

信用等级公告

联合〔2019〕2221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云南合和（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券进行综合分析和评估，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）股份有限公司拟 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月三十一日

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>

云南合和（集团）股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

债券规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 10 月 31 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,514.76	1,847.80	1,957.89	2,035.79
所有者权益（亿元）	868.39	896.90	803.97	919.29
长期债务（亿元）	5.27	16.69	65.59	81.61
全部债务（亿元）	471.11	773.47	1,021.05	--
营业总收入（亿元）	58.55	67.30	88.35	37.03
净利润（亿元）	36.16	47.84	41.80	16.78
EBITDA（亿元）	45.94	75.42	78.14	--
经营性净现金流（亿元）	65.64	190.55	-65.51	-146.36
营业利润率（%）	66.19	84.07	56.96	53.36
净资产收益率（%）	4.22	5.42	4.92	1.95
资产负债率（%）	42.67	51.46	58.94	54.84
全部债务资本化比率（%）	35.17	46.31	55.95	49.33
流动比率（倍）	0.61	0.65	0.77	0.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	13.60	6.10	3.75	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.30	3.77	3.91	--

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、2019 年半年度财务数据未经审计。

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，业务领域涵盖金融资产、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。近年来，公司营业收入稳步增加，营利收入和净利润整体呈增长态势；目前公司资产规模很大，资产质量较好、杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融资产业务，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，需对此保持关注。

未来，随着公司战略的逐步推进，公司业务规模将进一步扩大，资本实力将进一步增加。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以及本次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极低。

优势

1. 公司股东云南中烟是全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司，具有很强经营实力；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。

2. 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。近年来公司金融资产、酒店房地产收入有所增加，整体业务发展良好。

2. 公司资产规模大，资产质量较好；公司杠杆水平适中，两家金融子公司资本充足性较好。

关注

1. 公司投资收益对营业利润贡献较大，

利润实现较为依赖金融资产业务，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. 公司负债规模有所增长，债务结构以短期债务为主，需关注公司流动性管理情况。

3. 公司涉及板块较多，且行业差异较大，对公司内控与管理挑战度高。

分析师

刘 嘉

电话：010-85172818

邮箱：liuj@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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）

Http: //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它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：

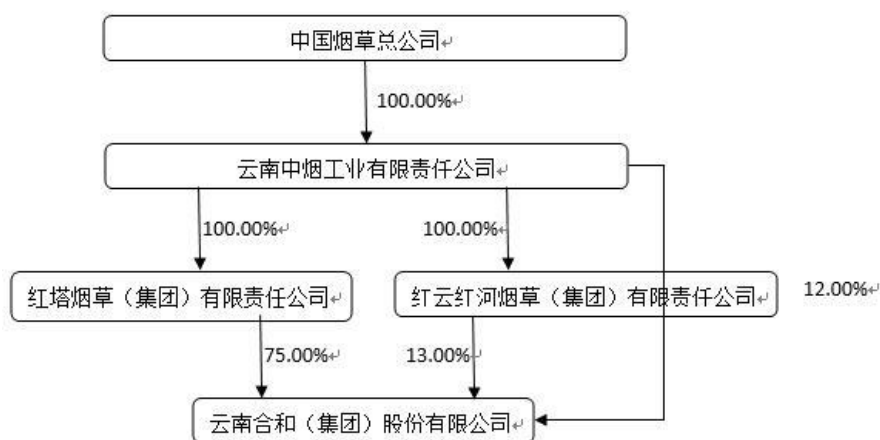


联合信用评级有限公司

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”）将多元化投资项目股权、实物资产等非烟资产纳入重组整合，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，增资后，注册资本为 60.00 亿元。截至 2019 年 6 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。

图 1 截至 2019 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：对银行、证券、保险等金融行业、电力、公路、铁路、地产、酒店、生物制药、包装印刷、烟草配套产业等进行实业投资、项目投资并对所投资项目进行管理，以上需经许可及专项规定的按照相关规定经营。公司本部设有 8 个职能部门，包括办公室、经济运行部、安全管理部、财务管理部、审计部、党建工作部、人力资源部和纪检监察部；4 个业务部门，包括基础产业部、配套产业部、酒店地产部和金融资产部，以及 4 家直属公司曲靖福牌实业有限公司、云南红河投资有限公司、云南中维酒店管理有限责任公司和云南烟草兴云投资股份有限公司（具体见公司组织结构图）。截至 2019 年 6 月末，公司纳入合并范围子公司共 57 家，本部员工 130 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,957.89 亿元，负债合计 1,153.91 亿元，所有者权益 803.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 598.07 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 88.35 亿元，净利润 41.80 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 30.77 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额 -65.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.66 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司合并资产总额为 2,035.79 亿元，负债合计 1,116.50 亿元，所有者权益 919.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 695.64 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 37.03 亿元，净利润 16.78 亿元，其中归属于母公司净利润 11.07 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额 -146.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 -15.09 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

公司拟发行的公司债券名称为“云南合和（集团）股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券”。本次债券发行总规模不超过人民币20.00（含）亿元，分期发行。本次公司债券的期限为5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。本次债券每张面值100元人民币，按面值平价发行。本次债券按年付息、到期一次还本。本次债券票面利率将由公司与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金、偿还银行贷款或股权收购。

三、行业分析

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

1. 金融行业

（1）商业银行业

行业概况

根据中国银保监会统计数据，截至2018年末，我国商业银行资产总额268.24万亿元，负债总额246.58万亿元，资产负债规模保持平稳增长，但增速有所下降；净利润1.83万亿元，资产利润率0.90%，资本利润率11.73%，盈利能力持续下降。

表1 商业银行主要财务数据（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额	181.69	252.40	268.24
负债总额	168.59	232.87	246.58
不良贷款额	1.51	1.71	2.03
净利润	1.65	1.75	1.83
资产利润率	0.98	0.92	0.90
资本利润率	13.38	12.56	11.73
不良贷款率	1.74	1.74	1.83
拨备覆盖率	176.40	181.42	186.31
存贷比	67.61	70.55	74.34
资本充足率	13.28	13.65	14.20
一级资本充足率	11.25	11.35	11.58
核心一级资本充足率	10.75	10.75	11.03

资料来源：中国银保监会，联合评级整理

2018年，随着稳健中性的货币政策和强监管的持续推进，金融体系流动性有所收紧，流动性分层现象逐步显现，但整体流动性仍处于平衡状态。另一方面随着“金融去杠杆”以及“脱虚向实”的行业监管政策的逐步落地，推动我国银行业资产增长向良性发展，为货币信贷的增长奠定良好的基础。同时随着我国经济增长企稳，供给侧改革对经济结构调整起到了积极作用，煤炭价

格回升以及西部地区经济在政策支持下保持增长，一定程度上有利于缓解银行业的信用风险压力，为存量不良资产化解处置带来一定空间，我国商业银行不良贷款率相应趋稳。根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.83%；拨备覆盖率 186.31%，针对信贷资产计提的贷款减值准备仍处于较充足水平。

2018 年以来，银行业持续强化“去杠杆、去通道、去链条”的监管力度，强调金融机构业务发展回归本源，防范资金在金融体系内空转带来的风险积聚问题。面对外部环境变化，银行业逐步调整资产负债结构，此前快速发展的金融市场和资产管理等业务受限明显。其中，银行同业理财、投资以及同业存单发行规模的增长速度在 MPA 考核体系的制约以及流动性管理的要求下明显放缓。

盈利能力方面，利息净收入仍是商业银行最重要的收入来源，主要来自信贷资产、同业资产以及投资类资产形成的利息收入。近年来，利率市场化的持续推进加剧了同业市场竞争压力，同时居民理财意识的增强对传统存款业务形成一定分流，迫使银行通过上浮存款利率、发行结构化存款产品以及大额存单等方式推动存款业务的发展，使银行业存款资金成本整体上升。同时，此前年度多次降息对资产端产生利率重定价效应，进一步导致银行业净息差水平持续收窄，加之叠加监管部门对银行业杠杆水平的约束以及债市波动对投资收益的负面影响，行业盈利能力持续下降。2018 年以来，央行货币政策工具向价格调控型工具转变有助于稳定金融体系资金价格的稳定，商业银行净息差降幅呈现收窄趋势，随着银行业资产质量下行压力的缓解，银行业盈利水平有望趋于稳定。2018 年，我国商业银行净息差 2.18%，资产利润率 0.90%。其中，城商行净息差 2.01%，资产利润率 0.74%。

资本充足性方面，虽然盈利水平的下降削弱了银行资本的内生增长机制，但银行资本补充渠道较为多样，包括增资扩股、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券等，能够保障业务发展的资本需求。根据中国银保监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为 11.03%，平均一级资本充足率为 11.58%，平均资本充足率为 14.20%，资本较充足；其中，城商行平均资本充足率为 12.80%。但考虑到以资本为核心的宏观审慎评估体系的实施以及监管趋严导向下表外业务回表带来的影响，我国商业银行资本尤其是核心资本仍面临一定的补充压力。2018 年伊始，央行公布了关于规范银行业金融机构发行资本补充债券行为的公告，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券，制度层面完善了银行资本补充机制，进一步丰富了银行的资本补充方式。

监管与政策

2018 年以来，监管层围绕资产管理、引导信贷投放、全面系统风险监管等三方面颁布了多项重要监管文件。

引导信贷投放方面，以疏通货币政策传导渠道为核心的一系列监管政策陆续出台，从年初的“两增两控”到郭主席提出的“一二五目标”，监管不断强化对实体经济和民营小微企业的呵护。央行也通过调整监管指标，例如降低 MPA 中宏观审慎资本充足率的结构性参数、增设小微金融服务专项指标等，进一步加强宏观审慎管理，在充分发挥 MPA 的逆周期调节作用的同时适当发挥其结构引导作用，鼓励金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。

资管新规方面，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《关于进一步明确金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》《商业银行理财业务监督管理办法》《商业银行理财子公司管理办法》等 4 份监管文件陆续落地，银行资管业务转型的配套监管架构基本搭建完成，各项整改工作也在展开中。

风险监管层面，从上半年的《商业银行大额风险暴露管理办法》到近期刚刚出台的《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，监管更加注重对风险的预防以及风险发生后的及时处置，无论从宏观还是从微观角度都对金融风险进行了防范和化解。

总体看，监管力度的加强短期内将使商业银行资产负债规模增长速度有所放缓，盈利增长面临压力，但长期看有助于化解商业银行面临的流动性风险，对信用水平的提升具有正面意义。然而，我国银行业金融机构运营过程中仍存在规避监管和追逐短期利益的动机和行为，导致监管的有效性和政策执行力度有一定程度的削弱，整体看我国银行业监管仍然面临着较大挑战。

市场竞争

根据中国银监会的划分标准，我国银行业可分为大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村金融机构及其他类金融机构五大类。长期以来，大型商业银行和股份制商业银行凭借强大的综合实力在银行业中具有较大的竞争优势。但随着利率市场化的推进以及金融创新业务的开展，以城市商业银行和农村金融机构为主的中小型银行获得了较快发展的机会，对银行业竞争格局产生一定影响。

大型商业银行和股份制商业银行在促进国民经济发展中具有重要的战略地位，在业务范围、营业网点、客户资源、规模效益、人力资源等方面优势明显，同时建立了完善的公司治理和内部控制体系，风险管理能力处于行业领先地位。此外，面对利率市场化和金融脱媒带来的竞争压力，大型商业银行和股份制银行实施综合化经营战略，大力发展资产管理、投资银行等轻资本业务，通过设立非银行金融子公司的方式扩展业务外延，业务多元化程度明显提升。因此，大型商业银行和股份制商业银行在银行业市场中仍保持绝对的主导地位。从银监会数据来看，截至 2018 年底，大型商业银行和股份制商业银行占银行业金融机构资产总额比重分别为 46.84%和 22.39%，保持较高占比。

