



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪286号

云南省能源投资集团有限公司：

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“云南省能源投资集团有限公司2015年公司债券”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，维持贵公司本期债券信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。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

云南省能源投资集团有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2016）

| | | | |
|--------|-----------------------|-----|---------|
| 发行主体 | 云南省能源投资集团有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 5 亿元 | | |
| 债券存续期 | 2015/07/06~2020/07/06 | | |
| 偿还方式 | 按年付息，到期一次还本 | | |
| 上次评级时间 | 2015/05/12 | | |
| 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 | |

概况数据

| 云能投 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元） | 184.60 | 215.94 | 284.56 | 285.60 |
| 总资产（亿元） | 422.64 | 564.29 | 741.87 | 759.94 |
| 总债务（亿元） | 216.71 | 335.33 | 414.55 | 323.57 |
| 营业总收入（亿元） | 250.46 | 327.32 | 390.79 | 97.56 |
| 营业毛利率（%） | 2.01 | -1.15 | -0.89 | — |
| EBITDA（亿元） | 18.53 | 26.39 | 25.14 | — |
| 所有者权益收益（%） | 3.95 | 7.48 | 4.61 | 0.00 |
| 资产负债率（%） | 56.32 | 61.73 | 61.64 | 62.42 |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.70 | 12.71 | 16.49 | — |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.13 | 1.34 | 1.03 | — |

注：2016.Q1 的所有者权益收益指标经年化处理

分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn

夏翥 xixia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 24 日

基本观点

2015 年，云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”或“公司”）水电业务稳步发展，未来随着参股水电项目的在建电站投运，其贡献的投资收益还将增加。同时，公司积极推进风电等新能源项目建设，公司电力业务经营规模和盈利水平有望提升。在政策的有力支持下，公司天然气业务发展势头良好。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将关注公司目前经营性业务盈利能力较弱、债务规模大幅上升、未来投资规模较大和能源物资贸易业务经营风险等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

中诚信证评维持云能投主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“云南省能源投资集团有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AAA。

正面

- 水电资产稳步发展。公司参股的澜沧江、金沙江等大水电项目资产质量很高；截至 2015 年末，公司参股水电企业权益装机 1,063.02 万千瓦。2015 年，公司参股水电项目实现投资收益 24.11 亿元。未来随着参股水电项目的在建拟建电站投运，以及水电企业增值税优惠政策效果的逐步显现，公司参股水电项目贡献的投资收益将进一步增加。
- 天然气业务发展空间较大。公司天然气业务获得政府大力支持，截至 2015 年末，已有昭通支线、玉溪—普洱支线、陆良支线、西双版纳支线、富民支线等多条天然气支线管网建设项目，并收购了多家区域燃气公司；随着在建拟建天然气项目投运，公司天然气业务竞争实力将进一步提高。
- 风电等新能源装机保持较快增长态势。云南省风电行业风电消纳条件较好、风电标杆电价较高，公司未来将加快布局风电等新能源项目。截至 2015 年末，公司已投产风电及光伏可控装机容量 46.00 万千瓦。

关 注

- 经营性业务盈利能力较弱。目前公司已投运控股电力装机规模较小，天然气业务尚处起步阶段，低毛利率的贸易业务占收入比重较高，加之利息支出较多，导致经营性业务盈利能力较弱。
- 能源物资贸易业务经营风险。跟踪期内，公司能源物资贸易业务规模依然保持了较快的扩张速度，目前其收入占总收入比重较大，但毛利率较低。能源物资贸易业务规模的快速扩张拉低了公司整体毛利率水平。中诚信证评将关注公司贸易业务扩张速度、盈利能力和资金管控对公司整体经营的影响。
- 债务规模持续增长。截至 2015 年末，公司总债务达到 414.55 亿元，较上年的 335.33 亿元增长了 23.63%，债务压力加大。

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和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。

行业关注

2015年，受经济稳中趋缓的影响，全社会用电量增速放缓，全国电力供应能力总体充足，非化石能源发电装机及发电量快速增长

2015年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松，运行安全稳定。全国全社会用电量55,500亿千瓦时，同比增长0.48%，增速同比回落3.3个百分点，电力需求增速创1998年以来新低；同期全国累计发电量56,184亿千瓦时，同比增长2.83%。分产业看，第一产业用电量1,020亿千瓦时，同比增长2.5%；第二产业用电量40,046亿千瓦时，同比下降1.4%；第三产业用电量7,158亿千瓦时，同比增长7.5%。

图1：2007~2015年全国电力生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中电联，中诚信证评整理

电源建设方面，随着近几年用电需求增速放缓，我国发电设备装机容量增速亦有所回落，2015年末，全国发电设备装机容量14.9亿千瓦，同比增长9.56%，增速较2014年增加0.86个百分点，电力供应能力总体充足。具体来看，水电装机容量2.9亿千瓦，占全部装机容量的19.46%；火电10.12亿千瓦，占全部装机容量的67.90%；核电0.4亿千瓦，

表1：2013~2015年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

| 项目 | 2013年 | | 2014年 | | 2015年 | |
|------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 数量 | 比例 (%) | 数量 | 比例 (%) | 数量 | 比例 (%) |
| 装机容量 (万千瓦) | | | | | | |
| 火电 | 87,009 | 69.18 | 91,569 | 67.32 | 101,150 | 67.89 |
| 水电 | 28,044 | 22.30 | 30,183 | 22.19 | 29,000 | 19.46 |
| 风电 | 7,652 | 6.08 | 9,581 | 7.04 | 10,400 | 6.98 |
| 核电 | 1,466 | 1.17 | 1,988 | 1.46 | 4,000 | 2.68 |
| 太阳能 | 1,589 | 1.26 | 2,652 | 1.95 | 2,100 | 1.41 |
| 其他 | 8.2 | 0.01 | 46 | 0.03 | 2,350 | 1.58 |
| 总计 | 125,768 | 100.00 | 136,019 | 100.00 | 149,000 | 100.00 |

并网风电1.04万千瓦，并网太阳能发电0.21亿千瓦。

在电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例。自2009年开始各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重均保持在67%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。

发电小时方面，2013年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时4,511小时，同比降低68小时，主要受利用小时数较低的可再生能源机组容量占比上升影响所致。2014年我国6,000千瓦以上发电设备平均利用小时数为4,286小时，同比下降235小时。受电力需求增长放缓，新能源装机容量占比不断提高等因素影响，2015年我国6,000千瓦以上发电设备平均利用小时继续下降，为3,969小时，同比降低317小时。2013~2015年，各类型发电机组平均利用小时数具体见表2，整体看，由于自然条件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；核电发电机组性能较稳定且受自然条件的影响较小，发电设备平均利用小时波动幅度较小；火电发电机组由于受整体电力需求增速放缓、环保和节能减排压力，新能源装机比重不断增加等因素综合影响，平均利用小时呈下降趋势。

| 发电量（亿千瓦时） | 数量 | 比例（%） | 数量 | 比例（%） | 数量 | 比例（%） |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 火电 | 42,216 | 78.58 | 41,731 | 75.25 | 40,972 | 72.92 |
| 水电 | 8,921 | 16.61 | 10,661 | 19.22 | 11,143 | 19.83 |
| 风电 | 1,383 | 2.57 | 1,563 | 2.82 | 1,851 | 3.29 |
| 核电 | 1,115 | 2.08 | 1,262 | 2.28 | 1,690 | 3.01 |
| 太阳能 | 84 | 0.16 | 231 | 0.42 | 383 | 0.68 |
| 其他 | 2.8 | 0.01 | 11 | 0.02 | 145 | 0.26 |
| 总计 | 50,203 | 100.00 | 55,459 | 100.00 | 56,184 | 100 |
| 发电小时（小时） | 数量 | 增长比例（%） | 数量 | 增长比例（%） | 数量 | 增长比例（%） |
| 火电 | 5,012 | 0.95 | 4,706 | -6.11 | 4,329 | -8.01 |
| 水电 | 3,318 | -6.67 | 3,653 | 10.10 | 3,621 | -0.88 |
| 风电 | 2,080 | 9.88 | 1,905 | -8.41 | 1,728 | -9.29 |
| 核电 | 7,893 | 0.70 | 7,489 | -5.12 | 7,350 | -1.86 |
| 平均 | 4,511 | -1.33 | 4,286 | -4.99 | 3,969 | -7.40 |

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站
数据来源：中电联，中诚信证评整理

为进一步推动电源结构调整，国家制定了《可再生能源中长期发展规划（2005~2020年）》及《核电中长期发展规划（2005~2020年）》，指出要加快水电、风电、太阳能等可再生能源发电，积极发展核电，并提出了具体市场份额发展目标：至2020年，大电网覆盖地区非水电可再生能源发电在电网总发电量中的比例将达到3%以上；权益发电装机总容量超过500万千瓦的投资者，所拥有的非水电可再生能源发电权益装机总容量应达到其权益发电装机总容量的8%以上。为调动投资者的积极性，国家还发布了《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》，规定可再生能源发电价格高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的差额部分，在全国省级及以上电网销售电量中分摊。这一定价机制有利于调动可再生能源投资的积极性，推动可再生能源发电的发展。

