委列为国家级重点新产品。子公司云南无线电有限公司（以下简称“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，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。

总体看，公司作为有战略地位的省级工业投融资主体，持有较大规模的金融资产和股权资产，所投资业务布局多元化，在医药和电子信息等领域具有较强的竞争优势。

2. 人员素质

公司现有董事及高级管理人员 12 人（董事 7 人，高级管理人员 7 人，董事兼高管 2 人）。公司高管人员具有政府部门或企业管理等综合性从业经历，投融资及企业管理经验丰富。

公司董事长孙德刚先生，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月任公司副总裁；2016年4月至2019年2月任公司总裁、党委副书记、副董事长；2019年2月至今任公司党委书记、董事长。

公司总裁刘国强先生，1970年10月生，研究生学历，正高级工程师。历任云南建工集团总公司纪委业务主管、政工党支部副书记；云南省第二建筑工程公司党委副书记兼纪委书记、党委书记、董事长；云南工程建设总承包公司党委书记、董事长；云南建工集团有限公司总经理助理；2011年12月至2013年5月任云南建工集团有限公司副总经理；2013年5月至2014年7月任云南建工集团有限公司副总经理、党委委员，兼任云南省房地产开发经营（集团）有限公司董事长；2014年7月至2016年4月任十四冶建设集团有限公司党委书记、副董事长；2016年4月至2018年3月任云南省建设投资控股集团有限公司总经理（省委管理）、党委副书记、副董事长；2018年3月至2019年3月任云南省建设投资控股集团有限公司总经理、党委副书记、副董事长（省委管理）；2019年3月至今任公司总裁、党委副书记、副董事长。

截至2019年3月底，公司共有员工8,873人。按照学历划分，本科以上占3.21%，大学本科占51.80%，大专学历占27.59%，其他占17.40%；按照年龄划分，年龄51岁以上占3.66%，46~50岁占5.21%，41~45岁占7.24%，36~40岁占11.68%，35岁以下占72.22%；按照职务划分，管理人员占3.10%，技术人员占47.88%，生产人员占32.99%，其他人员占16.04%。

总体看，公司人员学历、岗位及年龄结构基本符合投资控股型公司的特点，可以满足其日常经营需要。

3. 外部支持

（1）项目及资源优势

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。

（2）股东支持

公司控股股东云南省国资委及其下属的多个省属企业，对于公司产业板块的形成和完善形成有力支撑。公司控股股东云南省国资委先后两次对公司进行注资及股权划拨，合计19.83亿元（现注册资本金达到64.00亿元），在注入及划拨的股权中，有6家上市公司股权（云南铜业股份有限公司、云南能源投资股份有限公司、云南西仪工业股份有限公司、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5家为公司参股企业，计入公司可供出售金融资产，第6家公司为间接控股企业），上市公司股权的注入提升了公司资产的流动性和资产质量。

（3）财政补贴

2016—2018年，公司计入当期损益的政府补助金额分别为1.75亿元（计入营业外收入）、0.71

亿元（计入其他收益）和 0.69 亿元，补贴收入波动较大；占利润总额的比重分别为 71.72%、44.98% 和 32.61%。

总体看，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，公司外部发展环境良好，政府支持力度较大。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是根据《公司法》及有关法律、行政法规的规定成立的有限责任公司。公司已经基本建立了产权清晰、权责明确的法人治理结构。公司设有股东会、董事会和监事会。股东会是公司的最高权力机构。

公司董事会设 7 名董事，其中董事长 1 名，副董事长 2 名，专职外部董事 1 人。其中非职工董事由云南省国资委推荐，并经股东会、董事会选举产生，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事会决议应由出席会议的董事过半数通过，但其中若有 2 名独立非执行董事未通过，该董事会决议也不能通过，该议事规则强化了公司作为云南省政府工业投资平台的市场化决策机制。公司董事会下设发展协调委员会，投资委员会、薪酬与考核委员会、审计与预算委员会 4 个委员会。其中发展协调委员会主要职责是负责对公司重大经营活动进行分析，在董事会授权范围内进行决策。

监事会是公司常设的监察机构，对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能。公司章程规定监事会由 5 名监事组成，其中 2 名监事为职工监事，设监事会主席 1 名，监事会主席由云南省国资委委派。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名、副总裁 5 名，财务总监 1 名。总裁由董事长提名，董事会聘任产生。副总裁、财务总监由总裁提名，董事会聘任产生。总裁对董事会负责，财务总监对董事会及总裁负责，副总裁对总裁负责。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

随着公司对下属股权改革改制任务的完成，以及四大业务板块的逐步壮大和成熟，公司对原有的职能部门架构进一步完善，公司本部设有战略协同部、资产管理部、投资管理部、财务管理部、股权运营部、风险控制部、审计部 14 个职能部门，各职能部门职责明确，基本适应公司现阶段投资运营管理的需要。

公司重视内部控制体系的建设，依据相关法律、法规、规定和《公司章程》，按照现代企业制度要求，围绕内部防控重点，建立了企业内部控制基本规范、投资管理制度（包括投资决策机制、投资项目日常管理和退出机制等）、财务管理等一整套现代企业管理制度。

作为投资控股型公司，对拟投资项目的投资决策、对所投资的项目公司的管理以及投资项目的退出决策机制是公司管理工作的重点。

在投资决策管理上，为规范投资行为，防范投资风险，保证投资运作的科学化、程序化，公司制定了投资管理办法、集团产权代表管理办法、经营业绩考核办法、重大事项报告制度和风险管理办法等。公司作为云南省政府的工业投资平台，其项目主要来源于：①省委省政府领导的指示；②省国资委、省工信委等部门的投资建议；③公司股东的投资要约；④下属子公司的项目推荐；⑤其他合作伙伴的投资要约；⑥项目单位的商业计划书。公司在云南省政府新兴工业化投资政策的指引

下，结合四大业务板块，考虑项目的短期流动性和长期盈利性进行市场化的投资决策。具体投资决策流程为：公司投资管理部根据“产业贡献度是先决条件、盈利能力是必要条件、省属国有主导是关键条件”等要求选择项目并负责提出项目建议，经总裁办公会初审通过后正式立项，成立项目小组负责。投资管理部在完成项目的可研及评估论证后，将符合条件的项目投资按照不同的授权报发展协调委员会、董事会、股东会，按规定需报上级主管部门批准的必须报上级主管部门批准。

在投资项目的日常管理上，对于全资及控股子公司，公司本部主要通过向其委派董事长、总经理、财务负责人、产权代表的方式加强对控股企业的管理，并且与下属全资及控股子公司负责人签订经营业绩责任书；对于参股子公司，通过向参股企业至少委派 1 名产权代表对企业进行管理，产权代表向集团公司出具会议报告和业务报告，产权代表根据集团公司意见，在任职企业召开的股东会、董事会、监事会及总经理办公会议，发表相关的意见及建议；产权代表对企业正常经营过程中发生的一般事项或重大事项及时汇报。产权代表的薪酬及考核由集团公司决定。参股企业的日常管理、改革改制及股权处置由公司本部的股权运营部负责。

在投资项目的退出机制方面，公司按照“无退不入，提前规划合适的退出时机、资本增值收益为主、资本利得为辅”等原则确定投资退出机制，目前公司主要通过股权处置、引入战略投资者等方式实现退出，公司正在培育中的企业较多，未来主要通过上市等方式实现退出。

总体看，作为一家多元化投资控股型集团企业，公司各项内部管理制度较为健全。随着公司业务板块的成熟，现有的管理架构有待于进一步完善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司定位为云南省省级工业投资平台，在投资项目和资源储备方面具有一定政策倾斜优势，主营业务涵盖生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业板块。2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 31.92%，主要系园区产业及现代服务业板块的收入有所波动所致。受公司于 2018 年开展的有色金属贸易业务影响，公司现代服务业务规模大幅增长，占主营业务收入比重由 2017 年的 8.10% 大幅上升 34.17 个百分点至 42.27%。2016—2018 年，公司实现净利润波动下降，年均大幅下降 78.66%，主要系所得税增加所致。2016—2018 年，主营业务收入占营业收入比重为 97.50%、96.75% 和 98.77%，公司主业十分突出。

从收入构成来看，2016—2018 年，现代服务业板块收入逐年大幅增长，年均复合增长 205.97%，已超过生物医药和电子信息，成为公司主要收入来源；2018 年，现代服务业收入 47.84 亿元，较上年增加了 42.72 亿元，主要系子公司云南君宜智能物流有限公司（以下简称“君宜智能”）新增供应链贸易所致。2016—2018 年，生物医药收入波动下降，年均复合下降 2.45%；2018 年，生物医药收入 24.60 亿元，较上年下降 8.72%，主要系药品商业因“两票制”影响所致。2016—2018 年，电子信息业务收入逐年增长，年均复合增长 13.85%；2018 年，电子信息业务收入 31.90 亿元，较上年增长 19.70%，主要系下属企业云南南天电子信息产业股份有限公司（以下简称“南天信息”）的集成服务业务规模增长所致。2016—2018 年，园区产业收入波动增长，年均复合增长 10.62%；2018 年，园区产业收入 7.44 亿元，较上年增长 2.02 倍，主要系公司将其部分园区项目转让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。

