



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪279号

昆明云内动力股份有限公司：

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“2012年昆明云内动力股份有限公司公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月八日

2012 年昆明云内动力股份有限公司 公司债券跟踪评级报告 (2018)

发行主体	昆明云内动力股份有限公司		
担保主体	昆明交通产业股份有限公司		
债券简称	12 云内债		
债券代码	112107		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	6 年期：2012/8/27-2018/8/27		
上次评级时间	2017/06/02		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

云内动力	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益 (亿元)	36.71	44.80	54.44	55.68
总资产 (亿元)	71.12	86.69	107.86	121.18
总债务 (亿元)	21.93	23.91	26.80	35.66
营业总收入 (亿元)	28.32	39.26	59.10	17.74
营业毛利率 (%)	16.70	13.76	11.94	16.39
EBITDA (亿元)	4.53	5.29	5.52	-
所有者权益收益率 (%)	4.66	4.99	4.77	8.99
资产负债率 (%)	48.38	48.31	49.53	54.05
总债务/EBITDA (X)	4.84	4.52	4.86	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.37	4.63	6.13	-
昆明交产	2015	2016	2017	
所有者权益 (亿元)	298.58	307.54	334.01	
总资产 (亿元)	646.81	714.04	791.73	
总债务 (亿元)	236.85	298.87	300.06	
营业总收入 (亿元)	45.84	60.22	88.42	
营业毛利率 (%)	26.08	5.27	3.39	
EBITDA (亿元)	13.22	14.45	16.33	
所有者权益收益率 (%)	3.06	3.33	3.08	
资产负债率 (%)	53.84	56.93	57.81	
总债务/EBITDA (X)	17.92	20.69	18.38	
EBITDA 利息倍数 (X)	5.27	0.71	3.00	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2017 年，昆明云内动力股份有限公司（以下简称“云内动力”或“公司”）完成对深圳市铭特科技有限公司（以下简称“铭特科技”）100%股权的收购，新增工业级卡支付业务，业务结构得以丰富。同时，公司已成为国内国五排放布局最全面的轻型柴油机生产企业，在相关政策导向及下游市场需求高速增长的环境下，当年柴油发动机产销量实现大幅增长，整体业务规模快速提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务结构集中于短期债务、偿付压力较大等因素对公司业务运营的稳定性及信用水平产生的影响。

中诚信证评维持云内动力主体信用级别 AA，评级展望为稳定；维持“2012 年昆明云内动力股份有限公司公司债券”信用级别为 AA⁺，该债项级别同时也考虑了昆明交通产业股份有限公司（以下简称“昆明交产”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保保证对本次债券本息偿付所起到的保障作用。

正 面

- 行业地位突出。公司精准布局国五产品，实现产品及技术的升级，目前车用发动机均符合国四排放，且多数产品符合国五排放，并具备升级国六的潜力，成为国内国五排放布局最全面的轻型柴油机生产企业，2017 年在细分领域的市场占有率为 10.16%，销量排名第三，行业地位突出。
- 业务结构丰富，收入规模大幅增长。2017 年公司收购铭特科技，新增工业级卡支付业务（于 2017 年 10 月纳入合并范围），业务结构得以丰富。同时，在相关政策导向及下游市场需求高速增长的环境下，当年公司柴油机产销量实现大幅增长，推动全年营业收入同比增长 46.83%。
- 财务结构较稳健。2017 年公司完成发行股票购

分 析 师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

郭敏军 gmiwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月8日

买资产，自有资本实力增强，截至 2018 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 54.05%和 39.04%，财务杠杆比率处于适中水平，财务结构较稳健。

- 担保安排对本次债券偿付安全性的有效提升。昆明交产业务结构较为多元，收入规模逐年增长，且当前财务结构较稳健，经营性现金流保持净流入，可对本次债券的按期偿还提供有力保障。

