

跟踪评级公告

联合[2011] 1044 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,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⁺,评级展望为稳定,维持“11云工投MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十八日



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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 云工投 MTN1	12 亿元	2011/5/24~2016/5/24	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 28 日

项目	2009 年	2010 年	11 年 9 月
现金类资产(亿元)	45.48	40.88	34.32
资产总额(亿元)	256.06	270.30	281.70
所有者权益(亿元)	96.03	95.62	92.93
短期债务(亿元)	28.03	15.48	12.30
全部债务(亿元)	29.26	36.35	50.05
营业收入(亿元)	28.00	30.33	21.83
利润总额(亿元)	2.45	2.76	2.13
EBITDA(亿元)	4.22	4.96	--
经营性净现金流(亿元)	0.43	2.33	-6.62
营业利润率(%)	23.33	23.36	17.80
净资产收益率(%)	1.89	2.23	--
资产负债率(%)	62.50	64.62	67.01
全部债务资本化比率(%)	23.36	27.54	35.00
流动比率(%)	181.02	169.52	199.95
全部债务/EBITDA(倍)	6.93	7.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.26	--
经营现金流负债比(%)	0.96	5.20	--

注: 2011 年三季度数据未经审计。

分析师

王紫临

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)

Http: //www. lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 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”)在云南省工业投资领域获得较强的政府支持、公司主业经营情况有所提升。同时, 目前公司四大主业尚处培育阶段, 目前尚未能形成较强的整体盈利能力; 非主业参股企业众多, 被投资企业质量一般。公司债务水平有所上升。

目前公司战略资源及制造、工业园区、金融及高新产业四大板块已基本搭建。随着四大主业盈利能力的逐步释放以及股权投资收益的陆续实现, 公司整体盈利能力和偿债能力有望改善。联合资信对公司的评级展望为稳定。

联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“11 云工投 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司作为云南省政府定位的工业投资平台, 是云南省资源优化配置和战略性调整的龙头, 政府支持较强。在工业投资领域, 云南省对公司在投资项目和资源储备方面具有指导和政策性倾斜优势。
2. 公司外部环境良好, 2010 年云南省经济运行情况良好, 财政收入稳步提高。
3. 跟踪期内, 公司主业经营状况向好, 整体盈利能力有所改善, 未来随着四大业务板块的搭建和经济效益的发挥, 以及股权投资收益贡献的增加, 公司整体盈利能力有望提升。
4. 公司可供出售金融资产规模较大, 资产流动性和收益性良好。

关注

1. 盈利能力偏弱。公司组建时间不长, 已形成的四大业务板块尚处培育阶段, 未发挥

经济效益。

2. 股权投资集中度较低。公司参股企业较多，涉及行业较广，被投资企业质量一般。
3. 资本性支出压力较大。公司未来主业领域投资项目较多，资金需求量大，外部融资依赖度高。
4. 公司转贷资金规模较大。公司作为云南省属重点企业之一，承担了云南省基础设施和公用设施领域内的转贷资金，该部分资产由云南省财政负责偿还，不构成公司自身债务。但该部分资产占公司资产总额较大份额，且不能为公司带来经济效益。

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”）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，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）的规定，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，工商登记注册号为530000000012544，后经省国资委增资扩股，2011年9月底公司注册资本金60亿元，各股东出资额及持股比例见表1。

表1 公司现有股东持股情况

股东单位	出资(万元)	出资比例(%)
云南省国资委	490000	81.67
云天化集团	30000	5.00
昆钢公司	20000	3.33
云铜集团	20000	3.33
云冶集团	20000	3.33
云锡集团	20000	3.33
合计	600000	100

资料来源：公司提供

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。公司是云

南省政府定位的工业投资平台。

截至2010年底，公司合并资产总额为270.30亿元，所有者权益合计为95.62亿元。2010年，公司实现营业收入30.33亿元，利润总额2.76亿元。

截至2011年9月底，公司合并资产总额为281.70亿元，所有者权益合计为92.93亿元。2011年1~9月，公司实现营业收入21.83亿元，利润总额2.13亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区出口加工区监管大楼；公司法定代表人：龚立东。

二、经营与管理分析

1. 区域环境

2010年云南全省生产总值(GDP)完成7220.14亿元，比上年增长12.3%，高于全国平均水平2个百分点。分产业看，第一产业增加值1105.81亿元，增长4.0%；第二产业增加值3223.93亿元，增长15.8%；第三产业增加值2890.4亿元，增长11.5%。三次产业结构由上年的17.3:41.9:40.8调整为15.3:44.7:40.0。全省人均GDP达到15749元(按年末汇率折合2378美元)，比上年增长11.6%。

2010年云南省财政总收入完成1809.3亿元，比上年增长21.4%。地方财政一般预算收入完成871.19亿元，比上年增长24.8%；其中增值税完成112.78亿元，增长15.6%；营业税237.26亿元，增长35.0%；企业所得税82.28亿元，增长26.0%。全省地方财政一般预算支出完成2285.72亿元，比上年增长17.1%，其中，用于农林水事务、教育、医疗卫生、住房保障支出、社会保障与就业的支出分别增长22.4%、21.6%、21.4%、63.6%和16.3%。

