

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1389号

---

云南合和（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**云南合和（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**云南合和（集团）股份有限公司公开发行的“18 合和 01”“18 合和 02”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月，月，日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 云南合和（集团）股份有限公司 公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	期限	规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 合和 01	5 (3+2)	8.00 亿元	AAA	AAA	2019.6.20
18 合和 02	5 (3+2)	7.00 亿元	AAA	AAA	2019.6.20

跟踪评级时间：2020 年 6 月 16 日

财务数据：

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,961.31	2,348.77
所有者权益（亿元）	806.92	942.95
归属于母所有者权益合计（亿元）	599.84	723.15
长期债务（亿元）	66.85	86.82
全部债务（亿元）	1,016.05	1,212.18
全部债务（母公司口径）（亿元）	14.88	14.09
营业总收入（亿元）	92.69	87.58
净利润（亿元）	42.49	41.59
EBITDA（亿元）	79.05	84.14
经营性净现金流（亿元）	-65.13	-28.35
营业利润率（%）	55.11	55.42
净资产收益率（%）	4.99	4.75
归母净资产收益率（%）	3.92	2.79
资产负债率（%）	58.86	59.85
资产负债率（母公司口径）（%）	12.20	13.42
全部债务资本化比率（%）	55.74	56.25
流动比率（倍）	0.97	0.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	3.04
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.27	5.61

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“合和集团”）的跟踪评级反映了公司作为云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融产业、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备很强综合竞争力。2019 年，公司经营情况良好，资产规模有所增长，资产质量较好、杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司营业总收入主要来源于金融板块，易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，同时投资收益对公司利润贡献度较高，与投资企业经营状况相关度高，需对公司盈利情况保持持续关注；公司短期债务占比较高，需关注流动性管理情况。

未来，公司金融产业竞争力将进一步提升，随着各项业务的稳步推进，公司整体经营状况有望继续保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 合和 01”“18 合和 02”债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司具备多元化经营模式，竞争力很强。公司作为云南中烟旗下资产管理运营平台，股东背景强大且对公司支持力度较大，公司业务领域涵盖金融、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备很强竞争力。

2. 公司资产质量较好，杠杆水平适中。公司资产规模大，资产质量较好；公司杠杆水平适中，金融子公司资本充足性较好。

关注

1. 需对公司盈利稳定性保持关注。公司

投资收益对营业利润贡献较大，利润实现对金融行业板块较为依赖，经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素可能给公司经营带来不利影响。

2. 需关注公司流动性管理情况。公司负债规模有所增长，债务结构以短期债务为主，需关注流动性管理情况。

## 分析师

董日新 登记编号（R0040218050002）

刘 嘉 登记编号（R0040218110003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



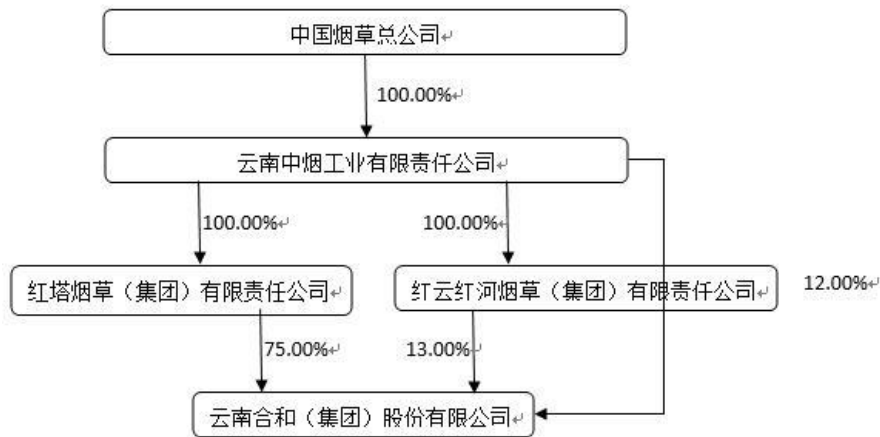
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“合和集团”或“公司”）系由云南中烟工业有限责任公司（以下简称“云南中烟”）、红塔烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红塔集团”）、红云红河烟草（集团）有限责任公司（以下简称“红云红河”）将非烟资产包括多元化投资项目股权、实物资产纳入重组整合，于 2014 年 12 月正式成立，初始注册资金 10.00 亿元。公司是云南中烟旗下的非烟资产管理运营平台，经营范围涵盖了金融产业、配套产业、基础产业、酒店地产等多行业。2016 年 1 月，公司以资本公积 50.00 亿元转增实收资本，注册资本为 60.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 60.00 亿元，云南中烟直接和间接持有公司股权比例为 100.00%，公司实际控制人为中国烟草总公司。

截至 2019 年末，公司股权不存在被股东质押情况。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括实业投资、项目投资及对所投资项目进行管理（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 2019 年末，公司纳入合并范围子公司共 65 家，主要子公司包括红塔证券股份有限公司（以下简称“红塔证券”）、红塔创新投资股份有限公司（以下简称“红塔创新”）和云南红塔银行股份有限公司（以下简称“红塔银行”）。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,348.77 亿元，所有者权益 942.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 723.15 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 87.58 亿元，净利润 41.59 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 25.34 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额-28.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 81.90 亿元。

公司注册地址：云南省玉溪市红塔区凤凰路 116 号；法定代表人：李剑波。

## 二、跟踪债券概况

### 18 合和 01

2018 年 3 月 22 日，公司发行“云南合和（集团）股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，规模 8.00 亿元，票面利率为 5.30%，期限为 3+2 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为 2019 年至 2023 年每年的 3 月 22 日，到期日和兑付日为 2023 年 3 月 22 日。本期债券已于

2018年4月20日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“18合和01”，证券代码“112664.SZ”。公司于2020年3月23日支付了自2019年3月22日至2020年3月21日期间的利息，截至报告出具日，尚未到执行选择权的时限。

公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定募集资金用于补充营运资金，按照三方募集资金监管协议的程序使用资金。

### 18合和02

2018年4月27日，公司发行“云南合和（集团）股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，规模7.00亿元，票面利率为4.80%，期限为3+2年，附第三年末发行人上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2019年至2023年每年的4月27日，到期日和兑付日为2023年4月27日。本期债券已于2018年5月24日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“18合和02”，证券代码“112694.SZ”。公司于2020年4月27日支付了自2019年4月27日起至2020年4月26日期间的利息，截至报告出具日期，尚未到执行选择权的时限。

公司对本期债券募集资金已按照募集说明书的约定募集资金用于补充营运资金，按照三方募集资金监管协议的程序使用资金。

## 三、运营环境分析

公司核心业务包括金融（证券、银行）业务、房地产业务和高速公路业务，经营情况受以上业务所涉行业影响较大。

### 1. 金融行业

#### （1）证券行业

**2019年监管层继续强化对证券公司的监管并多维度完善监管框架；2019年受市场行情和政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善，自营投资和信用业务占比明显提升，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；股票质押业务规模收缩，业务风险得以缓释。**

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至12月13日，年内至少有42家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。监管层多维度完善监管框架，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。从业务表现看，2019年，证券公司业绩大幅改善，但

收入水平较易受到市场行情的影响。从目前收入结构来看，证券公司前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；A股IPO过会率明显提升，2019年过会率达88.21%，远高于2018年57.51%过会率，IPO发行规模合计2,532.48亿元，较2018年增长83.76%；再融资市场依然低迷；债券市场方面，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。股票质押业务方面，2019年，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至2019年11月末，深沪两市股票质押回购融资余额9,429亿元，较2018年末下降20.94%；截至2020年2月末，市场质押总股数5,705.83亿股，市场质押股数占总股本的8.41%，分别较2019年末进一步下降1.73%和0.17个百分点，股票质押风险有所化解。

