

云南省能源投资集团有限公司

2015 年公司债券、2015 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 [ychliu@ccxi.com.cn](mailto:yqliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1365 号

云南省能源投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 云能投”和“15 云能 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 云能投”和“15 云能 02”的信用等级为 **AAA**。跟踪期内，政府对公司支持力度有所增强，同时区域电力消纳改善，公司电力收入和参股水电盈利能力有所提升，此外公司还保持了畅通的融资渠道。同时，中诚信国际也关注云南省电力市场情况、公司目前经营性业务盈利能力很弱、债务规模上升、能源物资贸易业务经营风险和煤炭资源整合带来的资金压力和安全生产风险等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

云能投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,111.24	1,330.28	1,888.42	1,942.29
所有者权益合计（亿元）	399.47	504.54	720.97	730.58
总负债（亿元）	711.77	825.74	1,167.45	1,211.71
总债务（亿元）	643.23	734.20	980.92	1,010.82
营业总收入（亿元）	729.48	868.82	1,079.73	194.89
净利润（亿元）	8.58	13.85	21.32	-6.12
EBIT（亿元）	34.60	47.86	56.99	--
EBITDA（亿元）	46.11	58.43	70.04	--
经营活动净现金流（亿元）	25.46	26.96	38.42	-13.51
营业毛利率(%)	3.88	3.60	3.51	1.18
总资产收益率(%)	3.55	3.92	3.54	--
资产负债率(%)	64.05	62.07	61.82	62.39
总资本化比率(%)	61.69	59.27	57.64	58.05
总债务/EBITDA(X)	13.95	12.57	14.00	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.78	1.74	1.96	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **政府支持力度增强。**2019 年以来，作为云南省能源战略的实施平台，公司作为主要出资人牵头组建了云南省煤炭产业集团有限公司作为云南省煤炭资源的整合主体，同时当年云南省国资委向公司划转了国资委持有中国铜业有限公司的股权，政府支持力度有所增强。

■ **区域电量消纳改善，电力收入提升。**2019 年以来，受益于促消纳政策的不断落实，电改政策的不断完善以及云南省用电需求的回升，云南省电力消纳情况整体继续改善。公司控股机组上网电量及电价均同比提升，带动电力板块收入及盈利能力有所增长。

■ **参股水电资产盈利能力提升。**公司参股的澜沧江、金沙江等大水电项目资产质量很高。随着参股水电项目的投产及消纳情况的改善，2019 年参股水电盈利能力有所提升，公司投资收益同比有所增长，未来随着在建的乌东德和白鹤滩电站投运，参股水电贡献的投资收益将进一步增加。

同行业比较

2019 年可比企业主要指标对比表					
公司名称	权益装机容量（万千瓦）	资产总额（亿元）	总资产收益率(%)	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）
浙能集团	2,629.34*	2,415.08	5.39	49.50	1,118.05
河北建投	2,133.56*	1,911.87	4.38	53.30	348.30
云能投	1,335.23	1,888.42	3.54	61.82	1,079.73

注：“浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称；“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称，浙能集团和河北建投权益装机容量数据为截至 2018 年末数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
15 云能投	AAA	AAA	5.00	5.00	2015/07/06~2020/07/06
15 云能 02	AAA	AAA	33.00	33.00	2015/12/11~2020/12/11

■ **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司银行授信总额 1,442.85 亿元，其中尚未使用授信余额 848.30 亿元。良好的银企关系提高了公司财务弹性。

关 注

■ **云南省电力市场情况。**2019 年以来，云南省用电需求有所回升，电量消纳明显改善。而云南省电改推进较快，竞价上网电价仍相对较低，对云南省内发电企业的盈利能力产生一定影响，中诚信国际将持续关注云南省电改进展情况。

■ **经营性业务盈利能力很弱。**目前公司已投运控股电力装机规模较小，且受电力市场化改革的不断推进和煤炭价格高位运行影响，公司电力板块盈利能力弱；另外，公司天然气、煤炭业务尚处起步阶段，低毛利率的贸易业务占收入比重较高，加之利息支出较多，导致公司经营性业务呈持续亏损态势，且 2019 年幅度继续扩大。

■ **债务规模快速上升，面临一定的债务压力。**2019 年以来，公司债务规模继续快速增长，截至 2020 年 3 月末，公司总债务已达 1,010.82 亿元，2017~2019 年均债务增长率达到 22.99%，预计未来债务仍将持续上升，中诚信国际将持续关注公司债务控制情况及偿债安排。

■ **能源物资贸易业务经营风险。**近年来，公司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，中诚信国际将对公司贸易业务扩张速度、盈利能力和资金管控保持关注。

■ **煤炭资源整合带来的资金压力和安全生产风险。**公司未来将对云南省煤炭资源进行整合，云南省地质条件复杂，百万吨死亡率常年高于全国水平，使得公司面临一定的资金和安全生产压力。

评级展望

中诚信国际认为，云南省能源投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**债务规模继续大幅上升；较大规模的处置参股水电资产；贸易业务规模持续扩张对账款回收以及现金流形成较大影响；政府支持力度下降。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