跟踪期内，云南省经济运行情况良好，财政收入稳步增长，为公司提供了良好的外部环境。

2. 外部支持

公司股东包括控股股东云南省国资委，以及 5 个参股股东——云南省国资委旗下的五大资源性产业集团。

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，合计 49 亿元，在注入的股权中，其中上市公司股权的注入提升了公司流动性和盈利性。截至 2010 年底，公司股权的可供出售金融资产的价值为 24.74 亿元；公司间接控股的云南南天电子信息产业股份有限公司，目前是公司收入和利润的主要贡献来源。

3. 公司经营

公司以金融板块为支撑，整合公司外部金融资源，发挥公司资本运营优势，在公司现有优质股权资产基础上，对公司三大重点工业板块的工业生产资源进行优化配置和调整完善，

通过重组、并购、增值、上市等进退有序的价值化经营，发展产业集群，建立和完善云南省工业系统发展。

自公司成立至 2010 年底，公司共投资项目 17 个，投资总额 25.67 亿元。其中，资源及制作业板块 9 项，投资总额 14.57 亿元，工业园区板块 2 项，投资总额 2.5 亿元；金融板块 4 项，投资总额 1.78 亿元，高新产业板块 7 项，投资总额 5.83 亿元。2011 年前三季度，公司本部共投资项目 6 个，投资总额 10.10 亿元，其中政府引导投资 4 亿元(用于昆明新机场建设)。

跟踪期内，四大业务板块稳步发展（见表 2）。2010 年公司实现主营业务收入和毛利润分别为 29.33 亿元和 7.19 亿元，其中高新产业板块分别占 82.34%和 68.39%、资源板块分别占 1.12%和 1.62%、工业园区板块分别占 13.62%和 19.92%、金融板块分别占 1.83%和 6.74%。2011 年前三季度公司实现主营业务收入和毛利润分别为 21.74 亿元和 4.01 亿元。

表2 2009-2010年公司收入成本变化情况（单位：万元）

项 目	收入		成本		毛利率	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
金融板块	4656.72	5370.18	71.13	521.14	98.47%	90.30%
工业园区板块	22532.64	39950.77	11124.68	25628.3	50.63%	35.85%
高新技术板块	199437.41	241508.22	158600.82	192327.36	20.48%	20.36%
能源板块	41784.79	3285.33	35861.62	2120.91	14.18%	35.44%
其他板块	3874.05	3205.43	1330.64	813.96	65.65%	74.61%
主营业务小计	272285.61	293319.93	206988.89	221411.67	23.98%	24.52%

资料来源：根据公司审计报告编制。

（一）金融板块

公司主要通过发挥集团金融板块和吸纳外部投资者投入资金实现多元化融资。2010 年~2011 年前三季度，公司向金融板块主要投资项目为组建成立“诚泰财产保险股份有限公司”。该公司是根据“保监发改[2011]525 号”文件批准设立，由云南省城市建设投资有限公司、云南冶金集团股份有限公司、云南世博旅游控股集团有限公司、云南省工业投资控股集团有限责任公司、云天化集团有限责任公司、

云南机场集团有限责任公司以及昆明市交通投资有限责任公司共同出资，是第一家总部设在云南的内资全国性财产保险公司，注册资本人民币 10 亿元，注册地为云南省昆明市。该公司的建立对于健全云南省地方金融体系、支持“中国向西南开放重要桥头堡”建设战略具有重要意义。2011 年 11 月，诚泰保险举行创立大会，正式运营。

目前，公司金融板块运营主体为其下属控股子公司——云南省投融资担保有限公司，该业

务板块的收入全部来自于该子公司，该业务板块的收入和利润很小。2010 年公司金融板块共实现营业收入 5370.18 万元。

(二)工业板块投资

作为工业投资平台，跟踪期内公司在资源板块、工业园区、高新产业板块均有投入。2010 年，在工业板块，公司本部共投资 2.17 亿元。2011 年前三季度共投资 5.10 亿元。其中，(1)资源板块 1 项，投资额 3.72 亿元，主要投资项目为：认购云南铜业股份有限公司非公开发行股票。(2)高新技术板块 2 项，投资总额 0.68 亿元。主要投资项目为：对昆明冶研新材料公司和瑞宝生物科技公司增资扩股。(3)工业园区板块 1 项，投资额 0.7 亿，主要投资项目为：组建成立云南工投昭阳产业投资开发有限公司，对该公司控股 70%。

(1) 能源板块

跟踪期内，公司在该行业的投资主要表现在有色金属和煤炭两个子行业。目前产生经济效益的下属子公司主要为煤炭行业。

2010 年，公司在动力配煤股份有限公司董事会减少 1 名董事，在该公司董事会未拥有半数以上表决权，不再具有控制权，因此不再纳入合并范围，导致公司资源板块收入较 2009 年快速减少。公司目前战略资源及制造板块的主要运营主体为下属全资或控股子公司——云南工投基础产业有限公司（以下简称“基础公司”）及曲靖工投矿业投资发展有限公司（以下简称“曲靖矿业”），基础公司和曲靖矿业目前正处于资源整合及技术改造期，目前产生的收入较少。目前该板块全部收入为煤炭销售收入，由于公司合并范围的变化，该板块毛利率也出现较大波动。

