



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪 292号

云南省投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十四日

云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	云南省投资控股集团有限公司			
发行规模	人民币 20 亿元			
存续期限	2016/03/18-2021/03/18			
上次评级时间	2016/02/03			
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望	稳定
	主体级别	AAA		
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望	稳定
	主体级别	AAA		

基本观点

2015 年，云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”或“公司”）资产规模持续增长，同时不断增长的区域经济规模和财政收入为公司的发展提供了良好的外部环境。此外，公司在云南省经济中具有重要的战略地位，得到政府的有力支持。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司核心竞争力不突出、产业控制力不强、未来资本支出压力较大等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持云投集团信用等级 AAA，评级展望为稳定，维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 持续增长的区域经济和财政实力。2015 年云南省实现地区生产总值 13,717.88 亿元，同比增长 8.7%，实现公共财政预算收入 1,808.14 亿元，同比增长 6.5%，不断增长的经济规模和财政收入为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 有力的政府支持及重要的战略地位。公司作为云南省经济社会发展的战略工具，担负着全省经济发展建设的重任，同时拥有政府在政策和资金等方面的支持，享有省内优质的资源配置。目前公司参股、控股企业涉及省内多个经济民生领域，同时公司还代表云南省参与与国家部委和央企的合作项目，在云南省经济中具有重要的战略地位。
- 资产规模持续增长。公司是云南省最大的综合性投资控股公司，截至 2015 年末，资产规模达到 1,557.61 亿元，同比增长 25.95%，资产规模雄厚，综合实力进一步增强。

概况数据

云投集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	288.45	374.64	524.73	525.69
总资产（亿元）	987.68	1,236.73	1,557.61	1,657.31
总债务（亿元）	649.03	796.62	941.72	1,019.03
营业总收入（亿元）	382.98	488.47	538.26	118.88
营业毛利率（%）	3.49	3.28	4.70	5.72
EBITDA（亿元）	31.60	49.29	53.99	-
所有者权益收益率（%）	0.84	0.86	0.75	-0.35
资产负债率（%）	70.79	69.71	66.31	68.28
总债务/EBITDA（X）	20.54	16.16	17.44	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.95	1.02	1.01	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、2016 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn
朱洁 zhujie@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月24日

关 注

- 核心竞争力不突出，产业控制力不强。截至2015年末，公司控股企业23家，参股企业超过90家，且分布在能源、医疗、旅游、林浆纸、金融、商贸、劳务等多个领域，行业分散，盈利能力偏低，经营效益不佳，且由此导致较长的管理链条给公司带来的管理压力较大。
- 未来投资资金需求较大。根据公司投资支出计划，未来几年公司还将稳固传统领域的投资，同时新增对金融服务板块的投入，资本支出压力较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金专项说明

2016年3月21日，公司成功发行云南省投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券（第一期），实际发行规模20亿元，票面利率3.4%，期限5年，募集资金于2016年3月22日全部到位。截至2016年5月31日，公司20亿元募集资金已全部用完，其中12亿元用于补充公司流动资金，8亿元用于偿还金融机构借款本息。

重大事项

根据云南省纪委2016年4月14日公告，公司党委书记、董事长保明虎涉嫌严重违纪，正接受调查。2016年5月18日，中共云南省委组织部将孙赟同志调任公司党委书记、董事长，目前公司职工稳定，生产经营正常，此重大事项未对公司日常管理、生产经营及偿债能力造成不利影响。

行业关注

2015年云南省区域经济和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、泰国、老挝、越南等国接壤，是我国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份。云南省总面积39万平方公里，截至2015年末全省常住人口为4,741.8万人，较上年末增加27.9万人。

云南省矿产资源丰富，具有矿种齐全、储量丰富等主要特征。其中，铅、锌、锡、磷等9种矿产保有储量位居全国首位，铂、锗、硅藻土、铜、锑、镍等12种矿产储量居全国前3位。同时，云南省矿产资源的开发利用程度较高，在已探明储量的83种矿产中，已开采利用的有62种，占74.70%。形成规模开发利用的矿种有铜、铅、锌、锡、锑、钨、金、煤、铁、锰、磷、岩盐、石膏、石灰岩、白云岩、硅石、粘土和大理石等。在已探明资源储量的矿区中，高品位矿比例较大，多数具有较好的开采条件，开发价值高。2015年云南省规模以上工业粗钢产量1,418.08万吨，下降16.0%；钢材产量1,695.37万吨，下降12.4%；十种有色金属产量332.83万吨，增长3.9%。

此外，云南省煤炭资源较丰富，煤类齐全。根据云南省煤田地质局地质勘察院完成的《云南省煤炭资源有效供给能力研究》，已探明资源总量253亿吨，保有储量246亿吨，预测资源总量约为691亿吨。从煤炭资源的分布来看，全省129个县（市、区）中有115个境内有煤炭资源，以保有储量计算，昭通市90亿吨以上，曲靖市80亿吨以上，红河州和文山州约44亿吨，昆明市和玉溪市约13亿吨。2015年，云南省煤炭产量4,884万吨，同比增长10.2%；商品煤销量6,216万吨，增长7%。

2015年云南省国民经济稳中有进，生产总值增速高于全国。据初步核算，当年全省生产总值达13,717.88亿元，较上年增长8.7%，增速较全国高1.8个百分点。其中，第一产业完成增加值2,055.71亿元，增长5.9%；第二产业完成增加值5,492.76亿元，增长8.6%，第三产业完成增加值6,169.41亿元，增长9.6%。三次产业结构由上年的15.5:41.2:43.3调整为15.0:40.0:45.0。2015年全省人均生产总值达29,015元，较上年增长8.1%，增速较上年提高0.6个百分点。非公经济增加值实现6,389.69亿元，占全省生产总值的比重达46.6%，较上年提高0.1个百分点。

图1：2010~2015年云南省生产总值及增速情况



资料来源：云南省2015年国民经济和社会发展统计公报

2015年云南省工业经济小幅回升，增速高于全国。当年全省规模以上工业增加值增速从一季度的5.2%提高至上半年的6.1%，再提高至全年的6.7%，全省工业经济保持了总体小幅回升的态势。全省规模以上工业增加值完成3,623.08亿元，较上年增长6.7%，高于全国增速0.6个百分点，居全国第21位。全年规模以上工业中，烟草制品业增加值

