

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1695 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持云南省工业投资控股集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“11云工投MTN1”、“12云工投MTN1”、“14云工投MTN001” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十日



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>

云南省工业投资控股集团有限责任公司

中期票据跟踪评级报告

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
11 云工投 MTN1	12 亿元	2011/5/24-2016/5/24	AA ⁺	AA ⁺
12 云工投 MTN1	7 亿元	2012/3/26-2017/3/26	AA ⁺	AA ⁺
14 云工投 MTN001	5 亿元	2014/5/13-2024/5/13	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.73	28.38	36.09	33.82
资产总额(亿元)	304.00	302.04	328.35	332.17
所有者权益(亿元)	98.93	102.59	116.02	117.56
短期债务(亿元)	14.05	23.03	23.95	24.54
全部债务(亿元)	51.14	56.20	74.94	77.81
营业收入(亿元)	63.28	75.70	67.44	9.07
利润总额(亿元)	6.42	6.71	5.02	-0.18
EBITDA(亿元)	9.52	10.98	11.35	--
经营性净现金流(亿元)	-4.13	-9.08	-8.09	-3.73
营业利润率(%)	17.31	16.82	17.30	12.77
净资产收益率(%)	5.05	4.83	3.05	--
资产负债率(%)	67.46	66.03	64.67	64.61
全部债务资本化比率(%)	34.08	35.39	39.24	39.83
流动比率(%)	160.37	157.46	188.49	191.30
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	5.12	6.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	3.03	1.87	--
经营现金流流动负债比(%)	-6.32	-13.72	-12.29	--

注: 2015 年 1 季度财务数据未经审计; 公司其他流动负债中发行的短期融资券调整至短期债务。

分析师

于芷崧 姜帆 焦洁

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, 云南省经济较快发展、财政实力不断提升, 云南省工业投资控股集团有限责任公司(以下简称“云南工投集团”或“公司”)作为云南省资源优化配置和战略性调整的龙头企业, 在资金方面获得政府的有力支持。但跟踪期内, 公司四大主业受国内宏观经济增幅放缓影响, 整体盈利能力偏弱; 非主业参股企业众多, 被投资企业质量一般。

目前公司战略资源及制造、工业园区、金融及高新产业四大板块已基本搭建完成。随着四大主业盈利能力的进一步释放以及股权投资收益的陆续实现, 公司整体盈利能力和偿债能力有望改善。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“11 云工投 MTN1”、“12 云工投 MTN1”、“14 云工投 MTN001” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 云南省经济较快发展、财政实力不断提升, 公司外部发展环境良好。
2. 公司经营现金流入量对存续期债券覆盖程度较好。
3. 在工业投资领域, 公司拥有云南省对其在投资项目和资源储备方面指导及政策倾斜优势, 政府支持力度强。

关注

1. 2014 年公司四大主业受国内宏观经济增幅放缓影响, 整体盈利能力仍然偏弱。
2. 公司参股企业较多, 涉及行业较广, 被投资企业质量一般。
3. 公司作为云南省属重点企业之一, 承担了云南省基础设施和公用设施领域内的转贷

资金，该部分资产由云南省财政负责偿还，不构成公司自身债务。但该部分资产无法为公司带来经济效益，且可能存在财政偿还不及时风险。

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）与云南省工业投资控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与云南省工业投资控股集团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，未因云南省工业投资控股集团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云南省工业投资控股集团有限公司提供，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，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南省工业投资控股集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“云南工投集团”）的前身是云南省国有资产经营有限责任公司（以下简称“云南国资公司”），云南国资公司是经云南省政府云政发[2000]165号文批准，于2000年10月由原云南省国有资产持股经营公司与原云南省技术进步投资公司合并组建的国有独资公司，注册资本金100000万元。后根据《云南省人民政府关于组建云南省工业投资控股集团有限责任公司的批复》（云政复[2008]第9号）的规定，2008年5月云南省国资委以其持有的云南国资公司的全部股权及云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化集团”）、昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢公司”）、云南铜业（集团）有限公司（以下简称“云铜集团”）、云南冶金集团股份有限公司（以下简称“云冶集团”）、云南锡业（集团）控股有限责任公司（以下简称“云锡集团”）的部分现金出资组建云南工投集团，注册资本金46亿元，工商登记注册号为530000000012544，后经省国资委增资扩股，截至2015年3月底，公司注册资本金64亿元，公司实际控制人是云南省国资委。各股东出资额及持股比例见表1。

表1 公司现有股东持股情况

股东单位	出资 (万元)	出资比例(%)
云南省国资委	522752	81.68
云天化集团有限责任公司	32000	5.00
昆明钢铁控股有限公司	21312	3.33
云南铜业（集团）有限公司	21312	3.33
云南冶金集团股份有限公司	21312	3.33

云南锡业集团（控股）有限责任公司	21312	3.33
合计	640000	100

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：法律、法规允许范围内的各类产业和行业的投融资业务、资产经营、企业购并、股权交易、国有资产的委托理财和国有资产的委托处置；国内及国际贸易；经云南省人民政府批准的其他经营业务。公司是云南省政府定位的工业投资平台。

截至2014年底，公司资产总额为328.35亿元，所有者权益合计为116.02亿元（其中少数股东权益23.00亿元）。2014年，公司实现营业收入67.44亿元，利润总额5.02亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为332.17亿元，所有者权益合计为117.56亿元（其中少数股东权益22.56亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入9.07亿元，利润总额-0.18亿元。

公司注册地址：昆明经济技术开发区顺通大道50号；公司法定代表人：刘文章。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实

际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社

会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资

协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政

府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

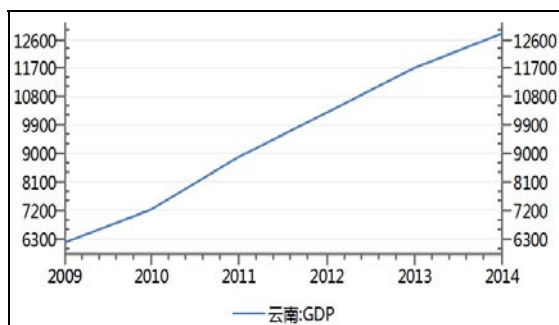
2. 区域经济环境分析

云南省地处中国西南边陲，总面积约39万平方千米，占全国面积4.11%，在全国各省级行政区中面积排名第8，总人口4596.6万，占全国人口3.35%，人口排名为第12名。

改革开放以来，云南省的国民经济和社会事业进入了快速发展的时期。云南全省面貌发生了深刻变化，经济实力明显增强。农业的基础地位不断增强，农业经济持续发展，粮食及各种经济作物生产连续获得丰收。随着澜沧江—湄公河区域经济合作的加强，云南正成为中国通往东南亚、南亚的通道和前沿。2000年以来中国实施的西部大开发战略，使得中国西部地区经济发展、民族团结、社会稳定是中国二十一世纪的一大工作重点。云南作为西部地

区的重要省市，是中国面向东南亚、南亚的桥头堡，在全国区域宏观调控中具有重要的战略地位。

图1 2009~2014年云南省GDP情况（单位：亿元）



资料来源：wind资讯

初步核算，2014年云南省GDP完成12814.59亿元，比上年增长8.1%，居全国第23位，比2013年提升1位，实现了自2000年以来GDP总量在全国位次的首次提升。其中，第一产业完成增加值1991.17亿元，增长6.2%，第二产业完成增加值5281.82亿元，增长9.1%，其中，工业完成增加值3898.97亿元，增长7.2%，建筑业完成增加值1389.66亿元，增长16.2%；第三产业完成增加值5541.6亿元，增长7.4%。人均生产总值（GDP）达27264元，比上年提高2181元，增长7.5%。2014年云南三次产业结构比重为15.5:41.2:43.3，第三产业比重比2013年提升1.5个百分点。

工业经济在面临较多困难的情况下，实现总体运行平稳。初步统计，2014年云南省规模以上工业实现增加值3545.41亿元，比上年增长7.3%，增速比2013年回落5个百分点。

2011年6月国务院通过《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》（以下简称《意见》），在国家层面明确了云南在中国区域发展和对外开放大格局中的特色和应发挥的作用。该《意见》对云南提出了5个方面的发展战略定位，一是中国向西南开放的重要门户；二是中国沿边开放的试验区和西部地区实施“走出去”战略的先行区；三是西部地区重要的外向型特色优势产业基地；四是