基础公司目前拥有龙陵大坝煤矿和禄丰白沙煤矿的采矿权，其中龙陵大坝煤矿褐煤远景储量约为 1.2 亿吨，现有产能 5 万吨/年；禄丰白沙煤矿褐煤远景储量约为 2.13 亿吨，现有产能 6 万吨/年，现有的两个煤矿产能规模较小，目前正对其扩产改造。此外，基础产业公

司也投资运作了黄金、铜等中小矿产项目。公司龙陵县 60 万吨/年褐煤扩能项目、5 万吨/年炭质还原剂项目以及禄丰白沙煤矿 200 万吨/年、10 万吨/年炭质还原剂项目均处于前期工作阶段；完成腾冲县葫芦口、元宝山两探矿权区域地质勘查及部分前期工作，探明各级储量 9.27 吨；收购昭通红泥褐煤厂；完成文山四个探矿权证变更登记工作。

曲靖矿业主要是对曲靖市区域内的探矿权按计划进行整合收购，整合收购后公司按相关政策及法律、法规对标的物实施规划、勘探，待申办煤矿采矿权，在符合相关条件下，采用多种运作方式，以招拍挂形式转让采矿权由该子公司或相关股东对条件成熟的矿权进行开发。目前该子公司处于经营初期。

鉴于云南省丰富的矿产资源优势，以及配合省政府资源整合政策的实施，公司作为云南省工业投资平台，该业务板块成长性较好。但现阶段该业务板块处于发展初期，经济效益尚未显现；与云南省内大型资源性企业相比，公司资源储备相对较少，加上公司主要立足于对省内中小型资源类企业的整合及培育，未来公司对该业务板块资源整合、安全环保等方面的资本支出仍较大。

(2) 工业园区板块

公司工业园区业务经营主体为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%。2010 年公司成立了云南工业投曲靖经开区产业投资开发有限公司，运营模式与昆明经开区类似，但由于处于运作初期，具体的投资项目尚未落实。

昆明经济技术开发区被国务院批准为国家级开发区，是目前云南省唯一的科技兴贸出口创新基地。2010 年，开发区实现地区生产总值 108.54 亿元，按可比价格计算，比上年增长 23.2%，其中第二产业完成增加值 68.74 亿元，可比增长 25.6%，第三产业完成增加值 38.02 亿元，可比增长 21.4%，一、二、三产业比例为 1.64: 63.33: 35.03。

全区完成地方财政收入 20.63 亿元，比上年增长 47.15%，其中，实现地方财政一般公共预算收入 9.12 亿元，增长 42.69%。在地方财政一般公共预算收入中增值税 2.23 亿元，增长 46.12%；营业税 2.87 亿元，增长 50.23%；企业所得税 0.67 亿元，增长 53.04%。地方财政一般公共预算支出 9.18 亿元，增长 68.26%。

昆明经开区公司主要负责昆明经开区出口加工区（洋浦片区）的开发、建设、经营、管理。主要运营模式是：公司通过先摘牌获取该片区内的土地使用权，再做园区的土地一级开发整理（一级开发整理资金由园区管委会出资），完成招商引资，启动并完成二级开发及房地产项目的建设与销售，通过土地转让收益及房产收益实现资金平衡并获取长期盈利能力，均由公司采取合作开发和自行开发的形式建设。

2007 年底和 2008 年初昆明经开区公司通过摘牌取得出口加工区合计约 2588 亩，土地获取总成本 8.7 亿元，资金主要来源于云南工投集团对其借款。2588 亩土地中，工业用地约 1800 亩，获取成本约 27 万元/亩，目前市场转让价约 50 万元/亩；居住用地约 600 亩，获取成本约 37 万元/亩，目前市场转让价约 200 万元/亩；剩余的为商业用地，获取成本约 70 万元/亩，目前市场转让价约 200 万元/亩。昆明经开区公司土地获取成本低，价值增值明显。

截至 2011 年 9 月底，出口加工区土地一级开发完成 90%，完成土地协议转让 1253.56

亩。2010 年，开发区公司实现转让收入 4.00 亿元。2011 年前三季度，共实现转让收入 0.53 亿元。截至 2011 年 9 月底，剩余土地 1511.99 亩，831.17 亩为出口加工区综合物流中心建设项目，294.18 亩为居住和商业用地，386.64 亩为工业用地。目前昆明经开区公司投资主要集中于出口加工区综合物流中心建设项目，其他土地尚未进行大规模的开发。

截止 2011 年 9 月 30 日，公司推进的出口加工区综合物流中心标准厂房一期项目的建设进展顺利，通用标准厂房区 19 栋标准厂房，总建筑面积 120307.38m² 已全部完成主体工程建设，室外道路及绿化工程已基本完成并进入收尾阶段。一期项目生活配套区前期工作正积极推进，已提交单体设计方案。

（3）高新产业板块

公司目前相关下属控股子公司主要有南天电子信息产业集团公司（以下简称“南天电子”）、瑞宝生物科技有限公司（以下简称“瑞宝生物”）和云南无线电有限公司（以下简称“无线电公司”）。2010 年该业务板块主要收入和利润来源于南天电子公司。