截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。

2020年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅9.83%，深成综指跌幅4.49%，沪深交易额同比增长47.61%。截至2020年3月底，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年增加3.09%。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，实现营业收入983.30亿元，实现净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩同比有所下滑。

**资本市场利好政策的不断推出将改善证券公司经营环境，证券市场预计将保持长期回暖趋势；但疫情全球蔓延背景下，证券市场短期内承压。未来证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向。**

2019年12月，中央经济工作会议指出“今年以来，金融风险有效防控；我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力”；“实现明年预期目标，要坚持稳字当头”。预计随着金融监管制度进一步完善，资本市场将保持平稳运行。证券市场稳中向好、两融标的扩容将助力自营、经纪及信用业务的发展；资本市场利好政策将为投行业务带来增量，加之证券公司持续推进资管业务向主动管理转型，预计证券公司2020年业务发展将稳中向好。但风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

受新冠疫情影响，一季度经济数据惨淡，资本市场避险情绪上升，为稳定市场预期、提振市场信心，国家推出一系列流动性宽松政策，疫情短期内未对股市造成较大影响。随着疫情全球化蔓延，国际资本市场走弱使我国证券市场承压。长期来看，A股回暖趋势不改，疫情对证券行业中长期基本面影响不大，监管层面逆周期调控及资本市场改革政策的出台，有利于驱动证券公司全年业绩的提升。

近年来证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，未来业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。2020年以来多家证券公司牵手互联网巨头，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时，多

家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式；如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，2019年11月证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。

《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向。

## （2）银行业

**2019年以来金融环境以稳杠杆为主，商业银行资产、负债增速较上年有所上升；商业银行不良贷款有所抬升，各类型商业银行分化格局明显；商业银行经过“资本大考年”后，整体资本充足。**

2019年金融环境以稳杠杆为主，商业银行资产和负债增速有所上升。截至2019年末，我国商业银行资产总额239.49万亿元，同比增长14.06%，其中贷款余额129.63万亿元，同比增长17.32%；负债总额220.05万亿元，同比增长13.73%。信贷资产质量方面，受宏观经济增速放缓影响，商业银行外部经营环境面临较大压力。监管部门对于商业银行信贷资产五级分类的管理趋严，要求逾期90天以上贷款均纳入不良贷款管理，加之通过外部机构代持隐藏不良信贷资产等不洁净出表的方式被叫停，商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量有所下降。截至2019年末，商业银行不良贷款余额为2.41万亿元，不良贷款率为1.86%。截至2019年末，商业银行整体信贷资产拨备覆盖率为186.08%，其中国有大行和股份制银行拨备覆盖率分别为240.44%和192.18%，城商行和农商行分别为179.26%和128.50%。2019年，我国商业银行净息差为2.20%，同比上升0.02个百分点；实现净利润1.99万亿元，同比增长8.91%；资产利润率和资本利润率分别为0.87%和10.96%，同比分别下降0.03和0.77个百分点。流动性方面，央行稳健中性的货币政策保障了银行体系流动性的合理充裕。从一般流动性指标来看，我国商业银行各项流动性指标均保持在合理水平。但另一方面，银保监会出台流动性新规，对流动性匹配率和优质流动性资产充足率做出明确要求，使得对短期同业资金依赖度高的商业银行流动性管理带来较大压力。截至2019年末，我国商业银行平均资本充足率为14.64%，平均一级资本充足率为11.95%，平均核心一级资本充足率为10.92%，除核心一级资本充足小幅下降外，其他资本充足均小幅上升。

2020年一季度，商业银行总资产合计251.84亿元，比上年同期增加10.70%，其中股份制银行增速较快达12.80%；不良贷款率较上年末有所抬升至1.91%，拨备覆盖率较上年末下降至183.20%；资本充足率小幅下滑。

**2020年预计商业银行资产增速继续平稳增加；宏观经济若持续下行，商业银行不良率将会进一步攀升；非标等资产回表压力加大，预计2020年减值计提力度将处于历史高位。**

商业银行资产增速将继续平稳增加，整体货币政策的主基调仍是灵活适度。2020年资管新规最后一年，资管新规过渡期对未成立理财子公司的银行，非标资产回表压力加大以及政策上对小微企业支持的导向，预计2020年全年的信贷投放增量将高于2019年全年。资产质量方面，2020年经济继续下行将给商业银行资产质量带来持续压力。2020年是资管新规过渡期的最后一年，资管产品集中到期将对表内资产的风险传导，预计2020年商业银行减值计提力度将处于历史高位。预计2020年，受新型冠状病毒肺炎疫情对宏观经济拖累、民营和小微企业经营压力较大等因素影响，商业银行不良贷款率仍将保持增长趋势。

资本充足方面，经历过资本大考年后，商业银行整体资本充足，加之监管层对资本补充工具的鼓励，预计未来商业银行资本充足压力整体较好。2020年是“十三五规划”的最后一年，整体



经济以稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定为目标，部分商业银行业务仍有调整压力，资本承压的部分商业银行仍需要大量发行资本债补充资本。

## 2. 房地产行业

随着房地产政策的持续调控，2019年商品房销售面积小幅下降，房地产企业现金流仍趋于紧张。

2019年，全国房地产开发投资132,194亿元，比上年增长9.9%，比上年加快0.4个百分点。其中，住宅投资97,071亿元，增长13.9%，比上年加快0.5个百分点。2019年，商品房销售面积171,558万平方米，比上年下降0.1%。其中，住宅销售面积增长1.5%，办公楼销售面积下降14.7%，商业营业用房销售面积下降15.0%。商品房销售额159,725亿元，增长6.5%，比上年回落5.7个百分点。其中，住宅销售额增长10.3%，办公楼销售额下降15.1%，商业营业用房销售额下降16.5%。2019年末，商品房待售面积49,821万平方米，较上年末减少2,593万平方米。2019年下半年房地产业及房企资金面紧张、3—4季度市场出现回调品牌房企控制拿地利润率要求，是当前土地市场遇冷的主要原因。2019年年中房企融资政策大幅收紧以来，房企资金面普遍紧张，房企纷纷下调项目售价回收现金流，多家品牌房企爆出资金危机。

## 3. 高速公路行业

高速公路行业发展整体稳定向好。短期内，受新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策的实施，高速公路企业经营和财务状况遭受较大冲击。长期看，《交通强国建设纲要》对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，随着在建收费公路项目产能逐步释放以及路网协同效应的带动，未来全国高速公路收入规模仍有望保持一定水平的增长。

我国高速公路建设起步相对较晚，但发展迅速。截至2019年底，中国高速公路里程14.96万公里，较年初增加0.70万公里。

从高速公路投资模式看，由于高速公路具有准公用属性，投资规模大且回报周期长，目前高速公路建设多由政府主导且经营模式主要为BOT模式。在资本投入难以满足企业的建设资金需求的背景下，高速公路运营企业银行贷款占比高。截至2018年底，全国高速公路累计债务余额53,666.19亿元，较上年增长7.62%，其中银行贷款余额占84.55%。

公路运输经济运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2019年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2018年下滑趋势；货运方面，受益于宏观经济向好带动货运需求增加，加之路网效应的进一步体现，公路货运指标保持较为稳健的增长，但增速有所下降。2019年，公路完成营业性客运量130.12亿人，较上年下降4.8%，完成旅客周转量8,857.08亿人公里，下降4.6%。完成营业性货运量343.55亿吨，增长4.2%，完成货物周转量59,636.39亿吨公里，增长0.4%。

从通行费收入看，公路货运表现较好，带动全国收费高速公路通行费收入增速提高。2018年，我国高速公路实现通行费总收入5,168.38亿元，较上年增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占93.08%。