表 3 近年来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		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	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
电子信息	24.61	37.84	23.72	26.65	42.14	23.01	31.90	28.19	22.34
园区产业	6.08	9.35	32.67	2.46	3.90	37.58	7.44	6.57	37.72
现代服务	5.11	7.86	81.28	5.12	8.10	77.56	47.84	42.27	3.39
其他	3.38	5.19	62.16	2.05	3.25	80.03	1.39	1.23	100.00
合计	65.02	100.00	26.45	63.24	100.00	25.99	113.17	100.00	15.55

资料来源：公司提供

从毛利率情况看，2016—2018 年，公司综合毛利率逐年下降，主要系现代服务业毛利率大幅下降所致。其中，生物医药毛利率因毛利较高的医药工业收入占比提高而逐年上升；电子信息和园区产业毛利率相对稳定；现代服务业毛利率逐年大幅下降，主要系毛利很低的有色金属贸易业务收入大幅增长所致。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，同比增长 149.63%，主要系生物医药板块收入增长所致；随着业务规模扩大，公司营业成本 25.30 亿元，同比增长 164.42%；公司实现利润总额 0.33 亿元，较上年同期增加了 1.80 亿元；实现净利润 0.09 亿元，较上年同期增加了 1.79 亿元。

总体看，近年来，由于开展有色金属贸易，公司营业收入大幅增长，但由于贸易业务毛利率较低，公司综合毛利率呈逐年下降趋势。

2. 生物医药板块

公司生物医药板块主要由医药工业公司（截至 2018 年底公司持股 100.00%）、瑞宝生物（截至 2018 年底公司持股 58.84%）和植物药业（截至 2018 年底公司持股 60.00%）业务组成。2016—2018 年，公司生物医药板块收入逐年增长，主要系毛利更高的医药工业收入占比增加所致。

表 4 近年来医药工业公司收入构成（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
医药商业	177,647.12	164,609.24	137,985.98	24,956.07
医药工业	53,382.24	56,354.95	60,321.34	13,998.11
合计	231,029.36	220,964.19	198,307.32	38,954.19

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上述数据不含云南瑞宝生物科技有限公司数据

（1）医药商业

公司医药板块收入仍以医药商业收入为主，2016—2018 年，公司医药商业收入逐年下降，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，使得商业调拨业务持续下降所致。2018 年，公司医药商业收入 13.80 亿元，较上年下降 16.17%。

公司医药商业主要为通过对医疗机构、零售终端的直接配送实现销售，另有少量代理佣金、第三方物流等业务收入。2016 年 5 月，医药工业公司与中国保健品功能茶产品的领先企业碧生源合资成立云植碧生源医药销售有限公司（参股），可将现有的 OTC（非处方药）产品推向全国 40 余万家零售终端。同月，医药工业公司与国内医药流通规模较高的重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）合作，通过引入重庆医药资金、品种、人才和管理资源，优化资源配置；完成了中国大冢制药有限公司、亚宝药业集团股份有限公司、西藏奇正藏药股份有限公司等国内外大型厂

家的引进，逐步实现公司供应品种全面性的调整以及全国市场的拓展。

公司医药商业业务主要集中在云南省境内，省内销售比例在 80%以上。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 6,500 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，供应云南省中标品种 3,000 余个，其中昆明、文山、曲靖、楚雄、德宏、临沧、大理 7 个地州通过云南省招标采购局和各地州卫生局的遴选，均取得了基本药物的合作配送权或独家配送权。此外，公司还与 11 家医疗机构通过药房托管、项目合作等形式签订 5 年以上的战略合作协议，保证长期增量的供应合作。

医药销售公司网络覆盖全省约 13 个州市、58 个地市县，并同省内各大医院、社区医疗机构、地州二、三级批发零售网点及上游供应商建立了良好的合作关系，拥有全国一级代理 137 家，二级代理 37 家。

结算模式方面，公司医药商业业务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，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，2016—2018 年公司医药商业板块向前五大供应商采购药品金额波动提升，占采购总额的比重分别为 33.31%、32.27%和 36.01%，集中度较高，且对单一供应商存在一定依赖。

表 5 近年来公司医药商业向前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购额	占采购总额比重
2016 年	扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司（扬子江药业集团有限公司）	24,143.23	14.01
	云南腾药制药股份有限公司	10,286.37	5.97
	云南省医药有限公司	8,807.90	5.11
	杭州中美华东制药有限公司	8,332.21	4.83
	云南同丰医药有限公司	5,828.05	3.38
	合计	57,397.76	33.31
2017 年	扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司	29,877.45	15.96
	云南省医药有限公司	11,371.19	6.08
	云南腾药制药股份有限公司	6,967.46	3.72
	杭州中美华东制药有限公司	6,924.42	3.70
	中美天津史克制药有限公司	5,255.17	2.81
	合计	60,395.69	32.27
2018 年	扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司	22,986.30	15.30
	华立医药集团有限公司	11,528.25	7.68
	甘肃人为峰药业股份有限公司	6,814.71	4.54
	云南植物药业有限公司	6,705.70	4.46
	云南省医药有限公司	6,049.18	4.03
	合计	54,084.14	36.01

资料来源：公司提供

从客户集中度看，2016—2018 年公司向前五大客户销售额分别为 4.40 亿元、4.86 亿元和 5.06 亿元，占医药商业收入的比重为 24.38%、25.63%和 36.69%，客户集中度持续上升。

表6 近年来公司医药商业向前五名客户销售情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售额	占销售总额比重
2016 年	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	13,265.18	7.36
	昆药集团医药商业有限公司	9,675.18	5.36
	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	7,745.38	4.29
	云南省第一人民医院	6,468.62	3.59
	昆明医科大学第一附属医院	6,818.15	3.78
	合计	43,972.51	24.38
2017 年	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	16,058.95	8.47
	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	9,192.50	4.85
	昆明医科大学第一附属医院	9,081.21	4.79
	云南省第一人民医院	7,581.47	4.00
	文山壮族苗族自治州人民医院	6,672.87	3.52
	合计	48,587.00	25.63
2018 年	康泽药业股份有限公司	13,516.33	9.80
	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	11,681.49	8.47
	昆药集团医药商业有限公司	9,265.06	6.71
	昆明医科大学第一附属医院	8,131.72	5.89
	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	8,036.80	5.82
	合计	50,631.40	36.69

资料来源：公司提供

（2）医药工业

2016—2018 年，医药工业公司的医药工业收入逐年增长，主要产品为参麦注射液、血塞通注射液、云南红药胶囊、三七总皂苷和血塞通分散片等，产品有一定同质化。公司主要销售给各医院以及生物医药分销公司。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，平均账期均为 45 天。

表7 2018年公司医药工业前十名产品情况（单位：万元、%）

序号	产品名称	销售收入	占医药工业板块销售总额比重
1	血塞通分散片	11,505.62	19.15
2	云南红药胶囊	8,606.05	14.33
3	参麦注射液	3,669.98	6.11
4	血塞通注射液	3,264.77	5.44
5	三分三浸膏片	2,591.81	4.31
6	小柴胡颗粒	2,448.60	4.08
7	红霉素眼膏	2,176.19	3.62
8	酚氨咖敏片	1,851.41	3.08
9	灯盏细辛颗粒	1,675.71	2.79
10	秋水仙碱片	1,630.59	2.71
合计		39,420.73	65.62

资料来源：公司提供

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%）、华南地区（占 8.31%）和西南地区（占 4.72%）。

采购集中度方面，2016—2018 年公司医药工业向前五大供应商采购金额占采购总额的比重分别

为 45.74%、64.72%和 64.32%，采购品种主要为中药材原料，集中度较高，且对单一供应商依赖度较大。

表8 2018年公司医药工业向前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购金额	原材料	占采购总额比重
2016 年	云南鸿翔中药科技有限公司	3,569.59	三七剪口	20.00
	云南新世纪中药饮片有限公司	1,466.83	麦冬	8.22
	楚雄云植药业有限公司	1,259.01	原料药	7.05
	云南白药集团文山七花有限责任公司经营分公司	1,139.91	三七剪口	6.39
	昆药集团医药商业有限公司	729.88	三七剪口	4.08
	合计	8,163.22	--	45.74
2017 年	楚雄云植药业有限公司	5,739.24	三七总皂苷	36.56
	云南明玉药业有限公司	1,594.64	红参	10.16
	河北冀衡（集团）药业有限公司	1,176.05	氨基比林	7.50
	东北制药集团股份有限公司	1,027.54	氯霉素（片用）	6.54
	云南龙恩制药有限公司	621.74	黄藤素（口服用）	3.96
	合计	10,159.21	--	64.72
2018 年	楚雄云植药业有限公司	17,409.56	三七总皂苷	47.22
	河北冀衡（集团）药业有限公司	2,275.46	氨基比林	6.17
	上海沪源医药有限公司	1,566.90	秋水仙碱	4.25
	集安市宏兴参业有限公司	1,277.66	红参	3.47
	云南润嘉药业有限公司	1,184.78	黄藤素（口服用）	3.21
	合计	23,714.36	--	64.32