关 注

- 短期债务偿付压力。因业务规模扩张，公司总债务规模保持增长，且随着应付债券即将到期，债务结构进一步向短期债务集中。截至 2018 年 3 月末，公司总债务 35.66 亿元，短期债务为 34.17 亿元，短期债务偿付压力较大。
- 经营性现金流呈净流出。2017 年以来公司业务规模快速扩张，业务垫资规模大幅上升，2017 年和 2018 年一季度经营活动净现金流分别为 -5.38 亿元和 -4.16 亿元，经营性现金流呈净流出，中诚信证评对公司未来经营性现金流状况予以关注。
- 担保方盈利高度依赖政府补助。2017 年受毛利率下滑以及期间费用的大幅吞噬影响，昆明交产经营性业务利润为 -1.91 亿元。但得益于当年取得政府补助 11.26 亿元和股权投资收益 1.26 亿元的支撑，昆明交产实现扭亏为盈，当年利润总额 10.61 亿元，盈利对政府补助的依赖程度高，中诚信证评对昆明交产未来盈利及政府补助支持情况将予以关注。

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

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

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

重大事项（一）

昆明市人民政府国有资产监督管理委员会拟以公司股东云南云内动力集团有限公司（以下简称“云内集团”）增资扩股的方式引入战略投资者，推进云内集团开展混合所有制改革相关工作，该事项涉及云内集团层面的股权变更，可能导致公司实际控制人发生变更。中诚信证评对后续云内集团混改进展以及可能涉及到公司实际控制人发生变更的情况予以关注。

重大事项（二）

2017年7月20日，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证券监督管理委员会审核通过。截至2017年9月末，公司对标的资产深圳市铭特科技有限公司（以下简称“铭特科技”）100%股权已完成过户，并于同年10月纳入合并范围，转让资产评估价值8.60亿元，转让价格8.35亿元。经中国证券监督管理委员会《关于核准昆明云内动力股份有限公司向贾跃峰等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2017】1609号）核准，公司于2017年12月完成向贾跃峰、张杰明、周盛、深圳市华科泰瑞电子合伙企业（有限合伙）发行134,316,352股股票购买其持有的铭特科技100%股权；并向云内集团和博时基金管理有限公司发行78,947,367股股票，募集资金净额2.72亿元，用于公司补充流动资金。

行业环境

受益于下游市场需求的高速增长，2017年柴油机销量实现大幅增长，但在排放法规趋严及车企自配量份额不断提升的双重压力下，独立的发动机制造企业竞争环境日益激烈。

根据中国汽车工业协会数据统计，2017年中国商用车产销量分别为420.87万辆和416.06万辆，同比分别增长13.81%和13.95%。而全年汽车整体市场产销量分别为2,901.54万辆和2,887.89万辆，同比增长3.19%和3.04%，商用车产销增长率比汽车总体的产销增长率分别高出10.62个百分点和

10.91个百分点，市场发展态势良好。

2017年以来，受宏观经济回暖、房地产投资增长、PPP项目落地、产品周期性更新等多重因素叠加，中国工程机械市场需求增长，加之2016年上半年低基数效应影响，市场保持高速增长态势，销量创历史新高。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2017年挖掘机销量140,302台，同比增长99.52%；装载机销量89,458台，同比增长46.81%；汽车起重机销量20,393台，同比增长129.70%；推土机销量5,707台，同比增长40.53%；销售压路机1,742台，同比增长45.67%；销售平地机4,522台，同比增长42.16%；销售叉车496,738台，同比增长3,423%；销售摊铺机2,390台，同比增长21.26%。

受益于商用车和工程机械下游市场的高速增长，2017年柴油机销量实现大幅增长，且增速明显高于汽油机。据工信部数据显示，2017年全国内燃机累计销量5,645.38万台，呈平稳增长态势，同比增长4.11%；其中，柴油机累计销量555.61万台，同比增长13.04%；汽油机累计销量5,088.95万台，同比增长3.21%。2017年我国车用柴油机实现产销量分别为357.08万台和357.52万台，同比分别增长20.25%和23.98%。