从行业政策看，《交通强国建设纲要》作为建设交通强国的顶层设计和系统谋划，对交通基础设施建设的中长期发展具有显著支撑作用，相关政策明确了符合要求的高速公路期满后，可延长收费期限，高速公路收费标准有望更加灵活和市场化，但随着“公转铁”运输结构调整政策的发力，收费公路行业面临一定的分流压力。此外，新型冠状病毒肺炎疫情期间高速公路免收通行费政策的实施，对高速公路企业经营和财务状况产生较大冲击。

2020年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，经济发展仍要“稳”字当头，在此背景下，

预计未来收费公路行业整体经营仍将维持该态势。同时，《交通强国建设纲要》的发布，明确了建设交通强国战略，我国交通基础设施建设仍有较大空间，仍将是未来政策持续支持重点方向。预计未来，各省市将陆续发布最新交通项目建设计划，以明确具体的项目建设规划，地方交通运输基建投资的意愿明显增强。

#### 四、管理与内控

##### 跟踪期内，公司经营管理保持稳定，组织架构未发生变化。

跟踪期内，副总经理陈俊松由于职务变动，不再担任公司副总经理，除上述人员变动外，公司核心技术团队人员或关键技术人员（非董事、监事、高级管理人员）未发生变动，公司管理经营保持稳定，组织架构未发生变化。跟踪期内，公司未修订内部控制制度，公司按照原内部控制制度合规执行。

子公司红塔证券公司及其董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人、收购人不存在处罚及整改情况。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

**2019年，公司金融资产板块收入增速较快，占比提升，酒店地产板块收入降幅较大，公司营业总收入小幅下降；投资收益对公司利润贡献很大，易受市场影响，未来收益存在较大波动性。**

公司业务涉及金融、酒店地产、基础产业以及配套产业等。2019年，公司实现营业总收入87.58亿元，同比下降5.52%，主要系酒店地产板块收入下降所致，实现净利润41.59亿元，同比下降2.13%。

从营业总收入结构来看，2019年，公司金融资产板块收入占比提升至53.57%，实现收入46.91亿元，同比增长11.64%，主要系红塔证券营业收入增长所致；基础产业和配套产业实现收入16.15亿元和10.59亿元，同比分别增长7.06%和2.20%，占比分别为18.44%和12.09%，占比较上年有所提升；2019年酒店地产板块实现收入13.91亿元，同比大幅下降44.79%，主要系2019年没有新开的楼盘开售，同时原有楼盘怡景尚居一期本期销售价格较上年下降，导致该板块收入大幅下降至15.90%。

表1 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

行业	2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
金融资产	42.02	45.33	46.91	53.57
基础产业	15.08	16.27	16.15	18.44
配套产业	10.36	11.18	10.59	12.09
酒店地产	25.22	27.21	13.93	15.90
<b>合计</b>	<b>92.69</b>	<b>100.00</b>	<b>87.58</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

公司投资收益主要来源于投资上市公司及参股公司产生的收益，2019年，公司实现投资收益47.26亿元，同比小幅增长1.02%，投资收益占营业利润比重为97.38%，投资收益对利润贡献度很高。

## 2. 金融资产板块

截至 2019 年末，公司金融资产板块包括证券、银行、创新投资业务等，主要由 3 家控股子公司红塔证券、红塔银行和红塔创新负责运营。

### (1) 红塔银行

**2019 年受益于利息收入增加，红塔银行营业收入稳步增加；同时随着国内经济下行压力较大，需对红塔银行投资资产和信贷资产 质量保持关注。**

红塔银行前身为玉溪市商业银行股份有限公司，2015 年更名为云南红塔银行股份有限公司，截至 2019 年末，红塔银行注册资本 62.98 亿元，公司持股比例 19.99%。截至 2019 年末，红塔银行下辖 6 家分行及 37 家营业网点，130 台自助设备，较年初增加 3 家营业网点，13 台自助设备，网点全部集中于云南省内。截至 2019 年末，红塔银行资产 1,137.16 亿元，所有者权益合计 112.38 亿元。2019 年红塔银行实现营业收入 35.75 亿元，同比增长 12.32%，主要系红塔银行利息收入增加所致。

### 公司、个人银行业务

截至 2019 年末，红塔银行对公贷款总额（含贴现）282.06 亿元，较上年末增长 19.74%，主要是红塔银行支持实体经济，发放贷款规模增加，占贷款总额的 78.21%。截至 2019 年末，对公存款规模 780.62 亿元，较上年末增长 13.55%，主要系烟草行业客户资金往来及沉淀。截至 2019 年末，红塔银行个人贷款余额 78.57 亿元，较上年末大幅增长 79.67%，主要系 2019 年红塔银行丰富了个人贷款产品，推动零售业务快速发展所致，占贷款总额的 21.79%。截至 2019 年末，储蓄存款余额 65.92 亿元，较上年末增长 15.39%，主要系 2019 年零售客户群增加及年内代发工资客户沉淀所致。

### 资金业务

红塔银行资金业务主要有同业投资、同业负债和投资业务，截至 2019 年末，红塔银行同业资产 80.67 亿元，较上年末下降 22.32%，同业融入资金 80.22 亿元，较上年末下降 24.03%，主要是红塔银行按照监管要求逐步压缩同业资产和负债的规模。截至 2019 年末，红塔银行投资资产为 517.37 亿元，较上年末下降 2.07%，投资资产金额占红塔银行资产比重为 45.50%。从投资结构来看，标准化债权投资业务和非标准化债权投资占比分别为 85.65% 和 14.16%，红塔银行加大了标准化债券投资规模，截至 2019 年末，红塔银行投资资产违约金额为 1,647.74 万元，为 18 包商银行 CD10，根据红塔银行与存款保险基金管理有限责任公司及包商银行有限责任公司接管组签署债权收购与转让协议，剩余债权可依法参与后续受偿，但债务的后续偿付方式及偿付时间尚未明确。截至 2019 年末，红塔银行投资资产计提减值准备余额 6.77 亿元。

从客户集中度来看，截至 2019 年末，红塔银行单一最大客户贷款集中度和前十大客户贷款集中度分别为 8.12% 和 60.95%，较上年末分别为下降 0.61 个百分点和 3.51 个百分点，前十大客户集中度很高，存在一定的客户集中度风险。资产质量方面，截至 2019 年末，红塔银行逾期贷款规模 6.48 亿元，较上年末增长 13.53%，逾期贷款率 1.80%，较上年末下降 0.13 个百分点；不良贷款余额 4.45 亿元，较上年末增长 16.30%，不良贷款率 1.24%，较上年末下降 0.13 个百分点，主要系 2019 年红塔银行贷款规模增加以及通过清收、诉讼、转让等方式对不良贷款进行处置所致，拨备覆盖率为 274.49%，较上年上升 17.49 个百分点，主要系贷款规模增加计提拨备增加，不良贷款余额增速低于拨备计提增速所致。截至 2019 年末，逾期超过 90 天贷款余额/不良贷款余额为 85.93%。

(2) 红塔证券

2019年，红塔证券营业收入同比大幅增长，增速高于行业平均水平；红塔证券营业收入主要来源于证券投资业务，收入稳定性偏弱。

公司控股子公司红塔证券成立于2002年，2019年7月，红塔证券在上海交易所交易市场上市交易，证券简称“红塔证券”，证券代码“601236.SH”发行上市完成后，红塔证券注册资本变更为36.33亿元，公司持股30.13%，为红塔证券控股股东。

2019年，红塔证券实现收入20.66亿元，同比增长71.94%，净利润8.47亿元，同比增长116.20%，主要是市场回暖，手续费及佣金收入增加、投资资产规模增加，投资收益和公允价值变动损益合计增长所致，增长幅度高于行业平均水平。2018—2019年，红塔证券证监会分类评价分别为A级和BBB级，2019年有所下降。