1,300.17 亿元，较上年增长 4.4%；电力热力生产和供应业增加值 535.76 亿元，增长 7.9%。六大高耗能行业增加值 1,255.4 亿元，较上年增长 5.6%。其中，化学原料及化学制品制造业增长 6.8%，非金属矿物制品业增长 3.4%，电力热力生产和供应业增长 7.9%，黑色金属冶炼及压延加工业下降 19.2%，有色金属冶炼及压延加工业增长 14.2%，石油加工炼焦及核燃料加工业下降 16.6%。

地区经济保持增长的同时，云南省不断加大固定资产投资，丰富和完善应对金融危机和扩大内需计划，2015 年固定资产投资快速增长，投资结构进一步优化。当年全省固定资产投资（不含农户）完成 13,069.39 亿元，较上年增长 18.0%，已连续 8 个月持续回升，增速高于全国 8 个百分点，居全国第 4 位。与此同时，投资结构进一步优化。第一产业投资完成 499.92 亿元，占全部投资的比重为 3.8%；第二产业投资 3,145.92 亿元，占全部投资的比重为 24.1%；第三产业投资完成 9,423.55 亿元，占全部投资的比重为 72.1%，比重远远超过第二产业投资 48 个百分点。

2015 年云南省交通运输、仓储和邮政业增加值为 304.49 亿元，较上年增长 5.1%。全年货物运输总量 11.96 亿吨，较上年增长 3.3%；货物运输周转量 1,482.45 亿吨公里，增长 5.3%；全年旅客运输总量 5.01 亿人次，较上年减少 0.1%；旅客运输周转量 597.96 亿人公里，增长 4.5%。2015 年全省接待海外入境旅客（包括口岸入境一日游）1,075.32 万人次，较上年增长 7.8%；实现旅游外汇收入 28.76 亿美元，增长 18.8%。全年国内游客 3.23 亿人次，增长 15.0%；国内旅游收入 3,104.37 亿元，增长 23.3%；全年实现旅游业总收入 3,281.79 亿元，增长 23.1%。

在地区经济增长的同时，云南省公共财政预算收入稳步增长，2015 年云南省公共财政实力进一步增强，全年财政总收入达 3,250.02 亿元，较上年增长 3.0%。全省地方公共一般预算收入 1,808.14 亿元，较上年增长 6.5 %；其中增值税完成 190.25 亿元，增长 2.2%；营业税 367.68 亿元，下降 7.2%；企业所得税完成 147.44 亿元，下降 7.6%。全省地

方公共一般预算支出完成 4,712.9 亿元，较上年增长 6.2%，其中，社会保障与就业支出、医疗卫生与计划生育支出、农林水支出、住房保障支出和教育支出分别增长 11.0%、20.0%、8.0%、29.4%和 13.7%。

图 2：2010~2015 年云南省地方公共一般预算收入及增速

单位：亿元、%



资料来源：云南省 2015 年国民经济和社会发展统计公报

总体来看，云南省资源丰富，2015 年经济总量稳步增长，地方综合财政实力持续增强，财政收入结构稳定，为公司的发展提供了较为有力的支持。

业务运营

公司作为云南省政府的投资主体、融资平台和经营实体，是云南省政府下属的综合性投资集团公司，业务范围涵盖电力生产供应、铁路建设运营、石化燃气、旅游以及公共服务等多个领域。2015 年公司实现营业收入 538.26 亿元，同比增长 10.19%，其中资源开发业（电力资源、油气化工、林业资源）、商贸及劳务板块仍系收入的主要来源，当年业务收入占比分别为 22.26%和 67.43%。

表 1：2015 年公司主要业务板块收入情况

单位：亿元、%

业务板块	收入	较上年增减
资源开发业	119.80	10.69
金融业	5.71	685.34
旅游业	10.85	52.46
房地产业	1.04	-89.45
商贸及劳务	362.96	12.10
投资收益 ¹	33.69	3.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

¹ 公司系投资控股型企业，根据 2004 年财政部印发的《投资公司会计核算办法》，投资公司的业务收益主要包括投资收益、利息收入、股权转让收益、委托管理收入、其他业务收入，因此公司本部及二级投资公司的投资收益计入营业收入项下核算；自身有主营业务的实体企业的投资收益不计入营业收入。

公司参股水电资产质量较高，2015 年水电权益装机容量持续增长，同时新能源发电项目陆续投产，电力业务增长潜力较大

公司电力项目包括水电、火电、新能源等，其中新能源包括太阳能发电、风电、垃圾发电等，电源类型较为多元化，尤其以水电较为突出。公司电力业务发展历史较长，主要为参股大水电项目，控股电力装机相对较少。截至 2015 年末，公司可控及参股权益装机总容量为 1,422.11 万千瓦，同比增长 5.18%，其中可控装机容量占比为 12.79%，权益装机容量占比为 87.21%。

表 2：2013~2015 年公司可控及参股电力装机情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

项目	2013	2014	2015
已投产可控装机容量	163.57	183.37	181.89
其中：火电	120	120	120
水电	35.37	45.57	35.09
风电	4.80	14.4	23.4
垃圾发电	2.40	2.40	2.40
光伏发电	1.00	1.00	1.00
发电量	49.46	46.51	37.52
上网电量	46.32	43.67	35.44
参股权益装机容量	922.05	1,168.66	1,240.22
其中：参股水电	744.85	932.46	1,063.02
参股火电	177.20	236.2	177.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2015 年末，公司已投产可控装机容量 181.89 万千瓦，同比减少 0.81%，其中火电、水电及风电占比分别为 65.97%、19.29%和 12.86%，以火电为主。2014 年云南省境内向家坝水电站以及溪落渡水电站投产，导致省内水电发电机组利用小时数上升，从而挤占了火电的份额。受此影响，近年公司威信煤电一期项目 120 万千瓦火电机组利用小时数、发电量及上网电量均有所下降。2015 年公司可控机组实现发电量 37.52 亿千瓦时，同比减少 19.33%；上网电量 35.44 亿千瓦时，同比减少 18.85%。

2015 年，临沧云投粤电水电开发有限公司股权从公司转出，并变更为广东电力发展股份有限公司下属全资子公司。目前，公司控股的水电站主要为保山苏帕河流域的中小水电站，并由下属的云南保

山苏帕河水电开发有限公司对苏帕河流域的中小水电站进行管理。此外，公司还控股云南能投对外能源合作开发有限公司和华宁跳石头水电有限责任公司，分别运营怒江福贡利沙底水电站和玉溪华宁跳石头电站。