城市商业银行和农村金融机构等地方性金融机构具有明显的地域优势，是地方经济和民营中小微企业发展的重要资金支持者。由于长期服务于地方经济主体，并且营业网点数量较多，城市商业银行和农村金融机构在当地同业中具有较强的市场竞争优势，尤其在存款业务方面形成了稳定的负债资金来源，为其资产业务的发展奠定了良好基础。随着金融市场创新业务的发展以及对提升资金使用效率的需要，近年来城市商业银行和农村金融机构在保障信贷业务基本资金需求的基础上，重点发展金融同业业务，带动同业及投资类资产规模快速增长，成为城市商业银行和农村金融机构资产份额提升的重要因素。但另一方面，地方性金融机构传统信贷业务的发展与地方经济状况关联性较大，内部控制和风险管理能力相对薄弱，经济下行期更易暴露信用风险，同时业务创新能力不足，金融同业合作紧密度的提升也加大了其风险管理的难度。因此，随着监管机构对同业业务监管的加强以及不断强化资本对资产规模扩张的约束机制，未来地方性金融机构发展态势将有所放缓。

传统金融服务借助互联网大幅降低了顾客时间和费用成本，降低实体店服务数量进而降低运营成本。而贷款和电商结合，实现了互联网供应链融资，信息流、物流和资金流的高度融合和在线控制的实现使贷款效率 and 安全性大大提高。互联网金融为改善客户服务提供了新的解决方案。特别是在小微企业贷款和消费贷款方面。互联网普及和网上金融消费习惯形成奠定了客户群体基础，而搜索引擎、数据挖掘及云计算等发展能将社交网络发布、传递和共享的广泛、全面、冗余的个人或机构信息筛选、再加工及组织形成针对性、标准性、动态连续的金融信息，为互联网金融的发展提供了强大技术支持。

随着新的市场参与者不断加入，银行业的市场面临重新被瓜分的局面。银行业在大数据时代，面临着传统银行、证券公司和保险公司的竞争，还面临互联网企业的竞争。面对市场竞争和市场大趋势的发展，银行业墨守成规会带来经营上的滞涨风险。但是急于求成，也将面临快速发展后的翻车风险。在大数据和互联网时代，面临风险加剧，因此防范这些新的风险需要银行业不断增强自己的管理手段，以应对未来发展中的不可测的风险。

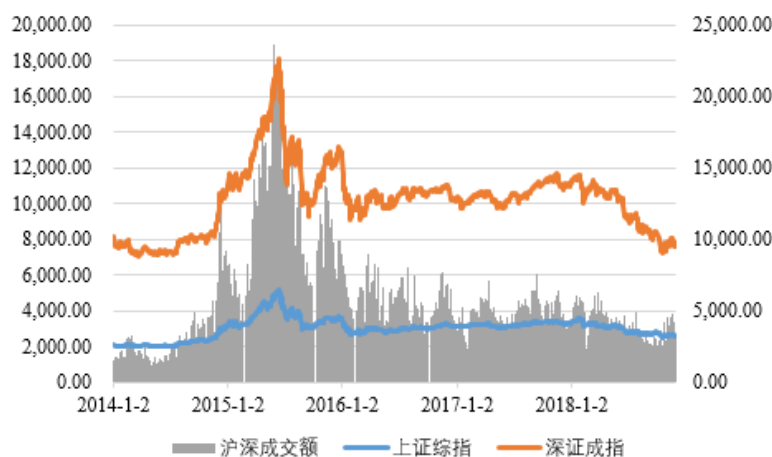
总体看，随着金融市场的不断发展，以城市商业银行和农村金融机构为主的中小型银行获得了较快发展的机会，对银行业竞争格局产生一定影响；同时互联网金融的出现给银行不仅带来机遇，也迫使商业银行不断加快转型面对挑战。

（2）证券行业

证券市场发展概况

近年来，股票市场震荡下行，2016 年股票市场价量齐跌；2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；2018 年，经济下行压力叠加外部不利环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年 1 季度，证券市场有所回暖。根据交易所公布的数据，截至 2018 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,584 家；股票市场总市值为 43.49 万亿元，较 2017 年底下降 31.16%；平均市盈率为 16.22 倍，较 2017 年减少 3.29 个倍数。2018 年全部 A 股成交额为 90.11 万亿元，日均成交额为 0.36 万亿元，同比减少均为 19.37%。截至 2018 年底，市场融资融券余额为 0.76 万亿元，较 2017 年底下降 26.21%。其中融资余额占比为 99.11%，融券余额占比为 0.89%。股票一级市场发行方面，2018 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.21 万亿元，同比减少 21.43%，共完成 IPO 为 105 家、增发 267 家、配股 15 家、优先股 7 家。

图 2 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

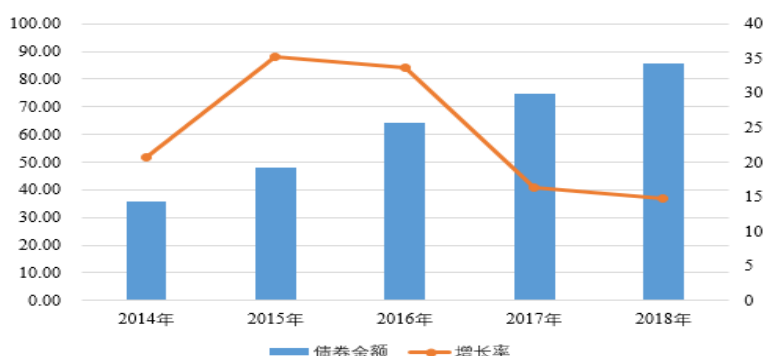


资料来源：WIND，联合评级整理

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生。根据 Wind 资讯统计数据，截至 2018 年底，债券余额为 85.74 万亿元，较 2017 年底增加 14.79%。债券发行方面，2018 年境内共发行各类债券 3.90 万只，发行额达 43.83 万亿元，同比增长 7.43%。2018 年境内债券交易总金额为 1,240.83 万亿元。

其中，现券交易成交金额为 149.79 万亿元，回购交易成交金额为 951.78 万亿元，同业拆借 139.27 万亿元。

图 3 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND，联合评级整理

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2018 年全国期货市场累计成交额为 210.82 万亿元，同比增长 12.20%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 26.12 万亿元，同比增长 6.22%，占全国市场份额 12.39%。

证券公司发展概况

近年来，随着资本市场建设力度的加大以及证券市场规模的逐步扩大，证券公司的数量呈稳步增长态势。2014-2018 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，增长幅度于 2015 年后趋于平稳；盈利能力呈现倒 U 型走势，2014-2015 年盈利水平快速提升，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2018 年盈利水平进一步大幅下降。一方面，证券市场资本中介业务规模的扩张和监管政策的推动使证券公司资本规模不断得到补充，这也在一定程度上提升了证券公司的抗风险能力；另一方面，创新类业务的发展进一步丰富了证券公司的收入来源。随着证券公司对创新类业务的重视和推进，逐步形成了传统业务和创新业务相互促进的格局。但从目前收入结构来看，仍以传统的经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 2 证券行业概况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
证券公司家数（家）	120	125	129	131	131
盈利家数（家）	119	124	124	120	106
盈利家数占比（%）	99.17	99.20	96.12	91.60	80.92
营业收入（亿元）	2,602.84	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87
净利润（亿元）	965.54	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20
总资产（万亿元）	4.09	6.42	5.79	6.14	6.26
净资产（万亿元）	0.92	1.45	1.64	1.85	1.89
净资本（万亿元）	0.68	1.25	1.47	1.58	1.57

数据来源：中国证券业协会

2018 年，受国内外经济环境变化的影响，证券市场悲观情绪弥漫，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；同时，2018 年，证券行业延续严监管趋势。截至 2018 年底，证监会及其派出机构已对 40 家券商开出 58 份行政监管措施或行政处罚书，较 2017 年全年 4 张的证监会罚单大

幅增加。58 张罚单中，29 张罚单涉及合规风控问题，内控不健全问题密集暴露；另有 9 张罚单涉及债券承销业务，8 张涉及并购重组类处罚且罚没款金额较大，投行业务为重点监管范畴。从业务表现看，2018 年证券公司收入水平延续下降趋势，业绩降幅增大，盈利能力下滑明显；业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，自营业务超过经纪业务成为第一大业务收入来源。截至 2018 年底，131 家证券公司总资产为 6.26 万亿元，较 2017 年底增加 1.95%；净资产为 1.89 万亿元，较 2017 年底增加 2.16%，净资本为 1.57 万亿元，较 2017 年底变动不大，资本实力保持稳定。2018 年，131 家证券公司中，106 家公司实现盈利，全年实现营业收入 2,662.87 亿元，全年实现净利润 666.20 亿元，分别同比减少 14.47%和 41.04%，降幅较 2017 年分别扩大 9.39 和 32.57 个百分点，经营业绩大幅下滑。

2019 年 1 季度，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，A 股三大指数均大幅上涨，债券市场进入平稳期；其中上证综指涨幅 23.93%，深成综指涨幅 36.84%，创业板涨幅 35.43%。截至 2019 年 3 月底，131 家证券公司总资产为 7.05 万亿元，较 2018 年底增加 12.62%；净资产为 1.94 万亿元，较 2018 年底增加 2.65%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年增加 3.18%。2019 年 1 季度，131 家证券公司中，119 家公司实现盈利，实现营业收入 1,018.94 亿元，实现净利润 440.16 亿元，分别同比增长 54.47%和 86.83%，经营业绩大幅改善。

近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2018 年以来，国内有天风证券、长城证券、南京证券、华西证券、华林证券等 5 家证券公司实现上市，同时中泰证券、湘财证券、华龙证券、德邦证券等多家中小型券商正处于辅导期或已提交了上市申请。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

市场竞争

CEPA 协议（内地与香港和澳门关于建立更紧密经贸关系的安排）下合资券商设立进程加速。2018 年 4 月，中国证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，将外资持有证券公司的股权比例限制放宽至 51%，同时外商投资证券公司经营业务范围有所扩大。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

同时，随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2018 年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1,688.34 亿元，净利润 486.53 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 63.40%和 73.03%。截至 2018 年底，前十大证券公司资产总额为 3.74 万亿元，占全行业总资产的 59.75%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表3 截至2018年末主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1,568.31	6,531.33	372.21	98.76
2	国泰君安	1,336.73	4,367.29	227.19	70.70
3	海通证券	1,301.86	5,746.24	237.65	57.71
4	华泰证券	1,047.50	3,686.66	161.08	51.61
5	广发证券	886.29	3,891.06	152.70	46.32
6	招商证券	807.92	3,049.31	113.22	44.46
7	申万宏源	684.25	3,229.19	121.70	40.53
8	银河证券	663.38	2,513.63	99.25	29.32
9	国信证券	525.27	2,118.14	100.31	34.31
10	东方证券	522.72	2,268.70	103.03	12.81
合计		9,344.23	37,401.55	1,688.34	486.53

数据来源：WIND

证券公司业务收入来源集中和盈利模式单一雷同，导致证券公司间竞争激烈的同时伴有不正当竞争现象。如IB业务市场资源有限，个别券商在投资者合规方面违规并因此被证监会立案调查。同时，为大力开展业务，多数券商在创新业务的风险控制上都滞后于产品设计。随着监管的日益加强，行业发展分化也日益明显，违规者将受到监管层的严肃治理，规范且竞争力强的公司则会取得相应发展。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验、业务规范 and 专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度将进一步上升。

未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续

证券公司风险主要包括市场风险、信用风险、流动性风险以及操作风险。目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与去年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级。从各级别券商分布来看，38家券商被评为A类，数量比去年少2家；38家A类券商中，共有10家券商评为A类AA级，较去年少了2家；B类券商共有50家，相较去年多1家；其中BBB级券商有28家，比去年少1家，BB级券商有12家，比去年少3家，B级券商有10家，比去年多5家；8家券商被评为C类；2家被评为D级。整体来看，A类券商数量较2018年有所下降，下调级别券商数量有所增多且包括4家AA级券商，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年1月，沪深交易所和中证登发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，从股票质押业务的交易和结算环节进一步规范，使股票质押市场回归理性；通过严控风控指标和强化业务流程管理，引导证券公司加强信用风险和流动性风险管理能力，有效控制系统性风险。

2018年3月，证监会正式发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，督促证券公司强化主体意识、完善自我约束机制，提升投行类业务内部控制水平，防范和化解投行类业务风险。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