国家环保部、工信部公布分步实施机动车国五和非道路国III标准的时间轴，2016年4月起东部11省机动车实行国五标准，2017年起全国机动车实行国五标准，非道路机械全面推行国III标准。同时，轻型汽车国六排放标准已于2016年底发布，将于2020年在全国范围内正式实施。排放标准的升级将推动柴油机的升级换代，未来国五、国六逐步取代当前的国四。排放标准的升级对国内柴油机生产企业的产品结构带来的冲击应予以关注。

从车用柴油机竞争格局看，2017年销量前十家企业共销售柴油机305.18万台，占当年柴油机销售总量的85.36%，行业集中度较高。与2016年相比，柴油机销量排名前十的企业位次出现变化。受益于重卡市场的井喷，潍柴动力股份有限公司（股票代码：000338）表现不俗，完成销量48.82万台，同比增长54.54%，排名从2016年的第三升至第一；广西玉柴机器集团有限公司以销量48.76万台位居

第二，同比增长 70.49%，在销量排名前十的企业中增幅最大；云内动力 2017 年销量排名为第三，销量实现同比增长 14.54%。此外，北汽福田、中国一汽、东风股份、中国重汽、长城汽车销量均呈现同比两位数的增长，仅安徽全柴出现同比 0.22% 的微降。

图 1：2017 年车用柴油机市场份额



资料来源：前瞻产业研究院

近年，由于商用车行业相继实施国五、国六排放标准，其产品动力需求发生较大变化，进一步加剧了市场竞争。同时，商用车企业自配量上升，合资厂家依靠发动机产品成熟、质量稳定、可靠性强等优势，占据一部分中小缸径柴油机市场。在排放法规日趋严格及车企自配量份额不断提升的双重压力下，独立的发动机生产企业竞争环境日益激烈。

业务运营

公司自成立以来主要从事柴油机的研发、生产和销售，其多缸小缸径柴油发动机在国内同行业中处于领先水平，系公司收入及利润的主要来源。2017 年 10 月公司新增工业级卡支付业务，但当年纳入合并口径的收入规模较小，对营业收入贡献小。2017 年公司实现营业收入 59.10 亿元，同比增长 50.54%，其中柴油机业务（包含柴油机产品、配件及其他）和电子产品业务占比分别为 96.30% 和 0.68%。

表 1：2016~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

产品名称	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
柴油机业务	37.98	96.76	56.91	96.30
电子产品	-	-	0.41	0.68
其他	1.27	3.24	1.78	3.02
合计	39.26	100.00	59.10	100.00

注：电子产品业务于 2017 年 10 月收购铭特科技后纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司提前布局国五技术及产能，抓住国内排放标准升级带来的市场机遇，推进产品向大马力、高端化及环保型升级，2017 年柴油机产销量实现大幅增长；同时，积极布局国六标准发动机项目的投建，确保业务的可持续发展并巩固市场地位。

公司发动机产品可分为商用车柴油发动机、乘用车柴油发动机、非道路柴油发动机、天然气发动机和双燃料动力发动机。公司生产的商用车柴油发动机采用国际先进技术，升功率、升扭矩达到国际先进水平，排放已达国五标准，同时正在积极开发国六标准发动机并取得一定成效。公司各类发动机已在全国主要汽车企业（轻卡、平板、自卸、客车）的畅销车型上实现搭载，并已大批量上市，市场地位稳居前列。公司具有自主知识产权和国际先进水平的绿色节能环保型 DEV 系列电控高压共轨柴油机，排放已达国五标准，并先后与国内多家乘用车企业的 SUV、MPV 和轿车等车型配套。公司生产的 YN 系列非道路电控高压共轨柴油机，排放达到非道路第三、第四阶段要求，目前配套产品主要包括叉车、拖拉机、装载机、挖掘机、旋耕机和收割机等。整体看，针对国内车用和非道路的排放标准的升级，公司精准布局车用国五产品及非道路用第三阶段产品，实现产品及技术的升级。目前车用发动机均符合国四排放，且多数产品符合国五排放，并具备升级国六的潜力，成为目前国内国五排放布局最全面的轻型柴油机生产企业，行业竞争力进一步增强，为后期业务的发展奠定了良好的技术基础。