从收入结构上来看，2019年，红塔证券收入构成较上年变化较大，证券投资业务和信用交易业务变为红塔证券营业收入主要来源，占比分别为72.59%和20.72%，分别实现收入15.00亿元和4.28亿元，其中证券投资业务收入比重较上年大幅提升31.79个百分点至72.59%；证券经纪业务实现收入1.61亿元，同比增长30.65%，占比为7.81%；期货经纪业务实现收入1.59亿元，同比增长206.80%，占比为7.68%；基金管理业务实现收入1.40亿元，同比增长30.66%，占比为6.80%。红塔证券资产管理业务、投资银行业务和私募投资基金业务实现收入较小，分别占红塔证券营业收入比重1.35%、2.11%和2.19%。

表2 红塔证券营业收入情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	1.23	10.28	1.61	7.81
证券投资业务	4.90	40.80	15.00	72.59
资产管理业务	0.08	0.69	0.28	1.35
投资银行业务	0.53	4.42	0.44	2.11
信用交易业务	4.36	36.27	4.28	20.72
期货经纪业务	0.52	4.30	1.59	7.68
私募投资基金业务	0.13	1.07	0.45	2.19
基金管理业务	1.08	8.95	1.40	6.80
其他业务	-0.82	-6.78	-4.39	-21.25
<b>合计</b>	<b>12.01</b>	<b>100.00</b>	<b>20.66</b>	<b>100.00</b>

注：其他业务包括合并抵消项、未分配支出

资料来源：公司提供

证券经纪业务

红塔证券经纪业务以传统通道业务为主，通过加强市场营销、客户服务、手机开户等营销手段增加业务规模，2019年实现收入1.61亿元，同比增长30.65%，红塔证券对原经纪业务总部和互联网金融业务部的部门职能和组织架构进行了调整，将原互联网金融业务部更名为零售与网络金融业务部，原经纪业务总部的营业部管理职能由该部门继续履行，完成调整后，该部门主要负责经纪业务线上客户的服务与开拓，实现线上、线下业务的融合发展。2019年红塔证券新设5家经纪业务分支机构，进一步优化网点布局，截至2019年末，红塔证券共有经纪业务线分支机构58家，分别为1家经纪业务分公司和57家证券营业部，其中云南省内28家，在云南省内保持一定的区域优势。

### 证券投资业务

证券投资业务由红塔证券总部和其全资子公司开展证券投资业务。2019 年实现收入 15.00 亿元，同比增长 205.89%，占红塔证券营业收入比重为 72.59%。红塔证券证券投资业务坚持稳健的投资风格，权益类证券投资方面坚持“价值投资”理念，证券投资业务根据市场环境变化，调整投资策略，审慎配置资金，强化持仓管理。固定收益类证券投资方面，严格控制整体仓位和组合久期，严格控制信用风险。2019 年，公司获上交所“债券优秀交易商”称号。另类投资方面，以一级市场股权投资为核心业务，辅以风险较小的量化私募基金及其他非自营清单资产的投资。

### 资产管理业务

2019 年，红塔证券根据资管新规要求，强化资产管理业务主动管理能力，大力拓展固定收益类业务，专项资产管理业务实现突破，此外红塔证券自有出资 20.00 亿元，成立资产管理计划支持民营企业发展。2019 年，红塔证券实现收入 0.28 亿元，同比增长 236.38%，占其营业收入比重为 1.35%。

### 信用交易业务

2019 年，红塔证券信用交易业务实现收入 4.28 亿元，同比下降 1.79%。截至 2019 年末，红塔证券融资融券业务规模为 11.52 亿元，平均维持担保比例 283.67%，表内股票质押式回购业务规模为 63.51 亿元，平均履约保障比例 270.07%，表外股票质押式回购业务规模为 0.00 元。

根据红塔证券审计报告披露，截至 2019 年末，股票质押式回购业务第三阶段（已违约）余额 1.28 亿元，已计提减值准备 0.82 亿元，担保物市值为 0.66 亿元。

### 投资银行业务

红塔证券投资银行业务由投资银行事业总部负责开展，包括传统投行业务和新三板做市业务。2019 年红塔证券积极拓展 ABS 项目，在城市供热、含权债（可交换债、可转换债）业务方面成功发行了项目，并且拥有一批项目储备，具有局部竞争优势。红塔证券在主板和科创板完成了保荐或者联合承销的 IPO 项目；同时积极拓展城投债业务，申报和储备了一批企业债项目，但由于新三板二级市场持续低迷，做市业务公允价值变动收益为负值，对投资银行业务收入造成了一定的不利影响。2019 年，投资银行业务实现收入 0.44 亿元，同比下降 17.94%，占营业收入比重为 2.11%。

### 期货经纪业务

2019 年，红塔期货大力拓展期货业务。期货经纪业务方面，主要以商品期货经纪、金融期货经纪为主，期货经纪业务收入为期货业务收入主要来源。资产管理业务方面，以投资、研究、产品、运营四个条线为依托，共计发行 2 支集合资产管理计划；风险管理业务方面，红塔期货设立风险管理子公司，业务模式主要为基差贸易业务。2019 年，红塔证券期货业务实现收入 1.59 亿元，同比增长 206.80%。

### 基金管理业务

基金业务方面，红塔证券不断提升风险控制能力和投资管理能力，把握向好的权益类基金市场行情以及科创板设立带来的机会，积极营销客户，公募基金管理规模实现较快增长，2019 年，公司基金管理业务实现收入 1.40 亿元，同比增长 30.66%，占红塔证券营业收入比重 6.80%。

### 私募投资基金业务

红塔证券基金业务主要覆盖股权投资和与股权投资相关的财务顾问业务，投资涉及高端装备制造、大消费、生物医药、物联网等行业。截至 2019 年末，红正利德资本管理有限公司共计投资项目 12 个，其中 3 个项目已成功退出，部分项目已获得后轮融资。2019 年，红塔证券私募基金

管理业务实现收入 0.54 亿元，同比增长 253.49%。

(3) 红塔创新

受退出项目实现收益大幅增加影响，2019 年红塔创新收入同比增长，但业绩受政策环境和市场环境影响较大。

红塔创新成立于 2000 年，截至 2019 年末，红塔创新注册资本 6.00 亿元，公司持股比例为 52.50%。红塔创新的经营范围为创业投资业务；代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询业务；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。2019 年公司红塔创新实现投资收益 8.21 亿元，同比大幅增加 4.75 亿元，主要是 2019 年红塔创新项目退出，实现较高收益所致。

截至 2019 年末，红塔创新在投项目金额 16.81 亿元，较上年末增长 32.36%，红塔创新共累计投资 59 个项目，累计投资额 24.01 亿元。截至 2019 年末，红塔创新已全面退出项目 17 个，持有项目 42 个，累计上市项目 12 家，全国中小企业股权转让系统（即新三板）挂牌 4 家，未上市公司 26 家。截至 2019 年末，红塔创新储备项目共 100 个，其中调研阶段项目 20 个，上初审阶段项目 8 个，过会待实施项目 2 个。

3. 基础产业板块

2019 年，公司基础产业板块业务收入稳定增长。

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产，同时公司参股五家能源企业，每年能为公司带来较多的投资收益。2019 年，公司基础产业板块营业收入 16.15 亿元，同比增长 7.06%。

交通业务

公司交通业务系投资经营的高速公路，共有两条，一条为昆玉高速，另一条为安晋高速，两条高速建成通车时间分别为 1999 年 4 月和 2010 年 12 月，收费经营权均为 30 年。截至 2019 年末，公司投资经营的公路情况如下表所示：