证监会调整风控指标、修订分类监管规定、严处罚等举措体现出监管层对证券公司风险管理能力提出了更高要求，对证券公司保持了较强的监管力度，同时也有利于促进证券行业健康稳定发展。

资本市场改革和行业监管持续推进，证券公司业务转型加速，行业集中度提升，证券行业“强者恒强”的局面凸显，需对中小券商保持关注。

2018年以来，证券公司经营业绩受市场和政策影响呈现较大下滑态势，但行业整体信用水平保持平稳。资管新规的落地、佣金率的探底、业务同质化竞争的加剧以及传统业务牌照红利的渐失将倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。随着核心竞争力转向资本实力、风险定价能力和金融科技运用，证券行业集中度将加速提升。而《证券公司分类监管规定》也进一步突出监管导向，加分指标方面有利于大型综合券商通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力以及跨境业务能力等获得加分优势。由此，证券公司行业格局会进一步分化，证券行业“强者恒强”的局面将进一步凸显，中小证券公司面临的竞争将更加激烈。

从企业个体层面来看，业务结构较为单一的中小券商业绩稳定性较差，抵御市场和政策风险的能力较弱，在市场环境恶化的条件下，经营业绩下滑更为明显；加之其本身资本实力、股东支持及背景和应对市场周期性的内部控制能力偏弱，如经营环境持续恶化，此类证券公司盈利和资产质量将继续恶化，将对其信用水平造成较大影响。

总体看，未来一段时间，随着资本市场改革和行业监管的持续推进，证券公司将加速转型，行业集中度有所提升，大中型证券公司资本实力保持平稳，行业整体信用水平稳定，但投资者需对中小券商保持关注。

2. 房地产行业

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，

加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过上年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1—11月上涨0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年底减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

总体看，2018年全国房地产开发投资整体高于去年，土地供应量继续上扬，在调控的政策持续下，商品房销售增速继续下滑。

3. 酒店管理行业

（1）行业概况

酒店行业系旅游业的细分子行业。中国的旅游行业正处于高速发展的黄金时期，近年来旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，旅游行业占GDP的比重呈上升趋势。2018年，全年实现旅游收入5.97万亿元，同比增长10.50%；国内旅游人数达55.39亿人次，同比增长10.80%；出入境人数2.91亿人次，增长7.8%。

在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，尤其是高档酒店。根据国家旅游局统计的《2018年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至2018年第三季度末，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有10,667家星级饭店，其中10,256家经营情况数据通过省级旅游主管部门审核，完成率为96.15%。2018年第三季度，共有9,230家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级59家，二星级1,567家，三星级4,434家，四星级2,351家，五星级819家。2018年全国星级饭店第三季度平均房价为341.76元/间夜，同比增长0.44%；平均出租率为60.86%，同比增长0.46%；每间可供出租客房收入为208.00元/间夜，同比增长0.91%；每间客房平摊营业收入为36,358.80元/间，同比增长2.74%。

总体看，目前中国酒店行业处于供大于求的状态，面对行业竞争，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，公务消费政策等因素使得以政府接待为主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续

发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

（2）未来发展

在酒店行业保持高速增长的同时，行业的市场细分越发明显，定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场，小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟，高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场，设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三星级酒店提供了可行的发展方向。在大众化市场，百元以下的廉价型经济型酒店、家庭旅馆、农家乐、汽车旅馆、青年旅馆等成为市场亮点。电子商务、网络营销、集聚开发、美食街区、火锅连锁、餐饮食品等产业模式创新加快。携程网、芒果网、去哪儿网、窝窝团等新兴网络企业不断丰富完善企业电子商务盈利模式。这些新兴业态的不断推广为酒店行业的进一步发展带来了更为广阔的空间。

4. 高速公路行业

（1）全国公路及高速公路运输情况

2018 年末全国公路总里程 484.65 万公里，比上年增加 7.31 万公里。公路密度 50.48 公里/百平方公里，增加 0.76 公里/百平方公里。公路养护里程 475.78 万公里，占公路总里程 98.20%。

2018 年末全国四级及以上等级公路里程 446.59 万公里，比上年增加 12.73 万公里，占公路总里程 92.10%，提高 1.30 个百分点。二级及以上等级公路里程 64.78 万公里，增加 2.56 万公里，占公路总里程 13.4%，提高 0.3 个百分点。高速公路里程 14.26 万公里，增加 0.61 万公里；高速公路车道里程 63.33 万公里，增加 2.90 万公里。国家高速公路里程 10.55 万公里，增加 0.33 万公里。2018 年，完成营业性客运量 179.38 亿人，比上年下降 3.0%，旅客周转量 34,217.43 亿人公里，增长 4.30%，营业性货运量 506.29 亿吨，增长 7.2%，货物周转量 199,385.00 亿吨公里，增长 3.50%。整体看，全国公路总里程较上年小幅增加，营业性客运量小幅下降。

（2）行业政策

2016 年 7 月，交通部印发《综合运输服务“十三五”发展规划》为公路运输提出了新要求，规划指出要优化通道内运输组织网络，加强综合运输大通道内铁路、水运能力建设，优化道路运输网络的层级匹配；有序推进各种运输方式节点体系和重点枢纽场站建设，完善集疏运体系；提高综合运输枢纽规范化服务能力，建立综合运输枢纽统一规划、一体设计、同步建设、同期运营、协同管理的联动工作机制，规范运输方式间的交通标志指引、标识管理，推动铁路、公路、民航、邮政、城市交通等服务标准在枢纽内相衔接。

2017 年 7 月，财政部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号），明确地方政府收费公路专项债券（以下简称“收费公路专项债券”）是地方政府专项债券的一个品种，专项用于政府收费公路项目建设。收费公路专项债券作为政府债券，具有信用等级高、融资期限长、融资成本低等优势，是收费公路发展的重要资金渠道，并且按照市场化原则发行，期限、结构明确合理，信息公开透明，便于市场和公众监督。收费公路专项债券的发行将有助于保障国家公路网规划目标的如期实现和防控交通领域政府债务风险。

整体看，高速公路的发展与国家政策高度相关，相关政策的变化将会对高速公路建设和运营企业的经营情况产生影响。

四、规模与竞争力

1. 规模与竞争力

公司系经国家烟草专卖局批准，由云南中烟、红塔集团、红云红河将纳入非烟产业重组整合

范围内的多元化投资项目股权、实物资产整合成立的股份有限公司，是云南中烟旗下的非烟资产管理运营平台。随着云南中烟旗下非烟产业的重组整合，公司股东划入的投资项目股权、实物资产规模较大，涉及行业较多。公司资产规模已逾两千亿，涉及证券、创投、银行、高速公路、房地产、酒店、烟草配套、能源等多个行业，构建起金融产业、配套产业、基础产业、酒店地产的业务布局，业务构成较为多元。截至 2019 年 6 月末，公司合并资产总额为 2,035.79 亿元，所有者权益 919.29 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 37.03 亿元，净利润 16.48 亿元，具有较强的经营实力。

从金融板块来看，公司金融板块业务布局较为齐全，控股云南红塔银行股份有限公司（以下简称“红塔银行”）、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“红塔创投”）等公司，并参股中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）、国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）等多家金融企业，金融板块资产优良。近年来，金融板块业务对公司的营业总收入贡献逐年提高，且旗下红塔证券已于 2019 年 7 月 5 日成功上市，公司金融板块的竞争力进一步增强。

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产业务，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。公司交通运输产业主要系投资运营高速公路，涉及昆玉高速和安晋高速两条高速公路，2018 年共实现收入 4.76 亿元，截至 2018 年末昆玉高速长达 63.99 公里，安晋高速长达 38.56 公里。公司水泥生产主要由子公司云南红塔滇西水泥股份有限公司负责（以下简称“滇西水泥”），年均生产规模超过 300 万吨/年，产能规模较大；同时，公司基础产业板块参股多家发电企业，整体布局较为分散。

从酒店地产板块来看，酒店方面，公司通过云南中维酒店管理有限责任公司统一整合、管理旗下酒店资源，截至 2018 年末，公司旗下全资、控股酒店合计 12 家；房地产业务方面，公司土地储备规模较大，截至 2018 年末，公司拥有土地储备 1,073.67 亩，主要为城镇住宅用地。

从配套产业来看，公司配套产业主要包含印刷、造纸、烟包防伪技术等烟草周边行业，公司配套产业主要系与关联方的关联交易，近年来市场较为稳定，但受烟草行业景气度持续下行影响，公司配套产业收入规模有所下降，盈利能力较低。

总体看，公司作为云南中烟的非烟资产管理平台，投资领域广泛，业务布局多元，资产和盈利规模较大。

2. 股东背景

云南中烟直接和间接持有公司 100% 股权，云南中烟是集卷烟生产销售、烟草物资配套供应、科研以及多元化经营等为一体的全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司，具有很强经营实力。云南中烟现拥有卷烟产销规模位居行业前两位的红塔集团和红云红河，以及云南中烟营销中心、云南中烟技术中心、云南烟草科学研究院、云南中烟物资（集团）有限责任公司、云南烟草教育培训中心、云南烟草国际有限公司、云南中烟特有职业（工种）职业技能鉴定站等 7 家直属单位，并参控股云南烟草兴云投资股份有限公司、云南中维酒店管理有限责任公司等多家企业。截至 2018 年底，云南中烟资产总额 1,051.78 亿元，负债总额 85.86 亿元，所有者权益合计 965.93 亿元，云南中烟产销规模大，实力雄厚。

公司实际控制人系中国烟草总公司，成立于 1982 年 1 月，与 1984 年设立的国家烟草专卖局一套机构、两块牌子，对我国烟草行业进行集中统一管理。目前，中国烟草总公司设有直属机构

58 个，地市级局 446 个，县级局（营销部）2,283 个，卷烟工业企业和烟机制造企业 105 个，烟叶复烤企业 56 个，其他单位和企业 140 个。

总体看，云南中烟是全国卷烟产销规模最大的省级中烟工业公司之一，公司股东背景雄厚。

3. 人员素质

公司本部现有高级管理人员 4 名，其中总经理 1 名，副总经理 3 名，一名董事兼任总经理。

公司董事长李剑波先生，1965 年生，历任红塔集团玉溪卷烟厂计统科副科长，玉溪红塔集团董事、总经济师，红塔集团董事、副总裁，合和集团党委书记、总经理；现任公司党委书记、董事长。

公司董事、总经理毕凤林先生，1968 年生，历任红河卷烟厂生产部卷包车间主任、生产部部长；红河卷烟厂副厂长、党委副书记、纪委书记；庆来学校副董事长；红云红河副总裁；现任公司总经理、党委副书记。

公司其他高级管理人员也已在行业内工作多年，具有丰富的行业经验。

截至 2019 年 6 月底，公司本部在岗员工 133 人，主要为管理人员，其中本科及以上学历占 80.45%，大专学历占 15.04%，中专及以下学历占 2.26%。

总体看，公司管理层行业经验丰富，员工配置合理，能够满足日常管理需要。

五、公司治理与内控

1. 治理结构

公司依照《中国共产党章程》、《中华人民共和国公司法》的相关要求，制定了较为完善的法人治理结构。公司股东会是公司的权力机构，负责决定公司经营方针、投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等事项。

公司根据党章规定，设立中国共产党云南合和（集团）股份有限公司委员会，设立中国共产党云南合和（集团）股份有限公司纪律检查委员会。公司党委设党委书记 1 名，党委副书记 1 名，党委成员若干。

公司设立董事会，是公司的决策机构。董事会由 7 人组成，其中有 1 名职工代表，职工代表须经公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生，其他董事会成员由各股东单位按程序推荐，经股东大会选举产生；设董事长 1 人，由全体董事过半数选举产生。董事每届任期 3 年，期满后可连选连任。公司董事会负责召集股东大会会议，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、决算方案、年度薪酬分配方案、利润分配方案和弥补亏损方案以及公司增加或者减少注册资本的方案等重大事项。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人。监事会包括股东代表 2 人和公司职工代表 1 人，其中职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事每届任期为 3 年，任期届满，可连选连任。监事会主要负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理每届任期三年，可连聘连任。设副总经理若干名，按相关程序推荐，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，主持公司的经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司内部管理机构设置方案以及公