表 2：可再生能源发电及核电中长期发展目标

| 单位：万千瓦 | 2020年 |
|--------|--------|
| 水电 | 30,000 |
| 核电 | 4,000 |
| 风电 | 3,000 |
| 生物质能发电 | 3,000 |
| 太阳能发电 | 180 |
| 潮汐电站 | 10 |

资料来源：《可再生能源中长期发展规划（2005~2020年）》、《核电中长期发展规划（2005~2020年）》

总体来看，2015年受经济稳中趋缓的影响，全社会用电量增速放缓，全国电力供应能力总体充

足，非化石能源发电装机及发电量快速增长。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，区域性、时段性、季节性缺电仍将发生，来水情况波动对水力发电将产生一定影响，且影响同期的火力发电情况。电源结构方面，根据目前全国立项或在建项目，预计实现2020年可再生能源发电及核电发展目标的可能性很大。届时，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强。

跟踪期内，国内天然气工程逐步建成投产，未来对外依存度有望进一步降低

随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深。2015年我国天然气表观消费量为1,933亿立方米，同比增长4.2%，增速进一步放缓，较上年下降3.2个百分点。由于国际油价下跌，国内石油产品价格下降，天然气经济性优势在我国工业和汽车等领域被削弱。部分工业企业开始改用燃油装置，停用燃气装置。

天然气储量方面，2015年我国常规气量为1,243.57亿立方米。同时我国每年探明的新增储量也保持在一定规模，根据国土资源部发布的数据显示，2013年我国天然气新增储量6,164.33亿立方米，2014年新增探明储量超过5,000亿立方米，2015年我国新增天然气探明储量6,772.20亿立方米，这为我国未来天然气产量的增长打下了良好的储量基础。天然气开采方面，长庆气区、川渝气区、塔里

木气区及海洋气区四大气区仍是我国主要的天然气生产基地，此外煤层气、页岩气和煤制气产量的工业化投产将对未来天然气供应形成一定的补充。

燃气行业产业链已经形成了天然气生产/进口→长线运输→城市域网配送/分销三个环节。天然气生产/进口进入壁垒很高，基本由中石油、中石化及中海油控制，外资和民营资金少有参与；长线运输也基本由中石油、中石化及中海油垄断，还有一些生产或进口液化天然气企业利用公路运输，对管道燃气形成一定补充；城市域网配送与分销由政府授权，城市燃气运营商管道专营，属于市场放开的领域。

就我国燃气供气来源而言，目前已建成的天然气输气管道包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管线、中缅管线、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰管线等，上述输气管道的年输气能力已接近 1,500 亿立方米。从目前我国天然气供需情况来看，虽然我国在上海、广东、福建等地新建了多个液化天然气（LNG）项目以缓解气量不足并调节供应峰谷，但仍不能满足需求，近年来我国天然气进口依存度仍不断增加，2015 年我国天然气进口量达到 621 亿立方米，同比增长 3.3%。

表 3：我国已建成的天然气输气管道

| 线路 | 主气源 | 主干线途经地区 | 设计输气能力（亿立方米/年） |
|-------------|----------|-------------------------------|----------------|
| 西气东输一线 | 新疆塔里木盆地 | 新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江 | 120 |
| 西气东输二线 | 新疆霍尔果斯口岸 | 新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西 | 300 |
| 西气东输三线 | 新疆霍尔果斯口岸 | 新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、福建 | 300 |
| 西气东输二线轮南支干线 | 新疆塔里木盆地 | 新疆、甘肃 | 120 |
| 涩宁兰 | 柴达木盆地 | 青海、甘肃、宁夏 | 20 |
| 中贵线 | 塔里木盆地 | 宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州 | 150 |
| 中缅管线 | 缅甸近海油气田 | 由中缅边境进入云南省 | 120 |
| 川气东送管线 | 四川普光气田 | 四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海 | 120 |
| 陕京一线 | 内蒙古长庆气田 | 陕西、山西、河北、北京 | 33 |

| | | | |
|-----------|---------|-------------|--------------|
| 陕京二线 | 内蒙古长庆气田 | 陕西、山西、河北、北京 | 170 |
| 忠武线 | 四川盆地 | 重庆、湖北、湖南 | 30 |
| 合计 | - | - | 1,483 |

资料来源：中诚信证评整理

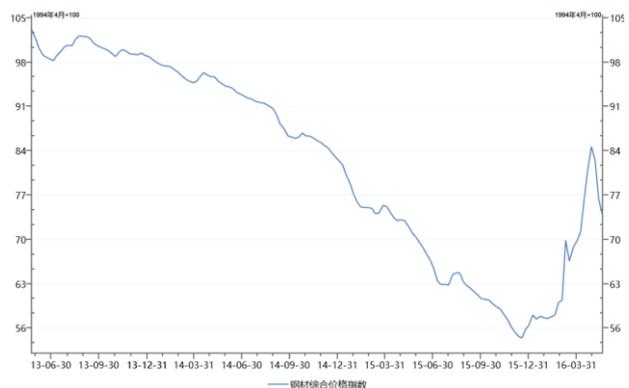
2015 年 4 月 1 日，国家发改委再次调整非居民用天然气价格，将各省份增量气最高门站价格每立方米降低 0.44 元，存量气最高门站价格提高 0.04 元，实现价格并轨；同时，放开直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商确定。最新的天然气价格调整有利于工业企业节约用气成本，促进国内天然气市场的发展。

总体来看，目前我国大多数地区天然气消费水平偏低，其中气源仍是制约国内天然气需求的主要因素。而随着西气东输、川气东送、中缅管线等在内的国家重点工程建成投产，我国天然气管网逐步完善，对外依存度有望降低，天然气利用水平将进一步提高。

受经济下行影响，钢、铜以及煤炭行业供需失衡明显，相关贸易企业面临资金以及经营压力较大

钢材贸易方面，受钢材下游需求放缓和新增生产能力释放的影响，2011 年 10 月下旬以来钢材价格持续大幅下降，2012 年末线材、螺纹钢、热/冷轧薄板等主要钢材产品价格同比平均降低 600~700 元/吨左右。2013 年房地产行业持续调控，尽管钢材价格偶有回升，但价格走势维持在较低水平。2014 年以来，钢材行业继续调整，产量增速减缓、社会库存收缩，同时通过扩大出口、控制成本等措施改善自身经营状况，但由于全行业供需失衡并无显著改观，因此产品市场价格仍呈缓慢下跌趋势。

图 2：近年来我国国内钢材综合价格指数



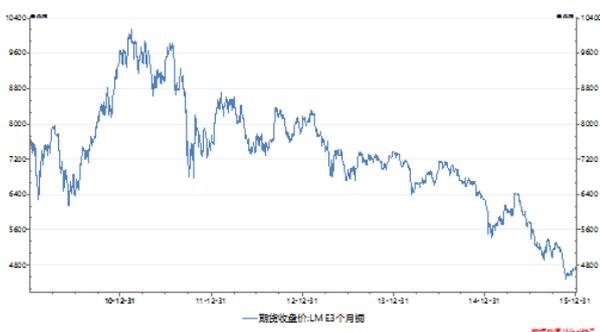
资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

2015 年以来伴随着严峻的环保形势和持续低迷的需求量，钢材价格不断走低。2015 年末受年底炒作因素以及冬储因素的影响，部分钢材产品价格大幅上涨，但其余品种价格均延续下跌走势。供应方面，2015 年全国粗钢产量继续缓慢下降，目前国内重点企业减产力度在增加，但非重点企业减产力度较弱，短期内市场内钢材供应仍较为充足。需求方面，2015 年末下游用钢行业需求略有好转，但造船、家电、传统机械等行业增长乏力，仍处于去产能化进程，整体需求增长仍较为疲弱。库存方面，2015 年末国内五大钢材品种社会库存总量为 877.97 万吨，较去年同期下降 8.02%。受钢材贸易利润大幅下降及钢材价格持续走低影响，钢材社会库存水平持续下降。

铜贸易方面，铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2013 年以来，受外部环境波动影响，铜价格持续震荡，但下行趋势明显，当年末 LME3 月期铜价为 7,374 美元/吨。进入 2014 年，国内经济增速稳定，加之国内隐性铜库存较大，使得铜价格恢复性上涨缺乏支撑，当年末铜价较上年度继续下行，跌幅超过 10%。2015 年以来，随着欧债危机不断深化、美国经济数据走弱以及需求回落等多重因素综合影响，铜价一路下滑。截至 2015 年末，LME3 个月铜价下跌至 4,689.00 美元/吨，较 2014 年末的 6,284.25 美元/吨的价格下降 25.38%，降幅较大。整体来看，目前国内经济增长趋缓，铜作为大宗商品其价格处于下行通道，加之融资铜导致的隐性库存短期内难以消化、资金融通受限，铜贸易企业的经营压力逐步加大。