表 3 截至 2019 年末公司投资经营的公路情况（单位：公里、座、%）

项目	里程数	收费站数量	收费时间		股权状况	持股比例
			起始	结束		
昆玉高速	63.99	9	1999.4	2029.4	控股	50.00
安晋高速	38.56	5	2010.12	2040.12	控股	82.00
合计	102.55	19	--		--	--

资料来源：公司提供

2019 年，昆玉高速车流量 3,296.45 万辆，同比增长 5.81%，实现通行收入费 3.93 亿元，同比增长 4.48%。2019 年，安晋高速车流量为 922.77 万辆，同比增长 2.65%，实现收入 1.09 亿元，同比增长 9.16%。

表 4 公司收费公路车流量及收入情况（单位：万辆、亿元）

项目	2018 年	2019 年
车流量		
昆玉高速	3,115.47	3,296.45
安晋高速	898.98	922.77
合计	4,014.45	4,219.22
收入		
昆玉高速	3.76	3.93

安晋高速	1.00	1.09
<b>合计</b>	<b>4.76</b>	<b>5.02</b>

资料来源：公司提供

### 水泥生产销售

公司水泥业务由下属子公司云南红塔滇西水泥股份有限公司（以下简称“滇西水泥”）开展。滇西水泥现有四条新型干法水泥生产线，具备年产熟料200万吨、水泥240万吨的综合生产能力，其产品连续多年产销量位居滇西地区第一位。2019年，滇西水泥实现营业收入10.89亿元，同比增长19.90%，主要系水泥产品平均销售价上升及新增加砂石骨料销售收入所致。原材料供应方面，滇西水泥拥有青山石灰岩矿，能够确保水泥产品所需石灰石完全自给，烧碳及电力主要向云南电网有限责任公司大理供电局、湖南金易新能源有限公司、曲靖市鹏琦矿业有限责任公司、华坪县宝森工贸有限责任公司和攀枝花泰凯工贸有限公司购买，较2018年前五名供应商有所变化。2019年，滇西水泥前五大供应商采购额为3.83亿元，占比34.45%，较上年大幅下降24.38个百分点。

表5 2019年滇西水泥前五名供应商采购情况（单位：亿元、%）

供应商	采购额	比重
云南电网有限责任公司大理供电局	1.11	9.97
湖南金易新能源有限公司	0.99	8.86
曲靖市鹏琦矿业有限责任公司	0.63	5.71
华坪县宝森工贸有限责任公司	0.58	5.18
攀枝花泰凯工贸有限公司	0.53	4.73
<b>合计</b>	<b>3.83</b>	<b>34.45</b>

资料来源：公司提供

2019年滇西水泥销量小幅下降0.57%至302.37万吨，滇西水泥生产规模保持在200万吨以上。从销售价格看，2019年，滇西水泥的水泥产品销售价格有所上升，2019年水泥价格355.53元/吨，较上年增长6.45%。滇西水泥产销率超过100%，主要系销量包括水泥半成品所致。

表6 滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2018年	2019年
水泥	334.00	355.53
熟料	283.00	299.66

资料来源：公司提供

表7 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨、%）

项目	2018年	2019年
产量	271.79	273.67
销量	304.09	302.37
产销率	111.88	110.49

资料来源：公司提供

销售结算方面，滇西水泥与下游客户的结算方式主要是银行转账，补充方式是银行汇票结算，按月结算都会在合同中有明确条款。滇西水泥的定价政策按基础市场、重点工程、商混站、商品熟料四个类型区别定价。2019年，滇西水泥向前五大客户销售金额合计5.55亿元，同比增长49.41%，占销售额的44.97%，集中度尚可。

表8 2019年滇西水泥前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

供应商	销售额	占比
云南交投集团物资有限公司	1.70	13.77
大理沧龙物流有限公司	1.52	12.33
大理市凤隆汽车联运有限责任公司	1.20	9.72
洱源滇水经贸有限公司	0.58	4.70
香格里拉市宇顺经贸有限公司	0.55	4.45
<b>合计</b>	<b>5.55</b>	<b>44.97</b>

资料来源：公司提供

#### 能源产业

截至2019年末，公司能源产业共计有5家参股企业，投资规模53.33亿元。2019年无新增能源产业家数。华能澜沧江已投产电站总装机容量为2,318.38万千瓦，同比增长9.31%，其中水电装机容量2,294.88万千瓦，风电装机13.50万千瓦，光伏电站装机容量10.00万千瓦。2019年，华能澜沧江的营业收入208.01亿元，同比增长34.06%。

#### 4. 配套产业板块

##### 2019年，公司配套产业板块收入稳定，较上年变化不大。

公司配套产业板块主要涉及印刷、造纸、铝箔生产和防伪材料；另有少量业务涉及教育和物流。2019年公司配套产业实现收入10.59亿元，同比小幅增长2.20%。

##### 彩印

云南云成印务有限公司（以下简称“云成印务”）、云南华宁兴宁彩印有限公司（以下简称“兴宁彩印”）、云南红塔彩印包装有限公司（以下简称“红塔彩印”）、玉溪环球彩印纸盒有限公司（以下简称“环球彩印”）主要进行卷烟包装盒、卷烟商标等包装材料的生产销售。云南兴宁彩印已进入清算，2019年未发生业务。

原材料采购方面，2019年，云成印务向前五大供应商采购金额占到总采购金额的66.38%，较上年下降4.35个百分点，集中度依旧很高，结算上采用先货后款的方式，结算周期在1~2个月，通过银行转账的方式结算，采购价格参考市场价格确定；环球彩印原材料采购集中在5家公司，供应商集中57.74%，较上年下降4.06个百分点，集中度很高，结算周期为2~3个月，主要采用现金结算，结算价格通过市场价格或招标、询价确定。2019年，红塔彩印向前五大供应商采购金额占到总采购金额的68.28%。2019年，环球彩印前五大供应商采购金额占到总采购金额的57.74%。

##### 纸业

云南红塔蓝鹰纸业（以下简称“蓝鹰纸业”）主要生产卷烟用纸及辅助用品，公司拥有两条高档卷烟用纸生产线，每条生产线主要由碎浆、打浆、合浆、后精浆、短循环、长网造纸机抄纸、复卷、分切和成品打包等流程组成。

原材料采购方面，蓝鹰纸业原材料供应商包括境外供应商ARACRUZ、Fibria等、境内供应商佛山市禾丰生物科技有限公司等，2019年向前五大供应商采购金额比重为35.00%，较上年下降10.00个百分点，前五大供应商占比较高，供应商稳定。采购结算方面，对境外供应商采用信用证付款方式分订单批次结算；对境内供应商采用银行汇款方式结算，一般按批次结算，部分小金额零星采购按月或季度结算。2019年蓝鹰纸业各类卷烟纸销量为15,998.02吨，同比下降15.53%。

##### 防伪产品

云南荷乐宾防伪技术有限公司（以下简称“荷乐宾防伪”）经营范围为包装装潢及印刷品印刷，防伪产品（激光刻蚀二维码、物联网技术）的研究开发、生产，光学防伪箔的生产、销售及



售前、售后服务。荷乐宾防伪主要产品为红塔烟用防伪标志。荷乐宾防伪引进德国先进设备，采用Trustseal®（鉴信）防伪技术，生产的OVD防伪标识具有易沟通、易识别、难仿冒的重要特征；公司产品（鉴鉴®光学可变图像烫印箔）被确认为云南省名牌产品。2019年产销率为79.90%，较上年下降5.75个百分点，主要系老产品增长受市场环境竞争压力较大，导致产销率有所下降。

