

跟踪评级公告

联合[2013] 737 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定五凌电力有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“09五凌债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十八日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

五凌电力有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 五凌债	10 亿元	2009/04/23-2019/04/23	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
现金类资产(亿元)	4.39	5.30	4.19
资产总额(亿元)	298.38	326.43	345.65
所有者权益(亿元)	52.76	49.00	52.82
长期债务(亿元)	195.42	219.71	226.56
全部债务(亿元)	235.75	258.92	277.83
营业收入(亿元)	31.28	28.65	36.22
利润总额(亿元)	4.43	-1.11	5.49
EBITDA(亿元)	24.09	20.82	29.07
经营性净现金流(亿元)	19.39	19.75	24.91
营业利润率(%)	47.62	34.17	46.38
净资产收益率(%)	5.11	-2.97	7.15
资产负债率(%)	82.32	84.99	84.72
全部债务资本化比率(%)	81.71	84.09	84.03
流动比率(%)	26.92	50.47	18.65
全部债务/EBITDA(倍)	9.79	12.43	9.56
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.51	1.69
经营现金流流动负债比(%)	39.03	34.53	37.65

分析师

孙恩哲

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,五凌电力有限公司(以下简称“公司”)作为中国电力投资集团公司在湖南电力市场的经营主体,及湖南省电网内最大的水电企业,保持了其在股东支持、经营规模、区域市场地位等方面的优势。受益于来水量大幅增长,公司主营业务能力提升,经营活动获取现金能力增强。未来,公司将以水电业务为核心,通过开发、收购等方式扩大水电装机容量,同时涉足风电等其他清洁能源发电业务,电源结构有望得到改善,装机规模有望稳步增长,对企业信用基本面形成有力支撑。

中国电力投资集团公司是中国最大的电力企业之一,综合实力强,其对“09五凌债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保显著提升了“09五凌债”的信用水平。

综合以上,联合资信评估有限公司对公司的评级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“09五凌债”AAA的信用等级。

优势

1. 电力行业将继续保持稳定发展,同时水电作为清洁能源,受到国家政策的优先支持。
2. 跟踪期内,公司发电量大幅增长,盈利能力和经营获现能力有所提升。
3. 跟踪期内,公司在建工程进展顺利,随着在建机组的陆续投产,盈利能力有望提升。
4. 中国电力投资集团公司担保实力强,对“09五凌债”信用增级作用明显。
5. 公司EBITDA和经营性净现金流入量对“09五凌债”保障程度较高。

关注

1. 公司电源结构单一,电站流域分布相对集中,运营状况受自然因素影响大。
2. 移民补偿标准的大幅提升对公司投资成本、相应电站的未来盈利能力产生了较大的负

面影响。

3. 公司债务负担重，未来资本支出压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与五凌电力有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与五凌电力有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因五凌电力有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由五凌电力有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信关于五凌电力有限公司主体长期信用及存续期内的“09五凌债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

五凌电力有限公司（以下简称“公司”或“五凌电力”）是由湖南省电力公司、原湖南省经济建设投资公司和原华中电力集团公司于1994年10月共同设立的有限责任公司。经过多次股东变更，截至2012年底，公司注册资本为42.42亿元，中国电力国际发展有限公司（以下简称中国电力；2380.HK，中国电力投资集团公司全资子公司）持有公司63%的股权，湖南湘投国际投资有限公司持有公司37%的股权。实际控制人为中国电力投资集团公司。

公司经营范围为水电开发建设、生产、经营并提供工程咨询服务、经销建筑材料、工业用木材、电工器材和政策允许的金属材料。

截至2012年底，公司已建成投产电厂15座，可控装机容量达到529.82万千瓦，其中权益装机容量为486.72万千瓦；水电可控装机容量为469.82万千瓦。公司目前拥有参股水电站1座，为湖南华润电力鲤鱼江公司，权益装机容量为24.00万千瓦。

截至2012年底，公司合并资产总额为345.65亿元，所有者权益合计为52.82亿元。2012年，公司实现营业收入36.22亿元，利润总额5.49亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市天心区五凌路188号；法定代表人：王子超。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核

算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落，CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经

济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年全国教育支出21165亿元，同比增长28.3%；医疗卫生支出7199亿元，同比增长12.0%；社会保障和就业支出12542亿元，同比增长12.9%；住房保障支出4446亿元，同比增长16.4%。2012年，全国财政累计收入为117210亿元，累计支出为125712亿元，分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至12月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保

持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格

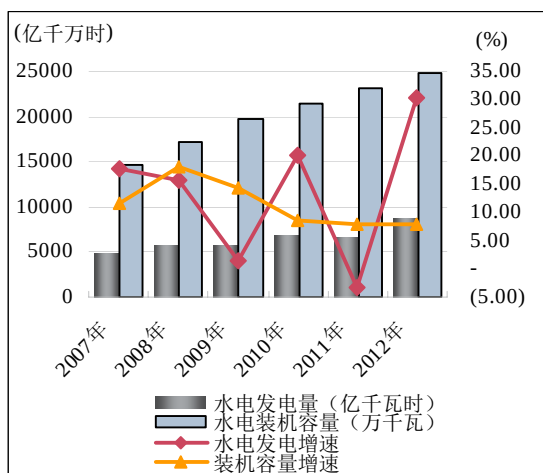
型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