图 3：近年来 LME3 月铜期货收盘价格走势

单位：美元/吨



资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

煤炭贸易方面，中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。近年来国家逐步实施能源结构优化调整，煤炭行业作为国家政策管理和产业结构调整的重点，受到较大影响。2013 年，煤炭高库存、进口冲击、水电挤出效应、国内产能集中释放，多重因素叠加使得煤炭行业不再占据优势地位，煤炭行业投资出现负增长。2013 年全年煤炭产量 35.61 亿吨，同比增长 0.34%。2014 年，受制于宏观经济增速放缓、经济结构调整加速及水电发电增速明显等不利因素综合影响，2014 年煤炭需求整体较为疲弱，煤炭消费量下降 2.9%，煤炭产量 38.7 亿吨，同比下降 2.5%，为 1998 年以来首次出现负增长。2014 年煤炭价格保持了从 2012 年以来的整体下降的趋势。2015 年，全国煤炭产量 36.8 亿吨，同比下降 3.5%。铁路煤炭发运 20 亿吨，同比下降 12.6%；进口煤炭 2 亿吨，下降 29.9%。

2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度开始下滑。2012 年年底，国务院批准了《关于取消重点合同推进电煤价格并轨》的报告，要求自 2013 年起取消煤炭重点合同，实施电煤价格并轨，对国内煤炭贸易价格形成进一步的冲击。以环渤海动力煤价格来看，2012 年末 5,500 大卡动力煤价格为 797 元/吨，2013 年末该价格为 631 元/吨，较 2012 年下跌 20.83%；2014 年末该价格继续下降至 525 元/吨，较 2013 年下跌 16.80%。2015 年末，5,500 大卡动力煤大幅下降致 370 元/吨。从后续走势来看，现阶段下游煤炭需求仍持续疲软、煤炭供大于求，煤炭市场价格仍存在下行空间。

总体看，目前我国经济增速放缓成为常态，钢材、铜及煤炭的下游行业均面临产能调整、成本控制、经营提升等转型升级压力，对钢材、铜及煤炭全行业造成了较大的冲击，特别是供需失衡状况凸显而导致的下行价格，受此影响，相关贸易企业面临的资金及经营压力较大，未来经营不确定性进一步加大。

业务运营

2015年，公司实现主营业务收入390.19亿元，同比上升19.39%；从营业收入构成上看，电力资源收入、煤炭销售、物资贸易、金融投资及盐化工产

品收入分别为22.21亿元、0.21亿元、362.73亿元、0.29亿元和4.75亿元，分别占主营业务收入的5.69%、0.05%、92.96%、0.08%和1.22%

表4：2013~2016年3月公司收入结构情况

| 项目 | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016.Q1 | |
|-----------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------------|------------|-------------------|------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 电力资源 | 153,228.13 | 6.15 | 182,744.08 | 5.62 | 222,059.59 | 5.69 | 28,560.27 | 2.93 |
| 煤炭销售 | 190,391.53 | 7.64 | 529,829.24 | 16.29 | 2,068.06 | 0.05 | 555.51 | 0.06 |
| 物资贸易 | 2,147,946.53 | 86.21 | 2,531,926.78 | 77.87 | 3,627,308.75 | 92.96 | 880,877.63 | 90.35 |
| 金融投资 | - | - | 7,096.04 | 0.22 | 2,948.92 | 0.08 | 21,047.11 | 2.16 |
| 盐化工产品 | - | - | - | - | 47,480.75 | 1.22 | 43,894.37 | 4.5 |
| 合计 | 2,491,566.19 | 100 | 3,251,596.15 | 100 | 3,901,866.08 | 100 | 974,934.89 | 100 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司控股水电装机规模稳定，参股电站陆续投入运营，水电业务整体实力持续增强

目前公司控股水电资产主要由中小型水电站组成，装机容量相对较小，水电业务发展较为稳健。截至2015年末，公司已投产可控水电机组装机容量为35.09万千瓦，较2014年下降23.00%，主要由于2015年转出公司控股的水电站临沧云投粤水电开发有限公司（以下简称“临沧水电”）。

公司运营电站主要集中在苏帕河流域，截至

2015年末公司在此流域已投产的水电项目为苏帕河流域上茄子山、象达、乌泥河、阿鸠田、龙川江和腾龙桥6个水电站，装机容量30.65万千瓦；茄子山水库年调节能力较强，有利于维持电站的稳定运作。此外，公司还拥有腾冲境内龙川江流域三个梯级电站，分别是龙川江一级水电站、腾龙桥二级水电站和腾龙桥一级水电站，其中腾龙桥一级水电站目前还在筹建前期；目前公司在龙川江流域控股装机10.5万千瓦。

表5：截至2016年3月末公司主要控股水电资产情况

| 子公司名称及持股比例 | 电站名称 | 装机容量 | 投产时间 | 单位：万千瓦、亿千瓦时 | | |
|------------------------|------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | 2014年发电量 | 2015年发电量 | 2016年1~3月发电量 |
| 云南保山苏帕河水电开发有限公司(56%) | 茄子山水电站 | 1.60 | 1999.1 | 0.37 | 0.37 | 0.16 |
| | 象达水电站 | 4.00 | 2006.10 | 1.35 | 1.39 | 0.48 |
| | 乌泥河水电站 | 3.00 | 2005.5 | 1.15 | 1.25 | 0.33 |
| | 阿鸠田水电站 | 11.55 | 2004.10 | 4.18 | 4.50 | 1.13 |
| | 龙川江一级水电站 | 2.40 | 2008.7 | 0.85 | 0.79 | 0.10 |
| | 腾龙桥二级电站 | 8.10 | 2010.9 | 1.95 | 1.85 | 0.19 |
| 云南电投对外能源合作开发有限公司(100%) | 怒江福贡利沙底水电站 | 1.40 | 2005.9 | 0.55 | 0.50 | 0.02 |
| 华宁跳石头水电有限责任公司(38.41%) | 玉溪华宁跳石头电站 | 0.64 | 1995.6 | 0.20 | 0.23 | 0.04 |
| 云南盐化股份有限公司(17.38%) | 黄家坪电站 | 2.00 | 2009.6 | - | 0.71 | 0.17 |
| 小计 | -- | 34.69 | -- | 10.60 | 11.59 | 2.62 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从来水情况来看，近年来云南持续干旱，苏帕

河流域的来水量、平均流量及日最大最小流量均处在较低水平，制约了发电量的增长。

表 6: 近年来苏帕河流域来水情况

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|--------------------------|-------|------|-------|---------|
| 来水量(亿 m ³) | 2.46 | 1.93 | 2.26 | 0.22 |
| 平均流量(m ³ /秒) | 7.79 | 6.12 | 7.15 | 2.81 |
| 日最大流量(m ³ /秒) | 32.04 | 30.2 | 47.07 | 5.42 |
| 日最小流量(m ³ /秒) | 1.01 | 0.98 | 1.38 | 2.01 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

水电机组运营方面, 公司水电机组的利用水平主要受流域来水量影响, 此外还与来水均匀性、弃水情况、送出通道等因素有关。2013~2015年, 公司控股水电机组利用小时数分别为3,491小时、3,325小时和3,341小时, 近年来有所波动。

表 7: 近年来控股水电机组运营情况

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------|-------|-------|-------|
| 发电量(亿千瓦时) | 12.31 | 11.13 | 11.59 |
| 机组利用小时(小时) | 3,491 | 3,325 | 3,341 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 8: 公司主要控股水电站上网电价情况

单位: 元/千瓦时, 不含税

| 电站名称 | 2014 | | | 2015 | | | 2016 |
|--------------|----------|----------|------------|----------|----------|------------|-----------|
| | 丰水期 6~10 | 平水期 5~11 | 枯水期 1~4、12 | 丰水期 6~10 | 平水期 5、11 | 枯水期 1~4、12 | 枯水期 1-4 月 |
| 象达、乌泥河、阿鸠田电站 | 0.193 | 0.235 | 0.282 | 0.193 | 0.235 | 0.282 | 0.282 |
| 腾龙桥二级电站 | 0.221 | 0.270 | 0.324 | 0.221 | 0.270 | 0.324 | 0.324 |
| 茄子山电站 | 0.197 | 0.222 | 0.247 | 0.247 | 0.197 | 0.222 | 0.247 |
| 龙川江一级电站 | 0.260 | 0.260 | 0.260 | 0.260 | 0.260 | 0.260 | 0.260 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

控股水电项目投资方面, 2014年底公司与广东电力发展股份有限公司(以下简称“广东电力”)达成股权置换协议¹, 目前公司原控股子公司临沧水电已变更为广东电力旗下全资子公司。受此影响, 公司将不再参与临沧大丫口电站后续投资。目前, 公司在境内暂无在建的控股水电项目。

公司目前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很高, 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, 公司参股已投运水电权益装机容量快速增长, 2013~2016年3月末分别为744.85万千瓦、715.19万千瓦、1,063.02万千瓦和