#### 5. 酒店地产板块

2019年，受无新增销售楼盘及销售楼盘价格变动影响，酒店地产板块收入大幅下降，需关注未来在售项目销售情况，公司无新增土地，收入持续增长存在一定的不确定性。

公司酒店地产板块主要包括酒店运营、房地产开发、物业管理、商业物业出租等业务，其中房地产开发、酒店运营是主要收入来源。公司酒店地产板块2019年实现收入13.93亿元，同比下降44.79%，主要系2019年无新增销售楼盘开售，同时原有楼盘怡景尚居一期本期销售价格较上年下降，导致收入大幅下降所致。

#### 酒店产业

截至2019年末，公司拥有全资及控股酒店11家，较上年减少1家；公司所属的酒店都是由云南中维酒店管理有限责任公司进行管理的，增强酒店核心竞争力，2019年共对酒店维修改造资金2.27万元。2019年，公司酒店业务实现收入5.56亿元，同比增长2.21%。

#### 房地产开发

公司房地产开发业务有房地产建设和配套的租赁及物业管理，主要由下属子公司云南红塔房地产开发公司（以下简称“红塔房地产”）、云南红河投资有限公司、昆明万兴房地产开发有限公司、云南三和房地产开发有限公司和昆明市红塔物业发展有限责任公司开展。2019年，公司房地产开发业务实现收入2.78亿元，同比减少12.70亿元，主要系无新增销售楼盘及销售价格变动影响所致。土地储备方面，截至2019年末，无新增土地，房地产业务板块储备土地价值4.72亿元。

截至2019年末，公司在建房地产项目为西和悦府和怡景尚居，总投资规模为33.35亿元，已投资为21.70亿元，2020年和2021年上述项目计划投资规模分别为3.49亿元和3.06亿元。

表9 截至2019年公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发企业	总投资	已投资	计划投资额	
				2020年	2021年
熙和悦府	云南红河投资有限公司	3.85	1.72	0.30	0.80
怡景尚居	云南红塔房地产开发有限公司大理分公司	29.50	19.98	3.19	2.26
合计	--	33.35	21.70	3.49	3.06

资料来源：公司提供

从销售情况来看，截至2019年末，公司在售房地产项目共计7个，在售项目中湖泉和境二期、湖泉和境三期、旅游小镇B区、旅游小镇C区、中洲阳光商业二期销售进度接近完成。

表10 截至2019年末公司在售房地产项目情况（单位：m<sup>2</sup>、万元、元/m<sup>2</sup>、%）

项目名称	开发企业	总建筑面积	总投资	平均售价	预计总收入	销售额	销售进度
湖泉和境二期	云南红河投资有限公司	26,131.63	14,261.33	6,239.09	16,303.76	13,534.55	83.01
湖泉和境三期		27,370.34	13,584.35	5,852.04	16,017.23	14,085.17	87.94
旅游小镇B区		106,532.29	32,633.37	3,730.55	39,742.40	34,717.24	87.36

旅游小镇C区		111,933.94	31,245.29	3,114.71	34,864.18	34,637.10	99.35
中洲阳光商业二期	三和地产	21,800.00	13,235.00	7,448.00	14,718.00	8,565.00	88.00
怡景尚居	云南红塔房地产开发有限公司大理分公司	537,679.99	281,292.03	--	392,183.51	122,712.63	32.00
大理半岛假日酒店项目	大理上和置业有限公司	78,724.51	54,428.00	9,963.99	65,281.00	14,978.00	22.95

资料来源：公司提供

## 6. 未来发展

### 公司定位明确，发展目标清晰，具有较好发展前景。

公司按照全国烟草工作会议、全国烟草多元化工作会议和云南中烟工作会议的总体部署，按照云南中烟“两统一、两整合”改革总体要求，理顺体制机制，规范基础管理，稳步整合内部资源，发挥整体优势，为云南地方经济发展提供有力支持。公司以国家发展战略和云南经济规划为导向，以产业经营为基础，以资本经营为核心，以“资产资本化、资本证券化”为方向，实现产融有效结合，盘活存量，做好增量，做强金融产业，做精配套产业，做实基础产业，做稳酒店地产业，参与国家战略性新兴产业投资，逐步实现由综合性投资公司向金控集团转型，提升公司核心竞争力，打造为行业非烟产业的龙头企业和标志性企业。

## 六、财务分析

公司2019年度合并财务报表经信永中和会计师事务所审计，出具了无保留意见的审计结论。本报告的2018年末财务数据取自2019年审计报告的期初数据。合并范围方面，2019年子公司中山市红塔物业发展有限责任公司吸收合并了其下子公司珠海经济特区玉龙发展有限责任公司，该事项对合并报表不产生影响，2019年新纳入合并范围子公司9家，考虑到新纳入合并范围子公司规模较小，对财务数据影响有限，因此2018—2019年财务数据可比性较强。

### 1. 资产质量

**2019年，公司资产总额保持稳定增长，资产整体质量较好；公司资产中投资的信托收益权规模较大，其信用和市场风险需保持关注。**

截至2019年末，公司资产总额为2,348.77亿元，较上年末增长19.76%，主要系红塔银行发放贷款规模增加、债券规模投资增加及债务工具投资增加所致，其中流动资产占比48.52%，非流动资产占比51.48%，占比基本保持稳定。

表11 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>911.72</b>	<b>46.49</b>	<b>1,139.53</b>	<b>48.52</b>
其中：货币资金	200.33	21.97	259.08	22.74
交易性金融资产	154.88	16.99	260.06	22.82
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	33.22	3.64	68.36	6.00

买入返售金融资产	136.13	14.93	135.62	11.90
一年内到期的非流动资产	175.25	19.22	197.73	17.35
其他流动资产	120.13	13.18	107.48	9.43
<b>非流动资产</b>	<b>1,049.59</b>	<b>53.51</b>	<b>1,209.24</b>	<b>51.48</b>
其中：发放委托贷款及垫款	84.51	8.05	141.06	11.67
可供出售金融资产	731.10	69.66	769.72	63.65
持有至到期投资	92.08	8.77	138.09	11.42
<b>资产总额</b>	<b>1,961.31</b>	<b>100.00</b>	<b>2,348.77</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2019年末，公司流动资产为1,139.53亿元，较上年末增长24.99%，主要系货币资金、交易性金融资产和买入返售金融资产增加所致，公司流动资产主要由货币资金（占比为22.74%）、交易性金融资产（占比为22.82%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比为6.00%）、买入返售金融资产（占比为11.90%）、一年内到期的非流动资产（占比为17.35%）和其他流动资产（占比为9.43%）构成。

截至2019年末，公司货币资金为259.08亿元，较上年末增长29.33%，其中受限资金占比为24.98%，主要为法定存款准备；交易性金融资产260.06亿元，较上年末增长67.91%，主要系公司债务工具投资增加所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产68.36亿元；买入返售金融资产主要是红塔证券股票质押式回购业务以及红塔银行质押式、买断式债券回购业务以及买入返售票据资产业务形成的资产，买入返售金融资产135.62亿元，较上年末小幅下降0.37%，计提减值0.33亿元；公司一年内到期的非流动资产主要是一年内到期的贷款及垫款，一年内到期的非流动资产197.73亿元，较上年末增长12.83%，计提贷款减值准备8.40亿元；其他流动资产为107.48亿元，较上年末下降10.53%，主要系红塔银行应收款项类投资下降所致，其中应收款项类投资主要为红塔银行投资的信托收益权，计提减值准备4.55亿元。

截至2019年末，公司非流动资产1,209.24亿元，较上年末增长15.21%，公司非流动资产主要由发放委托贷款及垫款（占比为11.67%）、可供出售金融资产（占比为63.65%）和持有至到期投资（占比为11.42%）构成。