云南省能源投资集团有限公司 2015 年公司债券于 2015 年 7 月 6 日成功发行，实际发行规模为 5.00 亿元，债券期限 5 年。截至本评级报告出具日，募集资金已按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

云南省能源投资集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）于 2015 年 12 月 11 日成功发行，实际发行规模为 33.00 亿元，债券期限 5 年。截至本评级报告出具日，募集资金已按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨

慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

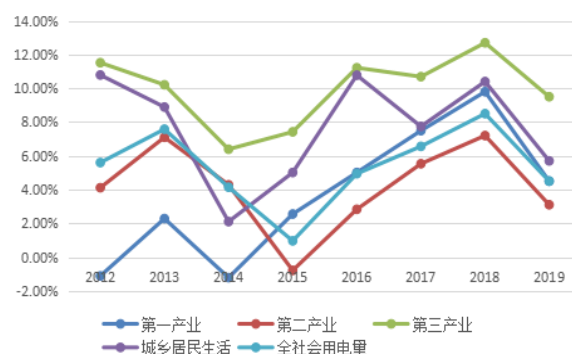
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2019 年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

我国内贸增速有所放缓，近期爆发的新型冠状病毒肺炎疫情也对贸易行业带来一定影响；近年来钢材价格保持在较高水平，但未来或将面临一定的下行压力

从国内贸易情况来看，近年来我国经济下行压力有所加大，内贸增速有所放缓。同时，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。内贸政策方面，2016 年 11 月，商务部等 10 部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》，此规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

中诚信国际认为，政策支持有助于推动国内贸易的长期发展，但内贸行业短期内面临宏观经济不振及

成本高企等因素带来的压力。

2020 年 1 月以来，武汉出现的新冠肺炎疫情向国内其他省市及国外快速扩散，2020 年 3 月世界卫生组织（WHO）判定此次疫情为全球大流行病。尽管目前国内疫情形势向好、复工复产有序推进，但新冠肺炎疫情对贸易行业尤其是外贸行业造成的影响仍需关注。

从钢材价格来看，由于2018年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，钢材价格出现回落，2019年钢材综合价格指数平均为107.98点，同比下降5.9%；但整体来看，钢材价格仍维持在3,700元/吨以上，高于2016年水平。随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。

2019年以来，云南省用电需求保持较高增速，水电消纳得到大幅改善，同时能源和工程领域将有较大规模的项目投资

2019 年，云南省 GDP 同比增长 8.1%，增速高于全国水平 2.0 个百分点；其中，第一、二、三产业增加值分别同比增长 5.5%、8.6%和 9.5%，保持了快速的经济增长。

近年来，云南省高耗能产业发展开始回升，带动省内用电需求持续增长，2019 年，云南省全社会用电量同比增长 7.92%，增速虽同比有所回落，但仍高于全国 3.42 个百分点。同时，2019 年云南省西电东送能力增至 3,115 万千瓦，西电东送电量同比增长 5.12%，省内电量消纳能力不断提升，弃水电量从 2016 年的 315 亿千瓦时下降到 2019 年的 17 亿千瓦时。但云南省电力体制改革推进速度较快，2019 年省内电力市场化交易程度达到 58%，市场竞争较为激烈，对省内发电企业电价水平形成较大影响。

2019 年，云南省能源增加值已经达到 1,300 亿

元，成为云南省第一大支柱产业，能源生产总量和消费总量分别同比增长 9.4%和 12.9%，根据云南省能源工作电视电话会议通报，2020 年云南省能源产业增加值争取完成 1,500 亿元，能源投资增长 15%。

工程建设方面，根据云南省“四个一百”重点项目建设计划，2020 年云南省“四个一百”重点项目拟安排 525 项，总投资超 5 万亿元，年度计划完成投资 4,400 多亿元，将以大项目为引领，围绕交通基础设施、生态环境、公共卫生服务、行业区域投资等进行，将对公司多元化的业务经营产生一定影响。

2019 年以来，公司控股装机规模维持稳定，受云南省电量消纳以及电改等因素影响，公司发电量及上网电量均持续提升，但不同电源盈利表现有所分化

2019 年以来，公司控股装机容量保持稳定。截至 2020 年 3 月末为 219.20 万千瓦，电源结构相对多元化。

2019 年以来，受云南省电量消纳以及电改等因素影响，公司发电量及上网电量均持续提升，细分来看，公司煤电机组为云南省扶贫电厂¹，拥有一定规模计划电量，但受云南省优先水电及新能源上网等因素影响，公司煤电机组利用效率仍低于全国平均水平，同时该煤电机组配套煤矿目前煤矿尚未达产，使得公司火电机组当年继续亏损，不过随着 2019 年云南省枯水期用电需求的增长及火电被允许参加市场化交易，公司煤电机组 2019 年发电量和电价均有所上升，加之目前煤价的高位回落，未来其盈利能力有望改善。公司水电资产主要为小水电，全部参与市场竞价，电价水平处于全国较低水平，2019 年受所在流域来水偏枯影响，水电发电量及机组利用效率有所下降。公司新能源机组装机规模稳定，随着用电需求以及促消纳政策的落实，公司新能源机组发电量持续增长，保持了较好的盈利能力，但由于新能源补贴到位滞后影响，应收电费补贴款持续增长，中诚信国际将持续关注公司新能