电力销售方面, 公司生产电量主要送往云南电网, 电费回收有保障。目前公司水电主要购电方为云南电网保山供电局, 销售收入占比达75%。电价执行方面, 公司各水电站由于供电区域不同, 上网电价也有所差异, 且部分电站在每年不同月份执行丰枯分时电价政策。未来公司水电上网电价的调整情况将对水电站的盈利能力产生较大影响。

1,063.02万千瓦, 进而带动公司投资收益快速增长。2015年公司参股水电项目实现投资收益24.11亿元, 未来随着澜沧江、金沙江下游和金沙江中游在建水电机组的陆续投产, 预计未来公司参股水电权益装机将进一步上升。

公司参股31.40%的华能澜沧江水电开发股份有限公司(以下简称“华能澜沧江”)拥有澜沧江流域水能开发权, 水能蕴藏量丰富, 经营效率和盈利能力均处于行业较高水平, 全部投产后总装机可达2,528.5万千瓦。截至2015年末, 华能澜沧江总装机容量达1,729.98万千瓦, 同比增加1.62%。2015年, 华能澜沧江实现上网电量605.00亿千瓦时, 占云南省当年发电量的29.30%, 是云南省最大的发电公司。

金沙江下游开发方面, 根据云南省人民政府办公厅文件审批单(办2012-1659号)批示意见, 明

¹ 2015年1月公司以所持临沧水电51%的股权置换广东电力持有的威信云投粤电扎西能源有限公司14.34%的股权, 截至访谈日, 上述交易已经完成, 临沧水电成为广东电力旗下全资子公司。

确以云能投为主体代表云南省参与金沙江下游水电开发公司（以下简称“金下公司”）的组建，公司持有其15%的股权。2013年3月，三峡金沙江川云水电开发有限公司（以下简称“川云公司”）和三峡金沙江云川水电开发有限公司（以下简称“云川公司”）分别在成都、昆明挂牌成立，金下公司已将资产划转至上述两家公司，云能投持有两家公司各15%的股权。其中川云公司将负责金沙江向家坝水电站、溪洛渡水电站的开发建设和运营管理，云川公司将负责金沙江白鹤滩、乌东德水电站的开发建设和运营管理，两家公司合计规划装机达到4,446万千瓦。其中向家坝水电站总装机640万千瓦，2012年11月首台机组投产，2014年7月全部机组投产；溪洛渡水电站总装机1,386万千瓦，2013年7月首台机组投产，2014年6月全部机组投产。随着向家坝和溪洛渡电站2014年中全部投产，川云公司已投产水电装机容量达到2,026万千瓦，公司参股电站装机容量进一步提升；且上述电站送出通道较好，上网电价较高，预计未来将为公司贡献丰厚的投资收益，公司盈利能力还将进一步增强。

金沙江中游开发方面，公司持有云南金沙江中游水电开发有限公司（以下简称“金中公司”）10%的股权。金沙江中游河段规划一库八级梯级开发方案，其中金中公司负责开发其中的四个梯级电站。

金沙江中游另外4个梯级电站分别由金安桥水电站有限公司、大唐观音岩水电开发有限公司、云南华电鲁地拉水电有限公司和华能云南龙开口水电有限公司开发，云能投分别持有其8.00%、14.00%、8.00%和2.00%的股权。

云南华电怒江水电开发有限公司（以下简称“华电怒江”）是怒江流域水能资源的主要开发企业之一，公司代表云南省出资持有该公司30%的股权。项目规划两库十三级水电站，总装机容量2,132万千瓦，年发电量1,029.6亿千瓦时。根据公司规划，公司将争取控股怒江流域部分梯级电站。截至2015年末，公司已向华电怒江注资2.49亿元。目前怒江水电站项目仍处于前期可研阶段，短期内暂不会开工。中诚信证评对该项目的核准时间和开工时间予以关注。

另外，2014年3月，财政部和国家税务总局发文规定，对装机容量超过100万千瓦的水力发电站销售自产电力产品，增值税实际税负超过一定比例部分实行即征即退政策。公司参股的澜沧江、金沙江中游、金沙江下游流域等多座大型水电站项目享受该项优惠政策。整体来看，该项政策的出台将对公司参股的大型水电项目形成较大利好，对其公司参股水电公司的盈利能力和现金流产生积极影响，但仍需关注该项政策的具体实施状况。

表 9：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

| 企业名称 | 持股比例 | 规划总装机容量 | 已投产装机容量 | 2015 年上网电量 |
|-----------------|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 云南滇能泗南江水电开发有限公司 | 39% | 20.10 | 20.10 | 7.76 |
| 华能澜沧江水电开发股份有限公司 | 31% | 2,528.50 | 1,729.98 | 605.00 |
| 云南华电怒江水电开发有限公司 | 30% | -- | -- | -- |
| 三峡金沙江川云水电开发有限公司 | 15% | 2,026.00 | 2,026.00 | 859.08 |
| 三峡金沙江云川水电开发有限公司 | 15% | 2,420.00 | -- | -- |
| 云南国投大朝山水电有限公司 | 10% | 135.00 | 135.00 | 55.76 |
| 云南金沙江中游水电开发有限公司 | 10% | 1,160.00 | 320.00 | 99.68 |
| 金安桥水电站有限公司 | 8% | 240.00 | 240.00 | 103.78 |
| 华能云南龙开口水电有限公司 | 2% | 180.00 | 180.00 | 48.77 |
| 华电鲁地拉水电有限公司 | 8% | 216.00 | 216.00 | 60.74 |
| 大唐观音岩水电开发有限公司 | 14% | 300 | 240.00 | 54.87 |
| 合计 | -- | 9,225.60 | 5,094.82 | 1,887.68 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，凭借云南省丰富的水资源禀赋，公司水电业务整体竞争实力突出，尤其是参股的大水

电项目资产质量很高。随着参股水电项目陆续投入运营，公司获得的投资收益和现金分红逐年提高，

水电业务整体实力大幅提升。同时中诚信证评也注意到，公司目前控股水电装机总容量偏小，且近年来流域来水量较少、部分水电站电力消纳情况未明显改善等对公司控股水电业务带来一定的不利影响。另外，公司未来参股水电项目在建、拟建装机容量规模较大，将给公司带来一定的投资压力。

受云南省电力结构的影响，近年来省内火电行业持续亏损，公司火电板块亦面临一定的经营困境

目前公司火电板块控股项目主要是威信煤电一体化项目一期，该项目装机容量 2×60 万千瓦，已于 2012 年上半年实现首台机组试运行。上述火电的投产对公司装机容量的增长起到了一定的推动作用，同时亦是对水电的有益补充。从火电的后续投资来看，考虑到目前省内火电运营状况及政策环境，公司暂缓了火电领域的投资，目前以确保现有火电企业基本运营为主。

受到云南省境内向家坝水电站以及溪落渡水电站在 2014 年投产导致云南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，导致近年云南省内火电站发电量有所下降。威信煤电一期受此影响，近两年的发电机组利用小时数、发电量和上网电量均有所下降。

表 10：近年来威信煤电一期运营情况

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------|--------------------------|--|--------|
| 装机容量(万千瓦) | 2*60 | 2*60 | 2*60 |
| 发电量(亿千瓦时) | 36.26 | 32.93 | 18.70 |
| 上网电量(亿千瓦时) | 34.11 | 30.6 | 17.29 |
| 机组利用小时(小时) | 3,022 | 2,744 | 1,558 |
| 上网电价(不含税,元/千瓦时) | #1 机 0.3606; #2 机 0.3426 | 枯水期: 0.4291; 平水期: 0.3606; 丰水期: 0.2989; | 0.32 |
| 综合厂用电率(%) | 6.24 | 7.05 | 8.00 |
| 煤炭采购量(万吨) | 200.46 | 128.1 | 63.95 |
| 电煤采购均价(元/吨) | 500.07 | 408.60 | 239.88 |
| 供电标准煤耗(克/千瓦时) | 325.63 | 319.89 | 319.34 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，为保障所投火电项目的煤炭需求、控制

发电成本，公司通过收购及自行开发的方式获取煤矿资源，目前控股的煤矿包括观音山煤矿、半坡煤矿和华盖山煤矿，其中观音山煤矿已于 2014 年底完工，并于 2015 年 7 月投产。观音山煤矿投产后公司煤矿合计年产量达 261 万吨。随着观音山煤矿的正式投产，公司火电所需煤炭将逐步实现自给自足，有利于下属火电企业收益状况的改善。

表 11：公司控股煤矿情况

| 煤矿名称 | 产能(万吨/年) | 运营状况 |
|-------|----------|------|
| 观音山煤矿 | 240 | 投产 |
| 半坡煤矿 | 6 | 投产 |
| 华盖山煤矿 | 15 | 投产 |