公司提前布局国五技术及产能，抓住国内排放标准升级带来的市场机遇，同时推动产品向大马

力、高端化及环保型升级。公司投建的“环保高效轻型商用车发动机产业化建设项目”于 2017 年底完工,增加年产 10 万台 YNF40 高效商用车柴油发动、年产 5 万台 YN30/36/38QNE 环保商用车天然气发动机,产能规模进一步扩张,为公司业务持续发展奠定基础。同时,公司正积极布局国六标准发动机的开发及产线的投建。2016 年公司非公开发行股票募集资金净额 6.35 亿元,用于投建“欧 VI 柴油发动机研发平台建设及生产智能化改造项目”。该项目建设期 2 年,计划于 2018 年 12 月完成,总投资金额约为 6.5 亿元。截至 2017 年,上述项目累计投入资金 1.34 亿元,鉴于项目计划于 2018 年 12 月完工,鉴于募投资金能够对项目投资形成良好的覆盖,公司未来资本支出压力相对较小。

目前,公司具备年产 YN 系列柴油 35 万台、D 系列柴油机 25 万台的生产能力。2017 年公司柴油机产销量分别为 35.53 万台和 36.33 万台,同比分别增长 3.34%和 14.54%。在下游市场需求高速增长的背景下,公司抓住国五车用柴油机切换关键时期和非道路柴油机第三阶段的推广机遇,全年柴油机销量大幅增长,实现销售收入 53.00 亿元,同比增长 45.01%,且产品结构进一步向高端、高附加值产品倾斜。据统计,2017 年公司销量排名第三,市场份额达 10.16%,行业地位突出。为推广国五产品及扩大市场占有率,公司采取低价、降价以及延长货款账期的策略,导致业务垫资规模大幅上升,2017 年末应收票据和应收账款余额分别同比增加 53.36%和 138.13%,加剧了自身资金周转压力;同时,当年公司毛利率由 14.81%下降至 11.99%,但产品结构向中高端转型升级,后期盈利空间有望实现提升。

表 2: 2016~2017 年公司各类柴油发动机销售情况

单位: 台、亿元

系列名称	2016		2017	
	销量	收入	销量	收入
YN 系列	121,729	15.34	146,827	19.49
100/102 系列	90,583	7.17	59,334	4.71
D 系列	47,873	10.94	113,859	26.18
90/95 系列	56,975	3.10	43,260	2.62
合计	317,160	36.55	363,280	53.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体看, 公司提前布局国五技术及产能, 抓住国内排放标准升级带来的市场机遇, 推进产品向大马力、高端化及环保型升级, 产品结构进一步优化。在下游需求高速增长的环境下, 2017 年公司柴油机产销量实现大幅增长, 市场份额靠前, 行业地位突出。同时, 公司还积极布局国 VI 标准发动机的投建, 确保业务的可持续发展并巩固市场地位。