表 3：截至 2015 年末公司主要控股水电资产情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

子公司及持股比例	电站	装机容量	投产时间	2015 年发电量
云南保山苏帕河水电开发有限公司 (41.47%)	茄子山水电站	1.60	1999.1	0.37
	象达水电站	4.00	2006.10	1.39
	乌泥河水电站	3.00	2005.5	1.25
	阿鸠水电站	11.55	2004.10	4.50
	龙川江一级水电站	2.40	2008.7	0.79
云南能投对外能源合作开发有限公司 (100%)	腾龙桥二级电站	8.10	2010.9	1.85
	怒江福贡利沙底电站	1.40	2005.9	0.50
	玉溪华宁跳石头电站	0.64	1995.6	0.23
华宁跳石头水电有限责任公司 (51.87%)				
合计		32.69	-	10.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司控股水电站整体装机规模不大，但参股的澜沧江、金沙江和怒江流域大水电项目资产质量较高，是水电业务的重要组成部分。近年来随着参股电站机组的陆续投产，公司水电权益装机容量快速增长，截至 2015 年末，参股水电权益装机容量达到 1,063.02 万千瓦，同比增长 14.00%。

表 4：截至 2015 年末公司主要参股水电企业情况

单位：万千瓦、亿千瓦时

企业	持股比例	规划总装机容量	已投产装机容量	2015 年发电量
华能澜沧江水电有限公司	31.40%	2,528.50	1,696.63	605.00
三峡金沙江川水电开发有限公司	15.00%	2,420	-	-
三峡金沙江川水电开发有限公司	15.00%	2,026	2,026	859.08
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00%	1,160	200	99.68
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00%	300	-	64.87
金安桥水电站有限公司	8.00%	240	240	103.78
华电鲁地拉水电有限公司	8.00%	216	180	60.74
华能云南龙开口水电有限公司	2.00%	180	180	48.77
云南国投大朝山水电有限公司	10.00%	135	135	55.76
云南滇能泗南江水电开发有限公司	39.00%	20.1	20.1	7.76
云南华电怒江水电开发有限公司	30.00%	-	-	-
合计	-	9,225.60	4,677.73	1,905.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结合云南省内能源结构及相关的政策导向，公司近年来积极投资开发包括风能、太阳能等在内的新能源业务，其中风能装机容量实现了较快增长。受益于马龙对门梁子风电场项目的投产，截至 2015 年末，公司已投产新能源发电容量达到 26.80 万千瓦，同比增长 50.56%。当年公司新能源项目发电量 5.77 亿千瓦时，同比增长 124.51%。

表 5：截至 2015 年末公司主要已投产新能源项目

单位：万千瓦、亿千瓦时

企业	持股比例	装机容量	投产时间	2015 年发电量
曲靖垃圾发电	85%	2.40	2010.8	0.96
石林光伏电站	100%	1.00	2010.5	0.13
永三风电场	70%	4.80	2013.10	1.32
会泽大海梁子风电场	100%	4.80	2014.8	1.2
孔照普风电场	70%	4.80	2014.10	1.25
马龙对门梁子风电场	100%	9.00	2015.7	0.91
合计	-	26.80	-	5.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，凭借云南省水能资源丰富的优势以及电力资产结构的多元化，公司电力业务整体竞争

实力突出，同时随着参股电力项目和新能源发电项目的逐步投运，未来经营规模及盈利水平有望进一步提升。同时中诚信证评注意到，公司水电参股项目较多，在项目中所占投资比例不高，可能对未来实施资本化运作造成不利影响，也对公司与大股东关系的协调能力和对自身收益权的保障能力提出了更高要求。

2015 年公司铁路项目进展顺利，但在建及拟建项目投资规模较大，未来资本性支出压力较大

公司作为云南省政府授权进行铁路基础设施建设的投融资主体，代表云南省政府对云南省铁路建设投资进行专业化管理，负责云南省已开工的合资铁路项目和拟开工及拟建的合资铁路项目，项目建成后按照出资比例享受收益分配权。2015 年公司开工建设新线 4 条，建成铁路 935.98 公里，完成铁路投资 68 亿元，截至 2015 年末，主要在建铁路项目 12 个。

表 6：截至 2015 年末公司主要在建铁路项目

单位：亿元

项目名称	公司拟出资额	累计完成投资
云桂铁路	88.57	82
大瑞铁路	38.60	8
昆玉铁路	7.73	7.73
广大铁路	28.62	26.4
丽香铁路	15.84	11
沪昆铁路	4.58	4.58
成贵铁路	2.14	2.14
玉磨铁路	104.42	21
大临铁路	43.48	5.04
弥蒙铁路	36.8	4
成昆铁路	1.3	1.3
叙镇铁路	20.54	2
合计	392.62	175.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

投资资金方面，云南省政府给予了公司较大的财政支持，约 60% 铁路建设资金来源于财政资金。根据相关文件，云南省政府每年向公司拨付铁路建设专项资金，用于铁路建设项目资本金、财政补贴和财政贴息等，2015 年公司共收到云南省财政资金

30 亿元，截至当年末，省政府已累计向公司拨付铁路建设专项资金 133.90 亿元。

表 7：2013~2015 年公司铁路建设专项资金

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
铁路建设专项资金	30	30	30
其中：贴息收入	3.1	5.15	6.70
补贴收入	1.9	4.85	1.65
项目资本金	25	20	20.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据未来资本性支出计划，未来 3 年公司铁路项目建设规划投入资金 137.14 亿元，项目建设资金来源主要为财政资金或公司融资，资本性支出压力较大。

总体来看，目前公司铁路项目进展顺利，但未来资本性支出压力较大，仍需政府扶持，中诚信证评将密切关注政府资金到位情况及相关支持政策。

公司成品油销售业务上下游产业链较为稳定，同时石化燃气资源能到有效掌控，为公司未来营业收入及利润水平的提升提供了有力的支持

石油业务方面，公司是目前云南省唯一具备成品油进出口权的企业，拥有省内唯一的 2 座成品油保税仓库，以及澜沧江·湄公河成品油运输权、昆曼国际公路车辆危货运输经营权。截至 2015 年末，公司拥有 23 个加油站，包括 5 个在建加油站和 16 个已投运加油站；2 个已投入使用的保税油库，容量 1.06 万立方米；1 个在建保税油库，容量 3.8 万立方米；1 个总吨位为 482 吨的内河运输船队。