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

截至 2016 年 3 月末，公司已投产的新能源发电项目包括石林光伏电站示范项目、曲靖垃圾发电项目、泸西县永三风电场项目、会泽大海梁子风电场项目和泸西县孔照普风电场，已投产新能源发电装机容量为 46.00 万千瓦，较 2015 年增加了 28.20 万千瓦。2014 年及 2015 公司新能源项目发电量分别为 2.58 亿千瓦时和 5.77 亿千瓦时，2015 年同比大幅提升。

表 12：公司主要已投产新能源项目

| 公司名称 | 持股比例 | 电站名称 | 装机容量 | 投产时间 | 单位：万千瓦、亿千瓦时 | | |
|----------------|------|-------------|-----------|---------|--------------|-------------|-----------------|
| | | | | | 2014 年发电量 | 2015 年发电量 | 2016 年 1-3 月发电量 |
| 泸西县云电投风电开发有限公司 | 70% | 泸西永三风电场 | 4.8 | 2013.1 | 1.12 | 1.32 | 0.45 |
| | | 泸西孔照普风电场 | 4.8 | 2015.01 | 试运营 | 1.25 | 0.48 |
| 会泽云能投新能源开发有限公司 | 100% | 会泽大海梁子风电场项目 | 4.8 | 2014.08 | - | 1.2 | 0.23 |
| | | 会泽头道坪风电场 | 4.8 | 2016.01 | - | - | 0.16 |
| 马龙新能源风电开发有限公司 | 100% | 马龙对门梁子风电场 | 9 | 2015.07 | 0.52 | 0.91 | 0.83 |
| 大姚新能源风电开发有限公司 | 100% | 大中山风电场 | 4 | 2016.03 | - | - | 0.2 |
| | | 老尖山风电场 | 4.8 | 2016.03 | - | - | 0.15 |
| 石林云电投新能源开发有限公司 | 100% | 石林光伏电站项目一期 | 1 | 2010.07 | 0.152 | 0.13 | 0.03 |
| | | 石林光伏电站项目二期 | 5.6 | 2016.01 | - | - | 0.17 |
| 曲靖云电投新能源开发有限公司 | 85% | 曲靖垃圾发电项目 | 2.4 | 2010.03 | 0.784 | 0.96 | 0.21 |
| 合计 | | | 46 | | 2.576 | 5.77 | 2.91 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据规划，公司将以“积极发展风能、有序发展太阳能、适度发展生物质能”的工作思路，加快在云南省优势地区布局新能源项目，积极推进新能源资源的获取及项目建设。截至 2016 年 3 月末，公司在建、拟建新能源项目包括泸西阿朝风电厂、会泽半边箐风电场和会泽平箐风电场项目等，建成后公司新能源发电总装机容量将超过 60 万千瓦。

随着公司新建新能源项目的陆续投运，公司能源生产业务经营规模和盈利水平有望提升，自身能源结构将进一步丰富。

公司在天然气业务方面得到省政府有力支持，未来发展潜力很大

目前公司的天然气业务以全资子公司云南能投天然气产业发展有限公司（以下简称“天然气公司”）作为主要运营平台，并由其作为整合和投资燃气资源的主体。

天然气公司在天然气业务方面得到云南省政府的有力支持，根据云南省发改委 2013 年 4 月发布的《关于支持省能源投资集团开展天然气业务的通知》（云发改能源[2013]714 号）文，云南省发改委通知云南省各州市在天然气业务领域，包括天然气支线管道建设运营、城市燃气的特许经营及建设

运营、各类天然气基础设施的建设及运营等，给予公司大力支持。天然气公司自成立以来，在天然气支线管网、城市天然气管网、车用天然气项目、天然气发电及分布式能源等领域全面开展了项目开发和产业布局。

天然气支线管网方面，天然气公司已有昭通支线、玉溪—普洱支线、陆良支线、西双版纳支线、富民支线等 5 条天然气支线管网建设项目，以及玉溪市应急气源储备中心工程项目获得了云南省发改委或各地市发改委的同意，并开展了相关项目的前期工作；怒江支线、迪庆支线等天然气支线管网项目正申请开展前期工作。

表 13：2015 年天然气支线管道建设批复情况

| 天然气支线建设主体 | 支线情况 | 批文号 |
|-----------------|-------------------------------|-----------------|
| 云南能投天然气产业发展有限公司 | 曲靖市陆良支线管道工程(曲靖经开清管站-麒麟-陆良-召夸) | 曲发改能源[2015]20号 |
| 云南能投天然气产业发展有限公司 | 禄脍-易门天然气支线管道工程 | 玉发改能源[2015]58号 |
| 云南能投天然气产业发展有限公司 | 玉溪-普洱天然气支线管道工程 | 玉发改能源[2015]49号 |
| 云南能投天然气产业发展有限公司 | 玉溪应急气源储备中心 | 玉发改能源[2015]79号 |
| 云南能投天然气产业发展有限公司 | 昭通支线(沾益-宣威-者海-昭阳区) | 云发改能源(2016)255号 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

城市管道燃气方面，目前公司已在富民、昭通、宣威、通海等区域获得了燃气业务的特许经营权；其中公司开展了部分区域城市管道燃气项目的收购工作，以实现在部分地区的迅速布局。2013年1月，天然气公司以990万元收购富民县丰顺天然气发展有限公司45%股权；2014年2月，天然气公司以9,600万元收购了昭通丰顺天然气发展有限公司80%的股权；此外，天然气公司已于2014年8月完成收购宣威丰顺天然气发展有限公司的股权。2015年1月天然气公司收购通海县通麓燃气公司40%股权，该公司拥有通海县30年燃气经营特许经营权。

表 14：公司燃气特许经营权情况

| 特许经营权主体 | 经营期限 | 特许区域 |
|------------------|----------------|------|
| 富民县丰顺天然气发展有限公司 | 2012.9-2017.9 | 富民县 |
| 宣威市丰顺城市天然气发展有限公司 | 2014.1-2015.12 | 宣威市 |
| 昭通市丰顺城市管道燃气有限公司 | 2015.6-2017.6 | 昭通市 |
| 通海县通麓燃气公司 | 2013.5-2043.5 | 通海县 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

车用天然气项目方面，天然气公司规划在已取得城市燃气经营权地区同步规划建设CNG、LNG加气站项目；此外，2013年8月22日，天然气公司与中国石油天然气股份有限公司云南销售分公司签订了合作框架协议书，双方拟成立合资公司共同开展成品油销售、汽车加气站等业务，中石油云南销售公司将支持和保障合资公司的油品及LNG等能源供应稳定；该合作将有利于天然气公司依托

中石油的气源优势和现有加油站网络积极布局云南全省LNG加气站项目。

天然气分布式能源方面，天然气公司已有五华区科技园、昆明长水机场两个项目获准开展前期工作。由于目前云南省内关于分布式能源上网及电价补贴、天然气供气价等产业政策尚未落实，现阶段分布式能源项目工作以掌控资源、落实外部条件为主，同时根据情况适时推进项目前期各项工作。

总体看，在云南省政府的大力支持下，公司天然气业务获得了较多的省内天然气支线管网、城市燃气管网以及加气站等天然气综合利用项目资源。但目前公司该业务板块收入和利润对公司的贡献度较低。未来，公司将逐步实现天然气上、中、下游的有序布局。目前由于中缅天然气云南支线管网尚处于建设阶段，公司可利用的缅甸天然气资源较为有限。随着未来云南天然气支线管网的建设及缅甸天然气供应量的增加，公司天然气业务将迎来良好的发展机遇。

跟踪期内，公司能源物资贸易业务收入增长速度较快，但业务盈利空间很小

公司围绕电力等能源业务，充分发挥自身产业链优势，钢材、有色金属、砂石料等能源物资贸易业务发展迅速。2015年，公司实现物流贸易收入362.73亿元，较上年度增加109.07亿元，占同期营业收入比重92.96%。2015年物资贸易毛利率为0.85%，较上年度上升0.36个百分点。整体来看，近年来能源贸易收入增长较快，但毛利水平偏低。

表 15：近年来公司主要贸易产品情况

| 品种 | 单位：万吨 | | | |
|------|--------|--------|--------|-----------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016年1~3月 |
| 钢材 | 131.01 | 171.95 | 963.30 | 343.56 |
| 铜 | 13.96 | 16 | - | - |
| 铁矿石 | 342.45 | 739.74 | 230.92 | - |
| 锰矿石 | - | 14.8 | - | - |
| 镍 | - | 3.56 | - | - |
| 锌锭 | - | 5.9 | - | - |
| 燃料油 | - | 1 | - | - |
| 农产品 | - | 2.6 | - | - |
| 化工产品 | - | 4.5 | - | - |
| 铁矿砂 | 86.96 | - | - | - |
| 水泥 | - | - | 7.97 | 166.49 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司能源物资贸易主要开展钢材、铜、砂石料、铁矿石、锰矿石、水泥等品种，采购、销售等环节按市场规则操作，其中钢材贸易业务主要由云南能投物流有限责任公司（以下简称“能投物流”）开展，采购方式以向大型钢厂集中采购为主，向市场代理商、经销商采购为辅。近年来公司发挥资金优势，上游与武钢集团昆明钢铁股份有限公司（以下简称“昆钢”）形成战略合作单位，现已成为昆钢产品重要采购方；下游方面陆续中标中水十四局钢材供应、华能澜沧江公司钢材供应以及中铁十二局集团、十四冶建设集团、中铁十六局、中电建路桥集团钢材供应等项目。2012~2015 年以及 2016 年 1~3 月公司钢材贸易额分别为 43.11 亿元、60.98 亿元、241.36 亿元和 69.48 亿元，占贸易业务比重分别为 18.44%、19.89%、77.25%和 85.46%，由于钢材贸易毛利率相对较高，2015 年以来钢铁贸易占比大幅回升。但考虑到下游钢铁需求持续低迷，钢贸行业面临的经营压力较大，中诚信证评将对公司钢材贸易业务的风险控制情况保持关注。