1. 水电行业运行情况

近年来，随着电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续发展。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。三峡电站5台机组（350万千瓦）、广西龙滩水电站一期4台机组（280万千瓦）和云南景洪水电站一期3台机组（105万千瓦）等一批大中型水电机组集中投产，使得水电新增装机规模再创历史新高。目前国内已投运的水电站主要分布在12个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地，主要包括黄河上游、南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。

图1 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源：中国电力企业联合会

2012年，全国全口径发电量49774亿千瓦时，比上年增长5.22%。其中，水电发电量8641亿千瓦时，同比增长29.3%，占全国发电量的17.4%，比上年提高3.2个百分点。2012年，全

年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为4572小时，较2011年降低158小时。其中，水电设备平均利用小时3555小时，同比增加536小时。

2012年，全国电源工程建设完成投资3772亿元，同比下降3.9%；其中，水电完成投资1277亿元，同比增长31.5%。2012年，全国基建新增发电设备容量8020万千瓦，回落至9000万千瓦以下，其中，水电新增1551万千瓦。截至2012年底，全国发电装机容量达到114491万千瓦，同比增长7.8%；其中，水电24890万千瓦（含抽水蓄能2031万千瓦），占全部装机容量的21.7%。

2007年9月，国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》，指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能，到2020年将建成水电3亿千瓦、风电3000万千瓦、生物质发电3000万千瓦、太阳能发电180万千瓦。可再生能源中，风力发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。国内大型水电工程集中在“十一五”末和“十二五”期间竣工投产发电，预计到2015年左右，中国将迎来水电供给的高峰，中短期电力供给将处于增长期，由于形势的不确定性，个别年份可能会出现一定的波动。预计“十二五”期间，中国将新增水电装机容量8000万千瓦，至2020年，中国水电装机容量将达3亿千瓦左右，除西藏外大部分地区水电资源将开发完毕。

总体看，中国水电行业装机容量稳步增长。社会用电需求持续回升，行业景气度明显改善，宏观经济的持续增长会对行业发展形成有力支撑。目前国家大力发展可再生能源，未来水电仍是国家发展再生能源的重点，在此背景下，水电行业具有良好的发展前景。

2. 水电行业关注

移民安置工作艰巨

移民工作是目前水电建设的最大难点。随着百南水电的逐步开发,新建水电主要集中在金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和黄河上游等地区。这些地区山高坡陡、耕地匮乏、生态脆弱、安置容量有限,加之少数民族移民比重大,移民安置难度增加。同时,随着经济社会的发展,移民群众搬迁安置和地方发展期望值不断提高,导致移民成本不断增加。

生态保护制约明显

保护流域生态是建设生态文明建设的重要内容。受国际环境及国内部分河段不合理开发的影响,水电开发的环境影响问题越来越受到社会关注,加之缺乏科学系统的评判体系,近年来水电开发争议不断,已严重影响了河流水电规划和环境影响评价等前期工作以及项目建设。同时,随着我国环境友好型社会的建设,水电开发生态环境保护要求越来越高,环境保护问题已成为水电建设的重要制约因素。

3. 水电行业政策

2012年根据《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》“在做好生态保护和移民安置的前提下积极发展水电”的方针和《可再生能源发展“十二五”规划》的要求,为促进水电持续健康发展,国家能源局组织编制了《水电发展“十二五”规划》(以下简称《规划》)规划中指出,经过多年的努力,我国水电装机已从建国初期的16.3万千瓦增加到2010年的2.16亿千瓦,水电开发程度达到27.7%,水电占全国发电装机的比例为22.3%,对节能减排和能源结构调整起到了重要作用。“十二五”时期是全面建设小康社会的关键时期,能源发展面临着转变方式和调整结构的重大任务,为实现2015年、2020年非化石能源占一次能源消费比重11.4%、15%的目标,“十二五”时期水电应新增投产7400万千瓦,开工1.2亿千瓦以上,水电建设任务十分艰巨。因此“十二五”时期水电

必须破解移民和环保两大难题,推进体制机制创新,实现水电健康有序发展。

4. 水电行业未来发展

目前,国家大力倡导节能减排、发展可再生能源以及大型水电站环保压力上升、移民难度加大、移民成本大幅增加等因素都为国内小水电提供了良好的发展机遇,根据国家《可再生能源中长期发展规划》到2020年,全国水电装机容量将达到3亿千瓦,其中大中型水电2.25亿千瓦,小水电7500万千瓦。在此背景下,水电行业具有良好的发展前景。

5. 区域电力市场概况

由于湖南省煤炭资源匮乏,电煤运力不足,导致省内火力发电受到了一定的制约,水力发电是湖南省重要的电力供应来源。2011年末,水电装机约占湖南省总装机容量的37.74%。从规划来看,水电作为可再生能源,具有广阔的发展空间。水电行业受气候条件影响较大,2011年湖南省来水不足导致省内水电企业盈利水平有所下降。2012年以来,湖南省来水情况有所好转,省内水电企业盈利水平有所恢复。

总体看,湖南省经济发展状况良好,用电需求大幅增长;湖南省水资源丰富,水力发电是重要的电力供应来源,省内水电企业具有较好的经营环境。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2012年底,公司注册资本为42.42亿元人民币,中国电力持有公司63%的股权,湖南湘投国际投资有限公司持有公司37%的股权。实际控制人为中国电力投资集团公司。