南天电子是国内最大的金融电子化产品提供商和系统集成商，是跟踪期公司的主要收入来源。无线电公司主要进行无线电（军品）及电子信息类产品的设计、开发、生产、销售和技术咨询。瑞宝生物是国内生产天然食品添加剂系列产品的龙头企业（橡胶、色素、粮油）。

表3 2010年高新产业板块情况

年度	营业收入		营业成本		毛利率	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
军品	9786.75	10861.33	7235.55	8416.28	26.07%	22.51%
金融设备产品	179701.66	220349.68	142714.36	174805.57	20.58%	20.67%
橡胶	575.43	0	363.21	0	36.88%	
色素	3706.5	5197.41	2903.99	4149.03	21.65%	20.17%
粮油	5667.07	5099.8	5383.71	4956.48	5.00%	2.81%
高新技术板块	199437.41	241508.22	158600.82	192327.36	20.48%	20.36%

资料来源：公司提供

高新产业板块是目前公司收入和利润的主要来源，但公司对主要控股企业南天电子资金调剂能力较弱，目前其他高新业务板块也在培育初期。

4. 管理分析

根据云南省国有资产监督管理委员会文件《关于郑南南等同志任免的通知》（云国资任字（2011）2号），任命刘文章先生担任云南省工业投资控股集团有限责任公司董事，刘岗先生不再担任本公司董事。

根据云南省工业投资控股集团有限责任公司文件《关于第一届董事会第二十六次会议审议事项的决议》，任命刘文章先生担任云南省工业投资控股集团有限责任公司总裁，刘岗先生不再担任本公司总裁；任命孙德刚先生、吴钟鸣女士担任云南省工业投资控股集团有限责任公司副总裁，郑伟先生、李振雄先生不再担任本公司副总裁。

除以上人事调动外，公司管理体制及法人治理结构无重大变动。

三、财务分析

公司提供的 2010 年合并财务报表已经中瑞岳华会计师事务所审计并出具标准无保留审计意见。2011 年三季度报表未经审计。

1. 盈利能力

2010 年，公司合并口径营业收入增长 8.34%，2010 年为 30.33 亿元，其中主营业务收入 29.33 亿元，主营业务收入占比 96.70%，主营业务突出。2010 年公司主营业务收入的增加主要由高新技术板块带动，较 2009 年增长 21.09%，其他子公司因目前处于起步阶段，收入贡献低。

作为投资控股型企业，投资收益也是公司利润主要来源，2010 年，公司实现投资收益为 1.79 亿元，较 2009 年增长 5.09%，投资收益逐

年增加的原因系合并范围内被投资单位的不断增加。2010 年，公司营业外收入快速增长，为 1.43 亿元，主要来自（1）本部处理新世界医药公司清算收益 0.56 亿元；（2）公司收到各项政府补助 0.53 亿元；（3）2010 年成立的曲靖经开区公司收到标准厂房政府补助 0.20 亿元；（4）昆机集团转让账销案存厂房，收到金额 0.04 亿元。

2010 年，公司合并口径净利润为 2.13 亿元，其中归属母公司所有者的净利润为 1.23 亿元。

从盈利指标看，2010 年公司营业利润率为 23.36%，与 2009 年基本持平，公司营业利润率适中；2010 年总资产收益率和净资产收益率分别为 1.63% 和 2.23%，公司净资产及总资产获利水平较低，主要是由于 2008 年公司成立后，资产总额和净资产增速较快，但由于大部分资产尚未盈利，以及占比较大的转贷资金不能发挥经济效益，公司整体盈利能力较弱。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 21.83 亿元，占 2010 年全年的 71.99%，实现投资收益 3.49 亿元，为 2010 年全年的 1.96 倍，主要是处置子公司产业投资管理有限公司及天素投资有限公司获得的收益。2011 年 1~9 月公司营业利润为 1.87 亿元，为 2010 年的 1.21 倍。2011 年 1~9 月，公司获得净利润 2.06 亿元。

总体看，跟踪期内，主业经营状况向好，公司整体盈利能力有所改善，未来随着四大业务板块的搭建和经济效益的发挥，以及股权投资收益贡献的增加，公司整体盈利能力有望提升。

2. 现金流

从经营活动产生的现金流量看，随着营业收入稳步增长，公司销售商品、提供劳务等经营活动现金流入增长较快，2010 年达到 33.45 亿元；公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务所支付的现金，2010 年该部分现金支出为 25.92 亿元；此外，收到或支付的其

他与经营活动相关的现金流净额对公司历年经营活动现金流量净额的影响也较大（主要为国开行转贷资金流入流出），2010 年，公司经营活动现金流量净额为 2.33 亿元。

受往来款净流出大幅增长影响（主要为国开行昆明机场转贷资金的流出），2011 年 1-9 月，公司经营活动现金流量净额为-6.62 亿元。从收入实现质量指标看，2010 年公司现金收入比为 110.28%，较 2009 年增长 6.34 个百分点，受公司收到较多预收账款影响，2011 年 1~9 月份，收现质量进一步上升，为 112.94%，目前公司收入实现质量尚可。