截至2019年末，发放委托贷款及垫款141.06亿元，较上年末增长66.93%，主要系红塔银行发放贷款规模增加所致，共计提贷款损失准备3.83亿元，红塔银行企业贷款和垫款占比80.87%；公司可供出售金融资产主要是公司持有的上市公司股权以及参股的股权投资，红塔银行债券、信托产品、资管计划和资产管理部的非保本项目投资等，可供出售金融资产769.72亿元，较上年末增长5.28%，其中可供出售权益工具551.02亿元，主要是公司持有的上市公司股权，可供出售债券为132.41亿元，信托产品、资管计划等为86.30亿元，期末可供出售金融资产减值准备余额2.59亿元，主要是投资的信托计划、资管计划等产生的减值准备；持有至到期投资为138.09亿元，较上年末增长49.97%，主要系投资的政策性银行债券、地方政府债券和资产支持证券增长所致。

截至2019年末，公司的受限资产182.12亿元，主要系红塔证券及下属子公司已融出证券以及债券质押式回购交易设置质押及存放中央银行法定存款准备金，较上年末增长99.18%，占资产比重为7.75%，受限资产占比一般。

## 2. 负债及所有者权益

**2019年，公司负债规模有所增长，债务结构以短期债务为主，整体杠杆水平适中。**

截至2019年末，公司负债为1,405.82亿元，较上年末增长21.78%，其中流动负债占比82.28%，

非流动负债占比 17.72%，公司负债仍以流动负债为主。

表12 公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>941.80</b>	<b>81.58</b>	<b>1,156.75</b>	<b>82.28</b>
其中：短期借款	2.08	0.22	83.93	7.26
吸收存款及同业存放	726.91	77.18	802.27	69.35
卖出回购金融资产款	127.26	13.51	164.06	14.18
<b>非流动负债</b>	<b>212.60</b>	<b>17.72</b>	<b>249.07</b>	<b>17.72</b>
其中：应付债券	87.68	41.24	75.34	30.25
递延所得税负债	71.49	33.63	100.30	40.27
其他非流动负债	51.26	24.11	71.82	28.83
<b>负债总额</b>	<b>1,154.39</b>	<b>100.00</b>	<b>1,405.82</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债 1,156.75 亿元，较上年末增长 22.82%，流动负债主要由短期借款（占比为 7.26%）、吸收存款及同业存放款（占比为 69.35%）和卖出回购金融资产款（占比为 14.18%）构成。

2019 年公司短期借款大幅增加 81.85 亿元至 83.93 亿元，公司短期借款以信用借款为主，截至 2019 年末，吸收存款和同业存放总额为 802.27 亿元，较上年末增长 10.37%，主要系红塔银行公司客户定期存款增加所致，其中，吸收存款 779.66 亿元，占比 97.18%。公司卖出回购金融资产为 164.06 亿元，较上年末增长 28.92%，主要系红塔证券质押式卖出回购业务规模增长所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 249.07 亿元，较上年末增长 17.15%，主要是递延所得税负债和其他流动负债增加所致，其中应付债券（占比 30.25%）、递延所得税负债（占比 40.27%）和其他非流动负债（占比 28.83%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 75.34 亿元，较上年末下降 14.08%，主要系红塔银行发行同业存单净额增长所致，红塔银行同业存单金额占比 80.09%。公司递延所得税负债为 100.30 亿元，较上年末增长 40.30%，主要系公司母公司持有投资公允价值增加确认递延所得税资产增加所致；其他非流动负债 71.82 亿元，较上年末增长 40.10%，主要系红塔证券发行次级债所致。

从债务结构看，截至 2019 年末，公司全部债务 1,212.18 亿元，较上年末增长 19.30%，短期债务<sup>1</sup>占比 92.84%，较年初下降 0.58 个百分点，债务结构仍为以短期债务为主，其中短期债务 1,125.36 亿元，较上年末增长 18.56%，主要是红塔证券卖出回购金融资产款增加及红塔银行吸收存款规模增加所致。从债务指标看，公司资产负债率 59.85%，较上年末上升 1.00 个百分点；全部债务资本化比率 56.25%，较上年末上升 0.51 个百分点；长期债务资本化比率 54.41%，较上年末上升 0.36 个百分点，公司债务负担有所增长且债务负担较重，但考虑公司到合并子公司中银行和证券等高杠杆行业企业占比较大，杠杆水平仍处于适中。

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

表13 截至2019年末公司债务规模及相关指标情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末
<b>全部债务</b>	<b>1,016.05</b>	<b>1,212.18</b>
其中: 短期债务	949.20	1,125.36
长期债务	66.85	86.82
<b>全部债务资本化比率</b>	<b>55.74</b>	<b>56.25</b>
<b>长期债务资本化比率</b>	<b>54.05</b>	<b>54.41</b>
<b>资产负债率</b>	<b>58.86</b>	<b>59.85</b>

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

公司所有者权益规模有所增长, 由于其他综合收益占比大, 整体稳定性一般。

截至 2019 年末, 公司所有者权益 942.95 亿元, 较上年末增长 16.86%, 主要系根据股东批复, 集团内其他子公司划至公司导致资本公积增加、利润留存规模增加及根据最新金融工具准则, 导致一般风险准备规模增加所致, 少数股东权益为 219.80 亿元, 较上年末增长 6.14%, 占所有者权益的比重为 23.31%。公司归属于母公司的所有者权益中, 实收资本占比 8.30%, 资本公积占比 30.99%, 其他综合收益占比 40.84%, 未分配利润占比 12.48%, 盈余公积占比 5.97%, 占比较上年末变化不大。公司所有者权益中其他综合收益占比较大, 所有者权益稳定性一般。

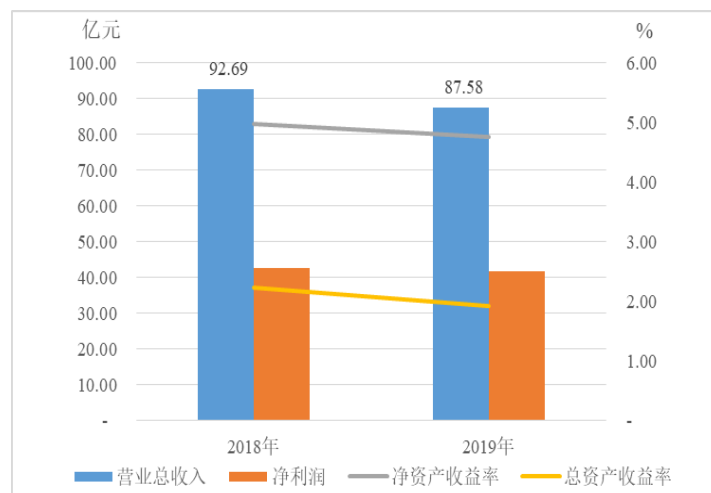
### 3. 盈利能力

**2019 年, 公司营业总收入和净利润规模有所下降, 盈利水平小幅下降, 盈利能力一般。**

2019 年, 公司营业总收入 87.58 亿元, 同比下降 5.52%, 主要系利息净收入规模下降以及营业收入中房地产销售收入下降所致, 实现净利润 41.59 亿元, 同比下降 2.13%。从利润构成上看, 2019 年, 公司实现投资收益 47.26 亿元, 同比小幅增长 1.02%, 公司利润主要来自于投资收益, 2019 年投资收益对营业利润贡献度为 97.38%, 较上年上升 5.78 个百分点, 公司利润对投资收益依赖度有所上升。公司费用总额以管理费用为主, 2019 年, 公司期间费用为 26.93 亿元, 同比增长 9.45%, 主要系管理费用增长所致。

从各项盈利指标来看, 2019 年公司营业利润率 55.42%, 较上年小幅上升 0.31 个百分点; 总资产收益率和净资产收益率分别为 1.93%和 4.75%, 较上年分别下降 0.30 个百分点和 0.23 个百分点, 公司盈利水平小幅下降, 整体盈利能力一般。