成品油采购方面，2015 年公司前五大供应商为陕西延长中立新能源股份有限公司、广州元亨能源有限公司、深圳市庆鹏石油化工有限公司、大连粤海龙航石化有限公司和佛山市海源化工燃料有限公司，采购金额占比达到 92.27%。

销售方面，2015 年公司前五大客户分别为攀西永郎能源有限责任公司、好盈（南通）实业有限公司、南通长江油品销售有限公司、陕西省石油化工有限公司和海南华海石油化工有限公司，销售金额占比为 73.77%。受国际原油价格下滑影响，近

年公司石油销售均价持续下滑，2015 年销售均价为 5,100.32 元/吨，同比下降 10.68%。

表 8：2013~2015 年公司石油销售情况

	2013	2014	2015
销售量（万吨）	104.60	130.78	128.29
销售均价（元/吨）	6,871.33	5,709.96	5,100.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

燃气业务方面，截至 2015 年末，公司拥有 9.76 万燃气用户，其中包括长力春鹰板簧有限公司、云南驰宏锌锗股份有限公司、李裕碳素有限公司、云南源鑫炭素有限公司、云南云铝涌鑫铝业有限公司等 13 个工业用户，拥有城市主干管网 152 公里。2015 年公司销售燃气 3,956.36 万立方米，同比减少 10.08%。

表 9：2013~2015 年公司燃气业务运营情况

	2013	2014	2015
采购量（万立方米）	1,690.56	3,508.10	3,534.65
采购均价（元/立方米）	3.07	3.81	2.93
销售量（万立方米）	2,760.94	4,277.77	3,956.36
销售均价（元/立方米）	3.54	3.92	3.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司通过与中石油昆仑能源、新奥燃气、中燃伟业等企业合作，燃气石化业务取得了快速发展，中心气站、加气站、管网等项目顺利推进。

表 10：近年公司燃气项目投资情况

单位：万元

项目	预计建设期	投资金额
燃气项目 1	2015 年	6,628.63
燃气项目 2	2016 年	8,372.83
燃气项目 3	2017 年	9,210.11
燃气项目 4	2018 年	10,131.12
合计	-	34,342.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司代表云南省积极参与中缅油气管道项目，作为云南省城市燃气的投资和经营主体，公司参与主管道沿线相关产业建设，并在主管道沿线以外的州市拥有城市燃气相关建设的控制权。公司已先后与昆明、玉溪、大理、保山等州市签订了城市燃气管网设施建设及运营的合作框架协议。

总体来看，公司成品油销售业务的上下游产业链较为稳定，可形成稳定的业务收入；燃气石化业务的发展为公司未来收入及利润水平的提升提供

了有力支持，但目前燃气石化业务尚处于投资期，中诚信证评将持续关注公司各项目投资建设进度。

受益于更多航线的分批逐步开通，2015 年公司旅游业务实现较大发展，同时依托云南省丰富的旅游资源，公司进一步开展整合旅游资源

公司旅游业务板块的主要运作方式是股权投资和资本运作，目前已获得一批省级优势旅游项目和云南省重点旅游资源投资项目的优先选择权，拥有大理旅游集团有限责任公司（以下简称“大理旅游”）和云南金孔雀旅游集团有限公司（以下简称“金孔雀集团”）等企业。此外，公司还持有丽江玉龙旅游股份有限公司（以下简称“丽江旅游”）9.20%的股权，是丽江旅游第二大股东。

表 11：截至 2015 年末公司主要旅游资源分布及控制情况

所在市州	所属企业	持股比例	景区范围
大理	大理旅游集团有限责任公司	50.00%	三塔崇圣寺、洱海游船、苍山大索道
西双版纳	金孔雀旅游集团有限公司	63.72%	野象谷、森林公园、基诺山寨、勐景来
丽江	丽江玉龙旅游股份有限公司	9.20%	丽江古城、玉龙雪山

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于更多的航线分批逐步开通，2015 年大理旅游接待游客 1,180.49 万人次，同比大幅增长 110.54%，实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 33.33%；当年金孔雀集团接待游客 386.40 万人次，同比增长 11.94%，实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 2.51%。

表 12：2013~2015 年公司旅游业务运营情况

		单位：万人次、亿元		
		2013	2014	2015
大理旅游	接待人次	528.14	560.70	1,180.49
	营业收入	4.59	4.44	5.92
金孔雀集团	接待人次	353.47	345.20	386.40
	营业收入	1.98	2.39	2.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司旅游板块在建项目主要系曲靖主题乐园项目，已获得发改委开展前期工作通知，并完成水资源论证、水土保持评审、地质勘察工作，正在开展环境影响评价、修建性详细规划、方案设计等工作。该项目总投资 19,863.00 万元，其中公司

出资 6,000 万元，其余部分均需通过外部融资解决，预计 2018 年 6 月 1 日投产运营。

总体来看，云南省具有丰富的旅游资源，公司作为云南省旅游产业投资主体，围绕云南省旅游产业发展的总体战略部署，将继续开发整合云南省旅游资源。但旅游产业属于高度市场化和充分竞争的产业，公司仍将面临较激烈的市场竞争和人员、经验不足等不利因素的挑战。

依托云南省内丰富的林业资源，公司林浆纸一体化优势较强，且在业务范围扩宽带动下，2015 年产品产销量保持增长

云南省是全国重点林区和森林覆盖率最高的地区之一，具备发展造纸用短周期工业原料林的优良条件，是全国最适宜发展林浆纸一体化的地区之一。公司拥有国内第一家按照林纸结合模式兴建的林浆纸一体化企业云南云景林纸股份有限公司。2014 年 8 月起，公司开始生产生活用纸，业务范围进一步拓宽，为产销量的增长提供了有力支持。2015 年公司生产各类纸浆 23.44 万吨，同比增长 35.41%，销售各类纸浆 19.10 万吨，同比增长 10.02%。

表 13：2013~2015 年公司纸浆产品产销情况

	2013	2014	2015
产能（万吨）	22	23	23
产量（万吨）	21.10	17.31	23.44
销量（万吨）	20.51	17.36	19.10
销售均价（元/吨）	4172.01	3913.00	4197.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 14：2013~2015 年公司纸产品产销情况

	2013	2014	2015
产能（万吨）	-	0.3	2.25
产量（万吨）	-	0.13	2.73
销量（万吨）	-	0.11	1.95
销售均价（元/吨）	-	8,524.00	7,454.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