中国重要的生物多样性宝库和西南生态安全屏障；五是民族团结进步、边疆繁荣稳定的示范区。

2012年10月，《云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡总体规划(2012-2020年)》已获国务院批准。该规划的总体要求：支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡，是国家统筹国内发展和全方位对外开放，深入实施西部大开发战略，促进区域协调发展和边疆长治久安的重大部署，也是云南省进一步加快发展、实现科学发展面临的难得历史机遇

从云南省地方财政总收入构成来看，2014年云南省地方公共财政预算收入1697.79亿元，同比增长5.4%，其中增值税收入186.03亿元，营业税收入396.31亿元，企业所得税收入159.45亿元；公共财政预算支出4438.32亿元，同比增长8.3%。

整体看，云南省作为中国面向西南开放的重要桥头堡，近年来经济迅速发展、财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大，未来经济发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司注册资本64亿元，实收资本64亿元。公司股东包括云南省国资委（持股81.68%）、云天化集团有限责任公司（持股5.00%）、昆明钢铁控股有限公司（持股3.33%）、云南铜业（集团）有限公司（持股3.33%）、云南冶金集团股份有限公司（持股3.33%）和云南锡业集团（控股）有限责任公司（持股3.33%）。公司控股股东和实际控制人为云南省国资委。

2. 企业规模及竞争力

目前云南省国资委系统19家企业中有5个投资平台，分别为云南省城市建设投资有限公司（以下简称“云南城投公司”）、云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云南省投集

团”)，以及云南工投集团、云南圣乙投资有限公司（以下简称“云南圣乙”），云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投集团”）。

从以上 5 个投资平台业务范围来看：①云南省投资集团是云南省政府综合性投资平台，主要业务范围包括经营和管理省级基本建设资金和省级专项建设基金，对云南省政府的基础产业、基础设施、优势产业项目以及国务院各部门在云南省的重要投资项目，采取参股和根据国家批准的融资业务进行投资和管理，目前其业务主要涉及电力、铁路、纸业、旅游、金融、医疗和化工等业务板块；②云南城投公司是云南省政府在城市建设投资领域的投资平台，其投资业务涉及城市开发、房地产、水务、教育、医疗、酒店等板块；③云南工投集团是云南省政府工业投资平台，其业务范围主要涉及工业园区、医药、高新技术、资源等业务板块。④云南能投集团是云南省政府能源战略的实施平台，其业务范围主要涵盖电力、煤炭、环保、能源等投资、建设及生产经营管理；⑤云南圣乙是云南省国资体系中第一家专门从事股权投资业务的省属企业，主要业务范围为股权投资、发起设立投资基金管理平台、发起并管理产业发展基金等业务。可以看出，云南省政府对省内五个投资平台的定位较为清晰，其中云南工投集团作为“云南省资源优化配置和战略性调整的龙头，引导云南省工业经济实现产业结构优化和升级的驱动器，产业与资本结合的重要平台，国有资本有进有退和价值化经营的主体”，其战略地位突出。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是云南省政府工业投资平台公司，主营业务涵盖工业园区、医药、高新技术、资源和现代服务业板块。

近年来，公司各业务板块稳步发展，2012~2014 年分别实现营业收入 63.28 亿元、75.70 亿元和 67.44 亿元。收入结构方面，公司收入以工业园区、高新技术和医药板块为主，2014 年工业园区板块占营业收入的 21.33%、医药板块占 33.52%、高新技术板块占 33.42%，其他业务收入占比低。

从毛利率变动情况看，2012~2014 年公司综合毛利率波动上升，主要是由于高新技术板块及医药板块毛利率波动较大的影响。工业园区方面，近三年毛利率稳步增长，2014 年为 32.59%，主要是由于 2014 年公司工业园区收入主要为商业地产项目，毛利率较高。资源板块方面，受煤价下跌和贸易煤业务增长影响，近三年毛利率波动上升，2014 年为 10.27%，主要是下属公司曲靖工投矿业 2014 年下半年和云南云维股份有限公司签订了贸易煤合同，此贸易毛利率高。近三年，公司高新技术板块毛利率逐年波动下降，2014 年为 22.19%，由于南天集团处于转型时期，由原来金融产品生产转为软件服务所致。公司医药板块毛利率波动增长，2014 年为 12.22%，主要因该板块产品结构调增所致。其他板块业务毛利率变化较小。

2015 年 1~3 月，公司实现收入 9.07 亿元，为 2014 年全年的 13.45%，主要是因为工业园区板块自身经营模式决定了大部分营业收入均为第四季度结算，因此一季度营业收入较低，同时毛利率水平也大幅下滑，公司综合毛利率为 14.26%。

表2 2012~2015年3月公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
工业园区	18.02	28.47	26.41	18.85	24.90	30.68	14.38	21.33	32.59	0.70	7.67	32.81
高新技术	20.89	33.01	22.35	24.89	32.88	20.12	22.54	33.42	22.19	3.70	40.84	16.61
医药	16.28	25.73	11.17	20.24	26.74	12.52	22.61	33.52	12.22	4.15	45.78	7.62
资源	2.73	4.31	8.39	3.80	5.02	3.76	2.74	4.06	10.27	0.04	0.45	13.45
现代服务业	5.22	8.25	13.28	7.85	10.37	10.42	4.91	7.28	15.15	0.43	4.73	19.74
其他	0.14	0.22	95.86	0.07	0.09	96.41	0.26	0.39	97.13	0.05	0.53	89.69
合计	63.28	100.00	19.44	75.70	100.00	18.96	67.44	100.00	20.36	9.07	100.00	14.26

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 工业园区板块

公司致力于云南省新型工业园区和特色经济园区的开发、建设与运营，使其成为促进云南省新型工业化进程的助推器，发挥其在区域经济发展中的引领和支撑作用。目前，公司工业园区板块的运营主体包括云南国资昆明经开区产业开发有限公司（以下简称“昆明经开区公司”，持股 43.35%）、云南工投曲靖经开区产业投资开发有限公司（以下简称“曲靖经开区公司”，持股 70.00%）、云南工投昭阳产业投资开发有限公司（以下简称“昭阳投资”，持股 84.00%）、大理创意园区开发有限公司（以下简称“大理创意”，持股 85.71%）和云南同图建设有限公司（以下简称“云南同图”，持股 100.00%）。

公司在昆明经开区公司构造昆明经开区物流枢纽与产业共生的新型园区开发模式基础上总结成功经验，选择曲靖、昭通、大理等省内经济较发达城市的省级工业园区，与市、州政府共同组建园区开发公司。各园区开发公司以工业用地的开发和配套的商业开发为主，

并根据各市、州的比较优势，发挥云南与周边国家的产业梯级优势，建设有特色的、政策配套的、良好投资环境的工业园区，协助各地政府积极招商引资，实现项目落地。

业务模式方面，公司通过招拍挂并缴纳土地出让款之后获取土地使用权，并进行招商引资工作、工业地产以及园区配套的开发建设。工业地产方面，公司通过单独开发标准化厂房或与招商企业合作定向开发的形式完成厂房建设；普通房地产开发方面，公司目前涉及到的房地产项目主要是工业园区的配套建设，以合作开发模式为主。通过工业地产、商业地产的出租、出售以及居住地产的销售实现资金平衡。目前，公司工业园区板块收入主要来源于昆明经开区公司，其他园区大多处于运作初期，具体的投资项目较少。

2012~2014 年，公司工业园区板块分别实现收入 18.02 亿元、18.85 亿元和 14.38 亿元，主要来自于工业地产和普通房地产的出售业务，仅有工业地产有少量出租业务收入，另有少量其他类业务收入。

表3 工业园区地产类收入构成情况（单位：万元）

项目	出售/出租	工业地产	普通房地产		合计
			商业	居住	
2012	出售	25304.05	6050.00	148475.21	180167.62
	出租	338.36	--	--	
2013	出售	--	157207.77	---	158068.88
	出租	861.11	--	-	
2014	出售	6114.18	136833.95	2099.50	143833.98
	出租	885.85	--	-	
2015 年 1-3 月	出售	6949.10	--	--	6954.10
	出租	5.00	--	--	