¹ 2017~2019 年，公司下属火电厂威信电厂分别获得 12 亿千瓦时、15 亿千瓦时和 15 亿千瓦时的优先发电计划电量

源应收补贴到位情况。

表 1：近年来公司已投产可控和参股电力情况（单位：万千瓦，亿千瓦时，小时，元/吨，元/千瓦时）

指标	2017	2018	2019	2020.3
发电量	39.23	48.49	60.73	15.75
其中：煤电	13.23	15.44	26.55	6.76
水电	14.91	15.58	12.94	2.26
新能源	11.08	17.46	21.24	6.73
上网电量	38.47	47.71	58.51	14.91
机组利用小时：				
其中：煤电	1,102	1,287	2,213	563
水电	3,694	3,779	3,524	646
电煤采购均价	304.45	518.57	429.79	441.39
上网电价				
其中：煤电(不含税)	0.2350	0.2350	0.3901	0.3358
水电(含税)	0.2050	0.1800	0.1967	0.2319
参股权益装机容量	1,046.66	1,136.83	1,174.51	--
其中：参股水电	869.46	959.63	997.31	--
参股火电	177.20	177.20	177.20	--

注：2019 年公司煤电上网电价统计口径包含长期备用补贴和调节电价，使得当期电价明显提升。

资料来源：公司提供

2019 年以来，公司参股水电盈利能力继续提升，公司确认的投资收益及现金分红同比有所增长

公司参股了云南省“三江”流域大型梯级水电企业，每年可获得丰厚的投资收益以及现金分红，对公司利润规模以及经营活动净现金流形成极大支撑。随着参股水电机组的陆续投运以及云南地区弃水情况的改善，2019 年华能澜沧江水电有限公司（以下简称“华能水电”）发电量同比明显增长，使得公司从华能水电获得的投资收益也有所增加；2019 年公司共确认投资收益 43.40 亿元，同比增长 21.57%，主要由华能水电和长江电力两家参股公司贡献。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情及来水偏枯等因素影响，华能水电和长江电力业绩有所下滑，公司当期确认投资收益 7.22 亿元，同比下降 35.66%。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司主要参股水电企业情况（单位：万千瓦，亿元）

企业名称	持股比例	已投产装机	市值/账面价值	2019 年取得的现金分红
------	------	-------	---------	---------------

华能澜沧江水电有限公司	28.26%	2,318.38	185.16	7.48
云南华电怒江水电开发有限公司	30.00%	-	2.60	--
云南国投大朝山水电有限公司	10.00%	135.00	1.77	--
云南金沙江中游水电开发有限公司	10.00%	440.00	7.80	--
金安桥水电站有限公司	8.00%	240.00	2.51	--
华能龙开口水电有限公司	2.00%	180.00	5.34	--
华电鲁地拉水电有限公司	8.00%	216.00	2.57	--
大唐观音岩水电开发有限公司	14.00%	300.00	4.68	--
中国长江电力股份有限公司	4.28%	4,549.50	162.96	5.48
三峡金沙江云川水电开发有限公司	15.00%	--	48.00	--
云南滇能泗南江水电开发有限公司	39.00%	20.10	1.24	--
合计	--	8,398.98	375.39	--

注：华能水电、长江电力市值根据 2020 年 3 月末收盘价格计算得出；其余企业为 2019 年末账面价值。

资料来源：公司提供

此外，2019 年公司以其所持的云南冶金集团股份有限公司 32.95% 的股权置换了中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）7.38% 股权，同时云南省国资委拟同意将所持中国铜业 15.1% 的股权划转至公司所有，划转完成后公司将其为第二大股东。中国铜业为中国铝业集团有限公司铜和铅锌板块的运营主体，在境内外拥有丰富的有色金属资源储量，此外，中国铜业不断向上下游板块延伸，产业链完整，综合实力极强。预计未来可为公司贡献一定规模投资收益。

2019 年，公司对省内煤炭资源进行整合，煤炭板块产销规模未来将大幅提升，同时，中诚信国际将持续关注公司煤矿停工及未来投资计划情况

公司煤炭生产业务主要由云南省煤炭产业集团有限公司（以下简称“煤炭产业集团”）负责运营。2019 年 6 月，应云南省省委和云南省人民政府要求，公司与云南煤化工集团有限公司（以下简称“云煤化”）共同组建煤炭产业集团，其中，公司认缴

70 亿元，持股比例 70%，公司和云南煤化工集团有限公司注入了各自持有的煤炭资源。

截至 2020 年 3 月末，煤炭产业集团在产煤矿可采储量 5.29 亿吨，煤种煤质一般，全部位于云南省。同期末，公司控股在产煤矿核定产能为 669 万吨/年。根据 2020 年 4 月云南省政府相关计划安排，煤炭产业集团将继续对省内煤炭资源进行整合，未来年生产能力不低于 5,000 万吨/年。2019 年以前，公司除观音山煤矿二井外，其他煤矿均已停产，产销量均相对很小。2019 年以来，成立煤炭产业集团后，公司煤炭产销量大幅提升。由于公司煤矿产能规模较小，自动化水平相对较低，使得人工成本较高，吨煤成本处于全国较高水平。另外，观音山一井 2019 年 10 月起因出现安全生产事故停产，目前仍处于停产整顿状态。中诚信国际将持续关注该安全生产事故对周边煤矿正常生产运营的影响。