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2016—2018 年，公司医药工业板块向前五名客户销售收入占医药工业收入的 34.84%、27.12%和 58.95%，集中度较高，且对单一客户存在较大依赖。

表9 近年来公司医药工业向前五名客户销售情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售收入	占医药工业收入比重
2016 年	云南省医药有限公司	10,111.19	18.94
	云南万萃药业有限公司	2,817.58	5.28
	云南医药工业销售有限公司	2,769.65	5.19
	河南九州通医药有限公司	1,583.12	2.97
	云南东昌医药股份有限公司	1,315.55	2.46
	合计	18,597.09	34.84
2017 年	云南医药工业销售有限公司	5,285.61	9.37
	云南佳能达医药有限公司	3,511.87	6.23
	云南同丰医药有限公司	2,316.91	4.11
	云南七福药业有限公司	2,124.64	3.77
	河南九州通医药有限公司	2,055.47	3.64
	合计	15,294.50	27.12
2018 年	云南同丰医药有限公司	18,708.77	31.15
	云南湘广药业有限公司	7,596.88	12.65
	昆明三汇通医药有限公司	5,433.11	9.04
	云南泰康医药经济发展有限公司	2,149.33	3.58

	云南福润达医药有限公司	1,518.46	2.53
	合计	35,406.55	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、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、医药工业公司和贵州百灵分别持股 26.44%、33.56%和 40.00%。植物药业拥有 455 个药品批文，25 个剂型，包括以云南红药胶囊、灯盏细辛颗粒为主的 7 个全国独家品种，以参麦注射液、血塞通注射液、血塞通分散片为主的特色植物药品种；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 月底注册资本为 3.69 亿元。截至 2018 年底，云南工投对瑞宝生物持股比例为 58.84%（包括间接持股）。瑞宝生物是云南工投高新生物技术产业化的重要平台，主要从事食品添加剂（天然色素、单宁酸、复配食品添加剂）、工业辅料、饲料添加剂等植化产品的生产、销售等。瑞宝生物是国内最早从事植物色素提取和应用研发的生物科技企业，其产品 70%以上出口到欧盟、日本、美国等 20 多个国家和地区。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 3,357.96 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居于前列，行业竞争地位提升。

2018 年，瑞宝生物实现营业收入 5.25 亿元，较上年增长 3.35%；净亏损 9.00 万元，主要系受竞争对手采取竞价策略影响，以及销售前期高成本存货所致。

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”）122,994,959 股股份，占沃森生物总股本的 8.00%，成为其第一大股东，但公司并未向沃森生物委派董事及其他高级管理人员，对沃森生物不具有重大影响，因此在 2016 年的审计报告中将该笔投资记入了可供出售金融资产。2017 年，公司在二级市场上分次增持沃森生物的股票后持股比例上升至 12.99%，并于 2017 年 5 月沃森生物董事会改组时向其委派了 2 名董事，能够对沃森生物的生产经营决策产生重大影响，因此在当年的审计报告中将对沃森生物的投资转入长期股权投资科目，采用权益法进行核算，按照应享有的沃森生物净利润的份额确认投资收益（或分担亏损）。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，股份转让不影响公司合并报表范围以及公司生产经营。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。

总体看，公司生物医药收入小幅波动下降，仍是公司收入和利润的重要来源，公司医药商业仍受“两票制”等因素影响收入持续下降；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，股权转让后公司仍为沃森生物第一大股东。

3. 电子信息板块

公司电子信息产业板块相关下属子公司主要有南天集团、无线电公司和中唐国盛信息技术有限公司（以下简称“中唐国盛”）。该业务板块主要收入主要来源于南天集团（南天集团收入占云南工投电子信息板块收入的比重超过 80%）。

（1）南天集团

南天集团前身为云南电子设备厂，成立于 1970 年，1972 年开始主要从事计算机产品的生产和销售，该公司以生产高档服务器、金融终端系统、专业存折打印机、自动柜员机、网络系统及银行磁卡读写设备等系列化产品为主，已成为国内银行业十大解决方案主要提供商之一。南天集团的主要运营实体为旗下的上市公司云南南天电子信息产业股份有限公司（以下简称“南天信息”）¹。

南天集团开发了多个自有品牌的应用软件产品及解决方案，实施的金融应用软件产品解决方案和计算机应用系统超过 1,000 余个，应用的网点达 5 万个。南天集团是国内专业生产金融电子化专用设备的主导厂商。其中，PR 系列存折打印机近 10 余年来被列为国家级重点新产品，产量突破一百万台，市场占有率达 60%，居国内同类产品市场份额前列；BST（金融自助多功能打印设备）系列产品被国家科技部、国家税务总局等五部委列为国家级重点新产品，金融市场占有率约 45%；BP 系列磁卡读写设备市场占有率超过 50%，高速打印机、POS 终端等均占有较高的市场份额；ATM 机也广泛进入城市、农村各类商业银行供货体系。此外，南天集团内已实施金融应用软件产品解决方案和计算机应用系统 1,000 多个，使用的银行有 2,000 多个分、支行，共 2 万多个网点，占有 20% 的市场份额。

目前，南天集团是国内重要的金融电子化产品提供商和系统集成商。该公司市场地位较为突出，盈利相对稳定。南天集团主营业务包括信息产品及服务、系统集成和软件业务三方面。2016—2018 年，信息产品及服务收入波动增长，毛利率波动下降；系统集成及服务收入逐年增长，毛利率则逐年下降；软件开发及服务收入及毛利率逐年提高。

表 10 近年来南天信息主要产品的收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
信息产品及服务	4.39	22.09	4.12	25.82	4.64	20.23
系统集成服务	12.17	12.51	13.88	11.00	15.97	9.54
软件开发及服务	4.76	55.61	4.91	58.78	5.61	58.80
智慧城市	--	--	--	--	0.65	18.05
云计算和大数据	--	--	--	--	0.66	73.72
合计	21.32	24.11	22.91	23.91	27.53	23.11

资料来源：南天信息年报

信息产品

信息产品业务方面，南天信息的信息产品主要包括 PR 系列存折打印机、BST（金融自助多功能打印设备）、BP 系列磁卡读写设备、高速打印机、POS 终端等，客户主要来自金融业。南天集团的传统核心产品 PR 系列存折打印机早在 2013 年中国银行市场占有率就达到 60% 以上，保持全球第二

¹ 云南工投原对南天信息直接持股 9.27%，通过全资子公司南天集团持股 26.88%；2018 年 11 月，南天信息发布公告称，云南工投拟将南天集团持有的南天信息 64,367,006 股股票（全部为无限售流通股，占南天信息总股本的 26.10%）无偿划转至云南工投，划转后，云南工投将直接持有南天信息 35.38% 股份，通过南天集团间接持有 0.78%，南天信息仍为云南工投合并范围内的子公司；上述划转事项涉及的要约收购义务豁免核准事项尚需获得中国证监会的核准，有不确定性

大存折打印机生产厂商的地位。由于在存折打印机、自助服务终端等传统产品市场饱和，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，南天信息的主要产品产能利用率不高，主要系市场竞争激烈，原有产品盈利能力下降所致。公司考虑引入利润空间高的产品，逐步放弃低价值产品。2016—2018年，主要产品的产能、产量及销量情况见下表。

表 11 近年来南天信息主要产品产能产量销量表（单位：台）

产品名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
PR 系列专业存折打印机	180,000	34,526	38,173	180,000	37,318	35,510	80,000	58,413	57,747
BST 系列自助服务终端	18,000	8,306	8,404	18,000	7,791	7,837	15,000	8,826	9,003

资料来源：根据公司提供资料整理

2018 年，南天信息 PR 系列专业存折打印机的产量较上年增加 21,095 台，销量较上年增加 22,237 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。2018 年，BST 系列自助服务终端产量和销量较上年均有所上升，主要系 2017 年主要客户中国银行对应采购部门人员架构调整，2017 年度启动招标采购较以前年度偏晚所致。从产能上来看，2018 年，PR 系列专业存折打印机和 BST 系列自助服务终端的产能较上年均有所下降，主要系公司产能利用率较低所致。