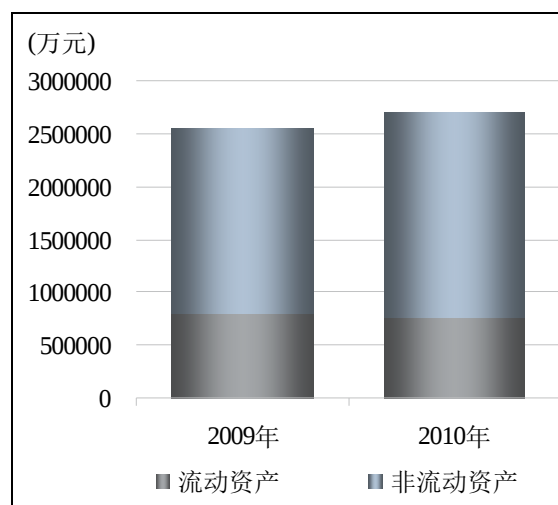
从投资活动产生的现金流量看，跟踪期内公司对四大业务板块的投资较大，购建固定资产、无形资产和投资支付的现金较多，但受收到和支付的其他与投资活动相关的现金流变化影响（主要是关联方往来借款，由于公司收取部分利息，因此计入投资活动现金），公司投资活动产生的现金净流量具有一定的波动性。2010 年以及 2011 年 1~9 月，公司投资活动现金流量净额分别为-5.53 亿元和-14.85 亿元。

为了满足不断增长的投资资金需求，公司通过发行债券募集资金，导致公司负债率不断上升。由于近几年公司短期债务规模加大，公司到期偿付的债务规模也大幅增加。在投资项目债务资金需求增长和到期债务增多等因素的推动下，公司筹资活动产生的现金流入流出规模快速增长，2010 年筹资活动现金流量净额 15.22 亿元。2011 年 1~9 月为 18.36 亿元。

现阶段公司经营获现能力偏弱，投资活动大规模的资本性支出主要依赖外部融资实现资金平衡。从未来发展看，随着四大主业板块盈利能力的释放以及投资收益的逐步实现，预计其整体盈利规模和经营活动现金流量呈现稳步增长，但未来几年公司投资规模维持高位，预计公司对债务融资的依赖程度依然很大。

3. 资产质量

图 1 2009~2010 年公司资产期限结构



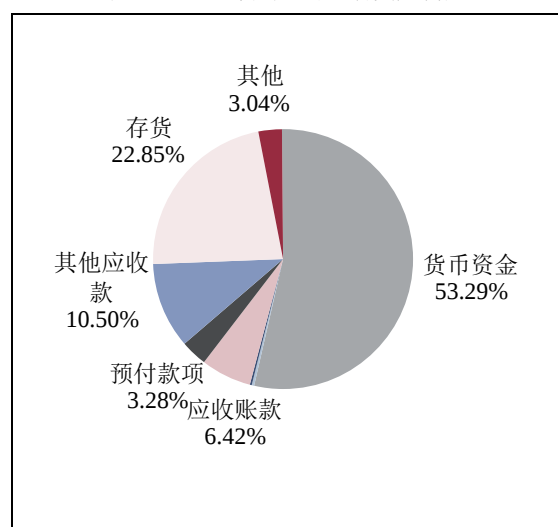
资料来源：公司审计报告

2010 年底，公司资产总额 270.30 亿元，较 2009 年增长 5.56%，主要是代支付的国开行转贷资金增长导致长期应收款的快速增长。公司资产中流动资产合计占 28.05%，非流动资产合计占 71.95%。

流动资产

2010 年底，公司流动资产同比下降 6.14%，主要来自于货币资金、其他应收款下降。截至 2010 年底，公司流动资产合计 75.83 亿元。公司流动资产主要包括货币资金、存货和其他应收款。

图 2 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司历年货币资金在流动资产中占比较高，截至 2010 年底，公司货币资金 40.41 亿元，其中 22.01 亿元为昆明新机场建设款，公司暂未支付给项目方，但该资金公司需专款专用，公司受限货币资金总额 22.29 亿元。

截至 2010 年底，公司其他应收款余额为 7.96 亿元，累计计提坏账准备 0.06 亿元。从账龄上看，1 年以内的占 62.05%，1~2 年的占 30.00%，2~3 年的占 1.70%，3 年以上的占 6.24%。其他应收款账龄较短，但计提坏账准备不充分，具有一定的坏账风险。

截至 2010 年底，公司存货 17.33 亿元，较 2009 年增长了 28.31%，其中开发成本、库存商品(产成品)和自制半成品分别占比 12.85%、62.79%和 13.56%。其中开发成本主要为经开区土地开发成本，该存货以成本入账，质量较好，但其流动性受该地块招商引资进度的影响。库存商品主要为无线电、南天电子及瑞宝生物科技的产成品。

非流动资产

2010 年底，公司非流动资产同比上升 10.95%，2010 年为 194.47 亿元，主要源自长期应收款的增长。公司非流动资产主要包括长期应收款、长期股权投资和可供出售金融资产，分别占比 52.30%、24.47%和 10.87%。