表 3：煤炭产业集团主要经营数据情况

指标	2019	2020.1~3
原煤产量（万吨）	511.32	79.63
吨煤完全成本（元/吨）	480	450
商品煤销量（万吨）	807	160
商品煤销售均价（元/吨）	796	708

注：2019 年产销量按照煤炭产业集团成立后实际股权范围内的煤矿统计全年产销量。

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，云南省煤矿地质条件特殊，百万吨死亡率常年高于全国平均水平。同时，公司下属大量矿井产能规模及可采储量规模均较小，公司面临较大安全生产风险以及关停和资源枯竭风险。同时，为整合周边煤炭资源，2020 年公司计划投资规模约为 80~120 亿元，面临较大的资金压力。

公司天然气业务尚处于项目建设、市场开发培育阶段，近年来公司持续推进天然气管网建设，未来发展潜力较大

公司天然气业务由云南能投股份子公司云南省天然气有限公司（以下简称“天然气公司”）负责开展运营，为云南省天然气资源调控平台。目前公司天然气业务尚处于建设、市场开发培育阶段，

管网资产规模相对较小。截至 2020 年 3 月末，公司共取得 9 个地市工业园区燃气主体供应权以及 7 个地市级工业园区燃气特许经营权等。根据云南省政府战略目标，到 2020 年，云南省要建成通达 11 个州市中心城市的天然气骨干输气网络，天然气年消费量占全省一次能源消费量的 2.6% 左右，发展潜力较大。

公司天然气供应主要来源于中石油西南销售分公司，同时也在寻求川气、桂气入滇以及 LNG 等气源，供气具有一定保障。公司销售模式以天然气批量采购为主，下游客户以工业用户为主，2019 年随着管网建设的不断推进，公司天然气销售量和销售收入同比均有所增长。

表 4：公司天然气板块主要经营数据情况

指标	2017	2018	2019
销售量（万方）	18,873.82	6,135.21	7,108.24
销售收入（亿元）	1.73	2.35	2.71

资料来源：云南能投股份年度报告

2019 年以来，公司贸易业务规模继续增长，但盈利能力仍处于较低水平。此外，公司还积极开展仓储物流业务，未来仍有一定投资

2019 年以来公司根据下游需求对贸易品种进行小幅调整，目前主要贸易品种为钢材和煤炭。受下游需求量影响，当期公司主要贸易品种销售量有所波动，但贸易板块毛利率继续下降。2020 年一季度受新冠疫情以及国际贸易形势等因素影响，公司贸易量及价格均有所下降，贸易业务已出现亏损，中诚信国际将对此保持关注。

此外，云能投物流还经营物流园运营、口岸跨境物流、铁路货运及公路联运和农业新兴贸易等新兴物流业务，利用所处区位优势，建立口岸物流园和公铁联运物流园，提供装卸、场地、仓储、运输服务等。目前该业务处于前期建设阶段，投资规模相对较大。

表 5：近年来公司主要贸易品种销售量和价格情况

单位：万吨、元/吨

品种	指标	2017	2018	2019	2020.1~3
----	----	------	------	------	----------

钢材	销售量	922.86	1,125.20	1,234.69	238.40
	销售价格	3,980.86	4,132.17	4,111.67	3,865.50
煤炭	销售量	867.67	1,554.84	1,465.89	331.54
	销售价格	1,491.47	1,505.88	1,208.28	1,159.14

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，公司能源物资贸易以代理为主，业务盈利能力较低。此外，公司积极开展仓储物流业务，未来仍有一定投资。中诚信国际将对此保持关注。

盐化工、氯碱化工、金融投资和工程施工等其他业务对公司收入和利润形成一定补充

盐化工业务主要由云南能投股份全资子公司云南省盐业有限公司（以下简称“云南盐业”）负责运营，云南盐业为云南省内最大的盐业企业，同时也是云南省唯一具有食盐生产和省级批发许可证的企业，主要产品包括食盐和芒硝，2019 年以来，受盐改影响，市场竞争加剧，云南盐业食盐产量和销售量近年来继续下滑，但化工盐制品产量和销售量保持增长。一定程度上对冲了食盐业务收入下滑带来的影响。

氯碱化工业务主要由云能投化工负责运营，云能投拥有 22 万吨 PVC 和 20 万吨烧碱产能，2019 年产能利用率较高，收入相对保持稳定。

公司金融投资业务主要业务平台为云南能投资本和云能基金，主要开展融资租赁、商业保理以及基金等业务。目前公司金融投资业务尚无违约或代偿情况，风险整体可控。其中，2019 年受云能资本确认的投资收益同比增加及基金公司业务增长所致影响，公司金融业务收入规模大幅提升。