资料来源：公司提供

注：2013 年工业园区板块收入包括地产类收入、昆明经开区土地整理收入及其他部分。

(1) 工业园区开发业务

公司致力于云南省新型工业园区和特色经济园区的开发、建设与运营，在园区内处于绝对垄断地位。公司不承担政府 BT 或代建类项目，公司园区建设用地均为通过招拍挂程序获得的净地，仅有昆明经开区部分用地需要进行部分土地平整工作。公司的园区建设采用合作开发或自主开发形式建设标准化厂房以缓解资金压力，建设资金除自有资本金外，主要来源于从各银行获取的长期借款。通过工业园区、工业厂房出租和出售的方式回收前期投资。

由于昆明经开公司所拍土地有部分未完成土地平整等前期工作，针对此部分土地昆明经开区管委会委托昆明经开区公司进行部分五通一平或三通一平等园区基础设施建设工作，建设款项全部由经开区管委会先行拨付

(2008 年昆明经开区管委会拨付昆明经开公司 2.78 亿元土地整理款，计入其他应付款)，昆明经开区公司收到款项后进行市场公开招标，委托有资质的施工单位建设，项目建成后，市政基础设施部分移交经开区管委会，不在公司资产负债表体现。该部分收入已于 2013 年全部确认 2.78 亿元，土地整理收益 344.62 万元。截至 2015 年 3 月底，该部分业务并无新增。

截至 2015 年 3 月底，公司已累计建成产业园区面积约 112.95 万平方米。已经建成昆明经开区围网内标准厂房 AB 栋、围网内多层仓库、工业一区和二区、曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期通用厂房区建设项目等，主要分布在昆明经开区、曲靖经开区和昭通经开区。

表 4 主要已建成工业园区项目与厂房

项目名称	所属地区	投资总额 (万元)	建筑面积 (平方米)	建成时间
天森	昆明	5172.06	34589.71	2012.7
新建源	昆明	21918.71	92320.89	2013.3
广厦	昆明	10018.14	55620.59	2012.7
骏信	昆明	41837.37	149169.03	2013.7
工业二区	昆明	10066.65	31772.47	2012.7
工业一区	昆明	71231.14	33822.63	2012.7
围网内标准厂房 AB 栋	昆明	1546.07	14728.80	2008.2
1#保税库	昆明	2625.28	7105.80	2011.10
围网内标准厂房二期	昆明	10066.65	31772.47	2014.7
围网内多层仓库	昆明	71231.14	246606.35	2013.12
曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期通用厂房区建设项目	曲靖	24653.32	120957.59	2012.10
曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期专用厂房区建设项目	曲靖	17889.15	66089.05	2014.09
曲靖经济技术开发区百万平米标准厂房一期生活配套区 (剑桥中心住宅项目,原名红景园)	曲靖	25532.54	102520.73	2015.06
中国·昭通国际玩具城一期	昭通	42000.00	142404	2013.12
合计		355788.22	1129480.11	

资料来源：公司提供

在建工业园区和厂房方面，目前，公司主要在建项目为曲靖经济技术开发区新兴产业示范园科技孵化基地及居住三期（高楼房村）

等项目。上述项目总投资 18.23 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 2.43 亿元，尚需投入资金 15.80 亿元。

表 5 主要在建和拟建工业地产项目 (单位: 万元)

项目	所属公司	投资总额	截至 2015 年 3 月底已完成投资	预计竣工时间
曲靖经济技术开发区新兴产业示范园科技	曲靖	25129.70	5573.54	2015

技孵化基地				
居住三期（高楼房村）项目	昆明经开区公司	120000.00	6700.00	2019
昆明出口加工区围网保税标准厂房项目	昆明经开区公司	15000.00	12000.00	2015
创智区（一期）	大理创意园公司	22200.00	0.00	2016
合计		182329.70	24273.54	--

资料来源：公司提供

公司将建成的园区工业地产用于出租或者出售，目前大部分已出售，仅少量出租。由于园区产业扶持需要，公司园区地产销售均价略低于同区域商业地产。2012~2014 年，公司分别实现工业地产出租、出售收入 2.56 亿元、0.09 亿元和 0.70 亿元。

（2）房地产业务

公司在园区内围绕已建成园区进行周边住宅地产和商业地产业务，具体由相应的园区子公司负责经营。

2012~2014 年，公司普通地产开发业务分别实现收入 15.45 亿元、15.72 亿元和 13.89 亿元。2012 年公司房地产业务是昆明出口加工园区生活配套区第三城·丹槿园及金呈东泰花园两项目完成竣工交房，全部确认项目收入。2013 年，公司房地产业务收入均为昆明经开区商业地产项目出售收入。2014 年，公司房地产业务收入 13.89 亿元。公司房地产主要经营情

况见下表。

表 6 近年来公司地产开发经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
新开工面积	29.90	23.20	18.00	--
竣工面积	24.66	6.70	15.40	5.00
销售面积	11.96	10.98	21.06	0.30
确认收入	15.45	15.72	13.89	0.69

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司房地产项目已完成了第三城·丹槿园、金呈东泰花园、锦城官南、财富中心、国际银座等园区生活配套区及商业地产等项目。近三年，累计实现竣工面积 46.76 万平方米，累计销售面积达 44.00 万平方米。

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目为昭阳国际·北辰、昆明出口加工区配套商业项目——舒铂广场和住宅第三城·紫香园、紫曼园项目，项目总投资为 31.43 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 9.58 亿元。

表 7 主要在建地产项目（单位：万元）

项目	性质	投资总额	截至 2015 年 3 月底已完成投资	预计竣工时间
第三城·紫香园、紫曼园	园区配套住宅	100000	12000	2015.12
舒铂广场	园区配套商业	140000	45000	2016.12
昭阳国际·北辰	住宅及商业	74332	38754	2016.12
合计		314332	95754	

资料来源：公司提供

昆明经开区和曲靖经开区的开发建设，有助于营造良好的投资环境，促进各产业按照功能区划定位实现规模化聚集，从而加快调整和优化云南省的产业结构。近年来，工业园区板块业务实现快速增长，已成为公司利润的主要来源之一；但由于经开区内的项目资金回流主要通过出售厂房、土地出让及商品房开发，受宏观经济及政策影响很大，收入实现具有一定不确定性。

3. 医药板块

公司控股的医药企业包括：云南医药工业股份有限公司（以下简称“云南医药”），参股企业包括：昆明积大制药有限公司（持股 21.00%）、昆明福林堂药业有限公司（持股 26.25%）、云南永安制药厂（持股 8.80%）和昆明贵研药业有限公司（持股 40%）。2012~2014 年，公司医药板块分别实现收入 16.28 亿

元、20.24 亿元和 22.61 亿元，近三年医药板块毛利率波动上升分别为 11.17%、12.52%和 12.22%。2015 年 1~3 月，公司医药板块业务收入 4.15 亿元，毛利率为 7.62%。

表 8 公司医药板块收入构成

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
医药商业	126823.44	163088.77	176728.81	35500.00
医药工业	36021.18	39315.72	49340.25	6002.00
合计	162844.62	202404.49	226069.06	41502.00

资料来源：公司提供

公司医药板块收入以医药商业收入为主，2012~2014 年，公司医药商业分别实现收入 12.68 亿元、16.31 亿元和 17.67 亿元，占比分别为 77.88%、80.58%和 78.17%。2015 年 1~3 月，医药商业实现收入 3.55 亿元，占公司医药板块业务收入的 85.54%。医药商业主要为通过对医疗、零售终端的直接配送，获取进销差，实现销售，另有少量代理佣金、第三方物流等业务收入。医药商业业务主要集中在云南省境内，省内销售比例在 90%以上，目前药品配送供应业务已覆盖省级、市级全部三级甲等、三级乙等医疗机构，供应云南省中标品种 6500 余个，覆盖全省 65%县级二级甲等、二级乙等医疗机构及县级以下乡镇、社区卫生院，供应云南省中标品种 3000 余个，其中昆明、文山、曲靖、楚雄、德宏、临沧、大理 7 个地州通过云南省招标采购局和各地州卫生局的遴选，均取得了基本药物的合作配送权或独家配送权，保障了未来在医疗机构的销售增长潜力。结算

模式方面，公司与上下游的结算方式主要包括：现金交易和银行承兑汇票，其中特殊药品和贵重药品的结算方式为先货后款；其他药品的结算方式中，先货后款约占 94%，收款期为货到 60 天之内，先款后货的比例大约为 6%。