林地建设方面，公司采用“公司+农户+基地”、有偿流转、租赁等多种方式开展人工原料林基地建设。截至 2015 年末，公司共有林地 116.49 万亩，其中自有林地 63.70 万亩，通过其他方式获得林地 52.79 万亩，充裕的原料储备为云景林纸的业务发展提供了较有利的基础。

销售方面，公司在国内建立了代理商网络，并与下游造纸企业建立了良好的合作关系。同时，通过先款后货的结算方式，有效地提高了资金回笼水平。2015 年公司纸浆销售前五大客户占比为 51.74%。

表 15：2015 年公司纸浆销售前五大客户情况

客户名称	销量（吨）	占比（%）
四川广利贸易有限公司	37,410.40	19.16
河南千优贵商贸有限公司	26,709.20	13.68
浙江万邦浆纸集团有限公司	15,485.80	7.93
重庆理文卫生纸业有限公司	10,734.60	5.50
广西嘉宇纸张纸浆有限公司	10,688.00	5.47
合计	101,028.00	51.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，依托省内丰富的林业资源，公司林浆纸业务具有较好的发展基础，但考虑到造纸行业

波动性较大，对公司林纸业务的稳定经营造成一定的影响。

2015 年公司医疗服务项目建设顺利推进，对优化云南省卫生资源配置、提高医疗行业投资效率将起到积极的促进作用

公司公共服务板块主要涉及省内的医疗服务，经营运作模式方面，主要采取与国内优秀医疗机构合作建设的方式开展业务。目前，公司开展的项目包括与云南省第一人民医院合资建设的云南省第一人民医院新昆华医院项目、与首都医科大学合作建设的瑞丽国际医院项目以及北京阜外医院合作的云南阜外心血管病医院和云南泛亚心血管病医院。但目前公司公共服务板块中涉及的医疗服务项目均处于在建阶段，暂无源于该业务板块的业务收入。

表 16：截至 2015 年末公司公共服务板块主要投资情况

项目	占地面积（亩）	建筑面积（万平）	床位（个）	持股比例（%）	总投资（亿元）	截至 2015 年末已完成投资（亿元）	建设期
新昆华医院	493.67	38.18	3,300	38.89	23.69	10.058	2009-2018
瑞丽国际医院	437.83	10.00	800	70.25	19.88	1.639	2012-2017
阜外心血管病医院和泛亚心血管病医院	105.00	23.25	1,000	100	32.95	6.256	2014-2017

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司合作项目的推进对优化全省的卫生资源配置、加快优质医疗资源广泛合理覆盖、提高医疗投资运行效率等将起到积极的促进作用。但同时，医疗改革受国家相关政策制定影响较大，且医疗投资的收益状况存在一定的不确定性，中诚信证评将持续关注公司在公共服务领域的投资及发展情况。

2015 年公司商贸及劳务板块收入保持增长，金融板块实现较快发展，拓宽了公司的经营范围，增强了不同业务板块的协同效应

商贸及劳务业务方面，公司商贸主要涉及钢材、现货铜和铁矿石等大宗商品，2015 年实现营业收入 362.96 亿元，同比增长 12.10%，主要因当年加大了对商贸板块的投入力度，使得钢材及金属贸易有了大幅增长，当年钢贸业务实现营业收入 241.36 亿元。

表 17：2013~2015 年公司主要贸易品种销售量情况

单位：万吨			
项目	2013	2014	2015
钢材	131.01	205.04	963.30
铜	13.96	16.46	-
铁矿石	342.45	884	230.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司钢贸业务采购方式以向省内大型钢厂集中采购为主，部分通过对市场代理商、经销商进行价格比较后采购，购、销全部按市场规则操作，主要购、销地区均在云南省内。根据市场情况变动，公司采取先款后货、先货后款、现款现货等三种结算方式，结算以电汇及银行承兑汇票为主。

表 18：2015 年公司钢贸业务主要供应商情况

单位：亿元	
企业名称	采购金额
南车投资租赁有限公司	14.55
山西潞安矿业（集团）日照国贸有限公司	12.48
渤海钢铁集团国际贸易有限公司	10.27
山西潞安煤炭经销有限责任公司	33.29
山西远东实业有限公司	9.09
合计	79.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 19：2015 年公司钢贸业务主要客户情况

单位：亿元	
企业名称	销售金额
大同煤矿集团煤炭经营有限公司	8.39
开滦（集团）有限责任公司煤炭运销经营部	13.68
兖州煤业股份有限公司	9.80
四川能投机电物资有限公司	9.87
山东中垠物流贸易有限公司	10.54
合计	52.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

金融业务方面，目前公司下属企业主要包括在上海自贸区成立的云能融资租赁（上海）有限公司和云能商业保理（上海）有限公司（两者实行“两块牌子、一套班子”的运作模式）、在深圳前海成立的深圳云能基金管理公司、在昆明成立的昆明云能民间资本管理有限责任公司。2015 年公司金融板块实现营业收入 5.71 亿元，同比大幅增长 685.34%。此外，公司目前是富滇银行股份有限公司第一大股东（持股比例 24.72%）、红塔证券股份有限公司第二大股东（持股比例 20%）、中银国际证券有限责任公司第四大股东（持股比例 9.09%）。

总体来看，商贸和劳务业务扩大了公司的经营范围，有助于公司不同板块之间业务协同，对收入水平的提升起到了促进作用；同时得益于自身雄厚的实力，公司金融板块实现了较快发展，板块布局正逐步完善，而随着金融板块的壮大，其将对公司能源等相关业务的扩张起到助推作用，进一步提升公司产融结合水平。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

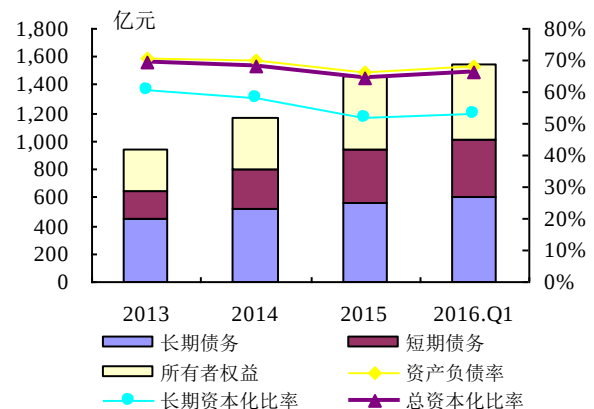
留意见的 2013~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