公司工程施工业务主要由联合外经和缘达建设负责运营，2019 年以来，公司工程施工业务保持快速发展，同时由于项目回款的增长，收入同比大幅增长。

公司在建项目较多，且持续对外进行股权投资，投资规模较大，面临一定资本支出压力，中诚信国际将对此保持关注

在建项目方面，公司在各个主业均有较多在建项目，此外，公司目前持续通过股权投资基金进行对外投资，未来仍有较大规模的投资支出。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司部分在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	已投入 (亿元)
威信观音山煤矿	38.00	47.06
云南能投红河蒙自综合保税区装备制造产业园项目	6.71	4.30
蒙自经开区产业园项目一期-能投红河产业园	3.50	2.92
南非杜马变电站项目	1.95	1.74
老挝色拉龙一级水电开发项目	10.08	9.31
云南理工职业学院项目	19.71	11.56
昆明市经开人民医院新医院项目	10.85	2.41
居正健康 A10 酒店	41.44	2.32
老挝能投国际综合楼项目	3.04	2.90
水目山公铁联运园区规划建设	3.30	1.18
货场改造维护	6.10	1.66
安宁草铺麒麟工业园区项目	9.96	2.74
云南省能源科研双创示范园建设	3.37	2.45
合计	158.01	92.55

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。中诚信国际计算公司债务时将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务，将“其他流动负债”中短期应付债券调整至短期债务。此外，在财务报表中，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列入主营业务收入科目下，为使公司收入增长及毛利率变化情况更符合其业务性质，本报告将投资收益从营业收入中划出，列入对应的投资收益科目，相关财务指标也以调整后的财务数据计算得出。财务数据均为财务报告期末数。

2019 年以来，公司物资贸易收入继续快速增长，毛利率维持较低水平，受财务费用较高的影响，经营性业务利润持续为负，但公司参股资产贡献的投资

收益有所增长，使得公司利润水平同比有所提升

2019年公司物流贸易收入大幅增长，带动营业总收入同比增长，但其盈利能力较弱，拉低了公司营业毛利率。具体来看，2019年以来电力销售业务毛利率随机组利用效率增加小幅增长，贸易业务毛利率随规模增长不断下降，同时当年公司合并煤矿较多，带动当年煤炭收入和毛利率大幅增加，2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司各业务板块毛利率均有不同程度的下降。

表 7：近年来公司收入构成

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
电力	13.28	18.26	20.28	7.29
煤炭	0.52	0.48	9.20	7.08
物流贸易	659.11	796.49	963.33	165.22
金融投资	1.24	3.77	12.26	0.88
天然气	1.73	2.35	2.71	0.73
盐化工	10.55	9.41	10.26	2.57
氯碱化工	20.44	17.57	20.64	3.02
工程施工	3.53	11.58	36.33	10.52
其他	19.08	8.91	4.72	-2.42
合计	729.48	868.82	1,079.73	194.89
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
电力	35.44	34.07	35.28	24.18
煤炭	0.69	3.44	22.80	4.13
物流贸易	1.02	0.81	0.69	0.31
金融投资	99.26	62.47	70.46	-10.08
天然气	12.08	26.16	24.34	9.01
盐化工	55.50	62.67	59.97	55.53
氯碱化工	16.63	22.89	19.95	19.00
工程施工	10.31	15.18	17.56	6.64
营业毛利率	3.88	3.60	3.51	1.18

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主，2019年以来，公司融资成本有所降低，但公司债务规模快速增长，使得当年公司财务费用仍增长9.52%，加之随着经营规模的扩大，人工成本不断增加，公司管理费用随之有所上升，继而推动当年公司期间费用同比增长17.06%，但得益于公司收入规模增幅相对较大，公司期间费用率持续下降。

受能源物资贸易板块毛利率较低等因素影响，2019年以来，公司经营性业务利润为负且同比继续下降。投资收益作为利润的重要补充，主要为权益

法核算的长期股权投资收益，公司参股水电资产优质，2019年以来参股水电的盈利水平持续提升，推动当年公司投资收益有所增长。此外，资产减值损失主要为部分子公司拟报废固定资产计提的减值损失以及对存在款项回收风险的贸易客户计提的坏账损失，2019年同比有所减少。

2019年，受益于投资收益不断提升，公司利润总额继续增长，EBITDA和EBIT也有所上升，但因2019年公司总资产增幅较大，当年总资产收益率有所下滑。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	37.45	43.47	50.89	14.54
期间费用率	5.13%	5.00%	4.71%	7.46%
经营性业务利润	-9.63	-12.45	-13.34	-12.88
资产减值损失合计	0.62	8.53	3.54	0.06
投资收益	20.25	35.50	43.40	7.22
利润总额	10.84	16.91	24.56	-5.52
EBIT	34.60	47.86	56.99	--
EBITDA	46.11	58.43	70.04	--
总资产收益率	3.55%	3.92%	3.54%	--

注：资产减值损失合计包含信用减值损失，由于缺乏相关数据，2020年一季度部分指标无法计算；

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019年以来，公司资本实力虽有所提升，但债务规模增速过快，使得公司财务杠杆继续处于较高水平，未来随着在建项目的推进和对外投资的增加，公司债务压力或将进一步增大