2. 企业规模

截至2012年底,公司相继建成投产水电厂14座,分别为五凌电力有限公司(本部)、怀化沅江电力开发有限责任公司、贵州清水江水电

有限公司、湖南中水投资有限公司、四川九源电力开发有限责任公司和理县华成水电开发有限责任公司下属电厂；公司本部及下属子公司电站分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域，总装机容量共计529.82万千瓦，权益装机容量为486.72万千瓦，是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业，水电业务在湖南省具有较强的竞争力。

六、管理分析

跟踪期内，公司在人员及管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事水力发电业务，电力销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近年来，公司电力销售收入占主营业务收入比率均在90%以上。除主营的发电业务外，公司每年还有少量的检修、CDM项目等收入，但收入规模小，对公司整体盈利水平影响有限。

2012年，湘、黔两省降雨量增多，公司营业收入有所恢复。2012年，公司营业收入较上年增长35.53%；由于公司营业成本中主要为折旧成本、检修成本和人工成本，均属于相对固定的成本支出，所以，随着来水量和收入的增长，公司毛利率较上年大幅增长至47.80%。

跟踪期内，公司营业收入和毛利率水平受来水量增加影响大幅提升。

表1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品分类	2010年			2011年			2012年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售	28.88	94.76	48.78	25.47	91.82	36.10	34.52	97.12	47.92
其他	1.60	5.24	31.51	2.27	8.18	21.32	1.02	2.88	43.64
合计	30.48	100.00	47.87	27.74	100.00	34.89	35.52	100.00	47.80

资料来源：公司提供

2. 生产经营

公司主营业务为水力发电，生产经营情况受装机容量、来水量和机组运营情况影响较大。

装机容量

截至2012年底，公司投入运行的水电厂14座，总装机容量共计529.82万千瓦，权益装机容量为486.72万千瓦，和上年相比基本无变化；拥有在建水电厂9座，参股水电站1座，为湖南华润电力鲤鱼江公司，参股部分权益装机容量为24万千瓦。本部及下属子公司电站分布于湘、黔两省的沅水、湘江、资江三大流域，是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业。各水电厂的装机容量情况如表2所示。

表2 截至2012年底公司装机情况

单位：万千瓦

项目名称	电源类型	投产时间	装机容量	权益装机容量
五强溪	水电	1996年	120.00	120.00
黑麋峰	水电	2010年	120.00	120.00
三板溪	水电	2006年	100.00	95.00
鲤鱼江	火电	-	60.00	24.00
凌津滩	水电	2000年	27.00	27.00
洪江	水电	2005年	27.00	25.65
碗米坡	水电	2004年	24.00	24.00
挂治	水电	2007年	15.00	14.25
株溪口	水电	2008年	7.40	7.40
东坪	水电	2007年	7.20	7.20
近尾洲	水电	2002年	6.32	6.32
马迹塘	水电	1983年	5.55	5.55

理县华成	水电	2005 年	3.94	3.94
四川九原	水电	2006 年	3.60	3.60
中水	水电	2007 年	2.81	2.81
总计		-	529.82	486.72

资料来源：公司提供

发电机组运行情况

公司所属电站中，五强溪和凌津滩两个电站的发电机组投入运行时间均在8-13年之间，近尾洲、洪江和碗米坡等电站的发电机组投入运行时间约在4-6年。五强溪等主力电站投入运行以来，各发电机组运行状态基本正常；洪江等电站的机组，因质量问题进行过多次改造、更换等技术处理，目前运行状态基本稳定。为保障设备的正常运行，公司严格按照相关规定和规程的要求做好发电机组的检修工作，检修前，根据机组的运行状态做好检修计划；检修中，坚持“应修必修、修必修好”的检修原则；检修后，认真做好机组的维护工作，确保机组能安全、稳定、连续运行。

流域来水及发电量

公司拥有的水电资产分布于湖南和贵州两省。公司位于湖南省的电站主要分布在沅水的上游、资水流域的中游，湘江流域只有一个电站；另外还有位于贵州境内的三板溪水电站和挂治水电站。由于公司的电源资产单一，并且主要电站均位于沅水流域，盈利能力与沅水来水情况密切相关。

沅水是长江的第三大支流，每年4-9月为沅水的汛期，5-7月为主汛期，根据相关统计，主汛期来水量约占全年来水总量的50.12%。由于电站主要集中在沅水及沅水支流上，所以公司发电量很大程度上受到沅水来水量的影响。2012年，沅水已建6个电站总入库水量1714.3亿立方米，较历年均值1782.1亿立方米偏少3.8%，较上年同期偏多72.8%。

表 3 公司电力生产情况

电站	2010 年	2011 年	2012 年
可控装机总容量（万千瓦）	528.55	528.55	529.82
权益装机容量（万千瓦）	485.45	485.45	486.72
发电量（亿千瓦时）	109.03	88.10	124.16
发电设备平均利用小时数（小时）	3186	2508	2643
售电量（亿千瓦时）	106.51	82.23	120.08

资料来源：公司提供

从公司电力生产情况来看，2012年，受沅水流域来水情况好转影响，公司水电设备平均利用小时数为2643小时，较上年同期有所好转，同期，公司发电量完成124.16亿千瓦时，较上年增长40.93%。公司发电量受来水情况影响波动明显。

跟踪期内，公司发电机组的正常运营，公司来水量偏丰，公司经营情况大幅好转。

3. 电力销售

公司所发电力通过500KV、220KV或110KV电压并入电网，除理县华成水电站和四川九源水电站生产的电力出售给四川省电力公司（装机容量约占公司总装机容量的1.42%），其他全部销售给湖南省电力公司。电费结算方式为当月电费推迟到下月结算。