随着投资领域及规模的扩大，近年公司资产及负债规模稳步增长，截至 2015 年末，公司总资产为 1,557.61 亿元，同比增长 25.95%；负债总额为 1,032.88 亿元，同比增长 19.81%。同时，受益于控股子公司数量的增加以及原有子公司的增资，公司少数股东权益逐年增长，所有者权益也不断增强，截至 2015 年末，所有者权益为 524.73 亿元，同比增长 40.06%。

财务杠杆方面，2015 年公司在电力能源、铁路交通、医疗服务等领域持续投入，资金需求有所增长，债务规模呈现上升趋势，当年末总债务规模为 941.72 亿元，同比增长 18.21%。尽管公司债务规模有所扩大，但得益于自有资本实力的快速增长，2015 年财务杠杆比率有所下降。截至 2015 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 66.31%和 64.22%，较 2014 年分别下降了 3.40 个百分点和 3.79 个百分点。

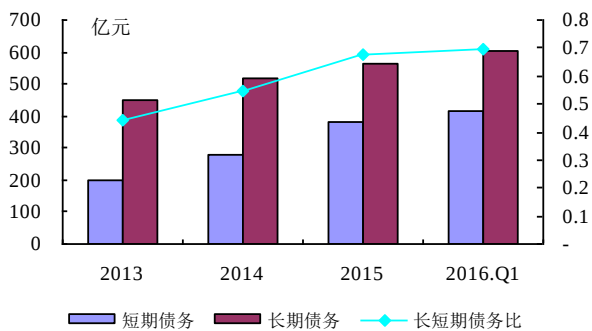
图 3：2013~2016.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 1,657.31 亿元和 1,131.62 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 68.28%和 65.97%。

图 4：2013~2016.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2015 年公司及其下属子公司成功发行多支短期融资券，当年末短期债务上升至 380.03 亿元，同比增长 35.11%；2015 年末长期债务为 561.69 亿元，同比增长 8.99%；长短期债务比由 0.55 倍上升至 0.68 倍，短期债务所占比重呈上升态势。截至 2016 年 3 月末，公司短期债务为 417.07 亿元，长期债务为 601.95 亿元，长短期债务比为 0.69 倍。

表 20：2015 年公司主要业务板块收入及毛利率变动情况

	收入 (亿元)	较上年增减 (%)	毛利率 (%)	较上年增减 (个百分点)
资源开发业	119.80	10.69	8.84	3.53
金融业	5.71	685.34	91.70	-7.11
旅游业	10.85	52.46	42.66	-28.26
房地产业	1.04	-89.45	33.73	19.05
商贸及劳务	362.96	12.10	0.75	0.20

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

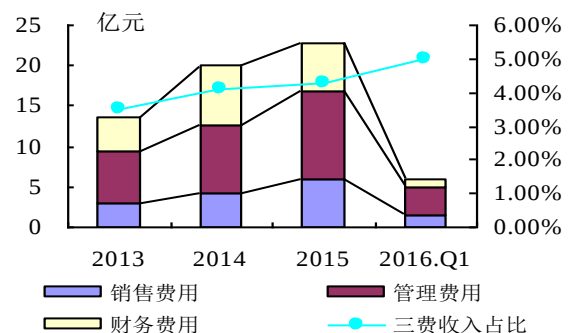
期间费用方面，2015 年公司期间费用为 22.88 亿元，同比增长 14.39%，其中销售费用同比增长 41.78%，主要系销售规模扩大使得业务支持的费用相应增长；管理费用同比增长 28.76%，主要由于公司不断引进先进人才和管理技术，职工人数和职工工资随之增长；财务费用同比减少 17.28%，主要原因是 2015 年市场融资成本较低，金融机构相应降低融资利率及减免收费。当年公司三费收入占比为 4.25%，较上年增加 0.15 个百分点，三费占比进一步提升。

总体来看，公司资产规模较大且近年来呈持续增长态势，同时负债规模不断增加，资产负债率有所下降但仍维持在高位。此外，公司短期债务有所增加，中诚信证评对短期债务给公司造成的流动性压力予以关注。

盈利能力

2015 年公司电力项目陆续投产，商品贸易规模有所扩大，加之金融、旅游等领域的兴起，整体收入规模实现较快增长，当年实现营业收入 538.26 亿元，同比增长 10.19%。营业毛利率方面，公司商品贸易规模较大，但该业务毛利空间较为有限，对毛利水平造成一定的影响，整体毛利水平偏低，2015 年公司营业毛利率为 4.70%，较 2014 年增加 1.42 个百分点。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 112.78 亿元，营业毛利率为 5.72%。

图 5：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

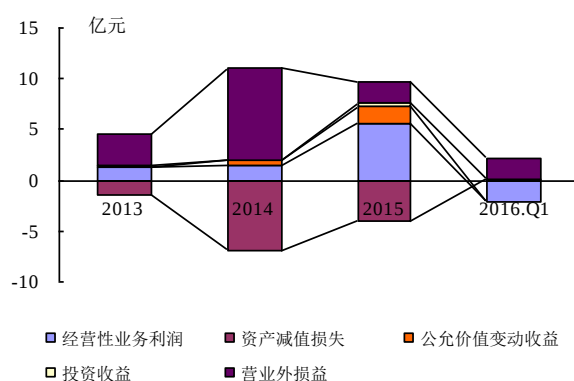


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、公允价值变动收益和营业外损益构成。2015 年公司取得利润总额 5.65 亿元，同比增长 33.35%，其中经营性业务利润系利润总额的主要来源。当年公司取得经营性业务利润 5.65 亿元，同比大幅增长 296.36%，主要得益于收入规模的扩张以

及盈利能力的增强；资产减值损失主要包括坏账损失、固定资产减值损失和定向投资减值准备等，2015 年为 4.00 亿元，较上年减少 2.90 亿元，主要系坏账转回；公允价值变动收益 1.73 亿元，同比增长 232.30%，主要来源于交易性金融资产的公允价值变动；营业外损益为 1.99 亿元，同比减少 78.09%，主要由于上年一次性取得 4.37 亿元补偿金，且 2015 年政府补助有所减少。2015 年公司实现净利润 3.92 亿元，同比增长 21.34%，当年所有者权益收益率为 0.75%，较上年下降 0.11 个百分点。