整体看，近年来，由于市场竞争激烈，南天集团主要信息产品产能利用率不高，但产销率较高。

系统集成业务

集成业务方面，南天集团与 IBM、思科、AVAYA 等国际知名 IT 厂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”。软件业务方面，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。

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。

2018 年，南天信息的系统集成业务实现收入 15.97 亿元，较上年增长 15.06%，主要系订单增长带动业务规模扩大所致；毛利率较上年下降 1.46 个百分点。

软件业务及服务

南天信息的软件业务及服务主要为客户量身定制成熟的应用系统与解决方案、自有软件产品销售、软件开发与软件运维服务等。目前的软件客户以银行业为主。2018 年，南天信息的软件业务及服务实现收入 5.61 亿元，较上年增长 14.26%；毛利率为 58.80%，较上年基本持平。

（2）无线电公司和中唐国盛

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—2018 年，无线电公司分别实现收入 2.23 亿元、

2.44 亿元和 3.29 亿元，保持稳定增长。2018 年共完成 22 个型号产品，共计生产 15,338 台，军品备件 39 批。

中唐国盛系公司与华唐中科教育科技(北京)有限公司合资成立，公司持股比例为 65.00%，主要发展呼叫业务外包，2016 年起纳入公司财务报表合并范围。“十三五”期间，中唐国盛计划在云南全省建设 2.8 万席位的若干个呼叫中心，带动 11 万人就业，实现产值 28 亿元。同时，构建面向东南亚、南亚地区的小语种信息呼叫平台。

总体看，公司电子信息业务板块收入持续增长，随着南天集团转型升级，该业务板块有望继续保持发展，但在技术快速更新、信息技术产业竞争日趋激烈的环境下，公司信息业务的转型升级仍有不确定性。

4. 园区产业板块

公司园区产业板块的运营主体包括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”，公司持股 51.00%）和云南同图园区产业投资有限公司（以下简称“同图公司”，公司持股 100.00%）。

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，公司涉及到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。

公司园区产业收入主要来自工业、特色经济园区以及围绕园区配套开发的商业、住宅的出租和销售收入，其中以商业及住宅地产销售收入为主。2016—2018 年，公司园区产业板块分别实现收入 6.08 亿元、2.46 亿元和 7.44 亿元，随着项目结转进度波动较大；园区产业收入主要来自于工业地产和普通房地产的出售业务，工业地产仅有少量出租业务收入，另有少量其他类业务收入。近年来，受宏观经济下行与经济结构转型升级的共同影响，公司在园区产业板块投资进度放缓，可租售及结转的地产业面积减少，2018 年公司多个项目建设完成，因而收入大幅增加。为去化存量资产，公司将舒铂广场²与高楼房村土地³进行打包去化，资产包转让总价 8.29 亿元，其中舒铂广场项目转让价格 6.79 亿元，已于 2018 年 11 月与富康城控股（云南）有限公司签订转让协议，截至 2019 年 3 月底，已收取价款 2.04 亿元，剩余价款预计在 2019 年度全额收回。

表 12 近年来园区产业地产类收入构成情况（单位：万元）

项目	出售/出租	工业地产	普通房地产		合计
			商业	居住	
2016 年	出售	8,056.00	4,266.00	34,770.00	48,513.00
	出租	1,256.00	165.00	--	
2017 年	出售	4,395.50	4,108.47	11,261.00	21,282.55
	出租	1,272.48	134.47	110.63	
2018 年	出售	1,153.18	12,662.99	51,888.25	67,992.24
	出租	1,953.97	242.97	90.88	
2019 年	出售	--	79,496.57	2,781.26	82,708.14

² 舒铂广场项目占地面积 77.499 亩（土地证号：昆国用〔2009〕第 00718 号），用地性质商业金融业用地，规划容积率 4.0，总建筑面积 299,211.61 平方米，其中地上建筑面积 206,356.82 平方米，地下建筑面积 92,854.79 平方米。

³ 昆明经开区居住三期（高楼房村）的土地

1—3月	出租	358.30	72.01	--	
------	----	--------	-------	----	--

资料来源：公司提供

注：上表只列示了相关业务数据，审计报告上的数据是全部经营收益

（1）工业园区开发业务

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，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。

（2）房地产业务

公司在园区内围绕已建成项目进行周边住宅地产和商业地产业务，具体由相应的园区子公司负责经营，主要经营情况见下表。2016—2018 年，普通地产开发业务收入波动增长，主要系较多项目竣工所致。公司园区板块业务逐步由自主开发向资源整合转变，开发模式逐步转向以合作开发为主，2018 年，新开工面积 3.04 万平方米。2018 年，普通地产开发业务实现收入 6.57 亿元，较上年大幅增加。

表 13 近年来公司地产开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	13.90	-	3.04
竣工面积	11.90	9.95	13.86
销售面积	10.11	2.11	11.51
确认收入	4.23	0.76	6.57

资料来源：公司提供

注：表 11 中公司出售房地产收入包含了公司打包出售地产项目的收入，上表中所确认的收入为公司进行的普通房地产开发业务所出售房产，因为与表 11 中数据有所区别

截至2018年底，公司在建住宅项目为昭阳国际·北辰，项目计划总投资为7.40亿元，截至2018年底已完成投资4.20亿元，尚需投资3.20亿元，后续投资支出压力不大。截至2018年底，公司无在建商业地产类项目。

总体看，公司园区产业收入因在建项目完工进行出售导致收入大幅增加，公司仍有部分项目处于在建状态，具有一定的资金需求，但规模较小，对公司整体收入影响有限。

5. 现代服务业

公司聚焦以金融服务和生产服务为主的现代服务业，主要企业包括云南工投君阳投资有限公司（以下简称“君阳公司”）、云南惠理股权投资基金管理有限公司、云南工投维祺投资管理有限公司、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，较上年增加42.72亿元，

占公司收入比重为42.27%，主要系子公司君阳公司收入大幅增加所致；毛利率为3.39%，较上年的77.56%大幅下降，主要系所投项目仍处于前期投入阶段，尚未产生收益或收益较少所致。2016—2018年，现代服务板块收入大幅增加，但毛利率波动较大，所投项目仍有不确定性，若所投项目不能产生相应收益，公司收入和毛利润将会受到一定影响。

君阳公司于2017年11月27日由云南省工业投资控股集团有限责任公司、云南图南投资有限公司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年度，君阳公司实现营业收入46.66亿元，主要系来自于其新开展的有色金属贸易业务，占现代服务业板块营业收入比例分别为93.49%；实现毛利润1.81亿元。

君阳公司主要收入来源于子公司君宜智能，君宜智能主要经营焦炭和有色金属贸易业务，2018年全年实现营业收入45.11亿元，由于公司处于经营初期，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，大部分业务采用先款后货的经营模式，导致年底账面预付款项金额较大。结算模式上看，君宜智能大宗贸易业务以银行转账和承兑汇票为主，与上游供应商和下游客户的平均结算周期均为3~4个月，业务周期较长。

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

6. 经营效率

2016—2018年，公司应收账款周转次数呈波动上升态势，分别为3.97次、3.18次和5.18次；存货周转次数呈逐年上升趋势，分别为0.78次、0.79次和1.76次，主要系2018年新增有色金属贸易业务导致存货周转次数大幅增加；总资产周转次数呈波动上升态势，分别为0.19次、0.18次和0.32次。

总体看，公司经营效率一般。

7. 重大事项

（1）混合所有制改革

根据公司于2018年3月9日发布的公告，云南省国资委拟在云南工投公司层面引入战略投资者，以推进公司的混合所有制改革相关工作。目前公司已经接到上级通知，停止此次混改工作。但也不排除混改工作重新启动的可能，若重新启动并实施混改，可能会对公司的生产经营产生一定影响，存在与混合所有制改革相关的风险。

（2）南天信息挂牌转让医药工业公司股权

2018年5月16日，公司下属上市公司南天信息发布公告称，为剥离非主业资产，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，云南工投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%。根据南天信息于2018年7月4日公告，该次挂牌转让事项的唯一摘牌方为云南工投，确认转让金额为3.37亿元。截至报告发布日，转让事项已完成工商变更，云南工投直接持有医药工业公司100%股权。

（3）公司出售、转让其所持有的部分沃森生物股权

根据公司于 2019 年 1 月 28 日发布的公告，公司于 2018 年 11 月 22 日通过深圳证券交易所证券交易系统以大宗交易方式转让其持有的云南沃森生物技术股份有限公司股权 15,374,300 股，占总股本 1.00%；2018 年 12 月 25 日，公司与无锡中保嘉沃投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“中保嘉沃”）签署《股份转让协议》，以 13.78 亿元的股份转让价将其持有的沃森生物 76,871,850 股股份转让给中保嘉沃，所转让的股份占上市公司总股本的比例为 5%。本次股份转让合同净收益约 5.53 亿元，不影响公司合并报表范围以及公司生产经营。