医药工业方面，2012~2014 年，公司医药工业分别实现收入 3.60 亿元、3.93 亿元和 4.93 亿元，占公司医药板块收入的比例分别为 22.12%、19.42%和 21.83%。2015 年 1~3 月，医药工业实现收入 0.60 亿元，占医药板块业务收入的 14.46%。医药工业主要产品为参麦注射液、血塞通注射液、云南红药胶囊、三七总皂苷和血塞通分散片等，主要销售给各医院以及医药分销公司。结算模式方面，公司与上游原材料供应商和下游客户一般均采用先货后款的结算方式。

总的来看，近年来随着医药板块结构调整的推进，医药板块盈利对公司的贡献逐年加大。根据公司对医药板块的规划定位，未来会逐步加大对医药板块的投入，医药板块将会成为公司稳定的收入来源，发展潜力较大。

4. 高新技术板块

公司高新技术产业板块相关下属控股子公司主要有南天电子信息产业集团公司（以下简称“南天集团”）、云南瑞宝生物科技有限公司（以下简称“瑞宝生物”）和云南无线电有限公司（以下简称“无线电公司”）。该业务板块主要收入和利润来源于南天集团。

表 9 2012~2015 年 3 月高新产业板块情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
南天集团	18.27	87.45	22.45	21.56	86.62	19.61	18.16	80.70	23.34	3.09	83.42	14.43
瑞宝生物	1.01	4.85	25.80	1.65	6.63	25.00	2.51	11.07	22.24	0.37	10.09	26.69
无线电	1.61	7.70	19.00	1.68	6.75	21.43	1.87	8.23	17.56	0.24	6.49	29.03
合计	20.89	100.00	22.35	24.89	100.00	20.12	22.54	100.00	22.19	3.70	100.00	16.61

资料来源：根据公司提供资料整理

南天集团前身为云南电子设备厂，成立于1970年，1972年开始主要从事计算机产品的生产和销售，该公司以生产高档服务器、金融终端系统、专业存折打印机、自动柜员机、网络系统及银行磁卡读写设备等系列化产品为主，是国内最大的金融电子化产品提供商和系统集成商，是公司的主要收入来源，该公司市场地位较为突出，盈利相对稳定，但由于南天集团的主要运营实体为南天电子股份，南天电子股份为上市公司（股票代码：000948），经营独立性强，云南工投集团对于南天集团和南天电子股份在财务和资金等方面的管控和调剂能力不强。近年来，南天集团营业收入波动增长，近三年分别实现收入18.27亿元、21.56亿元和18.16亿元；毛利率波动上升，2014年为23.34%。

公司无线电产品业务运营主体为无线电公司，是云南省电子行业最早的整机生产企业和军工防化环境监测电子装备承制单位。无线电公司主要军品业务包括防化特种车辆集成、报警器、核化监测装置、风量测控、信息处理等五大门类20余个型号装备的科研生产任务，同时负有高新工程配套、应急准备技术保障、大型活动安保等各类任务。产品和服务主要配套于防化、二炮、空军、海军等各军兵种和人防、国家核生化应急救援机构。2012~2014年，无线电公司分别实现收入1.61亿元、1.68亿元和1.87亿元；毛利率看，公司无线电业务毛利率波动较小，近三年分别为19.00%、21.43%和17.56%。2015年1~3月，无线电业务实现营业收入0.24亿元，毛利率上升至29.03%，主要是军品订单增加所致。

瑞宝生物成立于1997年3月12日，是国内生产天然食品添加剂系列产品的龙头企业，主营业务为天然色素系列产品、食品添加剂等。2012~2014年，瑞宝生物分别实现收入1.01亿元、1.65亿元和2.51亿元。毛利率方面，由于瑞宝公司2014年度生产产品机构油融产品占比相比前2年大幅提高，油融产品的毛利率低

于水溶产品，从而导致整体有所下降。2015年1~3月，瑞宝生物实现营业收入0.37亿元，毛利率为26.69%。

总体看，高新产业板块是目前公司收入和利润的重要来源，业务经营较为成熟，但公司对主要控股企业南天集团控制力较弱。公司其他高新业务板块尚在培育初期，对公司整体盈利能力影响较小。

5. 资源板块

公司在资源行业的投资主要表现在煤炭行业，主要运营主体为下属全资或控股子公司——云南工投基础产业有限责任公司（以下简称“基础产业公司”）及云南曲靖工投矿业投资发展有限公司（以下简称“曲靖矿业公司”）。

资源储量方面，目前基础产业公司拥有禄丰白沙煤矿、昭阳红泥煤矿和龙陵大坝煤矿的采矿权，资源储量2582.42万吨；曲靖矿业公司成立于2009年，拥有扒弓煤矿和大沟煤矿的采矿权，资源储量约5510万吨。2011年，云南省曲靖市富源县黄泥河镇上厂煤矿发生一起煤与瓦斯突出事故，云南省出台相关政策全省年产3万吨及以下的矿井、年产9万吨及以下的高瓦斯矿井、煤与瓦斯突出矿井、年产9万吨及以下的按照煤与瓦斯突出管理的矿井进行停产。按照国家出台对年产能小于120万吨，单矿产能小于30万吨/年的煤矿全部停产。受国家和云南省地方政策限制，公司大沟煤矿于2012年开始停产，扒弓煤矿仅在2013年生产3个月便停产。目前公司正在进行煤炭资源整合工作，大沟煤矿已获得6扩15万吨/年项目核准，6扩15万吨/年项目前期工作完成，正在开展6扩30万吨/年的前期工作，扒弓煤矿于今年7月完成了勘探报告的编制，现正在云南省国土资源厅评审备案，待评审通过后立即开展8扩45万吨/年的前期工作。

表10 公司资源储备（单位：万吨、万吨/年）

矿产名称	资产种类	储量	产能
禄丰白沙煤矿	褐煤	246.42	6
昭阳红泥煤矿	褐煤	2196.00	3
龙陵大坝煤矿	褐煤	140.00	3
扒弓煤矿	褐煤	4000.00	8
大沟煤矿	褐煤	1510.00	6
合计	--	8092.42	--

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司资源板块分别实现收入 2.73 亿元、3.80 亿元和 2.74 亿元。近三年，公司资源板块营业收入波动增长主要是公司贸易煤业务带动所致。2012 年以来，受当地其他企业矿难影响及国家产业政策影响，曲靖矿业公司煤炭开采业务面临整顿，开采收入占比下降，煤炭贸易业务收入大幅上升。2015 年 1~3 月，公司资源板块实现营业收入 0.04 亿元，均为煤炭贸易业务收入。

鉴于云南省丰富的矿产资源优势，以及配合省政府资源整合政策的实施，公司作为云南省工业投资平台，该业务板块成长性较好。但现阶段该业务板块仍处于发展初期，收入与利润规模较小；与云南省内大型资源性企业相比，公司资源储备相对较少，加上公司主要立足于对省内中小型资源类企业的整合及培育，未来公司对该业务板块资源整合、安全环保等方面的资本支出仍较大。

6. 现代服务业板块

公司现代服务业板块主要企业包括：云南省国资物业管理有限公司、云南省国资粮油贸易有限公司、云南产权交易所有限公司、云南省投融资担保有限公司（截至 2014 年底，云南省投融资担保有限公司所有者权益为 2.33 亿元，截至 2014 年底，该公司在保余额为 3.54 亿元。）和云南惠理股权投资基金管理有限公司。

2012~2014 年，公司现代服务业板块分别实现营业收入 5.22 亿元、7.85 亿元和 4.91 亿元，毛利率分别为 13.28%、10.42%和 15.15%，毛利率波动上升，主要是产交所、担保公司在 2014 年度现代服务业板块收入中占比上升，产权交易和担保业务成本低所致。2015 年 1~3 月，公司现代服务业板块实现营业收入 0.43 亿元，毛利率为 19.74%。

7. 未来发展

公司将继续加大对四大主营业务板块和现代服务业的投资力度，2015~2017 年，公司本部围绕四大主板块及现代服务业板块的投资总额约为 119.80 亿元，截至 2015 年 3 月已完成投资 5.35 亿元。现阶段公司部分子公司尚处于发展投入期，盈利能力相对较弱，需要投入大量资金，资金来源主要为债务融资、自有资金及项目投资收益。