公司作为投资控股型企业，长期股权投资和可供出售金融资产是公司资产的重要组成部分。

2010 年公司长期股权投资同比增长 1.83%。截至 2010 年底，公司长期股权投资净值 47.58 亿元，公司参股公司众多，股权占比较高的参股企业因近几年受行业周期性波动影响公司投资收益低；股权占比较低的参股企业，与公司现有的四大业务板块关联度不高，经营状况相对较差，公司未来对其股权管理及股权处置的压力较大。公司现有的股权投资质量一般。

截至 2010 年底，公司可供出售金融资产 21.14 亿元，较 2009 年下降了 9.05%，为云南

省国资委划转的上市公司股权，该部分股权流动性强，股权价值较大，资产质量优良。

公司作为云南省政府国开行转贷主体的三大平台之一，长期应收款在公司资产中历年占比较高。2010 年底公司长期应收款 101.70 亿元，其中代支付的国开行转贷资金占 57.36 亿元，新机场建设项目建设款 43.00 亿元，以上款项由政府全额拨付公司，公司再将全部款项拨付指定单位，产生利息及其他费用均由政府收取及支付。

2011 年 9 月底，公司资产总额 281.70 亿元，较 2010 年底增长 4.21%，主要为长期应收款增加所致，公司整体资产结构基本不变。

跟踪期内，公司资产平稳增长，可供出售金融资产金额较大，资产总额中占比较大的长期应收款为公司不能动用的资产、长期股权投资质量一般，目前公司整体资产质量一般。未来随着公司非主业股权资产的处置、现有主业资产的增加及盈利能力的增强，公司资产质量将逐步提升。

4. 负债及所有者权益

所有者权益方面，跟踪期内，公司所有者权益变化不大，同比下降 0.42%，主要是可供出售金融资产公允价值变动导致公司资本公积下降。2010 年，公司所有者权益合计 95.62 亿元。其中股本占 75.18%，资本公积占 22.12%，所有者权益稳定性较好。2011 年 9 月底，公司所有者权益合计 92.93 亿元，较 2010 年底小幅增长 5.56%，但权益结构基本未发生变化。

负债方面，主要受公司发行“10 云南工投债”的影响，2010 年，公司负债合计同比增长 9.15%。截至 2010 年底，公司负债合计 174.68 亿元，流动负债合计占 25.61%，非流动负债合计占 74.39%。2011 年 9 月底，公司负债合计 188.77 亿元，较 2010 年底增长 8.07%，主要由于公司发行“11 云工投 MTN1”导致。

2010 年底，公司流动负债合计 44.73 亿元，

主要包括短期借款（占 31.62%）、其他应付款（占 22.89%）、应付账款（占 16.20%）和预收账款（占 14.60%）。2011 年 1~9 月，公司流动负债 41.62 亿元，较 2009 年减少 6.97%，主要来自短期借款的减少，流动负债构成无明显变化。

2010 年底，公司非流动负债合计 129.94 亿元，其中长期应付款占 82.94%，该部分负债为国家开发银行及昆明新机场转贷资金，由云南省财政统一偿还，不构成公司自身债务。2011 年 1~9 月，公司非流动负债合计 147.15 亿元，其中转贷资金占 73.42%。

从有息债务期限结构来看（不包含国开行转贷和昆明机场建设款），2010 年底，公司短期债务合计 15.48 亿元，全部债务合计 36.35 亿元，长短期债务比为 0.42:0.58，长短期债务结构与资产结构，以及资产长短期获利能力匹配程度尚可。

2010 年底，公司债务水平由于发行公司债券而有所上升，2010 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 64.62%、17.91%和 27.54%；2011 年 9 月底，以上三项指标分别为 67.01%、28.88%和 35.00%，2011 年 9 月底较 2010 年底债务负担由于公司发行 2011 年第一期中期票据而有所加重，但仍具有一定财务弹性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近几年公司流动比率和速动比率均较高，2010 年底分别为 169.52%和 130.79%，受流动负债增幅低于流动资产影响，流动比率和速动比率在 2011 年 9 月底有所上升，分别为 199.95%和 139.65%；公司经营活动现金净流入规模很小，导致公司经营现金流动负债比低，2010 年公司经营现金流动负债比为 5.20%，但较 2009 年的 0.96%略有增强。考虑到公司流动资产中其他应收款和存货占比较大，货币资金中受限资金较多，再加上经营获现能力弱，公司实际短期偿债能力

应弱于指标值，存在一定的短期债务偿还压力。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 逐年增加，2010 年为 4.96 亿元，但由于债务规模的增速远高于 EBITDA 增速，公司全部债务/EBITDA 逐年上升，2010 年为 7.33 倍。结合公司现有的债务结构，目前公司整体偿债压力较大。但考虑到公司拥有 24.74 亿元公司股权，可以在一定程度上缓解公司的偿债压力。

未来 3-5 年，公司投资规模仍较大，债务规模将维持在较高水平，随着公司主业盈利能力的释放，偿债压力有望得以缓解。

截至 2011 年 9 月底，公司共获银行授信额度 42 亿元，已使用 33 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司对集团对外担保合计 0.60 亿元，担保金额占公司同期净资产的 0.65%，担保比率低，被担保单位目前经营正常，公司代偿风险低。