从上网电价水平来看，湖南省的平均上网电价要高于全国平均水平。2012年4月，湖南省取消了枯水期调价政策，平均上网电价略有下降，预计未来电价会呈现相对平稳趋势。

表 4 公司上网电价和发电成本情况

电站	2010 年	2011 年	2012 年
平均上网电价 （元/千瓦时、不含税）	0.2600	0.2820	0.2788
单位发电成本（元/千瓦时）	0.1358	0.1875	0.1482

资料来源：公司提供

从公司水电开发成本来看，跟踪期内，随着发电量的增长，公司单位发电成本大幅下降。

4. 在建项目和未来发展

在项目建设方面，2011 年，公司共获得四川省水电开发权 20.5万千瓦、新疆风电开发权 340万千瓦、内蒙古风电开发权100万千瓦。公司不断扩展业务领域，为公司未来的发展奠定了一定的基础。其中，白市水电项目和托口水电站是公司主要的大型在建项目，预计将于近期投产。

受政策调整、物价上涨、实物指标以及移民安置方案发生变化等影响，白市和托口水电站移民补偿标准大幅超出预期，导致实际投资额超出工程概算总投资。其中，白市预计工程总投资将达64.95亿元，较批复概算增加25.46亿元，其中移民投资增加18.64亿元，枢纽工程增加3.50亿元，建设期贷款利息增加3.32亿元。

托口预计工程总投资将达95亿元，增加33.70亿元，其中移民投资增加24.74亿元，枢纽工程增加6.50亿元，建设期贷款利息增加2.40亿元。

未来几年内公司仍将继续通过收购等方式扩大水电装机容量，同时涉足风电等其他清洁能源发电业务。预计未来五年内公司将继续投资61亿元左右，新增装机约80.65万千瓦。公司装机规模将进一步扩大，电源结构有望得到改善。

总体看，移民补偿标准的大幅提升对公司投资成本、相应电站的盈利能力产生了较大的负面影响。未来，公司装机规模有望保持稳定增长，并有利于改善单一的电源结构；随着在建机组的陆续投产，公司盈利能力有望提升；未来公司仍然存在较大的资本支出压力。

表5 五凌电力在建项目表

项目名称	装机规模	预计投产时间	工程概算总投资	截至 2012 年底 已完成投资额	2013 年 预计投资额	2014 年 预计投资额	资金来源
白市水电站	42	2013	394000	524900	49300	30400	自有资金 20%， 融资 80%
托口水电站	83	2013	613000	628900	203300	45416	
梭罗沟一级水电站	1	2013	11016	9700	800	0	
梭罗沟二级水电站	2.1	2013	23035	4600	7500	9000	
新疆托克逊风电一期工程	4.95	2013	39760	23100	10000	0	
新疆布尔津风电一期项目	4.95	2013	42315	21500	12200	0	
结斯沟二级水电站工程	2.4	2014	24010	350	250	8500	
麻窝水电站工程	3.2	----	32000	4300	2500	7000	
西水落水洞水电站	3.5	2014	39200	4200	11000	18049	
合计	147.1		1219236	1221550	296850	118365	

资料来源：公司提供

八、财务分析

中瑞岳华会计师事务所有限公司对公司提供的2012年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见（中瑞岳华审字[2012]0246号）。

1. 盈利能力

2012年，公司来水量大幅增长，公司营业

收入大幅增长，而营业成本主要为折旧成本、检修成本和人工成本，均属于相对固定的成本支出，公司营业收入和营业成本分别为36.22亿元和18.74亿元，较2011年分别增长26.40%和2.55%，营业收入增幅远高于营业成本增幅。

2012年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为11.36亿元，较上年变化不大。

受上述原因影响，2012年，公司扭亏为盈，

营业利润、利润总额和净利润分别为5.46亿元、5.49亿元和3.77亿元。盈利指标方面，2012年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为46.38%、6.35%和7.15%，较2011年的34.17%、4.01%和-2.97%分别增长12.21个百分点、2.34个百分点和10.12个百分点。

跟踪期内，受来水量增长影响，公司的整体盈利能力大幅提升。

2. 现金流及保障

2012年，受来水量增长影响，公司经营活动现金流入为43.91亿元，较2011年增长28.16%，现金收入比指标为119.55%，较上年略有上升，处于较好水平；经营活动继续保持很强的现金净额获取能力，全年经营活动产生现金净额24.91亿元，同比增长26.14%。

2012年公司继续在白市、托口水电项目等在建工程中推进投资，购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增长，公司投资活动现金流出量为43.18亿元，较上年增长58.78%；受公司2012年收到对贵州黔东电力有限公司的委托贷款15亿元影响，公司投资性净流出量为27.74亿元，增幅为8.69%，远小于投资活动现金流出量增幅。根据2012年底公司在建工程项目的完工程度，2013仍需投入29.69亿元左右。

筹资活动方面，2012年公司偿还债务规模小于取得借款规模，筹资活动现金流量净额为2.01亿元，并且2012年公司整体债务规模上升，目前公司经营活动净现金流尚不能完全覆盖投资支出，预计随着在建项目推进，公司仍需通过债务进行融资。