2019年以来，受煤炭产业集团纳入合并范围、在建项目持续推进、公司持续对外投资以及中国铜业划转事项等因素影响，公司总资产保持增长，流动资产方面，公司各期末货币资金均保持一定规模，受限比例较低，其他流动资产主要由短期委托贷款和银行理财产品构成，同时随预付款项和其他应收款的增长，公司流动资产持续增加；2019年末应收账款主要系应收云南电网有限责任公司等的电费，以及应收贸易业务关联方的货款，部分账龄较长的款项存在一定回收风险，但总体金额不大。

表 9：近年来公司资产构成（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
--	------	------	------	--------

货币资金	114.82	128.25	154.96	137.55
其他流动资产	84.18	52.14	72.61	98.97
预付款项	17.82	31.87	52.14	60.25
其他应收款	8.34	15.32	51.36	61.41
应收账款	30.44	44.44	68.58	74.89
流动资产	281.33	326.94	462.09	505.36
固定资产	167.64	175.72	222.41	220.11
在建工程	70.86	83.81	103.26	110.31
长期股权投资	329.70	385.27	607.76	610.65
可供出售金融资产	142.68	214.83	171.14	168.24
无形资产	18.07	19.22	144.98	144.62
非流动资产	829.91	1,003.34	1,426.32	1,436.93
资产总额	1,111.24	1,330.28	1,888.42	1,942.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019年以来，公司持续推进在建项目建设并增加对外投资，推动公司总债务规模快速上升，但公司当年多次发行永续中票和可续期公司债，公司其他权益工具继续上升，此外2019年公司新增对中国铜业有限公司的股权投资，且同年公司将煤炭产业集团纳入合并范围，故当年末资本公积和少数股东权益均大幅提升，进一步带动公司所有者权益增长，整体使得公司财务杠杆有所下降。但若将公司其他权益工具中的永续债计入债务，则公司财务杠杆水平仍处于较高水平²。

表 10：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	177.69	276.68	353.97	358.76
长期债务	465.54	457.52	626.94	652.06
短期债务/长期债务（X）	0.38	0.60	0.56	0.55
总债务	643.23	734.20	980.92	1,010.82
资本公积	27.20	38.83	142.43	142.43
其他权益工具	88.85	201.20	228.98	248.98
少数股东权益	100.20	101.88	181.48	181.26
所有者权益	399.47	504.54	720.97	730.58
总资本化比率	61.69	59.27	57.64	58.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019年以来，公司经营获现能力整体保持较好水平，

但较大的债务规模使得未来公司仍面临一定偿债压力

2019年以来，受益于当年回款增加，公司经营活动净现金流继续提升。公司持续向参股企业注资和购买理财产品，使得当年公司投资活动净流出规模和筹资活动净流入规模较大；为支撑较大规模的贸易业务、项目投资和对参股公司注资，预计未来公司仍将保持较大的投资及融资需求。

2019年，公司债务规模的增幅相对较大，使得EBITDA对债务的覆盖能力有所减弱。经营活动净现金流相关偿债指标亦保持较弱水平，但公司持有大量优质股权资产，可对债务本息的偿付提供一定支撑。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	25.46	26.96	38.42	-13.51
投资活动净现金流	-192.72	-177.95	-192.82	-44.79
筹资活动净现金流	210.19	161.86	173.12	41.43
经调整后的经营活动净现金流/总债务	-3.03	-1.94	-2.23	-11.16*
EBITDA 利息保障倍数	1.78	1.74	1.96	--
总债务/EBITDA	13.95	12.57	14.00	--
经营活动净现金流/利息支出	0.98	0.80	1.08	-1.34

注：由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算；

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道为偿债能力提供了保障；对外担保和受限资产占比均较低

公司与银行的合作关系良好，截至2020年3月末，公司共获得各金融机构综合授信额度1,442.85亿元，其中未使用额度为848.30亿元，备用流动性充足。此外，公司于2015年9月控股上市公司云南能投股份，使得公司融资渠道更加多元化。

受限资产方面，截至2019年末，公司所有权受到限制的资产账面价值为83.17亿元，占期末总资产的4.40%，主要为受限的固定资产、长期股权投资和

比率分别为 70.21%、75.51%、71.09%和 72.34%。

² 若将其他权益工具中的永续债计入债务，则 2017~2020 年 3 月末公司资产负债率分别为 72.05%、77.20%、73.95%和 75.20%，总资本化

货币资金，其中，受限货币资金为11.20亿元。

或有负债方面，截至2019年末，公司对外担保金额为18.10亿元，主要为对云天化集团有限公司的保证担保。

重大未决诉讼方面，截至2019年末，公司重大未决诉讼主要有：（1）公司对云能投上海和上海华信国际集团有限公司等提起的诉讼，请求判令解除与云能投上海签订的《统借统贷借款协议》，并请求判令云能投上海归还本息8.16亿元，2019年12月11日，最高人民法院第五巡回法庭受理该案二审，案件定于2020年5月27日开庭审理。（2）对上海华信提起的保理合同纠纷案，请求判令上海华信支付价款共计14.69亿元，目前均因上海华信进入破产清算程序而取消开庭，公司已向破产清算管理人申报债权。中诚信国际将持续关注上海华信债务清偿以及公司减值损失计提情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至2020年2月10日，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