（4）公司董事长变更

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公司党委书记、党委委员职务；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），决定孙德刚同志任公司党委书记。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公司董事长职务。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公司董事长，免去公司总裁职务。

（5）公司第二大股东变更为云南省土地储备运营有限公司

根据公司于 2019 年 4 月 1 日发布的公告，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），决定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公司 36%的股权（金额为人民币 230,400 万元）转让给云南省土地储备运营有限公司。公告称，此次股东变更对本公司生产经营战略、业务模式、财务状况和偿债能力无重大影响。

（6）公司董事变更

根据公司于 2019 年 8 月 5 日发布的公告，公司于 2019 年 7 月 23 日召开股东会决议同意选举王冲为公司董事，同意和春育不再担任公司董事并同时被选举为公司职工董事，同意宋兴举不再担任公司职工董事。公告称，此次董事变更未对公司日常管理、生产经营及偿债能力、董事会和监事会决议有效性产生负面影响。

8. 经营关注

（1）电子信息业务竞争激烈，面临收入下降的风险

目前电子信息产业整体市场竞争较为激烈，公司部分电子信息产品产能利用率仍较低，盈利水平一般。此外，公司围绕“大数据”“云平台”，通过市场并购植入新业务等措施转型升级，若未来公司产品利润空间被进一步挤压、转型升级效果不佳等，公司电子信息板块将面临收入规模及盈利能力下降风险。

（2）受“两票制”全面实施影响，公司医药商业收入下降

2018 年，受 2017 年国家全面实施的“两票制”政策持续影响，公司医药调拨业务规模持续减少，医药商业板块收入较上年下降 7.34%。虽然“两票制”政策影响在长期将达到平衡，但预计未来几年内对于中小医药流通企业的影响仍将持续，对于资金实力、销售渠道及终端的拓展、建设和维护提出挑战。此外，公司经营的医药产品同质化严重，未来仍可能面临一定市场竞争风险和经营波动风险。

(3) 有色金属贸易收入规模增幅较大，但毛利率很低

2018 年，公司现代服务板块因有色金属贸易规模大幅增长带动收入大幅增加，但毛利率很低。此外，该业务模式为先款后货，对公司营运资金形成一定占压。

9. 未来发展

公司制定了“1335 发展战略”，其核心是明确一个定位，发挥三个作用，抓实三项业务，培育五大产业板块。即：立足于云南省国有资源优化配置、国有资本战略布局和产业转型升级要求，充分发挥云南工投在全省经济发展中的投资向导作用、结构调整支持作用和资本经营保值增值作用，通过创新强化“股权投资+金融投资+资产管理”业务模式，拓展增量业务和改善存量资产运营绩效；通过市场机制的发挥，推动国有资本在资本市场上的流动，提高资源配置效率，着力培育生物医药、电子信息、园区产业和现代服务业，逐步实现资产资本化和资本证券化；通过对集团“融投管退”各环节能力的培育，有效提升集团的项目选择能力、投资管理能力、风险控制能力、增值获利能力，推动公司发展成为云南省最具专业水平的国有资本投资公司。

公司着力发展核心业务和培育重点产业，逐步整理退出和剥离产能过剩、利润空间微薄的产业，整合资源配置，优化资本结构。一方面将收缩原资源板块的投入，妥善处置部分矿权，另一方面将继续加大对四大核心板块的投资力度，充分发挥资本市场对产业发展的促进作用。

总体看，公司发展规划路径明确且与公司现有功能定位及业务相适应。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。公司执行财政部发布最新的《企业会计准则-基本准则》及其他相关准则、规定编制。

从合并范围来看，2016—2018 年，公司财务报表合并范围有所变化，但由于合并范围内增减公司二级子公司中有多家投资管理平台，二级以下子公司合并范围变化较大，公司合并财务数据的可比性一般。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的二级子公司 22 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 361.86 亿元，负债合计 222.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.39 亿元。2018 年，公司实现营业收入 113.17 亿元，净利润（含少数股东损益）0.11 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润-2.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 362.92 亿元，负债合计 220.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 91.19 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元。其中，归属于母公司所有者的净利润 0.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.72 亿元。

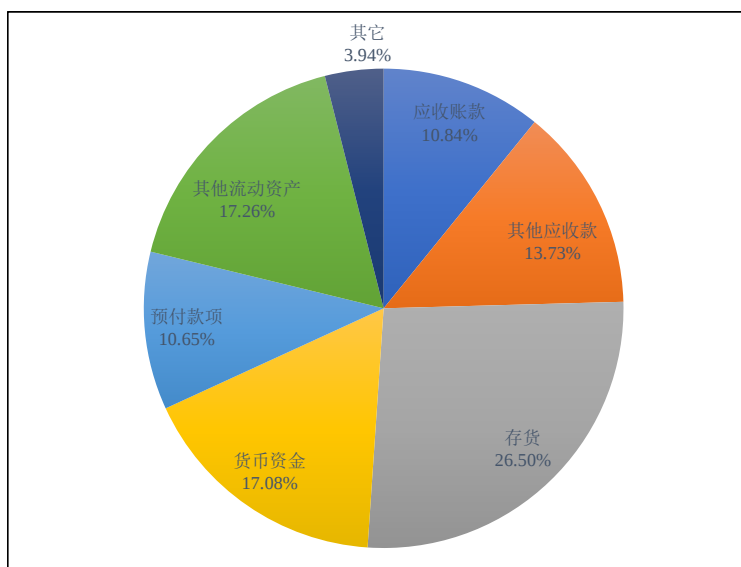
2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 4.43%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司合并资产总额 361.86 亿元，较年初增长 1.75%，变化不大；其中流动资产占比较年初上升 8.85 个百分点至 53.85%，流动资产占比有所增加，但公司资产结构仍相对均衡。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 16.28%。截至 2018 年底，公司流动资产 194.86 亿元，较年初增长 21.77%，主要系货币资金大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 17.08%）、应收账款（占 10.84%）、预付款项（占 10.65%）、其他应收款（占 13.73%）、存货（占 26.50%）和其他流动资产（占 17.26%）构成。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 24.65%。截至 2018 年底，公司货币资金 33.28 亿元，较年初大幅增长 48.96%，主要系公司收到沃森生物股权转让款 6.70 亿元及植物药业收到贵州百灵增资款 7.10 亿元所致。其中，公司货币资金主要为银行存款（占 97.13%），货币资金受限比例为 12.15%，受限比例较低。

2016—2018 年，公司应收账款账面价值逐年增长，年均复合增长 10.12%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 21.12 亿元，较年初增长 8.04%，主要系同图公司转让曲靖经开区和昭阳公司部分土地尚未收到相应款项所致；公司应收账款中，采用账龄法计提坏账准备的应收账款余额为 19.66 亿元（占 83.67%），1 年以内的占比为 81.13%，1~2 年的占比为 9.26%，整体账龄较短；公司应收账款计提坏账准备 2.38 亿元，计提比例为 10.11%；公司应收账款前五大欠款单位金额合计为 3.75 亿元，占比为 15.95%，集中度一般。

2016—2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合大幅增长 92.11%。截至 2018 年底，公司预付款项 20.75 亿元，较年初大幅增长 4.43 倍，主要系君阳公司有色金属贸易业务预付货款增加所致，公司预付账款账龄绝大部分为一年以内，预付账款坏账风险较小。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合大幅增长 85.07%。截至 2018 年底，公司其他应收款 26.75 亿元，较年初大幅增长 57.87%，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；前 5 名欠款单位合计占其他应收款账面余额的 86.60%（见下表），欠款单位集中度较高。截至 2018 年底，公司应收昆明恒腾地产的款项系转让大理创意园区公司股权产生的应收股权转让款，恒腾地产的股东为深圳市信证基金管理有限公司（系自然人控股）和恒大地产集团昆明有限公司；应收云南省国有资本运营有限公司（以下简称“云南国资”，系公司的第二大股东）的款项系关联方资

金拆借款；公司其他应收款坏账准备余额为 8.13 亿元，计提比例 23.31%。

表 14 截至 2018 年底公司其他应收账款前 5 名明细（单位：亿元、%）

单位	金额	坏账准备	账龄	占其他应收款总额比例
云南省国有资本运营有限公司	9.00	--	1 年以内	33.65
无锡中保嘉沃投资合伙企业（有限合伙）	6.89	--	1 年以内	25.76
成都瑞兴通科技有限公司	2.96	1.48	1 年以内	10.50
昆明恒腾房地产开发有限公司	2.41	--	1—2 年	9.02
富康城控股（曲靖）有限公司	2.16	1.08	1 年以内	7.67
合计	23.42	--	--	86.60