司的基本管理制度等。

总体来看，公司法人治理结构较为健全，能够满足公司正常经营的需求。

2. 组织架构及管理体制

公司下设酒店地产部、基础产业部、金融资产部、配套产业部、财务管理部、纪检监察部、经济运行部、人力资源部、行政办公室和党建工作部等 12 个部门（组织架构图见附件 1），各部门职责划分明确，内部组织机构设置较合理，基本能够满足公司当前业务管理的需要。

公司根据其业务特点及管理需要，建立了预算管理、财务管理、投资管理、企业环境与职业健康管理、安全生产管理、应急管理、信息披露等各项管理制度，形成了较规范健全的控制管理体系。

预算管理方面，公司设立预算管理委员会，由公司领导和相关部门人员组成；预算管理委员会下设办公室，机构设在财务部。预算管理委员会负责审议预算方案、预算调整方案及预算考核等；组织和领导公司全面预算的编制、平衡、协调工作。公司执行“部门申报、预算办平衡、归口管理部门初审、总经理办公会审议、预算管理委员会审核、董事会审定”的年度预算运行程序，形成全方位、全过程、多层次的全面预算执行责任体系。

财务管理方面，公司在全资控股成员范围内统筹使用资金，发挥资金整体效应。同时，设立财务部统一对资金的筹措、支付、调配以及银行账户、网上银行的使用进行管理。银行账户的增开由财务部统一平衡后，经总经理办公会讨论通过后报云南中烟审批。若根据业务需要减少账户，由财务部统一平衡后报财务负责人审定。

对外担保方面，按照烟草系统管理规定，公司本部不允许对外担保，子公司超过授权额度的对外担保，需报公司本部批准。

投资管理方面，公司投资项目按要求实行负面清单方式管理。负面清单内的投资项目，须经清单制定单位批准后方可实施。不在负面清单内的投资项目，由投资主体按照国家法律法规、企业章程自主决策。公司制定的投资管理制度、中长期投资规划，组织编制年度投资计划，按照云南中烟部署组织开展信息采集、投资工作检查。公司本部投资额在 3,000 万元（不含）以下固定资产投资项目和多元化投资项目。投资额 3,000 万元以上的，应按云南中烟、国家局（总公司）规定逐级上报审批，获得核准后方可实施由总经理办公会研究后提交董事会审议并形成相关决议，由云南中烟研究决策后按规定程序上报中国烟草总公司批准。

安全生产管理方面，公司设立安全生产委员会，并明确安全生产委员会及成员、各职能部门的职责，在安全生产管理机构配备专（兼）职安全生产管理人员。安全生产委员会主任与公司各部（室）、直属企业、全资控股企业主要负责人签订安全生产责任书，不断提升干部职工的安全生产风险意识，建立健全安全生产责任制，加大安全生产管理力度。

应急管理方面，公司设立应急管理领导小组，负责监督、检查、指导公司本部、直属企业事故应急救援工作；应急预案编制修订；应急预案宣传教育、培训；应急准备、预案演练、评审和应急管理考评。公司本部及下属企业把应急预案演练纳入年度安全工作计划，按计划组织演练、并保持记录。不断提高员工的岗位安全意识和应急处置能力。

信息披露方面，公司要求建立健全信息披露制度，真实、准确、完整、及时地披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

公司主要通过人事控制和预算考核实现对子公司的管理。子公司人事管理方面，公司制定了《合和集团党委管理的领导干部选拔任用实施办法》，公司党委及人力资源部负责控股公司副处

级以上干部的任用管理；同时，由公司党委管理的非领导职务干部的选拔任用亦参照上述办法执行。控股公司预算管理方面，公司对控股企业实行全面预算管理，公司按统一管理与分级负责相结合的原则对预算单位进行管理，公司金融资产部、配套产业部、基础产业部、酒店地产部作为公司预算归口管理部门管理所辖单位；各预算单位的所有经济活动均须纳入预算管理，以经营目标为中心，做到事前有预算、事中有控制、事后有考核及检查。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全。公司作为投资管理平台，需要实现较高等度的市场化，目前公司管理制度仍主要遵循烟草系统相关规定，市场化程度不高，公司市场化进程及效果仍待持续关注。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营规模很大，涉及金融、酒店地产、基础产业以及配套产业。2016—2018年，公司实现营业收入总收入分别为58.88亿元、67.30亿元和88.35亿元，三年复合增加22.84%，主要系金融板块收入大幅增加所致。近三年，公司实现净利润分别为36.16亿元、47.84亿元和41.80亿元，三年复合增加7.52%，其中2018年净利润同比下降12.62%，主要系营业总成本中红塔银行吸收存款利息支出增加所致。

从营业总收入结构来看，2016—2018年，金融资产板块收入占比大幅提升，占比分别为24.17%、42.35%和47.52%，2018年，公司金融资产板块实现收入41.99亿元，较上年增加47.33%，主要系红塔银行利息收入大幅增加所致。由于金融收入增速较快，基础产业和配套产业占营业收入的比重处于逐年下降趋势，2018年基础产业和配套产业分别实现收入15.08亿元和10.36亿元，同比微幅增加，占比分别为17.07%和11.73%。酒店地产板块收入占比波动上升，2018年实现收入20.92亿元，同比增加55.54%，主要系红塔房地产项目销售收入增加所致，酒店地产收入占比增至23.67%。

表4 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

行业	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金融资产	14.15	24.17	28.50	42.35	41.99	47.52	18.72	50.55
基础产业	13.76	23.49	14.98	22.26	15.08	17.07	8.03	21.69
配套产业	12.37	21.13	10.36	15.40	10.36	11.73	4.16	11.24
酒店地产	18.27	31.21	13.45	19.99	20.92	23.67	6.12	16.52
合计	58.55	100.00	67.30	100.00	88.35	100.00	37.03	100.00

资料来源：公司提供

投资收益主要来源于公司参股公司带来的收益和部分金融投资产品取得的收益，除营业收入外，近三年，公司实现投资收益三年复合增加15.51%，2018年，公司实现投资收益46.74亿元，同比小幅增加3.33%，其中，长期股权投资收益占比为12.52%，可供出售金融资产取得的投资收益占比为74.52%。2016—2018年公司投资收益占利润总额比重分别为87.45%、79.70%和93.47%，投资收益对利润贡献度始终保持较高水平。

2019年半年度，公司实现营业收入37.03亿元，同比增加19.05%，主要系下属公司金融板块收入增加所致，实现净利润16.78亿元，同比增加40.45%，主要系投资收益同比增加所致。从收入构成上看，公司仍以金融资产业务为主，占比达50.55%。

总体看，近年来，公司经营情况较好，其中金融板块业务收入贡献度最大；同时，投资收益对利润总额贡献很大，其受市场影响较大，未来收益存在较大波动性。

2. 金融资产板块

公司金融资产板块包括银行、证券、创新投资业务等，其中 3 家控股子公司红塔证券、红塔创新投资股份有限公司（以下简称“红塔创新”）和红塔银行对公司金融资产业务收入贡献度较大。

（1）红塔银行

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 2018 年末，红塔银行注册资本 62.98 亿元，公司持股比例 19.99%，2016 年 7 月，公司将红塔银行纳入合并报表范围。截至 2018 年末，红塔银行下辖 5 家分行及 35 家营业网点，117 家自助服务区，较年初增加 8 家营业网点，29 台自助设备，网点全部集中于云南省内，红塔银行资产 1,050.92 亿元，负债总额 945.04 亿元。2016—2018 年红塔银行实现营业收入复合增加 32.13%，2018 年实现收入 31.83 亿元，同比增加 32.13%，主要系红塔银行利息收入增加所致。

公司、个人银行业务

依托股东背景和优势，红塔银行积极探索打造服务烟草全产业链的模式，在烟草行业企业的支持下，红塔银行公司存、贷款业务增长较快，使得红塔银行业务规模和收入均实现较快增长。

近三年，红塔银行公司贷款和垫款三年复合增加 24.07%，截至 2018 年末，红塔银行公司贷款总额（含贴现和贸易融资）235.57 亿元，占贷款总额的 84.34%；。

近三年，红塔银行公司存款总额三年复合增加 55.95%，主要系营业网点新设以及股东资源支持所致，截至 2018 年末，公司存款规模 678.25 亿元，较上年末增加 27.01%，占存款规模比重为 91.09%，主要系烟草客户资金往来及沉淀。

近三年，红塔银行个人贷款业务三年复合增加 35.37%，截至 2018 年末，红塔银行个人贷款余额 43.73 亿元，较年初增加 35.35%，占贷款总额的 15.66%。截至 2018 年末，个人银行存款余额 49.59 亿元，较年初增加 10.78%，占存款业务比重为 6.66%。整体看，红塔银行公司银行业务存、贷款业务规模占比高。

表 5 红塔银行存、贷款业务情况表（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
吸收存款总额	358.50	615.99	744.59
其中：公司存款	278.87	534.03	678.25
个人存款	32.79	44.77	49.59
贷款和垫款总额	176.90	234.75	279.30
其中：公司贷款	153.03	217.71	235.57
个人贷款	4.95	6.94	9.84

资料来源：红塔银行审计报告，联合评级整理

近三年，红塔银行不良贷款率处于下降趋势，分别为 1.69%、1.42%和 1.37%，主要系红塔银行大力处置不良贷款所致，从贷款五级分类来看，关注类贷款占比处于下降趋势，整体资产质量较好。近三年，红塔银行拨备覆盖率处于上升趋势，分别为 165.81%、207.72%和 257.00%，保持行业较高水平。单一最大客户贷款比例处于下降趋势，分别为 9.88%、9.67%和 8.74%，最大十家单一客户贷款比例在 2017 年大幅上升至 119.48%，主要系红塔银行关联贷款所致，2018 年最大十

家单一客户贷款比例明显下降至 65.58%。

表 6 红塔银行贷款资产质量况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	167.00	94.41	225.66	96.13	269.59	96.52
关注	6.91	3.91	5.75	2.45	5.88	2.10
次级	1.42	0.80	1.82	0.77	2.91	1.04
可疑	0.70	0.40	0.91	0.39	0.62	0.22
损失	0.86	0.49	0.62	0.26	0.30	0.11
合计	176.90	100.00	234.75	100.00	279.31	100.00
不良贷款	2.98	1.69	3.35	1.42	3.83	1.37
拨备覆盖率	165.81		207.72		257.00	
单一最大客户贷款比例	9.88		9.67		8.74	
最大十家单一客户贷款比例	62.13		119.48		65.58	

资料来源：红塔银行年度摘要，联合评级整理

资金业务

红塔银行资金业务主要有同业资产、同业负债和投资业务。近三年，红塔银行同业资产三年复合增加 28.47%，占红塔银行资产总额的比重分别为 10.17%、9.29%和 9.85%。截至 2018 年红塔银行同业资产 103.51 亿元，较年初增加 22.51%，主要系存放同业款项增加所致。红塔银行投资资产三年复合增加 24.73%，占红塔银行资产总额的比重分别为 51.00%、51.81%和 46.54%。从投资资产的投资结构来看，红塔银行标准化债券投资处于增加趋势，三年占投资资产比重分别为 28.96%、33.83%和 47.83%，其中证券债券投资品种占比较高；非标准化债券投资以非信贷类投资产品为主，占比处于下降趋势分别为 60.33%、53.95%和 47.18%。从投资资产减值来看，近三年，投资资产减值准备三年复合增加 65.09%，处于增加趋势。

表 7 红塔银行投资资产结构（单位：亿元、%）

	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
标准化债权投资	91.04	28.96	159.37	33.83	233.97	47.83
其中：政府债券	72.44	23.04	82.35	17.48	113.95	23.30
金融债券	3.21	1.02	60.71	12.89	76.04	15.55
企业债券	15.39	4.90	16.31	12.89	25.15	5.14
其他	--	--	--	--	18.82	3.85
非标准化债权投资	224.79	71.49	315.83	67.04	260.63	53.29
其中：信贷类	35.09	11.16	61.63	13.08	29.86	6.10
非信贷类	189.66	60.33	254.20	53.95	230.77	47.18
其他投资	0.84	0.27	0.81	0.17	0.87	0.18
投资资产总额	316.63	100.71	476.01	101.03	495.47	101.30
减：投资资产减值准备	2.33		4.87		6.35	
投资资产净额	314.40		471.14		489.12	