铭特科技在工业级卡支付系统市场地位显著, 技术研发实力较强, 业务保持稳健发展, 丰富了公司的业务结构, 未来将对公司收入规模及盈利提供正面支持。

2017 年, 公司发行股票及支付现金购买铭特科技 100%股权, 新增工业级卡支付业务, 并于同年 10 月纳入合并范围, 因吸收合并而形成商誉 6.08 亿元。公司与贾跃峰、张杰明、周盛、深圳市华科泰瑞电子合伙企业(有限合伙)于 2017 年 3 月 10 日签署《利润补偿协议》, 业绩承诺人承诺 2016 年度、2017 年度和 2018 年度预计实现的经审计的扣除非经常性损益后净利润分别为 3,200 万元、5,250 万元和 8,000 万元, 若铭特科技三年累计实现扣非后的净利润低于三年累计承诺扣非后的净利润, 业绩承诺人将对上市公司予以补偿, 补偿金额中, 40%优先以现金支付, 60%优先以公司股份支付。铭特科技 2017 年度实现的经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 6,086.75 万元, 已完成业绩承诺, 完成比例 115.94%。

铭特科技系国内领先的工业级卡支付设备解决方案提供商, 在工业级卡支付系统市场占有率稳居行业第一(资料来源于公司年报), 目前已形成加油(气)机支付系统、充电桩支付系统、自助终端支付系统等几大板块。加油(气)机支付系统是主要应用于中国石油、中国石化加油站的加油(气)机, 用户加油时通过加油 IC 卡进行费用支付, 取代传统现金(银行卡)柜台支付; 充电桩支付系统主要应用于新能源汽车公共充电桩, 用户充电时通过 IC 卡完成费用支付; 自助智能终端支付系统主要应用于电信、金融、自动售货、交通、医疗和社保等领域, 通过自助服务终端给用户各类信息查询、打印、缴费等服务功能的信息。目前, 铭特

科技产品已取得银行卡检测中心出具的 PBOC3.0 非接触 IC 卡支付终端通讯协议、PBOC3.0 借记/贷记终端水平 1 测试等多项检测报告；通过全国工业产品生产许可证办公室 IC 卡产品审查部的审查，并获得 IC 卡读写机工业产品生产许可证；通过中国石油、中国石化的 IC 卡支付终端测试、防爆质量监督检验中心出具的多项防爆合格证，为其业务的开展奠定基础。

目前，铭特科技已自主研发四代具有专利技术的工业级卡支付产品，广泛应用于中国石化、中国石油的加油（气）机、国家电网和南方电网的电动汽车充电桩、中国移动和中国电信的自助售卡机等领域。截至 2017 年末，铭特科技总资产 3.19 亿元，净资产 1.49 亿元，资产负债率 53.18%；全年实现营业收入 1.02 亿元，同比增长 34.21%，取得净利润 0.62 亿元。2017 年纳入公司合并范围收入 0.41 亿元，为公司贡献净利润 0.29 亿元。

整体看，2017 年公司完成收购铭特科技，新增工业级卡支付业务，丰富了业务结构。同时，铭特科技在工业级卡支付系统市场地位显著，技术研发实力较强，业务保持稳健发展，未来将为公司收入规模及盈利提供正面支持。

财务分析

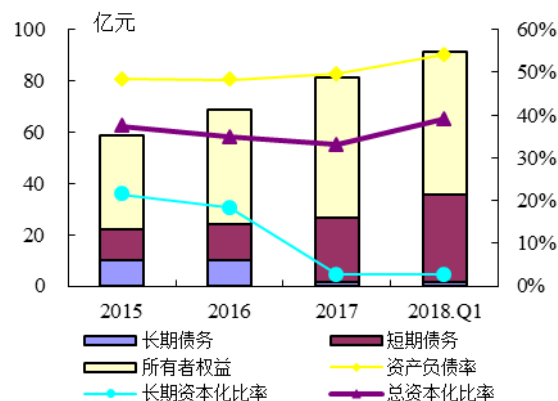
下列分析主要基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年第一季度财务报表。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，所用数据均为合并口径。

资本结构

2017 年公司完成发行股票购买资产，自有资本实力增强，年末所有者权益合计 54.44 亿元，同比增加 21.50%。同时，随着业务规模扩张以及吸收合并铭特科技，公司资产和负债规模保持增长，当年末资产总额 107.86 亿元，同比增长 24.43%，同期负债合计 53.42 亿元，同比增长 27.56%。截至 2018 年 3 月末，公司总资产 121.18 亿元，总负债 65.50 亿元，所有者权益合计 55.68 亿元。财务杠杆方面，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 49.53% 和