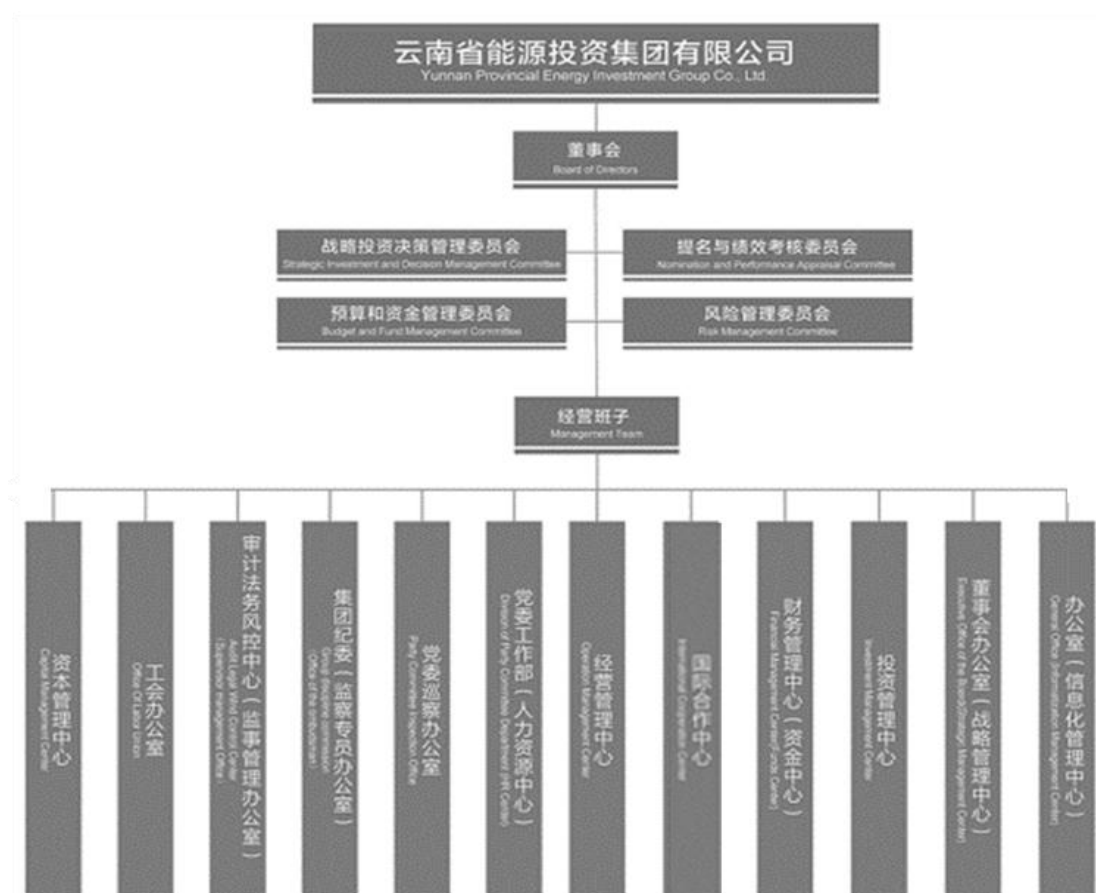
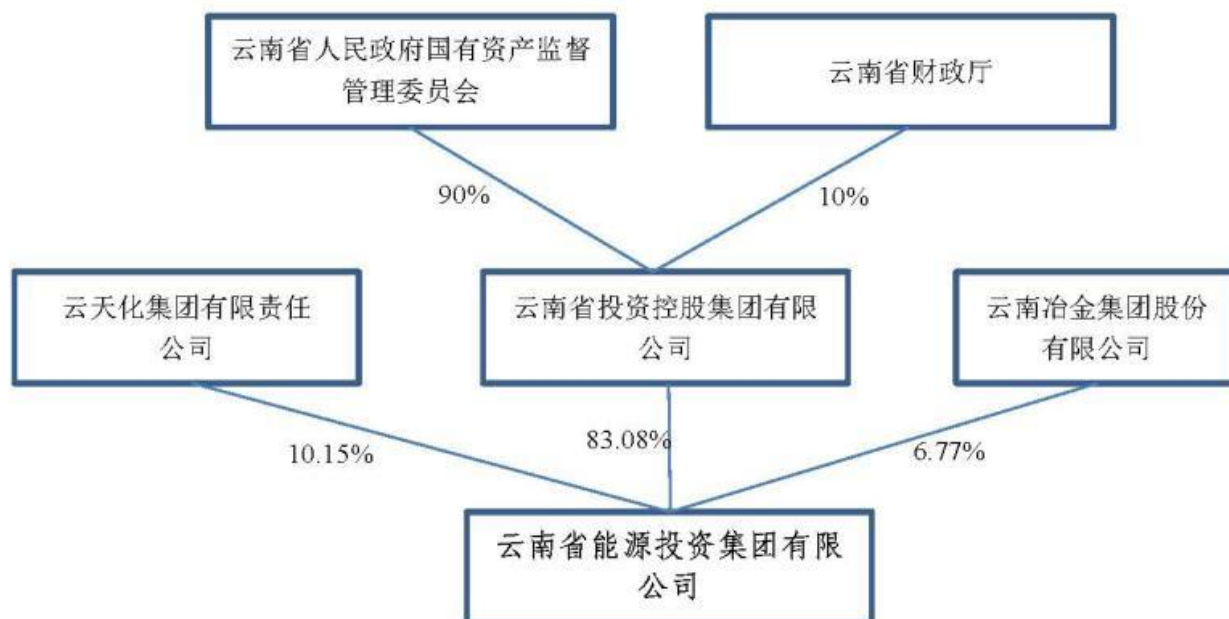
公司作为云南省国资委直接监管的省属国有企业和云南省能源战略的实施平台，可获得云南省政府很强的外部支持