资料来源：红塔银行审计报告，联合评级整理

近三年，红塔银行同业负债三年复合增加 7.26%，占负债的比重分别为 30.02%、22.36%和

18.87%，主要系红塔银行主动压缩同业负债余额所致，截至 2018 年末，红塔银行同业负债 178.28 亿元，较年初下降 1.76%。

总体看，红塔银行营业收入稳步增加，受益于利息收入增加所致。红塔银行资产端投资资产占比较高，随着债券市场信用风险事件的爆发，需对红塔银行投资资产质量保持关注。

（2）红塔证券

公司控股子公司红塔证券成立于 2002 年，截至 2018 年底，红塔证券注册资本 32.69 亿元，公司持股 34.21%。2019 年 7 月，红塔证券成功上市后注册资本增至 36.33 亿元，公司持股 30.13% 仍为红塔证券第一大股东。2016—2018 年，红塔证券实现收入三年复合增加 10.99%，2018 年红塔证券实现收入 12.01 亿元，同比增加 7.83%，净利润 3.92 亿元，同比增加 6.52%，增长幅度高于行业平均水平。2016—2018 年，红塔证券证监会分类评价均为 A 级，2019 年，证监会分类评价为 BBB。2019 年 7 月，红塔证券成功上市，其资本实力进一步增强。

从收入结构上来看，近三年，红塔证券收入构成变化较大，2018 年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 40.80%和 36.27%，分别实现收入 4.90 亿元和 4.36 亿元，其中证券投资业务收入比重较上年大幅提升 33.88 个百分点。近三年，红塔证券经纪业务比重逐年下降至 10.28%，2018 年，红塔证券经纪业务实现收入 1.23 亿元，同比下降 30.51%，主要系红塔证券代理买卖证券交易额下降所致。近三年，红塔证券投资银行业务收入和占比均处于下滑趋势，2018 年投资银行业务实现收入 0.53 亿元，同比下降 38.37%，主要系市场利率上行等因素，投资银行业务债券承销规模下降所致。近三年，红塔证券基金管理业务收入较为稳定，2018 年，基金业务实现收入 1.08 亿元，同比小幅下降 10.74%，占比下降至 8.95%，红塔证券其他业务收入为-0.82 亿元，较上年下降较多，主要包括红塔证券的合并抵消和未分配支出。红塔证券资产管理业务、期货经纪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 0.69%、4.30%和 1.07%。

2019 年半年度，红塔证券实现收入 7.53 亿元，占去年全年收入的 62.70%，实现净利润 2.96 亿元，占去年全年净利润的 77.28%。

表 8 红塔证券营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪业务	2.65	27.18	1.77	15.90	1.23	10.28
证券投资业务	0.19	1.99	0.77	6.92	4.90	40.80
资产管理业务	0.05	0.52	0.08	0.72	0.08	0.69
投资银行业务	1.16	11.88	0.86	7.73	0.53	4.42
信用交易业务	3.18	32.65	2.81	25.25	4.36	36.27
期货经纪业务	0.34	3.44	0.41	3.68	0.52	4.30
私募投资基金业务	0.23	2.32	0.17	1.53	0.13	1.07
基金管理业务	1.16	11.85	1.21	10.87	1.08	8.95
其他业务	0.80	8.17	3.05	27.40	-0.82	-6.78
合计	9.75	100.00	11.13	100.00	12.01	100.00

资料来源：红塔证券招股说明书

注：其他业务包括合并抵消项、未分配支出

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。近三年，经纪业务收入复合下降 31.87%，2018 年实现收入 1.23 亿元。截至 2018

年底，红塔证券共有 53 家证券营业部，较年初增加 7 家营业部，其中云南省内 27 家，在云南省内具有一定的区域优势。2018 年，红塔证券经纪业务总交易量为 3,726.11 亿元，同比下降 21.18%，红塔证券股票基金平均佣金率 0.75%，较上年略有上升，但受益于公司大部分营业部设立于云南省，红塔证券股票基金佣金率处于行业较高水平，存在一定下降压力。根据证券业协会公布的 2018 年券商业务排名，红塔证券经纪业务收入排名第 68 位，较上年上升 1 位。

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。近三年，证券投资业务收入三年复合增加 407.83%，2018 年实现收入 4.90 亿元，主要系红塔证券日均投资规模大幅增加至 46.07 亿元，以及债券、基金投资收益率增加所致。2018 年证券投资业务占红塔证券营业收入比重上升为 40.80%。从投资结构上看，2018 年，红塔证券投资业务日均占用资金股票为 3.24 亿元、基金 6.25 亿元、债券 35.74 亿元；从收益率来看，债券、基金投资收益率较上年增加至 10.96% 和 15.25%。截至 2018 年末，红塔证券证券投资业务未出现信用风险事件。

信用交易业务

近三年，红塔证券信用交易业务收入三年复合增加 17.09%，2018 年，红塔证券信用交易业务实现收入 4.36 亿元，同比增加 55.16%，主要系股票质押回购业务利息收入大幅增长所致。截至 2018 年末，红塔证券融资融券月末平均余额 12.14 亿元，较年初下降 17.92%，实现融资融券利息收入 0.93 亿元，同比下降 19.13%。截至 2018 年末，红塔证券股票质押式业务待回购交易金额 51.14 亿元，较年初增加 8.16%，2018 年股票质押回购利息收入 3.42 亿元，同比增加 106.02%，利息收入增幅大于规模增幅主要系红塔证券年底压降股票质押式业务规模。

风险项目方面，2016 年 7 月，郭鸿宝与红塔证券签订股票质押式回购交易协议书，融资金额 1.2 亿元，但由于质押股票坚瑞沃能出现债务危机，郭鸿宝未能履约购回义务。红塔证券提起诉讼要求偿还融资本金和对其质押的 3,363.96 万股坚瑞沃能股份的折价、拍卖或变卖所得价款优先受偿。截至 2018 年末，红塔证券将相应的买入返售金融资产及客户所欠利息、违约金等共计 1.28 亿元转入应收账款核算，计提减值准备 8,231.35 万元。截至 2019 年 6 月末，根据裁判文书网显示，一审判决要求郭鸿宝清偿 1.2 亿元及相关罚息，此外还需支付红塔证券 28 万元的律师费。

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。2018 年，红塔证券注册保荐代表人 9 名，完成 1 个首次公开发行项目的保荐及承销工作、1 个普通股非公开发行项目、1 个可转债项目和 8 个公司债项目等，在全国中小企业股份转让系统推荐挂牌项目数量 8 个。近三年，红塔证券投资银行业务三年复合下降 32.41%，2018 年投资银行业务实现收入 0.53 亿元，占营业收入比重为 4.42%，较上年小幅下降。根据证券业协会公布的 2018 年券商业务排名，红塔证券投资银行业务收入排名第 80 位，较上年上升 2 位。

截至 2018 年末，红塔证券正在履行业务重大合同 6 份，1 个首次公开发行项目，3 个债券发行项目，3 个非公开项目；截至 2018 年末，红塔证券在审保荐承销项目 3 个。

基金管理业务

红塔证券基金业务包括公开募集证券投资基金管理、基金销售、特定客户资产管理，由红塔红土基金管理有限公司（以下简称“红塔基金”）及其子公司负责。截至 2018 年末，红塔基金管理规模合计 614.57 亿元，较上年下降 27.23%，主要系特定客户资产管理计划规模下降所致。近三年，红塔证券基金业务实现收入三年复合下降 3.51%，2018 年，红塔证券基金管理业务收入 1.08 亿元，同比下降 10.74%。

总体看，2018年，受红塔证券营业收入小幅增加，整体高于行业平均水平，主要系证券投资业务、信用交易业务收入增长所致，同时红塔证券业务受市场环境影响大，收入存在一定不确定性。

（3）红塔创新

红塔创新成立于2000年，截至2018年末，红塔创新注册资本6.00亿元，公司持股比例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。2018年公司红塔创新实现收入3.86亿元，同比下降-46.00%，主要系证券市场股价波动影响。

截至2018年底，红塔创新共累计投资52个项目，累计投资额16.94亿元。截至2018年末，红塔创新已全面退出项目14个，持有项目38个，累计上市项目13家，未上市公司21家。截至2018年末，红塔创新处于调研阶段项目100个，调研项目阶段30个。2018年，红塔创新获得投资收益3.10亿元，较上年减少3.67亿元，主要系所处置的股票是市场行情影响取得的投资收益下降所致。

总体看，受市场股价波动影响，2018年红塔创新收入较上年大幅下降，业绩受政策环境和市场环境较大影响，业绩实现存在较大波动风险。

3. 基础产业板块

公司基础产业板块主要运营交通产业、水泥生产业务，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。近三年，公司基础板块收入稳定，2018年，公司基础产业板块营业收入15.08亿元，同比微小幅增加。2019年1—6月，公司基础产业板块营业收入8.03亿元，占去年基础板块营业收入的比重为47.04%。

交通业务

公司交通业务系投资经营的高速公路，包括昆玉高速和安晋高速，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。2017年4月，云南省人民政府《关于昆玉高速公路鸣泉收费站外迁后新增和取消部分收费站的批复》，正式明确昆玉高速公路收费公里数，取消收费里程22.36公里，计费里程调整为63.99公里；安晋高速公里数没有变化。截至2018年底，昆玉计费里程63.99公里，安晋计费里程38.56公里，具体情况如下表所示。

表9 截至2018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	14	--		--	--

资料来源：公司提供

近三年，公司昆玉高速车流量分别为4,375.79万辆、5,155.25万辆和3,115.89万辆，2018年较2017年同比下降39.56%，实现通行收入费3.76亿元，同比下降28.80%，主要系通行距离下降所致。近三年，安晋高速车流量为565.15万辆、697.00万辆和747.92万辆，2018年较2017年同比增加7.31%，实现收入0.99亿元，同比小幅下降。

2019年上半年，昆玉高速车流量为1683.70万辆，占2018年全年车流量的54.04%，安晋高速车

流量占2018年全年车流量的50.80%，昆玉高速实现收入1.94亿元，安晋高速实现收入0.52亿元。

表10 公司收费公路车流量及收入情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
车流量（单位：万辆）				
昆玉高速	4,375.79	5,155.25	3,115.89	1,683.70
安晋高速	565.15	697.00	747.92	379.91
合计	4,940.94	5,852.25	3,863.81	2,063.61
收入（单位：万元）				
昆玉高速	60,323.87	52,833.92	37,616.56	19,422.49
安晋高速	10,582.47	10,221.30	9,991.56	6,101.51
合计	70,906.34	63,055.22	47,608.12	25,524.00

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。2016—2018年，滇西水泥营业收入三年复合增长23.99%，2018年实现营业收入9.90亿元，同比增加17.67%，主要系水泥价格和销量增加所致。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，烧碱及电力主要向祥云县晟华矿业有限责任公司、云南电网有限责任公司大理供电局、华坪县宝森工贸有限责任公司、湖南泰峰电力能源有限公司、华坪县九星矿业有限公司购买，较2017年前五名供应商有所变化。2018年，滇西水泥前五大供应商采购额为3.73亿元，占比58.83%，较上年下降4.79个百分点，前5大供应商集中度仍较高。截至2019年6月末，滇西水泥前五名供货商除祥云县晟华矿业有限责任公司有所变动外，其余供应商采购较为稳定，且比重较2018年小幅增加。

表11 2018年滇西水泥前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商	采购额	比重
祥云县晟华矿业有限责任公司	11,671.84	18.40
云南电网有限责任公司大理供电局	10,348.35	16.31
华坪县宝森工贸有限责任公司	5,833.48	9.19
湖南金易新能源有限公司	5,749.13	9.06
华坪县九星矿业有限公司	3,724.55	5.87
合计	37,327.35	58.83

资料来源：公司提供

表12 2019年6月末滇西水泥前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商	采购额	比重
云南电网有限责任公司大理供电局	5,978.00	18.79
湖南金易新能源有限公司	4,229.00	13.29
曲靖市鹏琦矿业有限责任公司	3,608.00	11.34
华坪县宝森工贸有限责任公司	2,724.00	8.56
攀枝花泰凯工贸有限公司	2,310.00	7.26
合计	18,849.00	59.24