32.99%，随着业务规模扩张，2018 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别提升至 54.05% 和 39.04%，财务杠杆比率仍处于适中水平。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



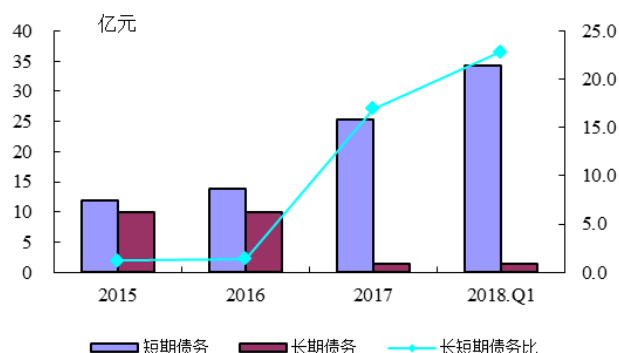
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资产结构方面，2017 年末公司流动资产合计 63.53 亿元，占资产总额的 58.90%，主要包括货币资金 14.15 亿元、应收票据 22.05 亿元、应收账款 11.44 亿元和存货 11.70 亿元。货币资金以银行存款为主，其他货币资金 0.27 亿元为银行承兑汇票保证金及定期存款，整体流动性良好；应收票据主要系销售受到的银行承兑汇票；应收账款账龄在一年以内的占比 96.29%，对象主要系国内大型整车厂商，回收风险相对可控；因业务规模扩张以及销售回款放缓，当年末应收账款同比增加 138.13%，2018 年 3 月末进一步增至 17.97 亿元，应收账款周转效率由 2017 年末的 7.27 次下降至 4.82 次，对流动资金形成较大占用。存货包括原材料（4.10 亿元）、在产品（1.11 亿元）和库存商品（6.85 亿元），当年计提存货跌价损失 0.06 亿元，存货跌价风险较小。2017 年末，公司非流动资产合计 44.33 亿元，占资产总额的 41.10%，包括固定资产 26.82 亿元、在建工程 2.27 亿元、无形资产 6.70 亿元和商誉 6.08 亿元。随着在建工程转固，当年末固定资产同比增加 37.26%；商誉系因吸收合并铭特科技而形成。

2017 年末，公司流动负债合计 40.79 亿元，占负债总额的 93.20%，包括应付票据 14.30 亿元、应付账款 19.67 亿元和一年内到期的非流动负债 10.01 亿元；当年末非流动负债 3.63 亿元，集中于长期借款 1.50 亿元。因业务规模扩张，公司总债务规模保持

增长，且随着应付债券即将到期转入一年内到期的非流动负债，债务结构进一步向短期债务集中。2017年末，公司总债务26.80亿元，其中短期债务25.31亿元，长期债务1.50亿元，长短期债务比为16.93倍。2018年3月末，公司总债务进一步增至35.66亿元，长短期债务比为22.86倍，债务期限结构有待改善。值得关注的是，公司于2012年发行的10亿元公司债券“12云内债”（即本次债券），将于2018年8月27日到期兑付，中诚信证评对本次债券到期兑付资金安排及短期偿债压力将保持关注。

图 3：2015~2018.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

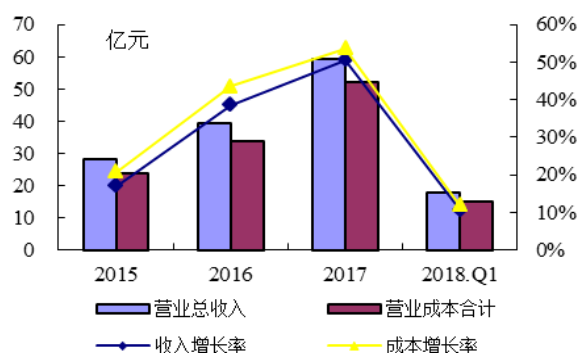
总体来看，2017 年公司完成发行股票购买资产，自有资本实力增强，财务杠杆比率仍处于适中水平，但债务以短期债务为主，期限结构有待改善。