公司作为云南省能源战略的实施平台，是云南省人民政府授权的能源项目出资人代表及实施机构，代表云南省参与能源开发、建设、运营、投融资和参与电力、煤炭、油气和相关能源资源、资产的整合主体。自成立以来，公司得到了各级政府和有关部门在资源、资金和人力等方面的诸多支持政策，同时还享有多项税收优惠政策。未来，云南省国资委或将进一步向公司划拨资产或授权公司作为其他相关能源领域的整合主体，总体来看，政府支持能力很强。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南省能源投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 云能投”和“15 云能 02”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及组织结构图(截至 2019 年末)



资料来源：公司提供

附二：云南省能源投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,148,242.67	1,282,499.89	1,549,649.56	1,375,518.03
应收账款净额	304,407.29	444,375.71	685,786.76	748,865.19
其他应收款	83,444.55	153,186.62	513,561.28	614,063.57
存货净额	147,097.34	198,442.95	325,635.11	403,122.23
长期投资	4,723,818.29	6,022,302.62	7,864,046.42	7,864,019.66
固定资产	1,676,419.14	1,757,229.44	2,224,061.04	2,201,109.21
在建工程	708,643.55	838,080.96	1,032,565.01	1,103,085.14
无形资产	180,686.31	192,159.81	1,449,805.33	1,446,238.03
总资产	11,112,353.73	13,302,800.00	18,884,177.71	19,422,939.93
其他应付款	85,731.31	196,163.46	487,512.49	529,073.83
短期债务	1,776,914.13	2,766,805.54	3,539,748.51	3,587,617.34
长期债务	4,655,383.77	4,575,241.86	6,269,430.20	6,520,568.31
总债务	6,432,297.90	7,342,047.40	9,809,178.71	10,108,185.66
净债务	5,284,055.23	6,059,547.51	8,259,529.15	8,732,667.62
总负债	7,117,652.25	8,257,440.92	11,674,453.81	12,117,111.97
费用化利息支出	237,539.15	309,473.74	324,300.06	--
资本化利息支出	20,955.67	25,842.08	32,518.45	--
所有者权益合计	3,994,701.48	5,045,359.08	7,209,723.90	7,305,827.96
营业总收入	7,294,819.16	8,688,221.43	10,797,338.31	1,948,850.36
经营性业务利润	-96,346.17	-124,511.92	-133,370.43	-128,789.79
投资收益	202,537.76	355,027.57	433,968.91	72,212.76
净利润	85,762.32	138,454.06	213,239.72	-61,178.01
EBIT	345,980.89	478,592.93	569,939.32	--
EBITDA	461,099.04	584,315.82	700,424.55	--
经营活动产生现金净流量	254,607.74	269,555.20	384,211.44	-135,083.82
投资活动产生现金净流量	-1,927,191.20	-1,779,532.67	-1,928,157.33	-447,924.40
筹资活动产生现金净流量	2,101,909.95	1,618,554.94	1,731,206.40	414,285.35
资本支出	416,230.33	553,660.64	524,248.21	134,057.56
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	3.88	3.60	3.51	1.18
期间费用率(%)	5.13	5.00	4.71	7.46
EBITDA 利润率(%)	6.32	6.73	6.49	--
总资产收益率(%)	3.55	3.92	3.54	--
净资产收益率(%)	2.45	3.06	3.48	-3.37*
流动比率(X)	1.20	0.91	0.92	0.98
速动比率(X)	1.13	0.86	0.86	0.90
存货周转率(X)	48.66	48.48	39.76	21.13*
应收账款周转率(X)	26.06	23.21	19.11	10.86*
资产负债率(%)	64.05	62.07	61.82	62.39
总资本化比率(%)	61.69	59.27	57.64	58.05
短期债务/总债务(%)	27.62	37.68	36.09	35.49
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.04	0.04	-0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.10	0.11	-0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.98	0.80	1.08	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-3.03	-1.94	-2.23	-11.16*
总债务/EBITDA(X)	13.95	12.57	14.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.31	0.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.78	1.74	1.96	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.34	1.43	1.60	--

注：2020 年一季报未经审计；将投资收益从营业收入中划出，列入对应的投资收益科目，中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的融资租赁款调整至长期债务；将公司计入其他流动负债科目的短期应付债券计入短期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算；财务数据均为财务报告期末数。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。