表 11 2015~2017 年公司投资计划（单位：亿元）

项目名称		总投资	截至 2015 年 3 月底已完成投资	投资计划		
				2015 年	2016 年	2017 年
工业园区板块	昆明	13.80	0.33	5.50	4.20	4.10
	曲靖	12.30	0.58	2.30	6.00	4.00
	昭通	28.00	0.60	8.00	12.00	8.00
	大理	18.20	0.57	2.20	5.00	11.00
	同图	2.20	0.06	1.00	1.20	--
	合计	74.50	2.14	19.00	28.40	27.10
医药板块		7.00	0.40	2.00	1.00	4.00
高新技术板块	南天	7.00	--	2.00	2.00	3.00
	瑞宝	1.00	0.01	0.1	0.1	0.8
	无线电	5.70		1.20	1.80	2.70

	合计	13.70	0.01	3.30	3.90	6.50
资源板块	曲靖矿业	13.00	0.14	4.00	5.00	4.00
	基础产业	6.60	0.17	2.60	2.00	2.00
	合计	19.60	0.31	6.60	7.00	9.00
现代服务业		8.25	2.49	3.10	2.15	3.00
合计		119.80	5.35	33.90	42.30	43.60

资料来源：公司提供

总体来看，公司自组建以来，投资规模逐步加大，工业园区、医药、高新技术及资源四大主业板块和现代服务业板块已逐步形成，但2014年以来主要受国内宏观经济增速放缓影响，公司自身盈利能力仍较弱，短期内公司主业尚未形成与其资产规模相匹配的盈利能力，需要投入大量资金，对外融资需求较大，公司主要通过债务融资满足后续资金需求，短期内债务负担可能有所上升。

八、募集资金使用情况

2011年5月公司发行“11云工投MTN1”，发行额度12亿元，发行期限5年，其中7.4亿元用于补充流动资金，4.6亿元用于调整债务结构。截至2015年3月底，募集资金已按计划使用完毕。

2012年3月公司发行“12云工投MTN1”，发行额度7亿元，发行期限5年，募集资金用于偿还银行贷款（5亿元）和补充营运资金（2亿元）。截至2015年3月底，募集资金已经按照计划使用完毕。

2014年5月公司发行“14云工投MTN001”，发行额度5亿元，发行期限为10年，在该中期票据存续期内的第7年末，公司可选择上调票面利率0-200个基点（含本数），在存续期前7年票面零利率价上调基点，在票据存续期后3年固定不变。此募集资金全部用于偿还到期债务。截至2014年底，募集资金已经按照计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012~2013年合并财务报表已经中瑞岳华会计师事务所审计，2014年合并报表已经中审亚太会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。公司提供的2015年一季度财务数据未经审计。

截至2014年底，公司资产总额为328.35亿元，所有者权益合计为116.02亿元（其中少

数股东权益23.00亿元）。2014年，公司实现营业收入67.44亿元，利润总额5.02亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为332.17亿元，所有者权益合计为117.56亿元（其中少数股东权益22.56亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入9.07亿元，利润总额-0.18亿元。

1. 盈利能力

受2012~2014年，公司合并口径营业收入年均复合增长3.24%，2014年公司实现营业收入67.44亿元，同比下降10.90%，主要系园区板块项目建设受周期影响，2014年较上一年结算项目大幅减少所致。2012~2014年，营业成本波动增长，年均复合增长2.65%，低于公司收入增长率。公司2012~2014年营业利润率小幅波动下降，2014年为17.30%，同比增长0.48个百分点。

从期间费用方面，2012~2014年，公司销售费用波动中有所增长，年均复合增长率为13.13%；公司管理费用三年稳定增长，年均复合增长率为7.63%；公司财务费用增长较快，年均复合增长率为62.86%；2014年公司期间费用以管理费用为主，为6.78亿元，主要由职工薪酬以及研究与开发费组成；2012~2014年，公司期间费用占营业收入的比重分别为15.29%、15.99%和20.22%，截至2014年底较上年有所上升，公司期间费用控制能力一般。

作为投资控股型企业，投资收益也是公司利润主要来源，2012~2014年公司投资收益年均复合增长10.34%，截至2014年底，公司实现投资收益5.26亿元，同比下降2.33%，主要系公司持有可供出售金融资产期间取得的投资收益及处置长期股权投资获得收益分别减少2.59亿元和1.76亿元所致。

2012~2014年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长53.31%，截至2014年底，公司营业外收入为2.89亿元，同比增长153.37%，主要系2014年处置了部分非流动资

产所致，公司营业外收入以收到各项政府补助 1.03 亿元（占 35.67%）和非流动资产处置利得 1.57 亿元（占 54.35%）为主。公司 2014 年投资收益及营业外收入为同期利润总额的 162.23%，为公司利润的主要来源。

2012~2014 年，公司合并口径利润总额波动减少，净利润快速下降，年均复合下降 11.59%和 15.80%，2014 年，公司合并口径利润总额及净利润分别为 5.02 亿元和 3.54 亿元，分别较上年减少 25.19%和 28.49%。其中，归属母公司的净利润为 2.60 亿元。

从盈利指标看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.11%和 3.05%，较上年均有所下降，公司整体盈利能力仍偏弱。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.07 亿元，完成 2014 年全年的 13.44%，营业利润率下降至 12.77%；公司 2015 年第一季度实现投资收益 0.62 亿元，为 2014 年全年的 11.85%。公司 2015 年 1~3 月实现利润总额-0.18 亿元。

总体看，公司整体盈利能力偏弱，利润主要来自投资收益及营业外收入。

2. 现金流及保障

2012~2014 年，从经营活动产生的现金流量看，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动减少，三年复合减少 2.89%，2014 年为 55.89 亿元；公司经营活动现金流出主要系购买商品、接受劳务所支付的现金，2014 年该部分现金支出为 50.31 亿元。此外，2014 年收到和支付其他与经营活动相关的现金较上年均大幅上升，收到其他与经营活动相关的现金主要包含与其他单位的往来及代收款 7.35 亿元，公司保证金、定金、押金 2.78 亿元，政府补助 1.03 亿元；支付其他与经营活动相关的现金主要包含公司保证金、定金、押金 4.71 亿元，期间费用 3.34 亿元和与其他单位的往来及代付款 2.96 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额为 -4.13 亿元、-9.08 亿元和-8.09 亿元，主要系由于工业园区板块中的昭阳产业公司玩具城项

目、曲靖经开区公司尚处在建设期，只有大量项目资金流出而未能产生收益所致。由于医药公司药品销售款受医院等级建设的影响未及时支付，导致公司现金收入比波动下降，2014 年为 82.86%，较 2013 年上升 3.14 个百分点，目前公司收入实现质量较差。

从投资活动产生的现金流量看，2014 年公司投资活动现金流出量为 7.89 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（3.06 亿元）和投资支付的现金（3.41 亿元），其中购建固定资产、无形资产等支付的现金主要由医药马金浦生产基地建设和曲靖工投矿业技改形成；投资支付的现金主要为工投产业基金投资金融产品。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金净额均表现为净流出状态，分别为-1.44 亿元、-2.06 亿元和-1.57 亿元，呈现出净流出的状态。

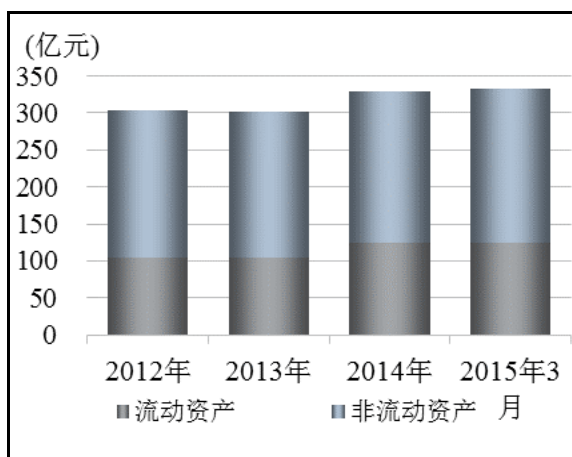
近三年公司筹资活动现金流入波动增长，2014 年为 45.68 亿元。2014 年公司筹资活动产生的现金流出规模有所上升，主要由偿还债务支付的现金构成。2014 年，公司筹资活动现金流量净额为 13.36 亿元，较上年较快增长，主要系由于 2014 年发行一期短期融资券，一期中期票据，二期定向工具募集资金所致。