四、本期债券概况

1. 本期中期票据概况

本期中期票据募集资金 12 亿元人民币，其中 7.4 亿元用于补充流动资金，4.6 亿元用于调整债务结构，存续期限 5 年。本期中期票据无担保。

2. 偿债保障能力分析

2010 年，公司 EBITDA 为 4.96 亿元，为本期中期票据发行额度的 0.41 倍，跟踪期内，公司 EBITDA 对中期票据保障能力有所提高，但仍然较弱。

截至 2011 年 9 月底，公司现金类资产 34.32 亿元，扣除受限货币现金，公司现金类资产 12.31 亿元，为本期中期票据的 1.03 倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度一般。

2010 年，公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为本期中期票据的 3.41 倍和 0.19 倍，公司经营活动现金流入对本期中票票

据的覆盖程度高。

综合考虑，联合资信维持公司主题长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11云工投MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	453891.23	404139.25	-10.96	340597.34
交易性金融资产	4.34	2002.45	46007.53	12.17
应收票据	938.39	2650.32	182.43	2615.36
应收账款	36907.68	48683.95	31.91	84299.29
预付款项	42266.24	24856.28	-41.19	62798.94
应收利息	24.49	5.37	-78.08	1.50
应收股利				
其他应收款	100943.05	79649.82	-21.09	70946.12
存货	135034.21	173258.73	28.31	250944.34
一年内到期的非流动资产	18.70	0.00	-100.00	8666.60
其他流动资产	37870.58	23077.03	-39.06	11227.63
流动资产合计	807898.93	758323.20	-6.14	832109.29
非流动资产：				
可供出售金融资产	232419.63	211382.21	-9.05	247446.48
发放贷款及垫款		8790.00		
长期应收款	882868.38	1017026.76	15.20	1030483.59
长期股权投资	467272.87	475846.37	1.83	471192.20
投资性房地产	19006.37	18786.62	-1.16	18450.15
固定资产	59998.63	69047.79	15.08	64030.24
在建工程	9115.37	5991.52	-34.27	19091.47
工程物资	13.38	134.45	904.81	188.36
固定资产清理	0.00	0.33		0.33
生产性生物资产	106.79	125.32	17.35	125.32
油气资产				
无形资产	74141.66	124482.95	67.90	125106.03
开发支出	842.12	1824.72	116.68	1900.88
商誉	2596.77	2541.60	-2.12	2541.60
合并价差				
长期待摊费用	1095.61	1090.15	-0.50	1359.64
递延所得税资产	1390.20	1172.96	-15.63	1293.59
其他非流动资产	1833.27	6438.24	251.19	1719.21
非流动资产合计	1752701.06	1944681.99	10.95	1984929.10
资产总计	2560600.00	2703005.19	5.56	2817038.39

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	255800.00	141463.00	-44.70	120800.00
交易性金融负债				
应付票据	24541.71	3941.95	-83.94	2240.55
应付账款	32476.95	72465.48	123.13	79625.17
预收账款	27929.43	65316.20	133.86	99349.22
应付职工薪酬	3160.20	4586.31	45.13	3096.68
应交税费	16401.50	20048.46	22.24	6512.56
应付利息	324.95	234.46	-27.85	661.67
应付股利				
其他应付款	84949.34	102400.13	20.54	103347.74
预计负债				
一年内到期的非流动负债		9400.87		
其他流动负债	710.11	27472.67	3768.78	519.80
流动负债合计	446294.19	447329.55	0.23	416153.39
非流动负债：				
长期借款	12307.62	58724.96	377.14	101245.78
应付债券	0.00	149958.18		276183.03
长期应付款	1131001.45	1077707.00	-4.71	1080374.59
专项应付款	0.00	0.00		1280.63
预计负债	0.00	395.13		334.21
递延收益	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	869.32	1507.38	73.40	1519.61
其他非流动负债	9834.12	11141.96	13.30	10598.25
非流动负债合计	1154012.51	1299434.60	12.60	1471536.10
负债合计	1600306.70	1746764.15	9.15	1887689.49
所有者权益：				
实收资本（或股本）	600000.00	600000.00	0.00	600000.00
资本公积	200500.36	176509.25	-11.97	176509.25
减：库存股	0.00	0.00		0.00
盈余公积	1371.18	1913.54	39.55	1913.54
未分配利润	16830.24	19551.88	16.17	38419.35
专项储备	0.00	92.54		92.54
归属于母公司所有者权益合计	818701.78	798067.21	-2.52	816934.69
少数股东权益	141591.51	158173.83	11.71	112414.21
所有者权益合计	960293.30	956241.04	-0.42	929348.90
负债和所有者权益总计	2560600.00	2703005.19	5.56	2817038.39