总体上，公司经营活动继续保持较强的获现能力，但经营活动现金流量净额尚不能覆盖投资支出；随着在建电站项目的推进，公司仍将保持一定的对外融资需求。

3. 资本及负债结构

跟踪期内，公司投资支出增加，业务规模扩大，资产总额呈稳步增长趋势，截至2012年

底，公司流动资产为12.34亿元，较2011年底下降57.25%，占比下降至3.57%，主要原因为一年内到期的非流动资产减少了15亿元，（贵州黔东电力有限公司的委托贷款，该委托贷款于2012年11月到期）。截至2012年底，公司非流动资产为333.31亿元，较2011年底增长12.01%，主要原因为占非流动资产比重37.34%的在建工程，较2011增加了53.35%。

2012年，公司负债总额同比增长5.55%；公司短期债务规模大幅增长，长期债务略有增长，全部债务有所增长，涨幅为7.30%。2012年，受未分配利润增长影响，公司所有者权益较上年增长7.78%，增幅略高于负债和债务增幅；受上述原因影响，截至2012年底，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略有下降，为81.09%、84.03%和84.72%。

跟踪期内，公司所有者权益因盈利能力提升而有所增长，资产规模稳步增长，资产和权益构成保持稳定；公司整体负债规模呈上升趋势，债务负担重。

4. 偿债能力

2012年底，受流动资产大幅下降影响，公司流动比率和速动比率分别为18.65%和18.21%，较上年的50.47%和50.00%大幅下降。2012年，公司经营现金流动负债比率为37.65%，较2011年的34.53%上升3.12个百分点。总体看，公司短期偿债压力较大。

2012年，公司利润大幅增长，2012年，公司EBIDTA为29.07亿元，较2011年增长39.62%；利息也增长较快，公司EBIDTA利息倍数为1.69倍，较2011年增长0.18倍，变化不大；2012年，公司全部债务/EBIDTA为9.56倍，较2011年减少2.88倍。总体看，公司长期偿债能力较差。

截至2013年3月底，公司对外担保为100万元，担保额度小。

截至2013年3月底，公司累计获得银行授信总额336.56亿元，未使用额度为50.24亿元，公

司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》(编号B-201304140045),截至2013年4月23日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对水电行业良好的发展前景、湖南省区域经济环境和区域电力状况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券担保人情况

本期债券由公司实际控制人中国电力投资集团公司(以下称“中电投”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

中电投是中央直属五大国有独资发电企业集团之一,国务院国资委是其唯一出资人和实际控制人。截至2012年底,中电投注册资本人民币120亿元。

表6 中电投主要财务数据

项目	2010年	2011年	2012年
资产总额(亿元)	4433.93	5030.26	5726.34
所有者权益(亿元)	671.56	712.65	881.85
长期债务(亿元)	2151.02	2512.83	2730.29
全部债务(亿元)	3298.10	3734.94	4249.86
营业收入(亿元)	1270.40	1577.46	1801.83
利润总额(亿元)	50.20	26.04	53.63
EBITDA(亿元)	309.65	351.05	461.87
经营性净现金流(亿元)	126.46	171.50	315.88
营业利润率(%)	12.14	10.53	13.30
净资产收益率(%)	4.85	0.70	3.40
资产负债率(%)	84.85	85.83	84.60

全部债务资本化比率(%)	83.08	83.98	82.82
流动比率(%)	32.63	38.95	38.71
全部债务/EBITDA(倍)	10.65	10.64	9.20
EBITDA 利息倍数(倍)	2.12	1.78	1.88

资料来源:中电投审计报告

截至2012年底,中电投合并资产总额为5726.34亿元,所有者权益合计为881.85亿元。2012年,实现营业收入1801.83亿元,利润总额53.63亿元。

跟踪期内,中电投各项业务持续增长,截至2012年底,中电投形成电力装机容量7882.45万千瓦,煤炭产能7350万吨,电解铝产能282.80万吨,煤炭产能保持稳定之外,装机容量和电解铝产能均有小幅增长。

盈利能力方面,跟踪期内,中电投电解铝板块受产能过剩、电解铝价格下降影响,盈利能力有所下降;但中电投电力板块,受来水量增长、煤炭价格下降影响,盈利能力有所增长;中电投整体盈利能力有所增长,2012年,中电投实现营业收入1801.83亿元、营业利润率13.30%,利润总额53.63亿元,均较上年实现不同程度的增长。总体看,中电投盈利能力有所提升。

偿债能力方面,2012年,中电投债务规模较上年增长13.79亿元至4249.86亿元,所有者权益较上年增长23.74%至881.85亿元;截至2012年底,中电投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75.59%、82.82%和84.60%,较2011年底分别减少2.32个百分点、1.16个百分点和1.23个百分点,中电投债务负担水平有所减轻,但仍处于较重水平。

从短期偿债指标来看,截至2012年底,中电投流动比率为38.71%,较2011年底的38.95%上升-0.25个百分点;中电投速动比率为27.05%,较2011年底的27.96%上升-0.92个百分点;2012年,中电投经营现金流动负债比率为15.74%,较2011年的9.99%上升5.75个百分点。整体看,跟踪期内,中电投短期偿债能力有所提升,短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2012年，中电投EBIDTA为461.87亿元，较2011年增长31.57%；2012年，中电投EBIDTA利息倍数为1.88倍，较2011年增长0.10倍；2012年，中电投全部债务/EBIDTA为9.20倍，较2011年下降1.44倍；整体看，跟踪期内，中电投长期偿债能力有所提升，长期偿债能力一般。