表 16：2015 年公司钢材贸易主要供应商情况

| 单位：亿元 | |
|--------------------|--------------|
| 钢材供应商 | 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 17：2015 年公司钢材贸易主要销售客户情况

| 单位：亿元 | |
|---------------------|--------------|
| 钢材销售对象 | 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

公司有色金属贸易业务主要由云南能源进出口有限公司（以下简称“能源达公司”）开展，主要是以现货铜贸易业务为主。公司从 2012 年开

始开展现货铜贸易业务，现货铜的采购模式是公司根据下游客户需求量，确定采购量，并在几家供货商中询价后确定采购价格进行采购，采购结算通常是先款后货的方式；销售模式是公司按照下游客户的需求量，向上游供货商采购后销售给下游客户，销售结算通常也是先款后货的方式。

表 18：2015 年公司现货铜贸易主要供应商、客户情况

| 单位：亿元，% | | | |
|------------------------|--------------|---------------|--------------|
| 供应商 | 采购金额 | 销售客户 | 销售金额 |
| 铜陵有色金属集团上海国际贸易有限公司 | 18.88 | 北京云铜鑫晨贸易有限公司 | 49.67 |
| 上海嘉北实业发展有限公司 | 10.70 | 云南铜业（集团）有限公司 | 4.71 |
| 上海庆邦国际贸易有限公司 | 10.50 | 上海中条山国际贸易有限公司 | 4.27 |
| 甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司物资分公司 | 10.17 | 上海中条山有色金属有限公司 | 3.77 |
| 河南中天矿业有限公司 | 4.73 | 大冶有色金属有限责任公司 | 3.00 |
| 合计 | 54.97 | 合计 | 65.42 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭贸易方面，自有半坡煤矿年产量约 6 万吨、华盖山煤矿年产煤炭约 15 万吨、观音山煤矿二井设计年产煤炭约 60 万吨（已于 2015 年 7 月投产），目前所产原煤采取自行销售模式。尽管 2015 年以来观音山煤矿二井煤矿的投产使自有矿井煤炭产量大幅提升，但目前自有矿井煤炭产量有限，公司销售的煤炭主要来源于外部采购。

公司的煤炭销售业务主要由子公司滇东投煤业和云南能投物流有限责任公司（以下简称“能投物流”）负责开展。能投物流于 2013 年开始从事煤炭销售业务，2013-2015 年及 2016 年 1~3 月，能投物流完成煤炭销售 130.18 万吨、885.89 万吨、740.01 万吨和 62.67 万吨，煤炭业务分别实现收入 12.59 亿元、52.22 亿元、41.63 亿元和 5.76 亿元。2014 年以来，云南省较多煤矿因煤炭事故影响关停，省内供应量不足，能投物流煤炭销售规模因此增长较快。虽然受政策及市场影响，煤炭销售量和价格都处于低位，但是公司已加大管理力度，进一步降低成本，提高整体盈利能力。

表 19: 2015 年公司煤炭贸易主要客户情况

| 单位: 万吨 | |
|---------------------|---------------|
| 客户名称 | 销售量 |
| 大同煤矿集团煤炭经营有限公司 | 11.14 |
| 义马煤业集团股份有限公司恒源煤炭分公司 | 2.89 |
| 河南开祥天源化工有限公司 | 1.76 |
| 璐安国贸(大连)石油有限公司 | 1.74 |
| 中国平煤神马集团国际贸易有限公司 | 3.32 |
| 合计 | 579.15 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体看, 近年来公司能源物资贸易业务收入大幅上升, 推动公司整体营业收入有了明显增长, 但能源物资贸易业务盈利空间很小。特别是贸易行业市场环境相对低迷, 钢材、铜、煤炭等大宗商品价格波动较大, 而公司贸易业务规模扩张迅速, 中诚信证评将关注能源物资业务规模快速扩张导致应收账款和预付款项等往来资金余额波动较大, 以及该业务上下游客户集中度较高、盈利能力较弱等因素对公司整体经营和信用水平的影响。

公司积极开展金融板块业务, 与能源主业产生一定的协同效应, 目前该类业务尚处于发展初期

近年来公司以产融结合、以融助产的思路, 有序打造金融业务发展平台。2013 年 7 月公司成立云南能源金融控股有限公司(以下简称“云能金控”), 初始注册资本 5 亿元, 后续将进一步增资。作为公司下属专业金融子集团, 云能金融经营范围包括股权、债权投资及管理, 受托资产管理, 经济信息咨询服务等。

从金融业务布局来看, 云能金融已经投资设立的下属金融机构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。此外, 公司还参与筹划瑞丽南坪农商行、云南省金融资产交易中心, 以及考虑入股厦门国际银行等, 未来公司将争取取得证券、信托等高端金融牌照。

2015 年及 2016 年 1~3 月, 金融板块产生收入

6.04 亿元和 1.99 亿元, 主要来自金控公司、云能上海融资租赁有限公司的资产管理、资本管理、融资租赁、融资担保等业务。

总的来看, 尽管公司金融板块起步较晚, 但得益于自身雄厚的实力, 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。

表 20: 公司金融板块已有投资情况

| 单位: 亿元, % | | | | |
|------------------|-------|-------|-----|------|
| 投资机构 | 业务牌照 | 成立时间 | 投资额 | 持股比例 |
| 云能融资租赁(上海)有限公司 | 融资租赁 | 14.02 | 0.5 | 100 |
| 云能商业保理(上海)有限公司 | 保理 | 14.09 | 0.5 | 100 |
| 深圳云能基金管理公司 | 股权投资 | - | - | - |
| 昆明云能民间资本管理有限责任公司 | 小贷/创投 | 14.12 | 1.0 | - |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所审计并分别出具标准无保留意见的 2013~2015 年度审计报告, 和未经审计的 2016 年第一季度财务报表。

值得注意的是, 在公司财务报表中, 公司将股权投资形成的投资收益及债权投资形成的利息收入作为经营性收入在营业收入项下列示。同时为了体现配比原则, 公司将为了筹集投资资金而产生的借款利息单独在营业总成本项下的利息支出中列示。本评级报告中将投资收益和利息收入从营业收入中划出, 同时将上述利息支出和财务费用中的利息支出加总, 以计算财务性利息支出, 相关财务指标也以此调整后的财务数据计算得出。

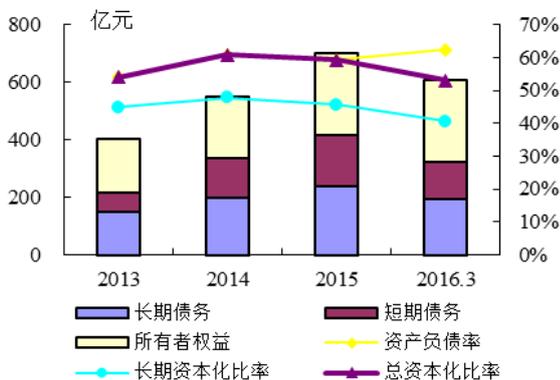
资本结构

近年来, 随着公司业务的快速发展, 其资产规模逐年增长。截至 2015 年末, 公司总资产为 741.87 亿元, 较上年末的 564.29 亿元增长了 31.47%; 总负债达到 457.32 亿元, 同比上升 31.28%。净资产方面, 受益于近年来较好的盈余积累以及永续权益工具的运用, 公司自有资本实力进一步提升, 公司

当年新增了 9.97 亿元的永续中票以及 24 亿元的永续贷款。截至 2015 年末，公司净资产规模达 284.56 亿元，较上年度同比增加 31.78%。受负债规模上升影响，公司当年财务杠杆比率上升至 61.64%，总资本化比率上升至 59.30%。

截至 2016 年 3 月末，公司资产规模为 759.94 亿元，负债规模 474.34 亿元，净资产 285.60 亿元，资产负债率与总资本化比率分别为 62.42% 和 59.80%。