图 2 公司盈利能力情况



资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理

#### 4. 红塔银行资本充足性

**2019年，红塔银行资本充足性较好，各项指标优于监管指标。**

截至2019年末，红塔银行资本净额118.41亿元，较上年末增长6.64%，其中核心资本净额111.46亿元，较上年末增长6.14%，截至2019年末，红塔银行资本充足率为18.44%，较上年上升1.23个百分点，主要系核心资本中未分配利润的增加以及资产结构不断优化所致，核心资本充足率17.36%，较上年末上升1.08个百分点，整体红塔银行充足性较好。

#### 5. 现金流分析

**2019年，公司经营活动现金流入规模大幅增加，投资活动现金流规模较小，筹资活动现金流入规模较大。**

2018—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为-65.13亿元和-28.35亿元，均呈净流出状态，2019年净流出规模下降，主要系处置交易性金融资产规模下降所致；2018—2019年，公司投资活动现金流量净额分别为0.36亿元和19.27亿元，均为净流入状态，2019年净流入规模大幅增加，主要系投资收回的现金规模增加所致；2018—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为81.12亿元和90.97亿元，均为净流入状态且规模较大，主要是公司通过发行债券进行融资规模增加所致。2018—2019年，现金及现金等价物净增加额分别为16.36亿元和81.90亿元，截至2018年末和2019年末，现金及现金等价物余额分别为140.26亿元和222.15亿元。

表14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流量净额	-65.13	-28.35
投资活动现金流量净额	0.36	19.27
筹资活动现金流量净额	81.12	90.97
现金及现金等价物净增加额	16.36	81.90
期末现金及现金等价物余额	140.26	222.15

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

#### 6. 母公司财务分析

**母公司资产主要是持有的金融投资资产和投资子公司股权，杠杆水平偏低，债务负担很轻，投资收益对利润贡献度较高，母公司偿债能力指标表现较好。**

截至2019年末，母公司资产总额833.45亿元，较上年末增长20.89%，主要是长期股权投资和可供出售金融资产增加所致，公司资产主要由可供出售金融资产（占比为61.93%）和长期股权投资（占比为27.15%）构成。截至2019年末，可供出售金融资产516.17亿元，较上年末增长27.58%，主要是持有上市公司股票市值增长所致；长期股权投资226.25亿元，较上年末增长9.00%，主要是对子公司和联营企业投资规模增加所致。

截至2019年末，母公司负债总额111.83亿元，较上年末增长32.94%，主要是递延所得税负债增长所致。截至2019年末，母公司负债主要由应付债券（占比为13.33%）和递延所得税负债（占比为85.76%）构成。截至2019年末，母公司应付债券14.90亿元，较上年末小幅增长0.18%；递延所得税负债95.90亿元，较上年末增长41.02%，主要是母公司持有投资公允价值增加确认递延税资产增加所致。截至2019年末，母公司资产负债率为13.42%，较上年末上升1.22个百分点，母公司杠杆水平偏低。截至2019年末，母公司全部债务14.90亿元，均为长期债务，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均为2.02%，债务负担很轻。

2019年母公司实现营业收入0.16亿元，同比小幅下降3.19%，母公司投资收益主要是投资红塔银行、滇西水泥和蓝鹰纸业产生的投资收益等，2019年母公司实现投资收益19.45亿元，同比下降36.10%，主要是一方面云南烟草兴云投资股份有限公司、红塔房地产和荷乐宾防伪亏损，另一方面2018年公司处置股票获得较高收益所致，净利润18.53亿元，同比下降27.69%。盈利能力指标来看，2019年，母公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.43%和2.79%，较上年分别下降0.99个百分点和1.13个百分点。

从现金流来看，2019年母公司经营活动现金流量净额为-0.59亿元，投资活动现金流量净额为15.14亿元，筹资活动现金流量净额为-0.79亿元，现金及现金等价物净增加额为13.76亿元，截至2019年末，母公司现金及现金等价物余额为55.50亿元。

从偿债能力指标来看，2019年公司EBITDA全部债务比1.26倍，EBITDA利息倍数23.90倍，母公司偿债能力指标表现较好。

#### 7. 偿债能力分析

公司整体偿债指标表现一般，但考虑到公司作为烟草公司旗下的资产管理运营平台，同时控股红塔银行、红塔证券等金融公司，资产质量较高，流动性好，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率为0.99倍，速动比率为0.96倍，较上年均有所上升，公司整体短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为84.14亿元，较上年增长6.43%，主要利息支出增加所致，其中利息支出占比32.89%、利润总额占比57.57%组成，利润总额在EBITDA构成中占比最大。2019年，公司EBITDA利息倍数为3.04倍，EBITDA对利息的保障程度仍较强；2018年末，公司EBITDA全部债务比为0.07倍，对全部债务的保障能力较弱。

截至2019年末，公司获得银行授信23.00亿元，无授信使用情况，公司融资渠道畅通。

据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：G915300003253027445），截至2020年6月5日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

截至2020年5月末，公司不存在无对外担保情况。

### 七、跟踪债券偿还能力分析

以2019年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“18合和01”“18合和02”的待偿本金15.00亿元的各项偿还能力指标见下表，除经营活动产生的现金流量净额无法对待偿债券覆盖外，其余偿还能力指标很好。

表15 本报告所跟踪债券的偿还能力（单位：倍）

项目	2019年
净资产/跟踪债券待偿本金合计	62.86
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	5.61
净利润/跟踪债券待偿本金合计	2.77
经营活动产生的现金净流量净额/跟踪债券待偿本金合计	-1.89

资料来源：联合评级整理

总体看，考虑到公司作为金融资产管理运营平台，股东背景强大，在资本实力、业务规模等方面具备优势，同时公司的金融资产业务持有较好规模的金融资产、流动性强，综上因素联合评

级认为公司对本期债券的偿还能力极强。

## 八、综合评价

公司为云南中烟旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融产业、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备很强综合竞争力。2019年，公司经营情况良好，资产规模有所增长，资产质量较好、杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司营业总收入主要来源于金融板块，易受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响，同时投资收益对公司利润贡献度较高，与投资企业经营状况相关度高，需对公司盈利情况保持持续关注；公司短期债务占比较高，需关注流动性管理情况。

未来，公司金融产业竞争力将进一步提升，随着各项业务的稳步推进，公司整体经营状况有望继续保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18合和01”“18合和02”债项信用等级为“AAA”。



## 附件 1 云南合和（集团）股份有限公司 主要计算指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,961.31	2,348.77
所有者权益（亿元）	806.92	942.95
短期债务（亿元）	949.20	1,125.36
长期债务（亿元）	66.85	86.82
全部债务（亿元）	1,016.05	1,212.18
全部债务（母公司口径）（亿元）	14.88	14.90
营业收入（亿元）	92.69	87.58
净利润（亿元）	42.49	41.59
EBITDA（亿元）	79.05	84.14
EBITDA（母公司口径）	29.16	18.79
经营性净现金流（亿元）	-65.13	-28.35
总资产收益率（%）	2.23	1.93
净资产收益率（%）	4.99	4.75
归母净资产收益率（%）	3.92	2.79
营业利润率（%）	55.11	55.42
营业费用率（%）	48.48	55.60
资产负债率（%）	58.86	59.85
全部债务资本化比率（%）	55.74	56.25
长期债务资本化比率（%）	54.05	54.41
EBITDA 利息倍数（倍）	3.79	3.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07
流动比率（倍）	0.97	0.99
速动比率（倍）	0.93	0.96
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.27	5.61

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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	营业利润/营业收入×100%
营业费用率	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
偿付能力充足率	保险公司的实际资本/最低资本
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+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 3 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。