中电投作为国务院国资委直属的五大发电集团之一，在经营规模、电源结构等方面具有较强的竞争优势，而以煤炭为基础、电力为核心、有色冶金为延伸的煤-电-铝产业链基本形成，其整体的竞争实力和抗风险能力都持续提升。跟踪期内，中电投收入规模大幅增长，盈利能力有所提升；总资产规模大幅增长，债务负担有所减轻，偿债能力有所提升。联合资信评估有限公司维持中电投集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

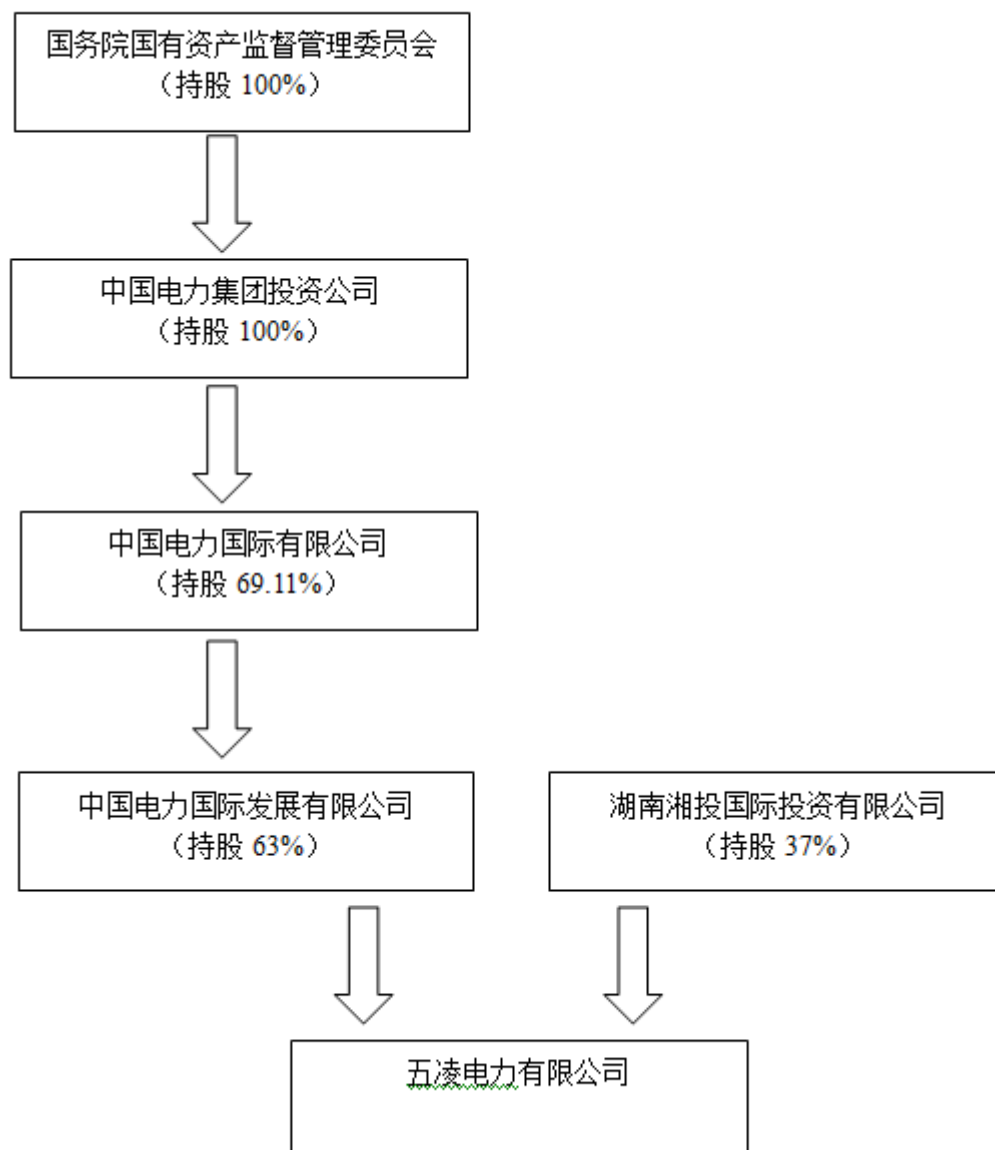
十、债券偿债能力

截至2012年底，公司现金类资产合计4.19亿元，为待偿还债券本金10亿元“09五凌债”的0.49倍；2012年，公司EBITDA和经营性净现金流分别为“09五凌债”额度的2.91倍和4.39倍；公司EBITDA和经营性净现金流对待偿还债券的保障能力强。