图 4：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

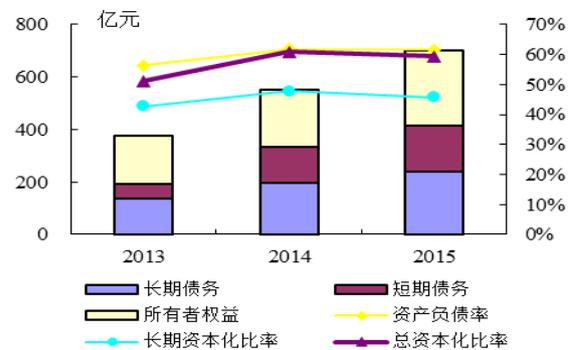
从资产结构来看，2015 年末公司流动资产为 221.60 亿元，占期末资产总额的 29.87%，较上年有所上升。公司流动资产主要由货币资金和一年内到期的非流动资产构成，占流动资产的比重分别为 56.30% 和 14.67%。其中，货币资金中 5.12 亿元为受限制的货币资金；一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的发放贷款及垫款。非流动资产方面，2015 年公司非流动资产为 520.28 亿元，占期末资产总额的 70.13%，主要由长期股权投资、固定资产、可供出售的金融资产、在建工程构成，分别占期末非流动资产总额的 37.27%、24.27%、18.48% 和 11.99%。其中长期股权投资主要系公司对联营企业的投资；可供出售的金融资产系公司持有的企业权益；固定资产主要系公司建成运营的各类项目；在建工程包括实施中的电力、煤炭及海外投资项目等。

负债结构方面，截至 2015 年末，公司流动负债占总负债的 46.80%。具体来看，短期借款及一年内到期的非流动负债是其重要组成部分，上述二者所占比重分别为 19.20% 和 62.00%。其中，短期借

款主要系短期银行借款。非流动负债方面，长期借款和应付债券是其主要组成部分，二者占比分别为 39.93% 和 58.33%。其中，长期借款主要是长期银行借款；应付债券则主要系公司在存续期内的公司债券和中票等。

刚性债务方面，截至 2015 年末，公司总债务达到 414.55 亿元，同比上升 23.63%。债务结构方面，由于短期债务规模上升速度较快，公司当年长短期债务比上升至 0.73，短期偿债压力较大，公司债务期限结构有待优化。

图 5：2013~2015 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体而言，近年来公司资产规模呈持续增长态势，整体资本结构较为稳健。随着公司加大能源及金融板块的投资，其资本支出水平将有所提高，债务规模及财务杠杆或将因此进一步提升。

盈利能力

近年来得益于能源贸易业务迅速扩大，加之电力相关收入逐年增加以及新增盐化工产品收入的补充，公司整体收入规模实现较快增长。2015 年，公司营业收入 390.79 亿元，同比增长 19.39%。从营业毛利率看，公司近年来能源贸易规模（以钢材、铜、煤炭等商品为主）显著增长，但能源贸易的毛利空间较为有限，对其整体毛利水平造成一定的影响。2015 年，公司营业毛利率为-0.89%，上年度这一指标为-1.15%。

表 21: 2013~2015 年公司收入构成

| 单位: 亿元 | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 电力资源收入 | 15.32 | 18.27 | 22.21 |
| 煤炭销售收入 | 19.04 | 52.98 | 0.21 |
| 物资贸易收入 | 214.79 | 253.19 | 362.73 |
| 金融投资收入 | 0.00 | 0.71 | 0.29 |
| 盐化工产品收入 | - | - | 4.75 |
| 主营业务收入 | 249.16 | 325.16 | 390.19 |
| 其他业务收入 | 1.30 | 2.16 | 0.61 |
| 营业收入 | 250.46 | 327.32 | 390.79 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2015 年公司期间费用下降至 4.76 亿元, 加上营业收入较上年度规模有所增加, 故公司三费收入比下降至 1.22%。

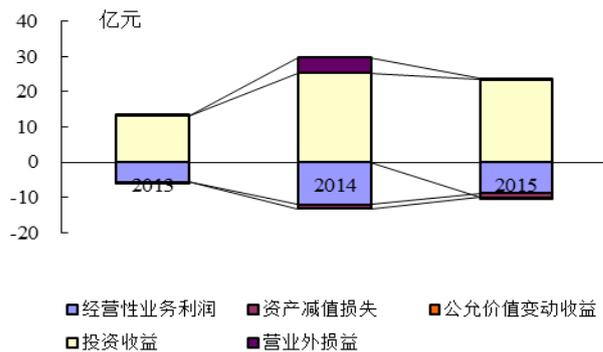
表 22: 2013~2016 年 3 月公司期间费用分析

| 单位: 亿元 | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
| 销售费用 | 0.41 | 0.47 | 1.34 | 0.54 |
| 管理费用 | 1.53 | 2.97 | 4.47 | 2.03 |
| 财务费用 | 8.58 | 4.53 | -1.05 | -0.20 |
| 三费合计 | 10.53 | 7.97 | 4.76 | 2.37 |
| 营业收入 | 250.46 | 327.32 | 390.79 | 97.56 |
| 三费收入占比 | 4.20% | 2.43% | 1.22% | 2.43% |

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从利润总额的构成来看, 近年来公司经营性业务持续呈现净亏损, 2015 年经营性业务利润为-8.87 亿元, 资产减值损失为-1.05 亿元。同期投资收益为 23.41 亿元, 主要来自所投水电企业的投资收益; 营业外损益下降至 0.40 亿元, 2014 年大幅增长主要系收到汉能控股集团有限公司 4.37 亿元的补偿金以及政府补贴增加所致。2015 年, 公司实现利润总额 13.82 亿元, 同比下降 16.64%。总的来看, 在外部经营环境不佳的情况下, 公司经营性业务盈利较弱, 利润总额较为依赖投资收益及营业外损益。

图 6: 2013~2015 利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

偿债能力

表 23: 2013~2016.Q1 年公司部分偿债指标

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总债务(亿元) | 216.71 | 335.33 | 414.55 | 424.85 |
| 经营净现金流(亿元) | 10.42 | 20.42 | 13.88 | 12.50 |
| 总债务/EBITDA(X) | 11.70 | 12.71 | 16.49 | - |
| 经营净现金流/总债务/(X) | 0.05 | 0.06 | 0.03 | 0.12 |
| EBITDA 利息保障系数 | 2.13 | 1.34 | 1.03 | - |
| 经营活动净现金流利息保障系数 | 1.20 | 1.03 | 0.57 | - |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

EBITDA 获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。2015 年, 受利润总额下降影响, 公司 EBITDA 降至 25.14 亿元, 同比下降 1.25 亿元。

随着公司总债务规模快速增长, 公司偿债能力指标有所弱化。2015 年, 受 EBITDA 下降影响, 公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 1.03 倍; 总债务/EBITDA 上升至 16.49。同期, 公司 2015 年经营活动净现金流对利息保障系数下降为 0.57, 经营净现金流/总债务为 0.03。

备用流动性方面, 截至 2015 年末, 公司共获得银行综合授信额度为 957.61 亿元, 未使用授信额度 504.66 亿元, 备用流动性较为充足。

或有事项方面, 截至 2015 年末, 公司对集团外企业提供担保金额 33.66 亿元。被担保企业为云投集团、华电巡检司发电有限公司、国电宣威发电有限公司和临沧云投粤电扎西能源有限公司, 公司对外担保金额占当期净资产的 11.83%。