2015 年 1~3 月，公司实现经营性净现金流 -3.73 亿元；公司现金收入比为 105.74%；同期，公司投资活动现金流量净额为-4.36 亿元；筹资活动现金净额 1.96 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，但收入实现质量较差；随着建设项目的增加，资本支出仍然保持一定规模；近年来公司筹资力度有所增加，债务负担进一步加重。总体看，未来随着公司投资规模的扩大，公司对外筹资压力有可能进一步加大。

3. 资本及债务结构 资产

图 2 2012~2015 年 3 月底公司资产情况



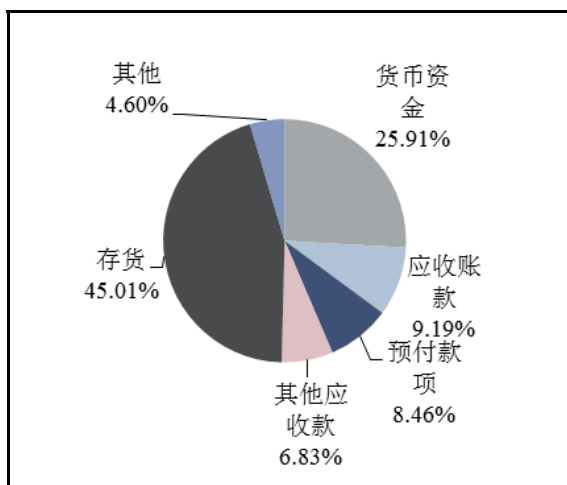
资料来源：根据公司财务数据绘制

2012~2014年，公司资产总额波动增长，年均复合增长3.93%，截至2014年底，公司资产总额为328.35亿元，同比增长8.71%。资产构成方面，流动资产和非流动资产分别占总资产的37.80%和62.20%，公司以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产波动增长，年均复合增长8.81%，截至2014年底，公司流动资产合计124.11亿元，主要由货币资金（占25.91%）、应收账款（占9.19%）、预付款项（占8.46%）、其他应收款（占6.83%）以及存货（占45.01%）构成。

图3 2014年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务数据绘制

2012~2014年，公司货币资金波动减少，年均复合减少4.16%，截至2014年底，公司货币

资金共计32.16亿元，同比增长15.21%，主要系由于2014年发行短期融资券，中期票据等直接债务融资工具募集资金所致。其中银行存款占76.25%，其他货币资金占23.69%，另有少部分现金。2014年公司受限制的货币资金为3.61亿元，占货币资金的比例为11.22%。

2012~2014年，随着公司业务规模不断扩大，公司应收账款快速增长，年均复合增长率为22.52%。截至2014年底，公司应收账款账面余额11.99亿元，主要由医药工业公司药品配送（销售）形成5.78亿元，南天集团产品销售形成3.82亿元，粮贸公司粮食贸易形成0.51亿元构成；其中账龄在1年以内的款项占87.37%，1~2年的占6.40%，2年以上的占比6.23%，账龄较短；截至2014年底，公司共计提坏账准备0.59亿元，计提比例4.91%，计提较适宜，公司应收账款账面净额11.40亿元，同比增长8.21%，主要系由于公司扩大销售规模，并相应扩大赊销规模等所致。从欠款方来看，前五名合计占11.53%，集中度低，大部分为业务往来款。整体看，公司应收账款坏账风险较低。

表12 截至2014年底公司应收账款前5名单位情况
(单位：万元、%)

单位名称	金额	比例	账龄
中国银行股份有限公司	4466.00	3.72	1年以内
昆明轨道交通集团有限公司	3909.88	3.26	1年以内
湛江农大粮油发展有限公司	2088.41	1.74	1年以内
中国建设银行股份有限公司	1883.22	1.57	1年以内
云南煤焦销售运输公司	1491.08	1.24	1年以内
合计	13838.59	11.53	

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司预付款项快速下降，年均复合减少20.12%，截至2014年底，公司预付款项为10.50亿元，同比减少31.34%，主要系部分工程完工，预付款项结清所致。

表 13 截至 2014 年底公司预付账款前 5 名单位情况
 (单位: 万元、%)

单位名称	金额	比例	账龄
昭通市国土资源局昭阳工业园区分局	18676.00	17.74	3 年以上
联想(北京)有限公司	4256.10	4.04	1 年以内
昭通市开发投资有限责任公司	3000.00	2.85	1 年以内
华贸广通供应链管理(北京)股份有限公司	1961.00	1.86	1 年以内
湛江鲁粤粮油有限公司	1443.25	1.37	1 年以内
合计	29336.35	27.86	

资料来源: 公司审计报告

2012~2014 年, 公司其他应收款分别为 2.58 亿元、2.63 亿元和 8.48 亿元, 年均复合增长 81.42%, 截至 2014 年底, 公司其他应收款同比大幅上涨 222.14%, 主要系由于昆明经开区应收同创和会伦的代垫税费及其他往来款项增加 2.20 亿元, 昆明水泥厂增加应收政府轨道建设拆迁补偿款 1.60 亿元, 国资建材增加应收瑞安建材公司一揽子协议债权款 0.70 亿元, 工投集团增加应收贵州东城明珠委托贷款 0.80 亿元所致。2014 年公司累计计提坏账准备 0.48 亿元。从账龄上看, 1 年以内的占 87.77%, 1~2 年的占 6.28%, 2~3 年的占 1.90%, 3 年以上的占 4.05%。公司其他应收款平均账龄短, 坏账风险较低。从欠款方来看, 前五名合计占 39.62%, 集中度尚可。

 表 14 截至 2014 年底公司其他应收款前 5 名单位情况
 (单位: 万元、%)

单位名称	金额	比例	账龄
碧鸡街道办事处	15724.65	17.64	1~2 年
贵州东城明珠综合休闲管理有限责任公司	8595.11	9.64	1 年以内
云南瑞安建材投资有限公司	7333.33	8.23	1 年以内
泸西县伟洪吉宇化工有限责任公司	1909.90	2.14	1 年以内

云南省工业投资控股集团有限责任公司

昆明市财政局昆明经济技术开发区分局	1762.70	1.97	1 年以内
合计	35325.69	39.62	

资料来源: 公司审计报告

2012~2014 年, 公司存货年均复合增长 20.14%, 截至 2014 年底, 公司存货账面价值 55.86 亿元, 同比增长 27.42%, 主要系园区产业土地收储、商业项目及标准厂房等项目陆续投入所致, 公司存货以自制半成品及在产品构成为主, 占比为 75.05%。

2012~2014 年, 公司其他流动资产逐年减少, 年均复合减少 29.70%, 截至 2014 年底, 公司其他流动资产为 1.74 亿元, 同比大幅下降 50.20%, 主要系公司所持有的银行理财产品大幅减少所致。2014 年, 公司其他流动资产主要由预交税金和待抵扣进项税构成(分别占 47.55% 和 22.53%)。

非流动资产

2012~2014 年, 公司非流动资产保持相对稳定, 年均复合增长 1.26%, 截至 2014 年底, 公司非流动资产 204.25 亿元, 较上年略有上升, 主要由可供出售金融资产(占 33.97%)、长期应收款(占 42.44%)、长期股权投资(占 2.63%)、固定资产(占 7.69%)、在建工程(占 4.26%)和无形资产(占 5.09%)构成。

公司作为投资控股型企业, 长期股权投资是公司资产的重要组成部分。近三年长期股权投资大幅下降, 分别 47.82 亿元、47.39 亿元和 5.37 亿元, 主要系由于会计准则变更, 将原计入长期股权投资转入可供出售金融资产。2014 年公司长期股权投资主要为对联营企业的投资(占 99.86%), 由云南云天化石化有限公司等 15 家公司组成。公司现有的股权投资质量较好。

2012~2014 年, 公司可供出售金融资产年均复合增长 103.02%, 由于会计准则变更, 2014 年公司将长期股权投资 42.20 亿元调整计入可供出售金融资产, 导致公司可供出售金融资产科目大幅上涨, 截至 2014 年底, 公司可供出售