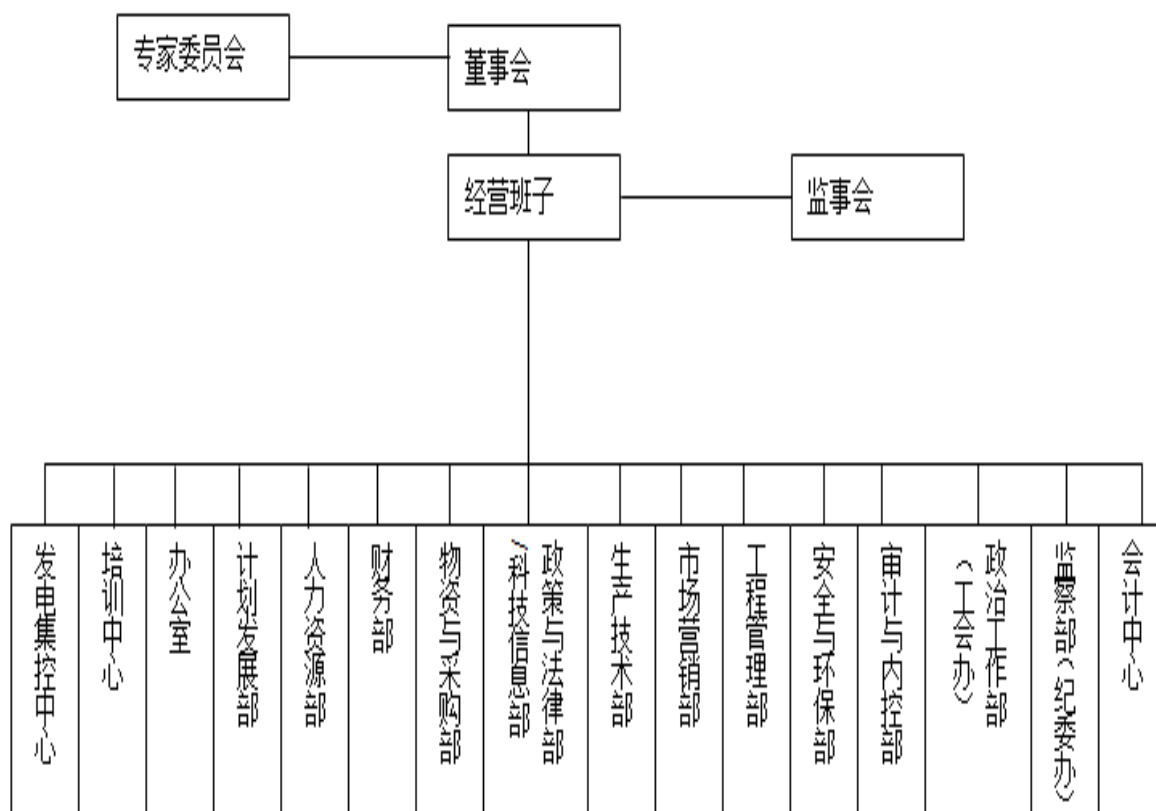
十一、 结论

综合以上，联合资信评估有限公司对公司的评级AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“09五凌债”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	23619.75	36957.80	28684.85	10.20
交易性金融资产	12964.73	13243.47	3874.36	-45.33
应收票据	7305.92	2799.00	9380.39	13.31
应收账款	39059.36	23908.83	25355.94	-19.43
预付款项	1351.74	2632.44	391.98	-46.15
应收利息	226.11	878.51	52.36	-51.88
应收股利		3371.05		
其他应收款	47386.62	52202.69	52765.35	5.52
存货	1816.03	2642.92	2895.54	26.27
一年内到期的非流动资产		150000.00		
其他流动资产				
流动资产合计	133730.27	288636.70	123400.77	-3.94
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	64148.76	56023.88	57173.55	-5.59
投资性房地产	1886.83	2190.73	1989.68	2.69
固定资产	1945004.14	2063712.30	1957930.70	0.33
在建工程	650969.36	811547.67	1244544.93	38.27
工程物资	3444.44	2128.47	1790.23	-27.91
固定资产清理		0.64	3.97	
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	9119.40	14713.57	14234.38	24.94
开发支出				
商誉	24005.96	24005.96	24005.96	
合并价差				
长期待摊费用			20.98	
递延所得税资产	1504.35	1388.75	1404.66	-3.37
其他非流动资产	150000.00		30000.00	-55.28
非流动资产合计	2850083.22	2975711.96	3333099.03	8.14
资产总计	2983813.49	3264348.66	3456499.80	7.63

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	237000.00	163000.00	115000.00	-30.34
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	8379.52	80270.26	92035.61	231.41
预收款项	54.14	129.21	204.18	94.19
应付职工薪酬	2315.50	1966.93	1647.37	-15.65
应交税费	36292.52	14093.68	5790.86	-60.05
应付利息	7103.79	8961.80	12271.94	31.44
应付股利				
其他应付款	39390.43	74437.11	37136.21	-2.90
预提费用				
一年内到期的非流动负债	166307.16	129075.19	397615.22	54.62
其他流动负债		100000.00		
流动负债合计	496843.06	571934.18	661701.38	15.40
非流动负债：				
长期借款	1854859.13	2097717.50	2166151.43	8.07
应付债券	99323.86	99402.01	99483.61	0.08
长期应付款	1939.00	1939.00		-100.00
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	3241.18	3310.87	968.59	-45.33
其他非流动负债				
非流动负债合计	1959363.17	2202369.38	2266603.63	7.55
负债合计	2456206.22	2774303.56	2928305.01	9.19
所有者权益：				
实收资本(或股本)	403000.00	424200.00	424200.00	2.60
资本公积	21989.07	22252.29	22252.29	0.60
专项储备				
盈余公积	45969.06	46313.50	51356.92	5.70
未分配利润	42918.04	-14037.98	18760.20	-33.89
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	513876.18	478727.82	516569.41	0.26
少数股东权益	13731.09	11317.28	11625.38	-7.99
所有者权益合计	527607.27	490045.10	528194.79	0.06
负债和所有者权益总计	2983813.49	3264348.66	3456499.80	7.63