图 6：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



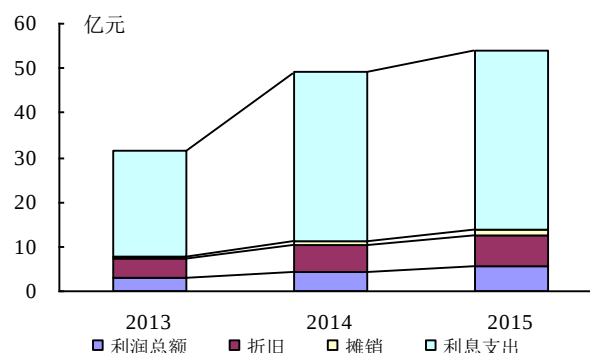
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着在建项目的陆续投产，公司收入及利润水平有所提升，但商品贸易业务毛利空间有限，整体盈利能力有待进一步增强。

偿债能力

从获现能力来看，折旧、利息支出和利润总额系公司 EBITDA 的主要来源。2015 年公司 EBITDA 为 53.99 亿元，同比增长 9.52%，主要受益于利息支出和利润总额的增长。从偿债能力指标来看，2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 17.44 倍和 1.01 倍，在债务规模快速增长下，偿债能力指标有所弱化。

图 7：2013~2015 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，2015 年公司经营活动净现金流为 21.19 亿元，较上年减少 5.11 亿元，主要由于当年业务规模扩大使得经营环节资金占用量增加。2015 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.02 倍和 0.40 倍，经营性现金流对债务本息的覆盖能力有所下降。

表 21：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务（亿元）	649.03	796.62	941.72	1,019.03
EBITDA（亿元）	31.60	49.29	53.99	-
资产负债率（%）	70.79	69.71	66.31	68.28
长期资本化比率（%）	60.91	57.90	51.70	53.38
总资本化比率（%）	69.23	68.01	64.22	65.97
EBITDA 利息倍数（X）	0.95	1.02	1.01	-
总债务/EBITDA（X）	20.54	16.16	17.44	-
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.03	0.02	0.03
经营净现金流/利息支出（X）	0.89	0.55	0.40	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构一直保持良好的合作关系，截至 2016 年 3 月末，公司获得各银行授信额度共计 1,210.06 亿元，其中未使用授信额度为 571.17 亿元，具有较好的备用流动性。

或有事项方面，截至 2016 年 3 月末，公司对外担保余额为 27.03 亿元，与当期所有者权益的比重约为 5.14%。同期，公司对子公司担保 129.40 亿元，担保风险相对可控。

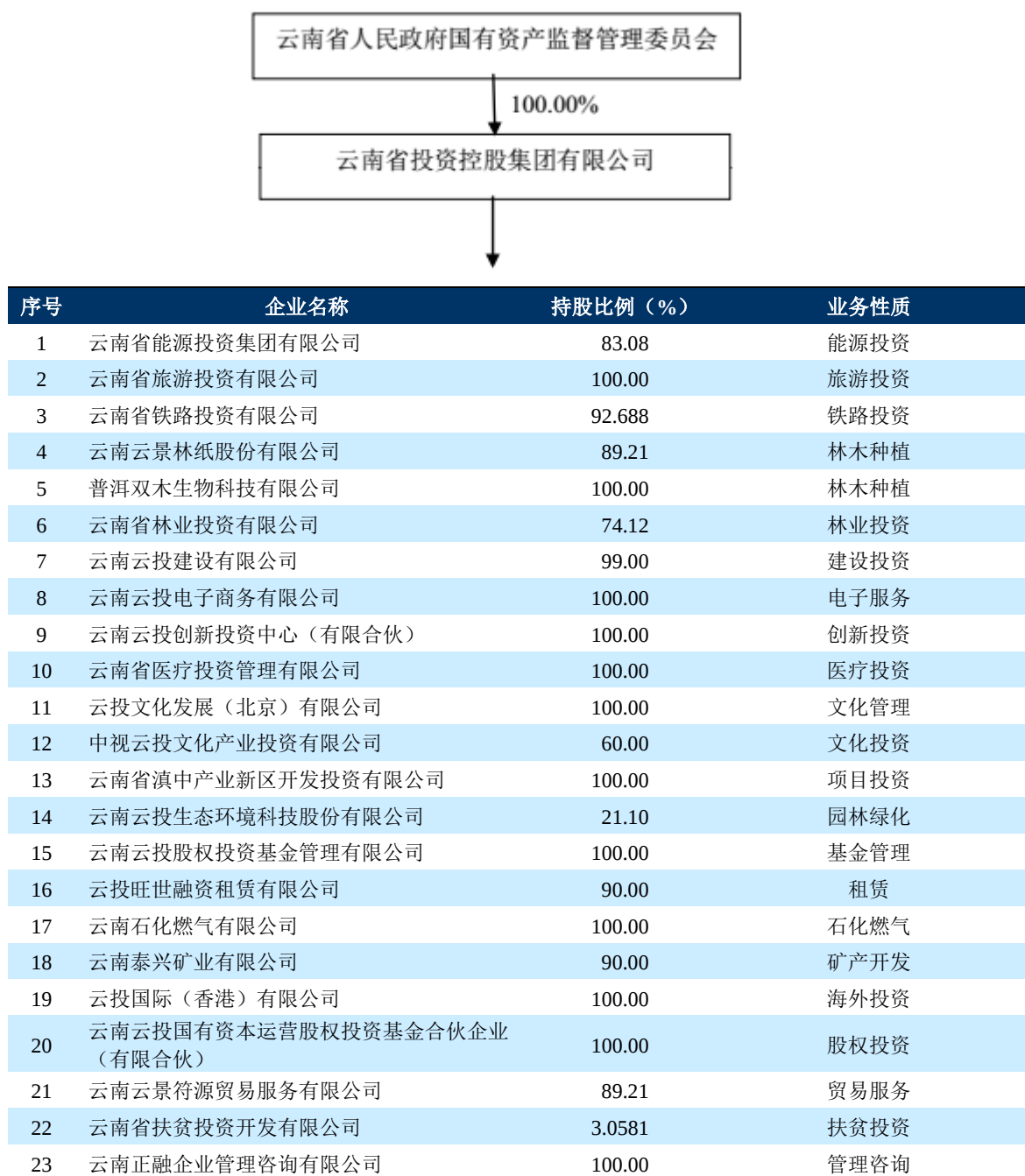
总体来看，公司作为云南省直属的重要投资控股集团，资产规模较为雄厚，且获得了省政府有力的支持，加之在省电力、铁路等基础设施领域以及医疗服务、旅游等社会民生方面的广泛投资，为其