资料来源：联合评级整理

注：对昆明恒腾房地产开发有限公司的其他应收款系按照账龄组合法计提坏账准备，前 5 名中的其他应收对象系关联方组合或其他组合，未计提坏账准备

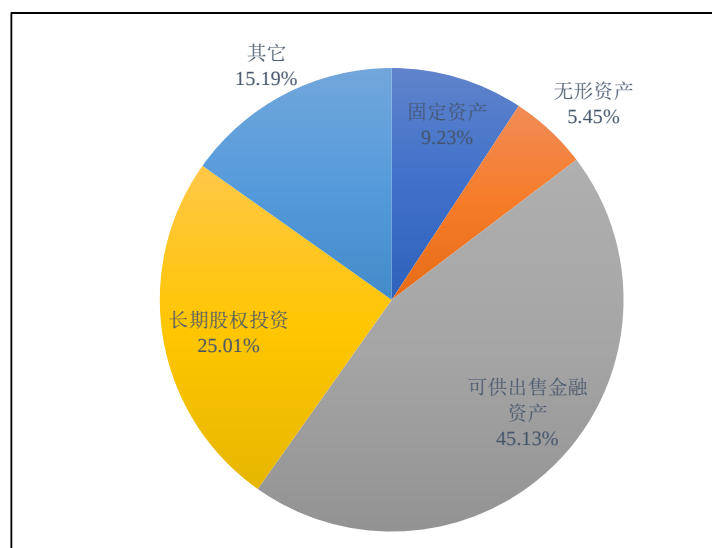
2016—2018 年，公司存货账面价值逐年下降，年均复合下降 8.46%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 51.64 亿元，较年初下降 9.37%，主要系同图公司所属的昆明经开区公司在 2018 年度转让部分土地及资产所致；公司存货以开发成本（占 28.58%）、开发产品（占 40.05%）、自制半成品及在产品（占 19.95%）和库存商品（产成品）（占 7.81%）为主，开发产品和开发成本主要由园区产业土地收储、商业项目及标准厂房等项目构成；存货跌价准备期末余额为 0.18 亿元。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 14.63%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 33.62 亿元，较年初增长 15.69%，主要系购买流动性好、安全性高的理财产品所致，其他流动资产主要由理财产品（占 96.22%）构成。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模波动下降，年均复合下降 5.68%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 167.00 亿元，较年初减少 14.63%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和长期应收款大幅减少所致；公司非流动资产主要包括可供出售金融资产（占 45.13%）、长期股权投资（占 25.01%）、固定资产（占 9.23%）和无形资产（占 5.45%）构成。

图 2 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产账面价值逐年下降，年均复合下降 5.43%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值 75.36 亿元，较年初下降 8.17%，均为按照公允价值模式计量的可供出售权益工具，主要包括对江苏亨通光电股份有限公司、昆药集团股份有限公司等公司的权益投资，整体规模较大，但股票价格波动较大，公司可供出售金融资产存在一定减值风险。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合大幅增长 57.51%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 41.77 亿元，较年初减少 5.94 亿元，主要系转让对沃森生物等联营企业的投资所致；公司长期股权投资主要由对云南云天石化有限公司、沃森生物等数十家公司的股权投资组成。

2016—2018 年，公司长期应收款逐年下降，年均复合大幅下降 86.46%。截至 2018 年底，公司长期应收款 0.70 亿元，较年初大幅下降 94.82%，主要系公司代付政府信用贷款已结清所致。公司作为云南省政府国开行转贷主体的三大平台之一，需要代付政府信用贷款偿还。

2016—2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 0.79%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 15.41 亿元，较年初减少 1.76%，变化不大；累计折旧 10.66 亿元，占固定资产账面原值 40.50%；累计计提 0.25 亿元，主要系房屋建筑物，计提比例为 0.95%；固定资产成新率为 61.18%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 25.62%。截至 2018 年底，公司在建工程为 5.77 亿元，较年初大幅下降 45.40%，主要系公司矿业资源企业对在建工程计提资产减值损失所致；公司在建工程主要为 10 万吨炭质还原剂等工程投资。

2016—2018 年，公司无形资产波动下降，年均复合下降 5.07%。截至 2018 年底，公司无形资产 9.10 亿元，较年初减少 20.11%，主要系软件和特许权的减少所致；无形资产主要由土地使用权（占 74.74%）和专有技术（占 12.78%）构成。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产为 9.67 亿元，包括用于保证金的货币资金 2.85 亿元，政府信用贷款专户资金 0.30 亿元，结构性存款 0.91 亿元，用于借款抵质押的固定资产 1.58 亿元、无形资产 0.32 亿元、存货 2.26 亿元和投资性房地产 1.46 亿元，受限资产账面价值占公司期末总资产的 2.67%，占净资产的 6.91%。此外，2016 年 9 月，公司以子公司医药工业公司 58.53% 股权作为担保，向建设银行提供质押担保，借款金额为 2.80 亿元。整体看，公司资产受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 362.92 亿元，较年初增长 0.29%，较年初变化不大；其中流动资产占 53.81%，非流动资产占 46.19%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产构成较为均衡，非流动资产中可供出售金融资产及长期股权投资规模较大，公司整体资产质量较好。

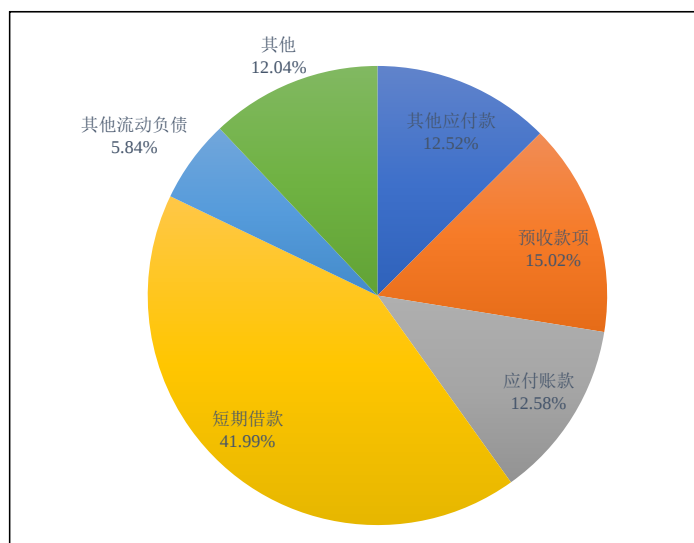
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2016—2018 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 2.75%。截至 2018 年底，公司负债规模 222.05 亿元，较年初下降 0.81%；其中流动负债占 46.24%，非流动负债占 53.76%。公司负债结构相对均衡。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 17.55%。截至 2018 年底，公司流动负债 102.67 亿元，较年初增长 8.53%，主要系短期借款、预收账款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 41.99%）、应付账款（占 12.58%）、预收款项（占 15.02%）、其他应付款（占 12.52%）和其他流动负债（占 5.84%）构成。

图3 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长24.69%。截至2018年底，公司短期借款为43.11亿元，较年初增长26.23%，主要系银行授信增加，且成本较低，提用金额较以前年度增加所致；公司短期借款主要包括信用借款（占75.55%）、保证借款（占18.13%）、票据借款（占3.84%）和抵押借款（占2.48%）。

2016—2018年，公司应付账款波动下降，年均复合下降4.78%。截至2018年底，公司应付账款12.92亿元，较年初增长4.20%。

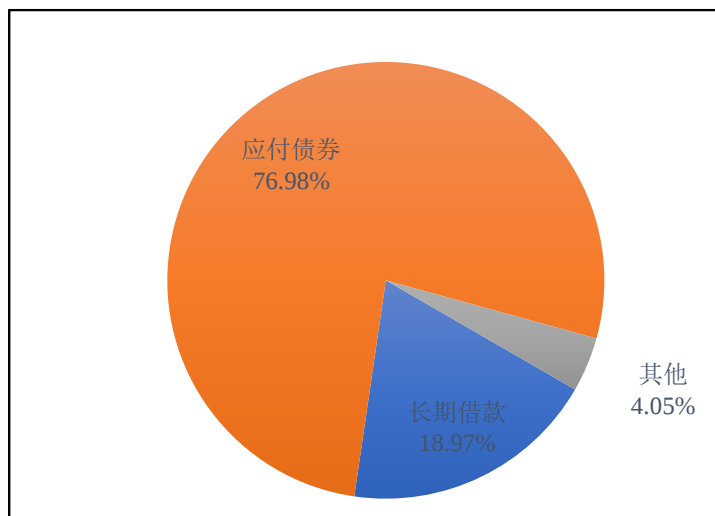
2016—2018年，公司预收款项逐年增长，年均复合大幅增长55.50%。截至2018年底，公司预收款项15.42亿元，较年初大幅增长61.40%，主要系君宜智能的预收货款大幅增长所致；公司预收款项主要为预收货款以及购房款，账龄多在一年以上。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长1.93%。截至2018年底，公司其他应付款合计12.86亿元，较年初增长18.25%，主要系保证金、准备金及押金等的增加所致。