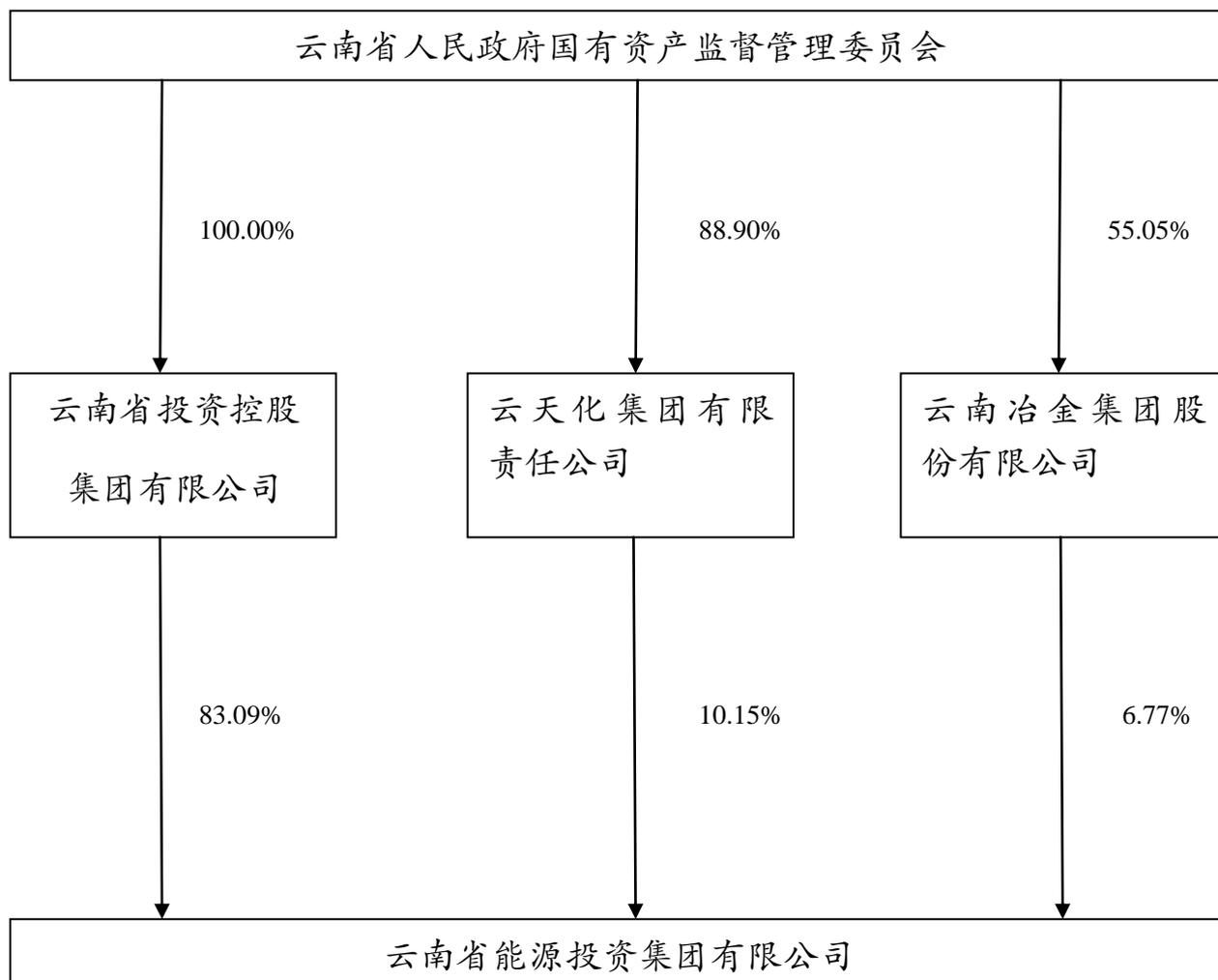
综合来看, 资产规模持续增长, 资本实力进一步充实, 为其中长期发展提供了良好的支撑, 偿债

能力很强。

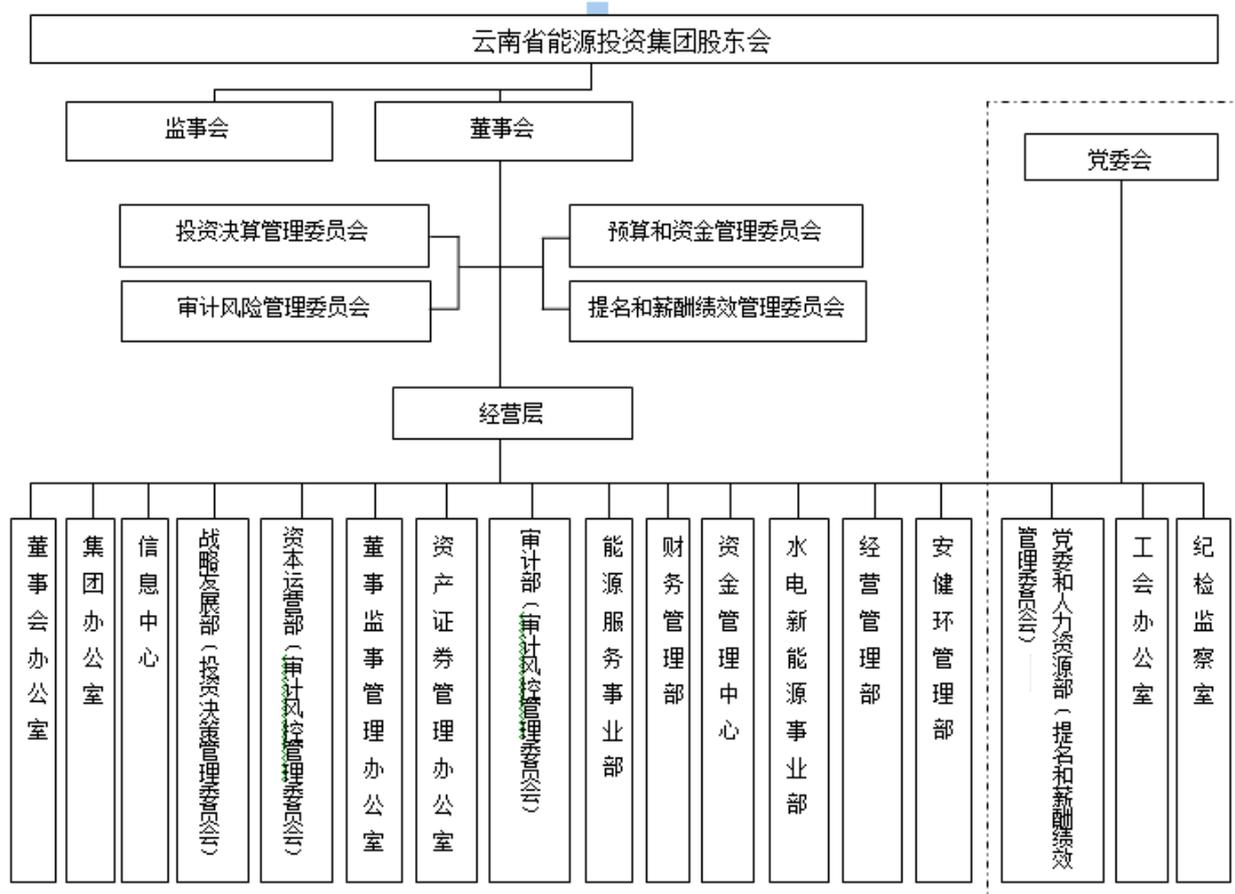
结 论

中诚信证评维持公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“云南省能源投资集团有限公司 2015 年公司债券”的信用等级为 **AAA**。

附一：云南省能源投资集团有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：云南省能源投资集团有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：云南省能源投资集团有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
|------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 货币资金 | 399,155.09 | 717,534.67 | 1,247,549.09 | 1,120,850.02 |
| 应收账款净额 | 79,427.39 | 98,999.56 | 197,284.46 | 250,124.03 |
| 存货净额 | 60,529.35 | 108,032.64 | 151,337.08 | 158,982.48 |
| 流动资产 | 774,118.53 | 1,374,427.91 | 2,215,979.58 | 2,864,675.98 |
| 长期投资 | 2,198,395.99 | 2,699,412.25 | 2,930,896.67 | 2,864,675.98 |
| 固定资产合计 | 1,189,200.28 | 1,383,836.29 | 1,909,590.64 | 1,949,842.42 |
| 总资产 | 4,226,383.94 | 5,642,902.65 | 7,418,742.29 | 7,599,423.34 |
| 短期债务 | 661,189.91 | 1,372,582.07 | 1,755,109.72 | 1,284,407.16 |
| 长期债务 | 1,505,875.77 | 1,980,702.87 | 2,390,410.98 | 1,951,312.23 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 2,167,065.68 | 3,353,284.94 | 4,145,520.69 | 3,235,719.40 |
| 总负债 | 2,380,430.82 | 3,483,496.93 | 4,573,153.70 | 4,743,401.21 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,845,953.12 | 2,159,405.72 | 2,845,588.59 | 2,856,022.13 |
| 营业总收入 | 2,504,614.03 | 3,273,219.49 | 3,907,939.03 | 975,569.58 |
| 三费前利润 | 48,963.57 | -40,139.56 | -41,138.73 | 1,824.75 |
| 投资收益 | 130,898.38 | 252,992.14 | 234,073.30 | 21,673.07 |
| 净利润 | 72,848.39 | 161,544.42 | 131,054.03 | -2,859.30 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 185,271.50 | 263,897.06 | 251,366.08 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 104,230.05 | 204,159.79 | 138,839.97 | 125,016.35 |
| 投资活动产生现金净流量 | -704,583.26 | -980,909.76 | -1,078,297.91 | -319,524.00 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 665,249.17 | 997,009.47 | 1,534,993.99 | 68,730.54 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 64,745.19 | 220,009.18 | 3,391,022.39 | -126,699.08 |
| 财务指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 2.01 | -1.15 | -0.89 | 3.93 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.95 | 7.48 | 4.61 | 0.00 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 7.40 | 8.06 | 6.43 | - |
| 速动比率（X） | 0.83 | 0.85 | 0.96 | 0.85 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.05 | 0.06 | 0.03 | 0.15 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.16 | 0.15 | 0.08 | 0.39 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 1.20 | 1.03 | 0.57 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.13 | 1.34 | 1.03 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.70 | 12.71 | 16.49 | - |
| 资产负债率（%） | 56.32 | 61.73 | 61.64 | 62.42 |
| 总资本化比率（%） | 54.00 | 60.83 | 59.30 | 0.53 |
| 长期资本化比率（%） | 44.93 | 47.84 | 45.65 | 0.41 |

注：2016年一季度的所有者权益收益率指标已经年化处理。

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+短期应付债券

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+非金融机构长期借款

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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。