资料来源：公司提供

近三年，滇西水泥产量和销量均处于上升趋势，产销率始终保持100%以上，滇西水泥生产规模处于上升趋势，2018年保持达271.79万吨。从销售价格看，近三年，滇西水泥的水泥产品销售价格有所增长，2018年水泥价格达334.00元/吨，同比增加4.16%；熟料价格为283.00元/吨，同比增加5.71%。2019年1—6月，滇西水泥价格较2018年保持稳定，熟料价格较2018年上升5.12%。

表13 滇西水泥销售价格情况（单位：元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
水泥	263.57	320.66	334.00	344.95
熟料	213.71	267.72	283.00	297.48

资料来源：公司提供

表 14 滇西水泥的水泥产销情况（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
产量	222.60	254.68	271.79	129.73
销量	244.41	265.62	304.09	157.22
产销率	109.80	104.30	111.88	121.19

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。2018年，滇西水泥向前五大客户销售金额3.71亿元，同比增加59.23%，占销售额的32.87%，集中度尚可。2019年1—6月，滇西水泥前五大客户销售额1.80亿元，占销售额的28.95%，集中度较2018年全年小幅下降。

表15 滇西水泥前五大客户销售情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售额	比重
2018 年	大理市凤隆汽车联运有限责任公司	12,120.00	10.73
	云南交投集团物资有限公司（大永二期一标）	8,885	7.86
	香格里拉市宇顺经贸有限公司	6,648	5.88
	大理旭峰商贸有限责任公司	4,793	4.24
	大理沧龙物流有限公司（腾陇高速）	4,702	4.16
	合计	37,148.00	32.87
2019 年 1—6 月	大理市凤隆汽车联运有限责任公司	4,038.00	6.50
	大理沧龙物流有限公司（腾陇高速）	4,017.00	6.46
	云南交投集团物资有限公司（大永二期一标）	3,779.00	6.08
	洱源滇水经贸有限公司	3,682.00	5.92
	香格里拉市宇顺经贸有限公司	2,474.00	3.98
	合计	17,990.00	28.95

资料来源：公司提供

能源产业

公司能源产业均为参股企业，其中规模最大的为华能澜沧江水电股份有限公司，截至 2018 年，华能澜沧江已投产电站总装机容量为 2,120.88 万千瓦，同比增加 16.89%，其中水电装机容量 2,097.38 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。2018 年，华能澜沧江的营业收入 155.16 亿元，同比增长 20.78%，其中华能澜沧江对公司投资收益贡献 1.12 亿元，较去年大幅增加。

总体看，公司基础产业板块业务收入稳定，其中高速公路受里程数下降影响，收入降低；水泥产业和能源产业收入稳步增加。

4. 配套产业板块

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。近三年，公司配套产业收入三年复合下降 7.30%，2018 年公司配套产业实现收入 10.36 亿元，较上年变化不大。2019 年 1—6 月，公司配套产业营业收入 4.16 亿元，占 2018 年全年收入 40.15%。

彩印

彩印业务由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”）负责运营，主要进行卷烟包装盒、卷烟商标等包装材料的生产销售。其中兴宁彩印已进入清算，2018 年未发生业务。

原材料采购方面，2018 年，云成印务向前五大供应商采购金额占到总采购金额的 70.73%，较上年下降 7.68 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 61.80%，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。2018 年，云成印务实现收入 1.09 亿元，同比小幅下降。

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，年生产能力为 2.40 万吨，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，2018 年向前五大供应商采购金额比重为 45.00%，较上年下降 7.00 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。2018 年蓝鹰纸业各类卷烟纸销量为 18,940 吨，同比增幅为 15.00%

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。2018 年产销率为 85.65%，较上年下降 53.34 个百分点，主要系老产品增长受市场环境竞争压力较大，到时产销率有所下降。

总体看，公司配套产业板块收入稳定，较上年变化不大。

5. 酒店地产板块

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。近三年，公司酒店地产板块收入三年复合增加 7.01%，2018 年实现收入 20.92 亿元，同比增加 55.54%，主要系红塔房地产在大理的地产项目销售收入增加所致。2019 年 1—6 月，公司酒店地产板块收入 6.12 亿元，占 2018 年全年收入的 29.25%。

酒店产业

合和集团对所属的酒店均通过云南中维酒店管理有限责任公司进行管理，截至2018年末，公司拥有全资及控股酒店仍为12家，腾冲红塔温泉酒店尚未建设运营；为增强酒店核心竞争力，公司2018年共对天恒酒店、昆明桂花酒店投出维修改造资金6,000万元。2018年，公司酒店业务实现收入5.44亿元，同比增加6.88%。

房地产开发

公司房地产开发业务包括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、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中山市红塔物业发展有限责任公司开展。2018年，公司房地产开发业务实现收入15.48亿元，同比增加85.17%，主要系大理部分房地产实现销售收入增加所致。土地储备方面，截至2018年末，公司新增两块土地，土地价值共计4.75亿元，较上年小幅增加。从销售情况来看，截至2018年底，公司在售房地产项目共计6个，阳光公寓商业二期和大理半岛假日酒店项目主要为2018新开盘项目，剩余在售面积较多，对未来公司收入有一定贡献度。

表16 截至2018年末公司在售房地产项目情况（单位：m²、万元、元/m²、%）

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
丽水雅苑	红塔地产	352,654.00	107,410.00	4,429.86	193,503.00	135,735.09	85.88
山水佳园		1,430,988.00	390,265.00	3,135.30	458,983.00	419,821.97	98.25
世纪华庭		70,166.00	15,081.00	2,879.28	18,724.00	17,068.73	98.25
阳光公寓商业二期	三和地产	13,188.00	13,532.00	12,920.00	17,039.00	8,691.00	51.00
大理半岛假日酒店项目	上和置业	78,151.93	53,296.00	15,853.35	75,911.00	15,100.00	19.90
汇翠山庄	红塔物业	507,330.00	94,116.00	2,897.09	139,870.00	131,865.55	94.28

资料来源：公司提供

截至2019年6月末，公司在建项目为怡景尚居，总投资额27.00亿元，已投资17.34亿元，已售金额12.56亿元，销售率达54.17%；公司拟建项目为熙和悦府，建设期为2019—2021年，计划总投资3.50亿元，总建筑面积7.00万平方米。

表17 截至2019年6月末公司在建房地产项目情况（单位：年、万平方米、亿元、%）

开发主体	项目名称	项目类别	总建筑面积	开工时间	预计竣工时间	总投资	已投资	总可售面积	已售金额	销售率
红塔房地产	怡景尚居	住宅	21.93	2014	2020	27.00	17.34	21.57	12.56	54.17

资料来源：公司提供

表18 截至2019年6月末公司拟建房地产项目情况（单位：年、万平方米、亿元）

项目名称	项目实施主体	项目类别	项目建设期	计划总投资金额	总建筑面积	未开工面积	2019年拟投资金额	2020年拟投资金额	2021年拟投资金额
熙和悦府	红河投资	住宅	2019-2021	3.50	7.00	7.00	1.80	1.00	0.70

资料来源：公司提供

从销售情况来看，截至2018年6月底，公司在售房地产项目共计9个，丽水雅苑和山水家园，剩余可售面积较多，未来对公司营业收入有一定贡献度。

表17 截至2019年6月末公司在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、年）

开发主体	项目名称	项目类别	总建筑面积	总投资	已投资	总可售面积	已售面积	已售金额
红河投资	湖泉和境二期	住宅	3.43	0.62	1.19	2.50	2.11	1.37
	湖泉和境三期	住宅	3.18	0.47	0.88	2.61	2.45	1.42
	旅游小镇B区	住宅	11.28	3.20	3.16	11.18	9.23	3.66
	旅游小镇C区	住宅	11.19	3.12	3.13	11.19	11.12	3.47
红塔房地产	丽水雅苑	住宅	35.16	10.74	10.74	34.67	29.92	13.89
	山水佳园	住宅	143.10	38.99	38.99	135.68	111.96	41.52
	世纪华庭	住宅	7.02	1.51	1.51	6.03	5.92	1.70
三和地产	中洲阳光商业二期	商业地产	2.18	1.32	1.21	2.06	1.11	0.80
大理上和置业有限公司	大理半岛假日酒店项目	商业地产	7.8	5.44	5.44	6.57	1.57	1.50

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店地产业务中，酒店业务发展稳健；房地产板块收入 2018 年大幅增加，主要系大理房地产项目收入增加所致；2019 年上半年公司剩余未售面积较为适中，未来对公司收入有一定贡献度。

6. 未来发展

公司计划未来对四大专业板块新增投资 39.00 亿元，以打造金融服务全产业链为目标，做强金融资产板块；围绕国家“一带一路”战略部署和云南省“互联互通”交通网建设规划，积极参与与地方基础产业投资；对现有酒店进行维修和消防安全设施改造，改善经营条件，消除安全隐患。公司目标积极做强金融产业，做精配套产业，做实基础产业，做稳酒店地产业，适时适度参与国家战略性新兴产业投资，致力于打造公司为云南最具实力、国内最有影响力的投资管理平台。

总体看，公司定位明确，发展目标清晰。但联合评级同时也关注到公司未来计划投资规模较大，公司面临一定资金压力。

八、财务分析

公司 2016 年度合并财务报表经信用和会计事务所审计，2017 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年度合并财务报表经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）云南分所审计，均出具了无保留意见的审计结论。本报告的 2017 年财务数据取自 2018 年审计报告的比较数据。合并范围方面，2016 年 7 月，公司通过非同一控制下吸收合并红塔银行，未对相关数据进行重述，2016—2017 年财务数据可比性一般，2018 年新纳入 1 家企业，减少 3 家企业，整体影响不大数据可比性较强。

会计政策方面：公司自 2018 年 1 月 1 日开始，按照财政部关于修订印发《2018 年度一般企业财务报表格式》的通知（财会〔2018〕15 号）要求，将应付利息、应付股利、其他应付款项目统一在其他应付款项目列报，将研发费用作为单独财务报表项目列报，公司对此项会计政策变更采用追溯调整。公司自 2018 年 1 月 1 日开始，按照财政部关于资产处置损益说明及企业会计准则财务报表列报相关要求，将公司资产处置损益调整进入资产处置收益列报，公司对此项会计政策变更采用追溯调整。公司下属红塔银行股份有限公司，将持有的普通债券、同业存单、ABS 和应收款项类投资获得的利息收入，参照行业通常做法，调整列入利息收入核算，对此项会计政策变

更采用追溯调整。上述会计政策调整都采用追溯调整，整体看公司财务数据可比性强。

截至2018年末，公司合并资产总额1,957.89亿元，负债合计1,153.91亿元，所有者权益803.97亿元，其中归属于母公司所有者权益598.07亿元。2018年，公司实现营业总收入88.35亿元，净利润41.80亿元，其中归属于母公司所有者净利润30.77亿元，公司经营活动产生的现金流量净额-65.51亿元，现金及现金等价物净增加额16.66亿元。

截至2019年6月末，公司合并资产总额为2,035.79亿元，负债合计1,116.50亿元，所有者权益919.29亿元，其中归属于母公司所有者权益695.64亿元。2019年1—6月，公司实现营业总收入37.03亿元，净利润16.78亿元，其中归属于母公司净利润11.07亿元，公司经营活动产生的现金流量净额-146.36亿元，现金及现金等价物净增加额-15.09亿元。

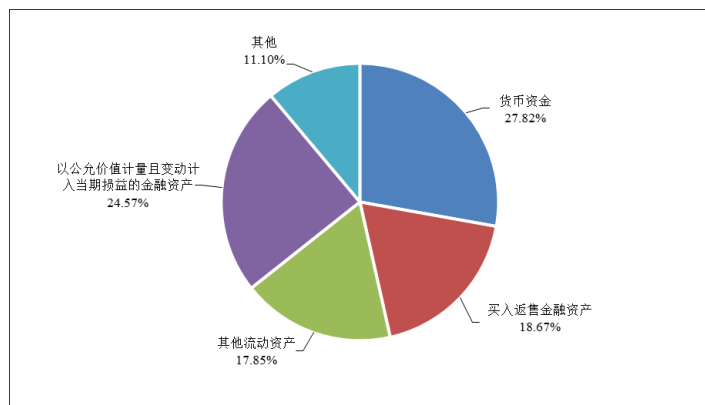
1. 资产质量

近三年，公司资产三年复合增长7.27%，截至2018年末，公司资产总额为1,957.89亿元，较年初增加5.95%，其中流动资产占比37.15%，非流动资产占比62.85%，流动资产占比较上年流动资产占比有所提升，资产构成仍以非流动资产为主。