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	312806.88	286525.39	362160.52	7.60
减: 营业成本	160955.54	182728.78	187393.56	7.90
营业税金及附加	2894.07	5886.05	6801.88	53.31
销售费用	1662.47	324.41	169.91	-68.03
管理费用	11728.38	11452.41	10914.56	-3.53
财务费用	102573.70	102899.34	102515.95	-0.03
资产减值损失	394.03	-105.94	389.77	-0.54
加: 公允价值变动收益	-266.75	278.73	-9369.11	492.64
投资收益	10540.67	4938.54	10018.87	-2.51
其中: 对合营企业投资收益	396.76	-5073.02	549.68	17.70
其他业务利润				
二、营业利润	42872.61	-11442.37	54624.64	12.88
加: 营业外收入	1476.70	317.34	339.99	-52.02
减: 营业外支出	49.60	3.81	79.80	26.84
其中: 非流动资产处置损失		1.41	74.27	
三、利润总额	44299.70	-11128.84	54884.83	11.31
减: 所得税费用	17332.14	3448.72	17135.13	-0.57
四、净利润	26967.56	-14577.56	37749.69	18.31
其中: 归属于母公司的净利润	27899.26	-14211.58	37841.59	16.46
少数股东损益	-931.70	-365.98	-91.90	-68.59

附件 4 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	347186.59	341848.72	432973.14	11.67
收到的税费返还		106.00		
收到其他与经营活动有关的现金	6155.75	639.14	6079.46	-0.62
经营活动现金流入小计	353342.34	342593.86	439052.60	11.47
购买商品、接受劳务支付的现金	48665.30	28970.47	56749.17	7.99
支付给职工以及为职工支付的现金	32050.91	30437.11	40798.50	12.82
支付的各项税费	74081.44	79363.31	89334.12	9.81
支付其他与经营活动有关的现金	4604.69	6351.14	3070.58	-18.34
经营活动现金流出小计	159402.34	145122.02	189952.38	9.16
经营活动产生的现金流量净额	193940.00	197471.83	249100.22	13.33
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金			720.00	
取得投资收益收到的现金	19055.20	15999.09	3472.32	-57.31
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2221.09	694.44		-100.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	1279.47		150179.56	983.40
投资活动现金流入小计	22555.76	16693.53	154371.88	161.61
购建固定资产、无形资产等支付的现金	239576.64	269230.64	398713.37	29.01
投资支付的现金	2685.60	2685.60	600.00	-52.73
取得子公司等支付的现金净额	44615.20	38.99	2505.33	-76.30
支付其他与投资活动有关的现金			30000.00	
投资活动现金流出小计	286877.44	271955.23	431818.70	22.69
投资活动产生的现金流量净额	-264321.67	-255261.70	-277446.82	2.45
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金			700.00	
取得借款收到的现金	606301.18	725342.00	1132979.22	36.70
筹资活动现金流入小计	606301.18	725342.00	1133679.22	36.74
偿还债务支付的现金	388257.72	493715.60	943923.66	55.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	137217.21	157160.79	168999.09	10.98
支付其他与筹资活动有关的现金	16.00	3337.71	682.81	553.27
筹资活动现金流出小计	525490.94	654214.10	1113605.56	45.57
筹资活动产生的现金流量净额	80810.24	71127.90	20073.65	-50.16
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	10428.56	13338.04	-8272.94	
加: 期初现金及现金等价物余额	13191.19	23619.75	36957.80	67.38
六、期末现金及现金等价物余额	23619.75	36957.80	28684.85	10.20

附件 5 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	26967.56	-14577.56	37749.69	18.31
加: 资产减值准备	394.03	-105.94	389.77	-0.54
固定资产折旧及其他	107070.54	115404.93	120351.44	6.02
无形资产摊销	446.85	650.48	589.75	14.88
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	-1043.47	-97.17	7.16	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	266.75	-278.73	9369.11	492.64
财务费用	102535.26	102080.16	102031.77	-0.25
投资损失	-10540.67	-4938.54	-10018.87	-2.51
递延所得税资产减少	18.43	115.60	-15.91	
递延所得税负债增加	-66.69	69.68	-2342.28	492.64
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-399.61	-826.89	-252.63	-20.49
经营性应收项目的减少	-18296.31	5650.53	-6350.70	-41.08
经营性应付项目的增加	-13412.68	-5674.72	-2408.10	-57.63
其他				
经营活动产生的现金流量净额	193940.00	197471.83	249100.22	13.33

附件 6 公司主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	6.75	7.84	11.79
存货周转次数(次)	88.63	81.96	67.67
总资产周转次数(次)	0.10	0.09	0.11
盈利能力			
营业利润率(%)	47.62	34.17	46.38
总资本收益率(%)	4.83	4.01	6.35
净资产收益率(%)	5.11	-2.97	7.15
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	78.74	81.76	81.09
全部债务资本化比率(%)	81.71	84.09	84.03
资产负债率(%)	82.32	84.99	84.72
偿债能力			
流动比率(%)	26.92	50.47	18.65
速动比率(%)	26.55	50.00	18.21
经营现金流动负债比(%)	39.03	34.53	37.65
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	1.51	1.69
全部债务/EBITDA(倍)	9.79	12.43	9.56
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.02	-0.01
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.63	-0.42	-0.16

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务