金融资产 69.38 亿元，同比增长 396.39%。总体看，公司可供出售金融资产流动性强，股权价值较大，资产质量优良。

公司作为云南省政府国开行转贷主体的三大平台之一，长期应收款在公司资产中历年占比较高。2012~2014 年，公司长期应收款年均复合减少 6.97%，截至 2014 年底，公司长期应收款 86.67 亿元，同比减少 8.65%，主要系公司承接的由云南省财政纳入财政预算的政府信用贷款到期归还所致。2014 年公司长期应收款主要为代付政府信用贷款，到期本息由政府纳入财政预算全额拨付公司专项用于归还贷款本息，产生利息及其他费用均由政府收取及支付。

2012~2014 年，公司固定资产规模快速增长，年均增长率为 40.17%，截至 2014 年底，公司固定资产原值为 22.01 亿元，以房屋及建筑物（占 66.89%）和机器设备（占 21.69%）为主。2014 年公司累计折旧 6.28 亿元，固定资产净值为 15.71 亿元，同比增长 44.88%，主要系房屋建筑物、机器设备和其他增加所致。

2012~2014 年，公司在建工程波动增长，年均增长率为 2.17%，截至 2014 年底，公司在建工程为 8.69 亿元，同比下降 19.47%，主要系马金铺植物药工业园大部分转入固定资产所致。

2012~2014 年，公司无形资产年均复合下降 0.92%，截至 2014 年底，公司无形资产账面价值 10.39 亿元，主要系由土地使用权（6.82 亿元）和特许权（3.15 亿元）构成。受云南国资建材下的昆明水泥厂因市政建设昆明地铁修建征用土地导致土地使用权减少，2014 年底公司无形资产同比减少 8.90%。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 332.17 亿元，较 2014 年底增长 1.16%，公司资产中流动资产占 37.54%，非流动资产占 62.46%，非流动资产占比略有上升，主要系可供出售金融资产和在建工程的增长所致。

总体看，公司资产规模较为稳定，可供出售金融资产金额较大，资产总额中长期应收款占比较大，可供出售金融资产质量较好，公司整体资产质量一般。未来随着公司非主业股权资产的处置、现有主业资产的增加及盈利能力的增强，公司资产质量有望逐步提升。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.29%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 116.02 亿元，同比增长 13.09%，主要系由于其他综合收益和未分配利润的增加所致。其中归属于母公司所有者权益 93.02 亿元，占 80.18%；少数股东权益 23.00 亿元，占 19.82%，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 68.80%、资本公积占 10.65%、盈余公积占 1.21%、未分配利润占 7.59%、其他综合收益占 11.72%，所有者权益结构稳定性较好。

2014 年，实收资本与上年保持不变，仍为 64.00 亿元，其中云南省国资委出资人民币 52.28 亿元，云天化集团出资人民币 3.2 亿元，昆明钢铁、云南铜业、云南冶金和云南锡业分别出资人民币 2.13 亿元，均为货币出资。

2012~2014 年，公司资本公积逐年减少，分别为 14.41 亿元、10.45 亿元和 9.91 亿元，年均复合下降 17.08%，2013 年系由于将资本公积金额调整至实收资本所致，2014 年系由于会计政策变更，将可供出售金融资产公允价值调整计入其他综合收益所致。2014 年，公司其他综合收益主要为以公允价值计量的上市公司股权公允价值变动部分。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 117.56 亿元，较 2014 年底上升 1.33%，其中归属于母公司所有者权益 95.01 亿元（占 80.81%），少数股东权益 22.56 亿元（占 19.19%）。所有者权益构成较 2014 年底变化较小。

负债

受公司发行中期票据、私募债及其它应付账款增加影响，2012~2014 年公司负债年均复合

增长 1.76%，负债总额保持相对稳定。截至 2014 年底，公司负债合计 212.33 亿元，较上年有所上升，其中流动负债占 31.01%，非流动负债占 68.99%。2015 年 3 月底，受长期借款增加的影响，公司负债上升至 214.61 亿元。

2012~2014 年，公司流动负债基本保持稳定，截至 2014 年底，公司流动负债 65.84 亿元，主要包括短期借款（占 25.27%）、应付账款（占 19.99%）、预收款项（占 10.60%）和其他应付款（占 21.56%）。

截至 2014 年底，公司短期借款 16.64 亿元，较上年减少 13.80%，主要系由于减少了信用借款 10.46 亿元。截至 2014 年底，公司应付账款 13.16 亿元，同比增长 10.81%，主要系曲靖经开区提取的土地摘牌款 1.00 亿元以及医药公司伴随 2014 年度营业额增长，相应采购增长所致。截至 2014 年底，公司预收款项 6.98 亿元，同比下降 53.85%，主要系预售项目完成交接，预收款项结算所致。截至 2014 年底，公司其他应付款 14.19 亿元，较上年上升 22.11%，主要系公司及其下属子公司业务扩张，使得与其他企业往来款项增加所致；从账龄看，其他应付款中 1 年以内的占比 66.40%、1~2 年的占比 13.01%、2~3 年的占比 4.17%、3 年以上的占比 16.42%，公司其他应付款账龄平均偏短。

2012~2014 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 2.40%，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 146.49 亿元，主要系由长期借款（占 9.23%）、应付债券（占 25.57%）和长期应付款（占 60.13%）构成。

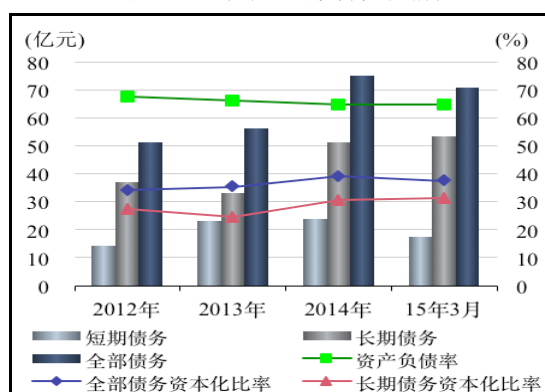
2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 100.97%，截至 2014 年底，公司长期借款 13.53 亿元，同比增长 103.15%，主要是由于新增抵押借款及保证借款所致；2012~2014 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 5.37%，截至 2014 年底，公司应付债券 37.46 亿元，分别为公司于 2010 年发行的“10 云南工投债”账面余额 7.68 亿元、2011 年发行的“11 云工投 MTN1”账面余额 11.95 亿元、2012 年发

行的“12 云工投 MTN1”账面余额 6.95 亿元、2014 年发行的“14 云工投 MTN001”账面余额 4.93 亿元、“14 云工投 PPN001”账面余额 2.98 亿元以及“14 云工投 PPN002”账面余额 2.98 亿元；2012~2014 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合减少 6.08%，截至 2014 年底，公司长期应付款 88.09 亿元，同比下降 8.49%，该部分负债主要为政府信用转贷资金，由云南省财政统一偿还，不构成公司自身债务。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额合计 214.61 亿元，其中流动负债 65.19 亿元（占 30.38%），非流动负债 149.42 亿元（占 69.62%）。非流动负债占比略有上升，主要系长期借款增长所致。负债结构较 2014 年底保持稳定。

从债务结构规模看，考虑到 2014 年其他流动负债中包含短期融资券，实际为公司有息债务，此处将其调整至短期债务。2014 年底，公司全部债务合计 74.94 亿元，较上年增长 33.35%，其中短期债务占比 31.96%，长期债务占比 68.04%，公司债务以长期有息债务为主。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 77.81 亿元，较 2014 年底略有下降；其中短期债务占比 24.77%，长期债务占比 75.23%；公司债务结构较 2014 年底变动较小。

图 4 近年来公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务数据绘制

从债务指标看，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.67%、39.24%和 30.53%，其中资产负债率较上年底略有下降，全部债务资