附件 2 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	279964.39	303322.96	8.34	218349.33
减: 营业成本	208917.06	224902.88	7.65	177528.33
利息支出		192.90		
手续费及佣金支出		15.41		
营业税金及附加	5737.65	7568.47	31.91	1960.02
销售费用	14233.87	16429.11	15.42	11527.25
管理费用	37746.46	45078.65	19.42	28967.57
财务费用	7486.80	9796.11	30.85	14373.02
资产减值损失	1177.17	1883.27	59.98	203.91
加: 公允价值变动收益				
投资收益	16991.60	17856.06	5.09	34922.96
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	21656.98	15312.21	-29.30	18712.19
加: 营业外收入	3416.12	14338.63	319.73	2981.03
减: 营业外支出	591.03	2076.94	251.41	376.04
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	24482.07	27573.89	12.63	21317.18
减: 所得税费用	6335.25	6285.11	-0.79	694.96
四、净利润	18146.83	21288.78	17.31	20622.22
其中: 归属于母公司的净利润	5782.46	12321.59	113.09	18186.01
少数股东损益	12364.36	8967.19	-27.48	2436.22

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	290998.09	334499.88	14.95	246593.26
收取利息、手续费及佣金的现金	732.74	586.03	-20.02	
收到的税费返还	851.44	1206.49	41.70	1030.24
收到其他与经营活动有关的现金	98863.29	73146.18	-26.01	124856.68
经营活动现金流入小计	391445.55	409438.58	4.60	372480.18
购买商品、接受劳务支付的现金	254137.90	259205.89	1.99	239020.31
客户贷款及垫款净增加额	8995.87	6462.10	-28.17	
支付利息、手续费及佣金的现金	9.00	15.41	71.20	
支付给职工以及为职工支付的现金	30185.93	36033.95	19.37	30348.27
支付的各项税费	17201.58	18941.69	10.12	25043.65
支付其他与经营活动有关的现金	76651.63	65498.70	-14.55	144228.39
经营活动现金流出小计	387181.91	386157.73	-0.26	438640.62
经营活动产生的现金流量净额	4263.64	23280.84	446.03	-66160.44
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	20894.83	9226.82	-55.84	61385.70
取得投资收益收到的现金	12420.71	14040.28	13.04	10745.12
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2341.34	1052.76	-55.04	4.47
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00		12700.00
收到其他与投资活动有关的现金	88429.46	23652.48	-73.25	109029.12
投资活动现金流入小计	124086.35	47972.35	-61.34	193864.40
购建固定资产、无形资产等支付的现金	39121.76	23163.85	-40.79	21697.10
投资支付的现金	148407.34	21677.77	-85.39	85728.88
取得子公司等支付的现金净额	9599.43	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	84285.83	58419.61	-30.69	234944.17
投资活动现金流出小计	281414.37	103261.23	-63.31	342370.15
投资活动产生的现金流量净额	-157328.02	-55288.88	-64.86	-148505.74
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	32906.76	13501.80	-58.97	2000.00
取得借款收到的现金	286927.44	277298.00	-3.36	289800.00
发行债券收到的现金	0.00	148605.00		120000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	34800.87	7748.22	-77.74	6509.59
筹资活动现金流入小计	354635.07	447153.02	26.09	418309.59
偿还债务支付的现金	140399.07	267546.46	90.56	203283.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16706.24	14960.38	-10.45	30941.25
支付其他与筹资活动有关的现金	8636.80	12410.06	43.69	514.97
筹资活动现金流出小计	165742.11	294916.90	77.94	234739.64
筹资活动产生的现金流量净额	188892.96	152236.12	-19.41	183569.95
四、汇率变动对现金的影响	0.19	-12.47	-6701.60	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	35828.77	120215.61	235.53	-31096.23
加: 期初现金及现金等价物余额	195190.53	231019.30	18.36	371693.57
六、期末现金及现金等价物余额	231019.30	351234.92	52.04	340597.34

附件 3-2 公司合并现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	18146.83	21288.78	17.31
加: 资产减值准备	1177.17	1883.27	59.98
固定资产折旧及其他	6144.01	6548.53	6.58
无形资产摊销	1980.96	2271.35	14.66
长期待摊费用摊销	457.96	322.35	-29.61
处置固定资产、无形资产等损失	-281.30	-22.98	-91.83
固定资产报废损失	18.74	275.22	1369.01
公允价值变动损失	0.00	0.00	
财务费用	5838.16	6977.75	19.52
投资损失	-16991.60	-17856.06	5.09
递延所得税资产减少	2.45	217.25	8756.29
递延所得税负债增加	536.01	767.42	43.17
待摊费用减少	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	
存货的减少	-7422.32	-39491.14	432.06
经营性应收项目的减少	-10982.64	92674.00	-943.82
经营性应付项目的增加	5468.33	-47856.10	-975.15
其他	170.88	-4718.79	-2861.39
经营活动产生的现金流量净额	4263.64	23280.84	446.03

附件 4 公司主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	14.79	6.80	--
存货周转次数(次)	3.09	1.46	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.12	--
现金收入比(%)	103.94	110.28	112.94
盈利能力			
营业利润率(%)	23.33	23.36	17.80
总资本收益率(%)	1.45	1.63	--
净资产收益率(%)	1.89	2.23	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	1.27	17.91	28.88
全部债务资本化比率(%)	23.36	27.54	35.00
资产负债率(%)	62.50	64.62	67.01
偿债能力			
流动比率(%)	181.02	169.52	199.95
速动比率(%)	150.77	130.79	139.65
经营现金流动负债比(%)	0.96	5.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.93	7.33	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.52	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	-165.93	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 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
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 × 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%
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 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 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 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。