(1) 流动资产

近三年，公司流动资产复合增长56.37%，截至2018年末，公司流动资产为727.44亿元，较年初增加41.00%，主要系货币资金和以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产增加所致，其中货币资金占比27.82%、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产占比24.57%、买入返售金融资产占比18.67%和其他流动资产占比17.85%。

图4 截至2018年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

近三年，公司货币资金三年复合增加30.79%，截至2018年末，公司货币资金为202.34亿元，较年初增加20.56%，主要系红塔银行自身银行存款增加所致，其中受限资金占比为44.10%，主要为法定存款准备。

近三年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产三年复合增加368.27%，截至2018年末公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产178.74亿元，较年初增加163.45亿元，增幅很大，主要系红塔证券债务工具投资和权益工具投资、红塔银行货币基金投资大幅增加所致。

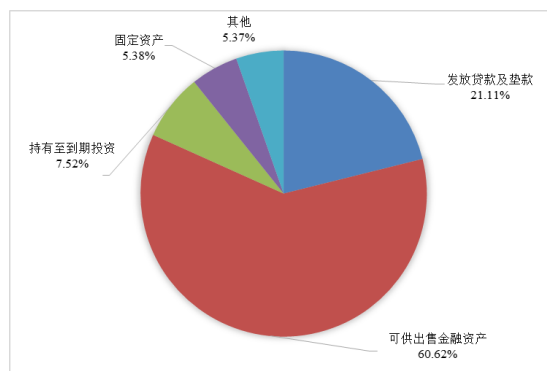
近三年，公司买入返售金融资产三年复合增加24.19%，截至2018年末，买入返售金融资产为135.80亿元，较年初增加14.69%，主要系下属公司红塔证券和红塔银行通过按照返售协议约定

买入证券等金融资产再按固定价格返售来融出资金的业务增加所致，计提减值 0.26 亿元。公司其他流动资产为 129.83 亿元，较年初下降 9.68%，主要由系红塔银行应收款项类投资下降所致，其中融出资金、委托贷款和应收款项类投资占比分别为 15.63%、1.73%和 80.60%，公司应收款项类投资主要为红塔银行投资的信托收益权，减值准备计提比例为 2.77%。

（2）非流动资产

近三年，公司非流动资产三年复合增加 0.54%，截至 2018 年末，公司非流动资产 1,230.44 亿元，较年初下降 7.62%，主要由发放贷款及垫款（占比 21.11%）、可供出售金融资产（占比 60.62%）和持有至到期投资（占比 7.52%）、固定资产（占比 5.38%）构成。

图 5 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

近三年，公司发放贷款及垫款三年增加 26.65%，截至 2018 年末，公司发放委托贷款及垫款 259.76 亿元，较年初增加 19.10%，主要系红塔银行企业贷款和垫款大幅增加所致，共计提贷款损失准备 3.78%，红塔银行企业贷款和垫款占比 90.18%。

近三年，公司可供出售金融资产三年复合下降 3.27%，截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 745.84 亿元，较年初下降 20.92%，主要是可供出售权益工具减少所致，其中上市公司股票为 439.11 亿元，占可供出售金融资产的 58.56%。

近三年，公司持有至到期投资三年复合下降 11.44%，截至 2017 年末公司持有至到期投资为 30.01 亿元，较 2016 年末下降 74.58%，主要系公司减少政府债券投资和同业存单所致，截至 2018 年末，公司持有至到期投资为 92.58 亿元，较年初增加 208.54%，主要系红塔银行地方政府债券、同业存单、商业银行债券、收益凭证及中期票据规模增加所致。

近三年，公司固定资产三年复合下降 3.45%，截至 2018 年末，公司固定资产 66.21 亿元，较年初下降 3.49%，其中土地、房屋及构筑物占比达 78.10%。

近三年，公司受限资产三年复合增加 70.00%，截至 2018 年末，公司受限资产主要包括受限的货币资金和结算备付金合计金额 89.23 亿元，较上年末增加 31.43%，占资产比重为 4.56%，受限资产占比较低。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额为 2,035.79 亿元，较年初增加 3.98%，资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产占比 68.53%。

总体看，近年来公司资产以非流动资产为主，资产以可供出售金融资产、货币资金等变现能力较强的资产组成，资产整体质量较好；红塔银行投资的信托收益权规模较大，相关资产的信用和市场风险需保持关注。

2. 负债及所有者权益

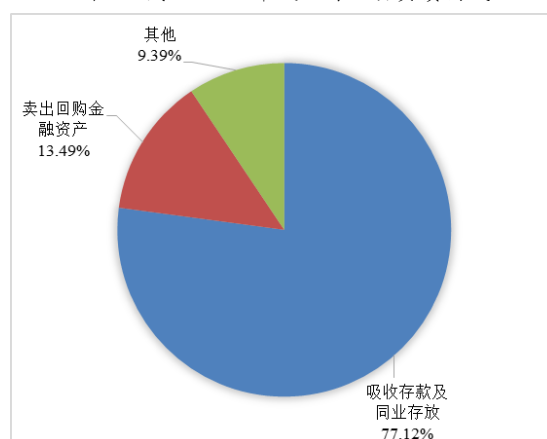
(1) 负债

近三年，公司负债三年复合增加 33.61%，截至 2018 年末，公司负债为 1,153.91 亿元，较年初增加 21.35%，其中流动负债占比 81.69%，非流动负债占比 18.31%，公司仍以流动负债为主。

流动负债

近三年，公司流动负债三年复合增加 39.26%，主要系吸收存款及同业存放款增加所致。截至 2018 年末，公司流动负债 942.58 亿元，较年初增加 18.77%，其中吸收存款及同业存放款占比 77.12%、卖出回购金融资产占比 13.49%。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

近三年，公司吸收存款和同业存放款三年复合增加 36.03%，截至 2018 年底，公司吸收存款和同业存放总额为 726.91 亿元，较年初增加 10.29%，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 699.84 亿元，占比 96.28%。近三年，公司卖出回购金融资产三年复合增加 155.99%，截至 2018 年末，公司卖出回购金融资产为 127.12 亿元，较年初增加 253.23%，主要系红塔证券与红塔银行为满足业务发展的资金需求，卖出带有回购协议的债券等金融资产所致。

非流动负债

近三年，公司非流动负债三年复合增加 14.82%，截至 2018 年底，公司非流动负债为 211.34 亿元，较年初增加 34.34%，主要由公司应付债券增加所致，其中应付债券（占比 41.49%）、递延所得税负债（占比 33.83%）和其他非流动负债（占比 23.66%）构成。

近三年，公司应付债券三年复合增加 33.32%，截至 2018 年末，公司应付债券 87.68 亿元，较年初增加 106.86%，主要系红塔银行发行同业存单所致，红塔银行同业存单金额占比 82.89%。近三年，公司递延所得税负债三年复合下降 17.18%，截至 2018 年末，公司递延所得税负债为 71.49 亿元，较年初下降 36.06%，主要系公司所持股票公允价值变动所致。公司新增其他非流动负债 50.00 亿元，主要为次级债务。

从债务结构看，近三年公司全部债务三年复合增加 64.18%，主要系公司并入红塔银行增加贷款所致。截至 2018 年末，公司全部债务 1,021.05 亿元，较年初增加 32.01%，短期债务¹占比 93.58%，较年初下降 4.27 个百分点，债务结构仍为以短期债务为主。长期债务 65.59 亿元，较年初大幅增加，主要系公司增加次级债务所致。从期限结构看，公司全部债务中 1 年以内到期债务占比较高，

¹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

短期债务集中压力较大。从债务指标看,近三年,公司资产负债率分别为 42.67%、51.46%和 58.94%,公司杠杆水平有所增加;全部债务资本化比率 35.17%、46.31%和 55.95%;长期债务资本化比率 0.60%、1.83%和 7.54%,公司债务负担有所增长,但考虑公司金融资产中银行存款占比较大,仍属中等水平。

截至 2019 年 6 月末,公司负债合计为 1,116.50 亿元,较年初小幅下降 3.24%,主要系红塔银行同业存单规模下降所致,公司负债结构仍以流动负债为主。

总体看,公司负债规模有所增长,债务规模较大,债务结构以短期流动性债务为主,整体杠杆水平适中。

(2) 所有者权益

近三年,公司所有者权益三年复合下降 3.78%,截至 2018 年末,公司所有者权益 803.97 亿元,较年初下降 10.36%,主要系可供出售金融资产公允价值变动损益下降导致其他综合投资收益下降所致,少数股东权益为 205.91 亿元,较年初变化不大,占所有者权益的比重为 25.61%。公司归属于母公司的所有者权益中,实收资本占比 10.03%,资本公积占比 34.96%,其他综合收益占比 35.41%,未分配利润占比 11.65%,盈余公积占比 6.36%,占比较年初变化不大。公司所有者权益中其他综合收益占比较大,所有者权益稳定性不高。截至 2019 年 6 月末,公司所有者权益为 919.29 亿元,较年初增加 14.34%,主要系其他综合收益变动导致。

整体看,近年来公司所有者权益规模小幅下降,由于其他综合收益占比大,整体稳定性一般。

3. 盈利能力

公司营业总收入主要由营业收入、利息收入和手续费及佣金收入组成,近三年公司营业总收入三年复合增加 22.84%,净利润三年复合增加 7.52%。2018 年,公司营业总收入 88.35 亿元,同比增加 31.28%,主要系红塔银行利息收入大幅增加所致,实现净利润 41.80 亿元,同比下降 12.62%,主要系营业成本、利息支出增加所致。2018 年营业总收入中营业收入和利息收入分别占比为 52.58%和 40.69%。公司营业总成本主要由营业成本、利息支出和期间费用组成,近三年,公司营业总成本三年复合增加 26.18%,2018 年公司营业总成本为 86.95 亿元,同比增加 33.20%,2018 年公司营业总成本主要有营业成本、利息支出和期间费用组成,占比分别为 34.97%、23.98%和 27.15%。公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用组成,三年复合下降 8.16%,2018 年公司期间费用为 23.61 亿元,同比增加 14.98%,主要来自于销售费用。

从利润构成上看,公司利润主要来自于投资收益,近三年投资收益对利润总额贡献度分别为 90.40%、79.95%和 92.88%,处于波动上升趋势,2017 年投资收益对利润的贡献度有所下降,主要系公司资产处置收益增加所致,2017 年公司资产处置收益为 8.95 亿元,主要系公司昆玉高速搬迁所致科目调整。近三年,公司投资收益三年复合增加 15.51%,2018 年公司实现投资收益 46.74 亿元,同比增加 3.33%。

表 19 公司盈利情况表(单位:亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
营业总收入	58.55	67.30	88.35	37.03
其中:营业收入	44.59	38.92	46.46	18.36
利息收入	8.31	23.23	35.95	15.75
营业总成本	54.61	65.28	86.95	40.60
其中:营业成本	27.90	22.27	30.41	11.42
利息支出	3.38	12.36	20.85	13.23

期间费用	18.55	20.53	23.61	12.26
投资收益	35.03	45.23	46.74	22.48
营业利润	38.75	56.58	50.33	19.76
净利润	36.16	47.84	41.80	16.78
费用收入比	31.68	30.50	26.72	33.11
营业利润率	66.19	84.07	56.96	53.36
总资产收益率	2.76	2.85	2.20	0.84
净资产收益率	4.22	5.42	4.92	1.95