本化比率和长期债务资本化比率较上年均有所上升；公司有息债务负担有所上升。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 64.61%、37.59%和 31.18%，公司债务负担变化不大，仍处于适宜范围，债务结构合理。未来随着公司在建工程不断投入，公司负债规模将有所提高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产增长影响，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 188.49%和 103.65%，较 2013 年底均有所上升；2015 年 3 月底两项指标分别为 191.30%和 101.63%，较上年分别上升、下降 2.80%和 2.02%。近三年公司经营活动现金净流量保持流出状态，导致公司经营现金对流动负债不具有保护能力。另外考虑到公司流动资产中预付账款和存货占比较大，流动资产及速动资产对流动负债的实际保障程度一般，同时经营获现能力弱，公司实际短期偿债能力应弱于指标值。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 逐年增加，2014 年为 11.35 亿元，增速低于公司债务规模的增速，公司全部债务/EBITDA 较上年有所上升，2014 年为 6.60 倍，EBITDA 利息倍数为 1.87 倍，整体偿债能力指标有所下降。考虑到公司可供出售金融资产流动性较好，可以在一定程度上缓解公司的偿债压力，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司共获银行授信额度 55.00 亿元，未使用额度 22.27 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2014 年底，公司下属子公司云南省投融资担保有限公司从事对外担保业务，该公司在保余额为 3.54 亿元。因该业务为云南省投融资担保有限公司主营业务，剔除该业务后公司无对外担保。

5. 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（机构信用代码：G1053010101065610W），截至 2015 年 5 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息。公司下属子公司云南省国资粮油贸易有限公司曾于 2012 年发生一笔 2000 万元人民币的已结清关注类贷款信息，此外，公司未有其他不良贷款记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及云南省区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到云南省政府对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“11 云工投 MTN1”、“12 云工投 MTN1”和“14 云工投 MTN001”，合计 24 亿元（以下简称“存续期债券”）。

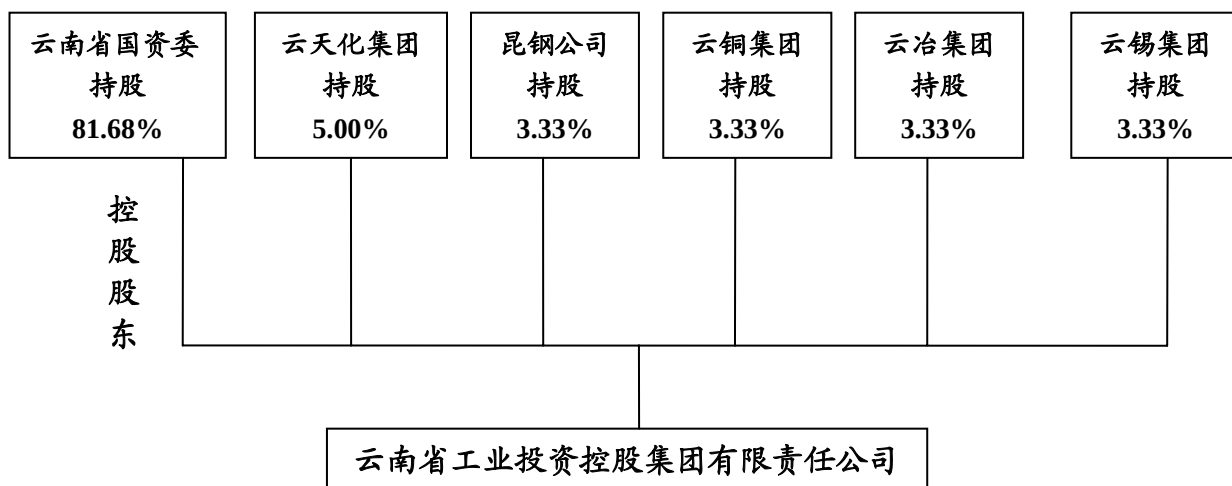
2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和可供出售金融资产对存续期内债券的保障倍数分别为 0.47 倍、2.86 倍、-0.34 倍和 2.89 倍。公司经营活动现金流入量及可供出售金融资产对存续期内债券合计的覆盖程度较好。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较好，对偿债高峰期债券保障能力好。

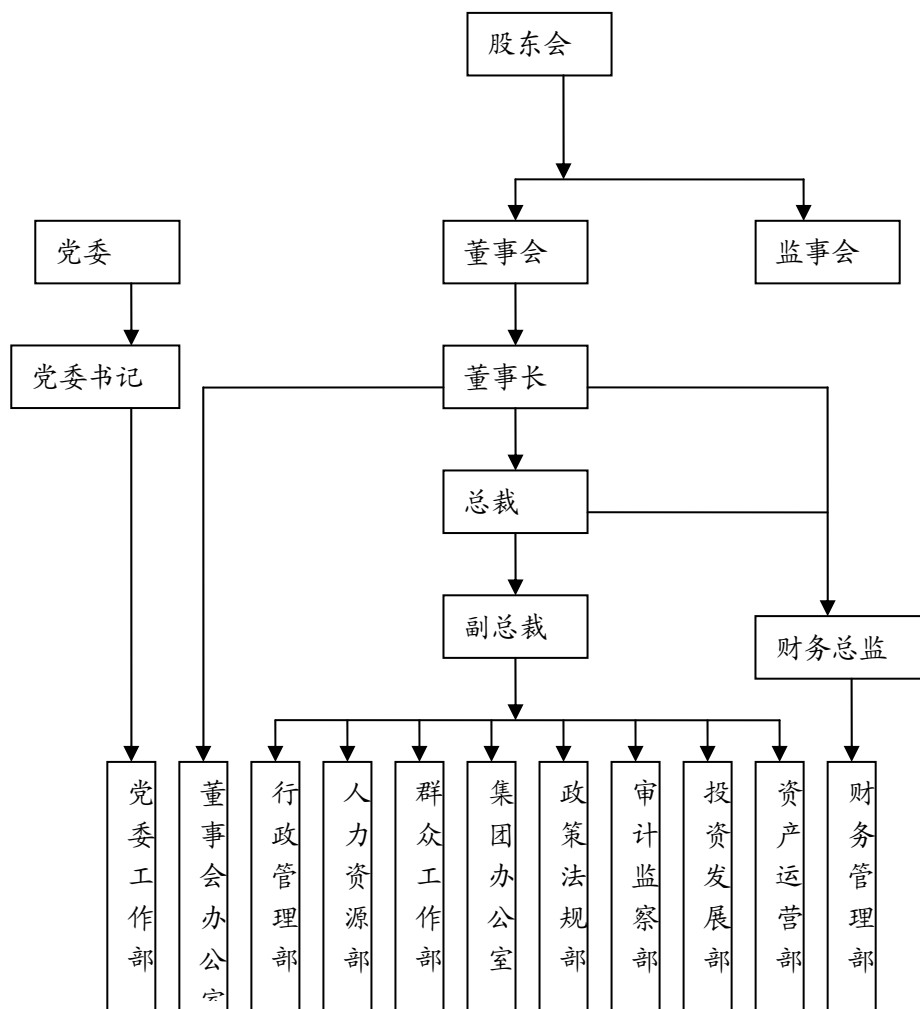
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11 云工投 MTN1”、“12 云工投 MTN1”、“14 云工投 MTN001” AA⁺ 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.73	28.38	36.09	33.82
资产总额(亿元)	304.00	302.04	328.35	332.17
所有者权益(亿元)	98.93	102.59	116.02	117.56
短期债务(亿元)	14.05	23.03	23.95	24.54
长期债务(亿元)	37.09	33.17	50.99	53.27
全部债务(亿元)	51.14	56.20	74.94	77.81
营业收入(亿元)	63.28	75.70	67.44	9.07
利润总额(亿元)	6.42	6.71	5.02	-0.18
EBITDA(亿元)	9.52	10.98	11.35	--
经营性净现金流(亿元)	-4.13	-9.08	-8.09	-3.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.33	7.86	5.84	--
存货周转次数(次)	1.49	1.49	1.08	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.25	0.21	--
现金收入比(%)	93.64	79.72	82.86	105.74
营业利润率(%)	17.31	16.82	17.30	12.77
总资本收益率(%)	4.56	4.83	4.11	--
净资产收益率(%)	5.05	4.83	3.05	--
长期债务资本化比率(%)	27.27	24.43	30.53	31.18
全部债务资本化比率(%)	34.08	35.39	39.24	39.83
资产负债率(%)	67.46	66.03	64.67	64.61
流动比率(%)	160.37	157.46	188.49	191.30
速动比率(%)	101.16	91.22	103.65	101.63
经营现金流动负债比(%)	-6.32	-13.72	-12.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.28	3.03	1.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	5.12	6.60	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中包含短期融资券，已调至短期债务中。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (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
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%

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
 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 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