2016—2018年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长9.54%。截至2018年底，公司其他流动负债6.00亿元，较年初减少9.00亿元，主要系2018年偿还“17云工投CP001”“17云工投CP002”“17云工投SCP001”“18云工投SCP001”所致。

2016—2018年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降6.32%。截至2018年底，公司非流动负债119.38亿元，较年初下降7.64%，主要系长期应付款大幅下降所致；公司非流动负债主要由长期借款（占18.97%）和应付债券（占76.98%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期借款小幅波动下降，年均复合下降 0.69%。截至 2018 年底，公司长期借款为 22.65 亿元，较年初减少 18.15%；公司长期借款由保证借款、信用借款和抵押借款构成，占比分别为 44.81%、31.36%和 23.83%；从到期期限分布看，2020 年到期 2.73 亿元，2021 年到期 5.75 亿元，2022 年到期 9.02 亿元，2023 年之后到期 4.95 亿元，无明确到期期限的为 0.20 亿元，长期借款的到期期限较为分散。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 14.54%。截至 2018 年底，公司应付债券为 91.90 亿元，较年初增长 10.75%，主要系发行 10.00 亿元“18 云工投 PPN001”和 11.8 亿元“18 云工 01”所致。若不考虑债券的特殊条款（回售选择权、可续期等），公司存续债券中，2019 年到期的金额为 16.50 亿元，2020 年到期 10.00 亿元，2021 年到期 41.00 亿元，2022 年到期 20.00 亿元，2024 年到期 5.00 亿元（本金金额）。2019 年内到期的为“16 云工 S1”和“16 昆开 01”，仍于公司财务报表“应付债券”项目列示，本报告将其调整至短期债务；公司在 2021 年和 2022 年到期的债券规模较大，有一定集中偿付压力。

2016—2018 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合大幅下降 89.91%。截至 2018 年底，公司长期应付款为 0.38 亿元，较年初大幅下降 97.12%，主要系代付政府信用贷款减少所致。

2016—2018 年，公司债务总额逐年增长，年均复合增长 14.48%。截至 2018 年底，公司债务总额 168.01 亿元，较年初增长 2.03%。其中，短期债务占 41.64%，长期债务占 58.36%，以长期债务为主。截至 2018 年底，公司短期债务 69.96 亿元，较年初下降 0.58%；长期债务 98.05 亿元，较年初增长 3.98%。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 63.38%、62.94%和 61.36%，呈逐年下降趋势；全部债务资本化比率分别为 51.34%、55.55%和 54.58%，呈波动上升态势；长期债务资本化比率分别为 39.71%、41.71%和 41.22%，呈波动上升态势。整体看，公司债务负担较重，但仍属可控。

公司于 2015 年发行永续债 9.88 亿元，计入所有者权益科目，截至 2018 年底，永续债净额为 9.88 亿元，将该永续债调整计入长期债务后，2016—2018 年，公司资产负债率分别为 63.38%、62.94%和 61.36%；全部债务资本化比率分别为 53.19%、56.98%和 55.99%；长期债务资本化比率分别为 42.53%、44.15%和 43.56%，公司债务负担进一步加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债规模 220.55 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占 45.47%，非流动负债占 54.53%，负债结构较年初变化不大；公司债务总额 169.43 亿元，较年初增长 0.84%，

债务结构较年初有所变化，其中，短期债务占 34.69%，长期债务占 65.31%，以长期债务为主。若将公司 9.88 亿元永续债调整认定为长期债务进行测算，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 62.31%、54.96 %和 44.67%。

总体看，近年来，公司负债规模呈增长趋势，负债结构较均衡，整体债务负担较重，存在一定的集中偿付压力，但仍属可控。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益合计逐年增长，年均复合增长 7.27%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 139.82 亿元，较年初增加 6.09%，主要系引入战略投资增资所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 63.22%，少数股东权益占比为 36.78%。截至 2018 年底，公司资本公积 9.38 亿元，较年初增加 28.49%，主要系公司收购南天股份持有的医药工业 41.86%股权以及对子公司植物药业增资扩股所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 88.39 亿元，主要由实收资本（占 72.41%）、其他权益工具（占 11.18%）、资本公积（占 10.62%）和未分配利润（2.64%）构成。

公司于 2015 年发行永续债 9.88 亿元，该永续债如不赎回，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，该永续债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。该永续债在除发生普通股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。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 142.37 亿元，较年初增加 1.82%，较年初变化不大，其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.05%，少数股东权益占比为 35.95%。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 91.19 亿元，主要由实收资本（占 70.18%）、其他权益工具（占 10.83%）、资本公积（占 10.29%）和未分配利润（2.96%）构成，归属于母公司的所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益规模持续增长，少数股东权益占比较高，公司权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 31.92%。2018 年，公司实现营业收入 113.17 亿元，同比大幅增长 78.94%，主要系子公司南天信息及君阳公司收入大幅增加所致。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 41.36%。2018 年，公司营业成本 95.57 亿元，同比增长 104.18%，主要系低毛利的大宗贸易业务增加所致。2016—2018 年，公司利润总额波动下降，分别为 2.44 亿元、1.59 亿元和 2.13 亿元，年均复合下降 6.54%。2016—2018 年，公司净利润波动下降，分别为 2.39 亿元、0.01 亿元和 0.11 亿元，年均复合下降 78.66%。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 22.67%。2018 年，公司费用总额为 22.82 亿元，同比增长 19.05%，主要系财务费用和销售费用大幅增长所致。2018 年，公司销售费用 4.11 亿元（占 17.99%），同比增长 20.06%，主要系业务规模增加所致；管理费用 6.16 亿元（占 27.00%），较上年变化不大；研发费用 2.98 亿元（占 13.05%），同比增长 22.38%，主要系公司加大研发投入所致；财务费用 9.58 亿元（占 41.96%），同比增长 31.65%，主要系公司融资规模扩大所致。2016—2018 年，公司费用收入比呈波动下降态势，分别为 23.32%、30.31%和 20.17%，考虑到公司毛利率水平，公司费用控制能力有待提升。

2016—2018 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 159.04%。2018 年，公司投资收益为 10.68 亿元，较上年增加 4.70 亿元，主要系处置沃森生物等公司的股权带来 6.53 亿元投资收益所致；公司投资收益是利润总额的 5.02 倍，投资收益对公司利润贡献很大。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率呈逐年下降趋势，分别为 25.55%、24.58%和 14.14%，主要系低毛利的有色金属贸易收入大幅增长所致；公司总资本收益率呈逐年上升趋势，分别为 2.70%、2.73%和 3.30%；公司总资产报酬率呈逐年上升趋势，分别为 2.05%、2.63%和 3.34%；公司净资产收益率呈波动下降态势，分别为 1.91%、0.01%和 0.08%。整体看，公司各项盈利指标处于较低水平。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 29.95 亿元，同比增长 1.50 倍，主要系有色金属贸易业务增长所致；公司营业成本 25.30 亿元，同比增长 1.17 倍；公司实现利润总额 0.33 亿元，较上年同期扭亏为盈；净利润 0.09 亿元，较上年同期扭亏为盈。

总体看，近年来，受低毛利有色金属贸易业务收入大幅增长的影响，公司收入规模波动增长，但毛利率明显下降，期间费用对利润侵蚀严重，利润对投资收益和政府补助有很大依赖，整体盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 46.14%。2018 年公司经营活动现金流入为 136.64 亿元，同比增长 103.63%，主要系新增的有色金属贸易业务收入规模较大所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 47.88%。2018 年公司经营活动现金流出为 141.14 亿元，同比增长 128.82%，主要系有色金属贸易业务模式为先付后货导致现金支出大幅增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动净现金流波动较大，分别为-0.56 亿元、5.42 亿元和-4.50 亿元。从收入实现质量看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 92.11%、98.19%和 113.95%，呈逐年上升趋势，公司收入实现质量逐年提高。

从投资活动情况来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 31.85%。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。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 11.54%。2018 年公司投资活动现金流出为 46.87 亿元，同比下降 44.12%，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。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金流由净流出转为净流入，分别为-28.42 亿元、-40.88 亿元和 7.84 亿元。