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从各项盈利指标来看，近三年，公司费用收入比处于下降趋势，分别为 31.68%、30.50%和 26.72%，公司营业利润率分别为 66.19%、84.07%和 59.96%，处于波动下降趋势，2017 年营业利润率大幅增加，主要系投资收益大幅增加所致。近三年，公司总资产收益率分别为 2.76%、2.85%和 2.20%，处于波动下降趋势，净资产收益率分别为 4.22%、5.42%和 4.92%，公司盈利能力有所下降。

2019年半年度，公司实现营业总收入37.03亿元，同比增加19.05%，主要系下属公司金融板块收入增加所致，实现净利润16.78亿元，同比增加40.45%，主要系投资收益同比增加所致。从收入构成上看，公司仍以金融资产业务为主，占比达50.55%。

总体看，近年来，公司营业总收入稳步增加，受公司营业成本、利息支出增加导致净利润增幅较小，整体盈利水平有所下降，盈利能力一般。

4. 子公司资本充足性

红塔证券

近三年，红塔证券净资本和净资产三年复合增加 13.79%和 0.94%，截至 2018 年末，红塔证券（母公司口径）净资本为 124.40 亿元，较上年增加 37.67%，主要系公司通过利润留存方式增加净资本。近三年，公司风险覆盖率分别为 808.96%、787.21%和 559.24%，整体公司风险覆盖率保持较高水平；净资本/负债和净资产/负债在 2018 年出现大幅下降趋势，主要系红塔证券当年负债规模增加较快所致，红塔证券各项指标优于监管指标，资本充足性较好。

表 20 公司风险控制指标情况表（单位：亿元，%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	监管标准	预警指标
净资本	96.07	90.36	124.40	--	--
净资产	109.79	107.04	111.87	--	--
风险覆盖率	808.96	787.21	559.24	≥100	≥120
净资本/净资产	87.50	84.42	111.20	--	--
净资本/负债	2,603.72	2,170.88	93.58	--	--
净资产/负债	2,975.54	2,571.62	54.16	--	--

资料来源：公司招股说明书

红塔银行

近三年，红塔银行资本充足率为处于下降趋势，分别为 24.18%、17.41%和 17.21%，一级资本充足率和核心一级资本充足率数据一致，近三年分别为 23.71%、16.79%和 16.28%，处于下降趋势，主要系红塔银行非标准化投资资产等风险加权资产增加所致，红塔银行资本充足性较好，处于行业较好水平。

表 21 红塔银行资本充足性指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资本充足率	24.18	17.41	17.21
一级资本充足率	23.71	16.79	16.28
核心一级资本充足率	23.71	16.79	16.28

资料来源：红塔银行年度摘要，联合评级整理

总体看，公司子公司红塔证券和红塔银行资本充足性较好，各项指标优于监管指标。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2017 年，公司经营性现金流量净额表现为净流入，主要系红塔银行客户存款和同业存放款项净额增加额大幅增加所致。2018 年，公司经营性现金流量净额由正转负，为-65.51 亿元，主要系红塔银行客户存款和同业存放款项净额增加额大幅减少所致。从投资活动看，2016—2017 年，投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，主要系投资支付的现金增加所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.07 亿元，且由流出态势变为流入态势，主要系收回投资的现金增加。从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流净额表现由净流入表现为净流出，主要系公司偿还债务所致。2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为 82.10 亿元，且由净流出态势转变为净流入态势，主要系公司发行债券筹集资金及红塔证券借入次级债务所致。

表 22 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
经营活动产生现金流量净额	65.64	190.55	-65.51	-146.36
投资活动产生现金流量净额	-68.68	-114.77	0.07	120.27
筹资活动产生现金流量净额	-14.93	-52.49	82.10	10.99
现金及现金等价物净增加额	-17.95	23.27	16.66	184.43
期末现金及现金等价物余额	99.62	122.90	139.56	169.34

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生现金流量净额为-146.36 亿元，投资活动产生现金流量净额 120.27 亿元，同比小幅增加，筹资活动产生现金流量净额为-10.99 亿元，较上年表现为净流出，主要系偿还债务支付的金额增加所致。

总体看，2018 年，公司同业存放款项大幅下降影响，经营性现金大规模流出；受收回投资的现金导致公司投资活动现金流表现为净流入；公司筹资性现金流入规模较大，有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率为 0.61 倍、0.65 倍和 0.77 倍，速动比率为 0.56 倍、0.61 倍和 0.74 倍，均处于上升趋势，公司合并范围包括红塔银行，负债端吸收存款占比较大，所以影响公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司 EBITDA 三年复合增加 30.42%，2018 年公司 EBITDA 为 78.14 亿元，较上年增加 3.61%，主要利息支出增加所致，其中折旧和摊销占比 9.32%、利息支出占比 26.69%、利润总额占比 64.00%组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比最大。近三年，公司 EBITDA 利息倍数为分别为 13.60 倍、6.10 倍和 3.75 倍，主要系红塔银行吸收存款过多导致利息支出增加，但 EBITDA 对利息的保障程度仍较强。近三年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.10 倍和 0.08 倍，对全部债务的保障能力一般。

表 23 公司偿债能力指标表（单位：亿元、倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
流动比率	0.61	0.65	0.77	0.70
速动比率	0.56	0.61	0.74	0.66
EBITDA	45.94	75.42	78.14	--
EBITDA 全部债务比	0.10	0.10	0.08	--
EBITDA 利息倍数	13.60	6.10	3.75	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G10530402002168600），截至 2019 年 9 月 10 日，公司未与金融机构发生过信贷关系。

截至 2019 年 6 月底，公司无对集团内、集团外担保情况。

截至 2019 年 6 月底，公司获得银行授信 28.00 亿元，剩余未使用授信 28.00 亿元。

整体看，虽然公司下属子公司红塔银行吸收存款占公司负债比重较大，导致公司短期偿债指标表现一般，但考虑到公司作为烟草公司旗下的资产管理运营平台，具有很强股东背景，同时控股红塔银行、红塔银行等金融公司，资产质量较好，流动性好，公司整体偿债能力极强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务合计 1,021.05 亿元。本次拟发行公司债规模为不超过 20.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度不大，对公司负债结构影响不大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 6.99%、9.42%和 59.35%，公司债务负担有所加重，但仍属适中水平，公司 1 年以内到期债务占比较高，本次债券期限较长，使公司债务期限结构更为合理。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2018 年末的财务数据为基础，按照公司发行 20.00 亿元公司债券估算 EBITDA、股东权益和经营活动现金流入对本次债券本金的保障倍数（详见下表）。

表 24 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2018 年
EBITDA/本次债券本金	3.91
股东权益/本次债券本金	40.20
经营活动现金流入/本次债券本金	3.81

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2018 年公司 EBITDA 对本次债券的本金覆盖程度较好，同时，公司因发行债券增加的流动资金，主要用于与公司主营业务相关的用途，以支持公司的长期发展及核心竞争力的培育，未来公司盈利能力有望进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司股东背景强大且支持力度较大，其自身具备很强的经营实力，融资渠道畅通，公司对本次债券的偿还能力极强。

十、综合评价

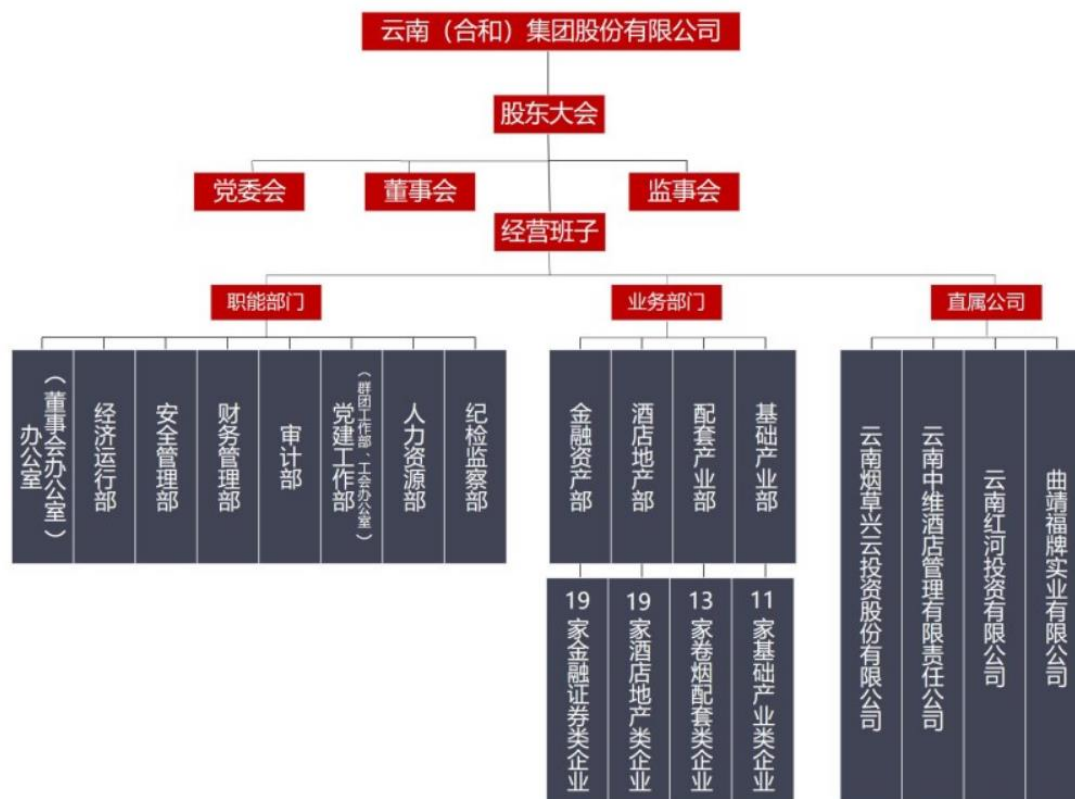
公司作为云南中烟工业有限责任公司旗下的资产管理运营平台，业务领域涵盖金融资产、酒店地产、高速公路等多元化发展方向，具备较强综合竞争力。近年来，公司营业收入稳步增加，公司金融板块下属红塔证券 2019 年 7 月成功上市，公司资产规模进一步增长，资产质量较好、杠杆水平适中。

同时，联合评级也关注到公司利润主要来自于证券、创投等金融资产业务，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，需对此保持关注。

未来，随着公司战略的逐步推进，公司规模将进一步扩大，资本实力将进一步增加。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以及本次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极低。

附件 1 截至 2019 年 6 月云南合和（集团）股份有限公司 组织架构图



附件 2 云南合和（集团）股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,514.76	1,847.80	1,957.89	2,035.79
所有者权益（亿元）	868.39	896.90	803.97	919.29
短期债务（亿元）	465.84	756.78	955.46	--
长期债务（亿元）	5.27	16.69	65.59	--
全部债务（亿元）	471.11	773.47	1,021.05	--
营业收入（亿元）	58.55	67.30	88.35	37.03
净利润（亿元）	36.16	47.84	41.80	16.78
经营性净现金流（亿元）	65.64	190.55	-65.51	-146.36
总资产收益率（%）	2.76	2.85	2.20	0.84
净资产收益率（%）	4.22	5.42	4.92	1.95
营业利润率（%）	66.19	84.07	56.96	53.36
费用收入比（%）	31.68	30.50	26.72	33.11
资产负债率（%）	42.67	51.46	58.94	54.84
全部债务资本化比率（%）	35.17	46.31	55.95	49.33
长期债务资本化比率（%）	0.60	1.83	7.54	8.15
EBITDA（亿元）	45.94	75.42	78.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	13.60	6.10	3.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.10	0.08	--
流动比率（倍）	0.61	0.65	0.77	0.70
速动比率（倍）	0.56	0.61	0.74	0.66
经营现金流动负债比率（%）	0.14	0.25	-0.06	-0.16
EBITDA/本次债券金额（倍）	2.30	3.77	3.91	--

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
偿付能力充足率	保险公司的实际资本 / 最低资本
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)
本期公司债券偿债能力	
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 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 云南合和（集团）股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券 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，在每年云南合和（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一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。

云南合和（集团）股份有限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。云南合和（集团）股份有限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合和（集团）股份有限公司的相关状况，如发现云南合和（集团）股份有限公司或本次（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。

如云南合和（集团）股份有限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，直至云南合和（集团）股份有限公司提供相关资料。

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合和（集团）股份有限公司、监管部门等。