中长期发展提供了良好的支撑。同时，中诚信证评也对公司盈利水平以及未来资金压力等因素予以关注。

结 论

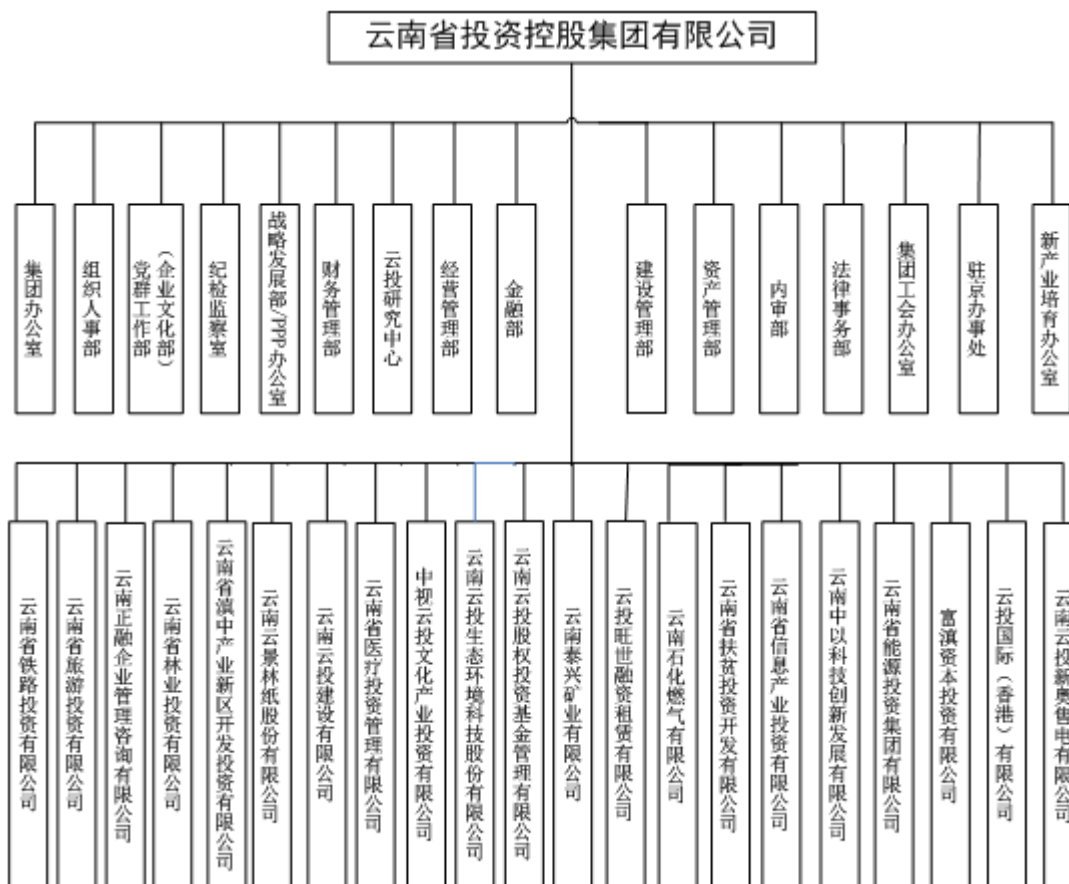
综上，中诚信证评维持云投集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“云南省投资控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：云南省投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：云南省投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：云南省投资控股集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,133,358.22	1,534,578.28	2,651,732.93	2,583,889.64
应收账款净额	126,434.60	208,283.21	318,560.16	386,891.78
存货净额	436,867.83	555,741.45	731,522.44	755,736.65
流动资产	2,891,449.02	4,022,309.27	5,307,523.60	5,890,071.06
长期投资	4,499,109.36	5,490,229.33	6,654,210.78	6,850,275.12
固定资产合计	1,800,939.92	2,066,057.64	2,562,324.79	2,657,522.12
总资产	9,876,768.55	12,367,288.68	15,576,065.68	16,573,087.96
短期债务	1,994,882.02	2,812,792.11	3,800,260.73	4,170,712.57
长期债务	4,495,396.49	5,153,390.70	5,616,929.88	6,019,539.05
总债务（短期债务+长期债务）	6,490,278.51	7,966,182.81	9,417,190.61	10,190,251.62
总负债	6,992,241.88	8,620,870.83	10,328,795.30	11,316,193.68
所有者权益（含少数股东权益）	2,884,526.67	3,746,417.85	5,247,270.38	5,256,894.28
营业总收入	3,829,758.04	4,884,665.55	5,382,585.57	1,188,817.98
三费前利润	147,816.46	214,301.49	285,300.42	38,884.93
投资收益	1,190.47	932.15	2,822.09	1,237.14
净利润	24,120.60	32,306.93	39,200.45	-4,534.96
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	315,965.85	492,943.72	539,853.11	11,129.19
经营活动产生现金净流量	296,362.91	263,013.21	211,876.04	86,870.34
投资活动产生现金净流量	-1,364,116.38	-1,503,636.16	-1,949,508.35	-969,436.67
筹资活动产生现金净流量	1,438,557.47	1,545,632.44	2,927,253.06	879,813.49
现金及现金等价物净增加额	370,550.04	304,765.38	1,190,185.84	-3,675.75
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	3.49	3.28	4.70	5.72
所有者权益收益率（%）	0.84	0.86	0.75	-0.35
EBITDA/营业总收入（%）	8.25	10.09	10.03	-
速动比率（X）	1.00	1.01	1.01	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.03	0.02	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.09	0.06	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	0.89	0.55	0.40	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.95	1.02	1.01	-
总债务/EBITDA（X）	20.54	16.16	17.44	-
资产负债率（%）	70.79	69.71	66.31	68.28
总资本化比率（%）	69.23	68.01	64.22	65.97
长期资本化比率（%）	60.91	57.90	51.70	53.38

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；

3、公司将短期融资券计入“其他流动负债”、将融资租赁款计入“长期应付款”，故中诚信证评进行相关财务指标计算时分别调整计入“短期借款”和“长期借款”。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入营业总成本的利息支出+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入营业总成本的利息支出+计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。