从筹资活动情况来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 2.84%。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。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 14.68%。2018 年公司筹资活动现金流出为 100.05 亿元，同比增长 17.89%，主要系偿还债务所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流净额波动下降，分别为 24.18 亿元、37.41 亿元和 5.98 亿元。

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

总体看，近年来，公司经营活动现金流净额波动性较大，投资活动现金流由净流出转为净流入，筹资性活动现金净流入规模波动下降。由于公司投资规模较大，仍存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.94 倍、1.69 倍和 1.90 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力尚可。2016—2018 年，公司速动比率分别为 1.11 倍、1.09 倍和 1.39 倍，速动资产对流动负债的覆盖能力尚可。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.54 倍、0.48 倍和 0.57 倍，现金类资产对流动负债的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 8.82 亿元、11.22 亿元和 14.30 亿元。2018 年，公司 EBITDA 中计入财务费用的利息支出占 68.94%，利润总额占 14.89%，折旧占 12.14%，摊销占 4.03%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.03 倍、1.51 倍和 0.93 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.07 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力较低。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司（及子公司）合计获得银行授信额度 107.90 亿元，尚未使用授信余额 39.04 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司尚未履行完毕的对外担保金额为 3.86 亿元。

根据公司审计报告，截至 2018 年底，公司及子公司涉及的诉讼事项主要有 8 起，其中公司及子公司作为原告的诉讼案件涉及金额合计约 0.74 亿元，作为被告、共同被告或担保方的涉案金额合计约 0.13 亿元。其中，金额较大的主要是子公司云南曲靖工投矿业投资发展有限公司与云南云维股份有限公司（以下简称“云维股份”）及下属四家企业（曲靖大为煤焦供应有限公司、云南大为制焦有限公司、曲靖大为焦化制供气有限公司、云南泸西大为制焦有限公司）签订了《煤炭贸易合作协议》，合作期至 2016 年 6 月 30 日，合作期满后对方未能按协议归还公司款项，对方公司正在进行重组，公司对云维股份及下属四家企业提取法律诉讼要求归还借款，涉及金额 5,105.96 万元。整体看，公司涉及的诉讼案件金额不大，对公司经营和财务状况的影响有限。

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）显示，截至 2019 年 6 月 12 日，公司未结清的信贷信息里有 3 笔关注类贷款⁴，已结清的信贷信息里有 1 笔不良和关注类贷款。

总体看，近年来，公司长短期偿债能力表现一般，但考虑到公司在云南省工业投资运营领域的重要地位，股东支持力度很大，资产质量良好，经营规模较大，其整体偿债能力仍属很强。

八、公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额 169.43 亿元，本期公司债券发行额度为不超过 5.60 亿元，相对于目前公司债务规模，本期公司债券的发行对公司债务水平有一定的影响。

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%、53.50%和 42.46%，以 2019 年 3 月底财务数据为基础，预计本期公司债券发行后，不考虑其他因素，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将分别上升至 62.31%、54.34%和 43.73%，公司债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金用于偿还现有债务，对公司实际影响将低于上述预测值。

⁴ 主要系国开行因为贷款业务种类变化便需要调至关注类，国开行已开具证明公司信贷业务均正常且信用状况良好。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 对本期债券发行额度（5.60 亿元）的覆盖倍数为 2.55 倍，EBITDA 对本期债券的保障程度较高；经营活动现金流入量对本期债券发行额度（5.60 亿元）的覆盖倍数为 24.40 倍，经营活动现金流入对本期债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑公司长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

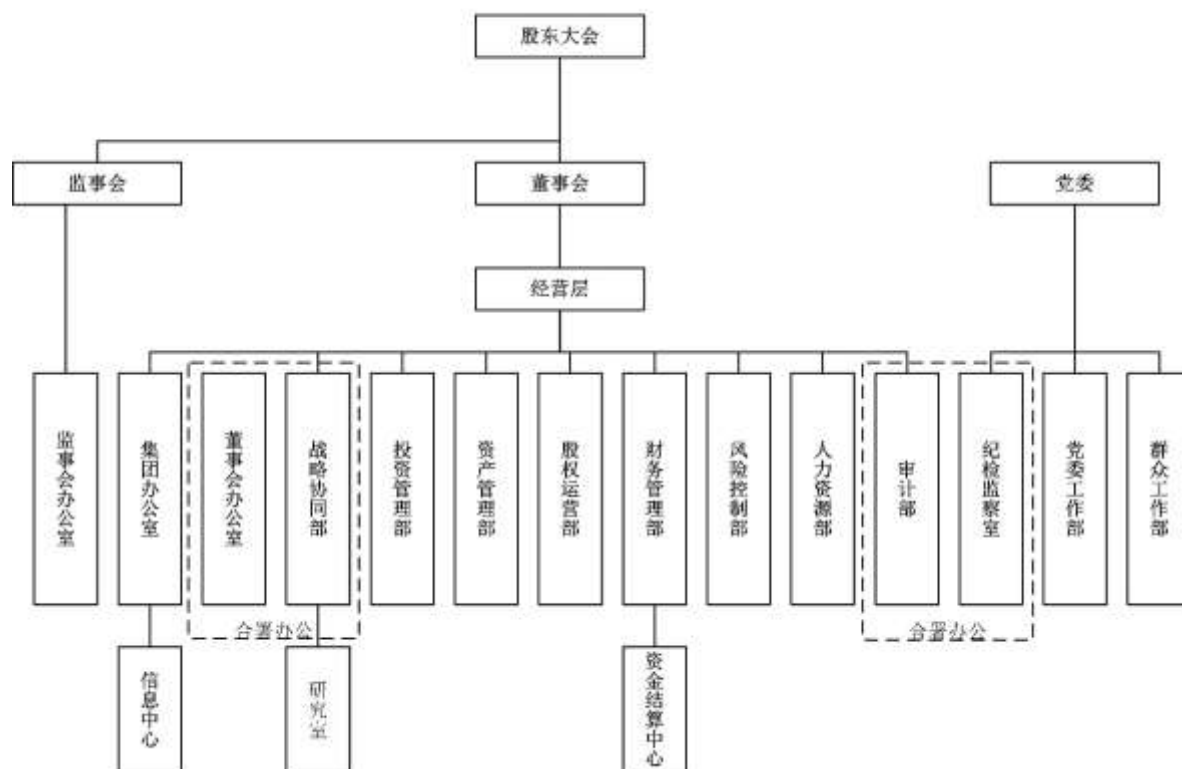
九、综合评价

公司作为云南省政府定位的工业投资平台及国有资本价值化经营的主体，在云南省工业投资领域具有突出的战略地位，持有较大规模的金融资产和股权资产，业务布局多元化。同时，联合评级也关注到公司园区产业板块和医药流通业务收入规模下降、有色金属贸易业务毛利率很低、期间费用对利润侵蚀严重、利润对投资收益和政府补助依赖程度较高以及整体债务负担较重且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司经营规模的扩张，金融资产及股权投资收益的陆续实现，公司逐步进行资源整合及产业转型升级，其综合实力有望提升。综上，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 云南省工业投资控股集团有限责任公司 组织机构结构图



附件 2 云南省工业投资控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
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）	48.17	70.37	69.96	58.78
长期债务（亿元）	80.02	94.30	98.05	105.05
全部债务（亿元）	128.20	164.67	168.01	163.83
营业收入（亿元）	65.02	63.24	113.17	29.95
净利润（亿元）	2.39	0.01	0.11	0.09
EBITDA（亿元）	8.82	11.22	14.30	--
经营性净现金流（亿元）	-0.56	5.42	-4.50	-5.86
应收账款周转次数（次）	3.97	3.18	5.18	--
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	0.08
现金收入比率（%）	92.11	98.19	113.95	69.68
总资本收益率（%）	2.70	2.73	3.30	--
总资产报酬率（%）	2.05	2.63	3.34	--
净资产收益率（%）	1.91	0.01	0.08	0.07
营业利润率（%）	25.55	24.58	14.14	13.83
费用收入比（%）	23.32	30.31	20.17	19.05
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	53.50
长期债务资本化比率（%）	39.71	41.71	41.22	42.46
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	1.51	0.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09	--
流动比率（倍）	1.94	1.69	1.90	1.95
速动比率（倍）	1.11	1.09	1.39	1.50
现金短期债务比（倍）	0.54	0.48	0.57	0.55
经营现金流动负债比率（%）	-0.76	5.73	-4.38	-5.84
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.57	2.00	2.55	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 云南省工业投资控股集团有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年云南省工业投资控股集团有限责任公司年报公告后的两个月内，且不久于每一年会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

云南省工业投资控股集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。云南省工业投资控股集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注云南省工业投资控股集团有限责任公司的相关状况，如发现云南省工业投资控股集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如云南省工业投资控股集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至云南省工业投资控股集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送云南省工业投资控股集团有限责任公司、监管部门等。