盈利能力

公司提前布局国五技术及产能，并推进产品向大马力、高端化及环保型升级，在相关政策导向及下游市场需求高速增长的环境下，2017年柴油机业务实现大幅增长；同时，公司完成收购铭特科技，新增工业级卡支付业务于2017年10月纳入合并范围，但对收入贡献尚小。2017年，公司实现营业收入59.10亿元，同比增长50.54%；2018年1~3月，实现营业收入17.74亿元，同比增长10.70%。

营业毛利率方面，为推广国五产品及扩大市场占有率，公司实行“以价换量”的销售策略，2017年综合毛利率为11.94%，同比下降1.81个百分点。但公司产品结构向中高端转型升级，后期获利空间将实现提升。2018年1~3月，公司综合营业毛利率回升至16.39%。

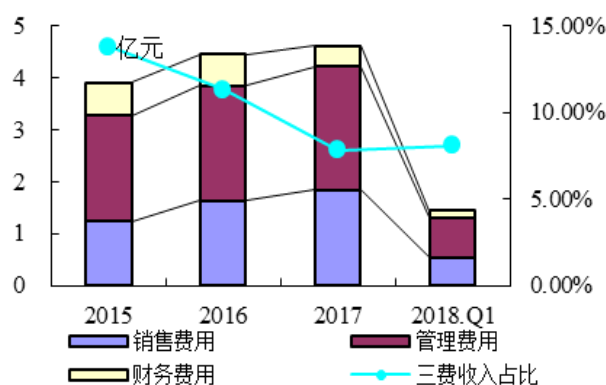
图 4：2015~2018.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

期间费用方面，2017年公司期间费用合计4.61亿元，同比增长3.80%；其中销售费用1.84亿元，同比增长13.11%，主要系因柴油机销量增加而使得运输费支出上升；管理费用2.37亿元，同比增长7.35%，主要因员工薪酬上涨；财务费用0.40亿元，公司货币资金较为充裕，受利息收入冲减影响，财务费用规模相对较小。2017年公司三费占营业收入的比例为7.81%，较上年下降3.51个百分点，期间费用控制能力有所提升。2018年1~3月，公司三费合计1.43亿元，占营业收入的比例为8.09%。

图 5：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

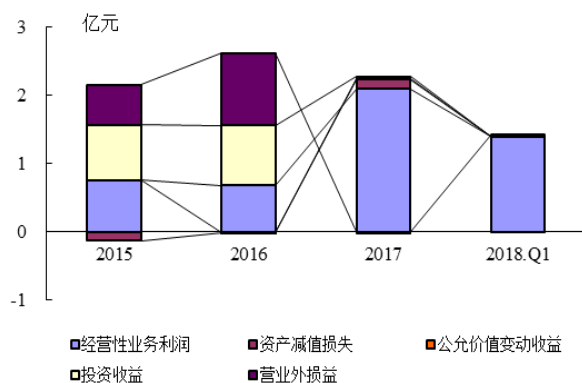


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成。随着业务规模扩张，2017年公司经营性业务利润增至2.09亿元；其他收益0.73亿元，主要系各类政府补助款、扶持资金等。此外，因坏账损失转回，当年资产减值损失-0.14亿元。当年，公司利润总额为3.00亿元，同比增长15.52%，取得净利润2.60亿元，同比增长16.26%；2018年以来公司产品初始获利空间有所提升，整体盈利能力进一步增强，2018年1~3月取得利润总额1.47亿元，最终实现

净利润1.25亿元。

图 6：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



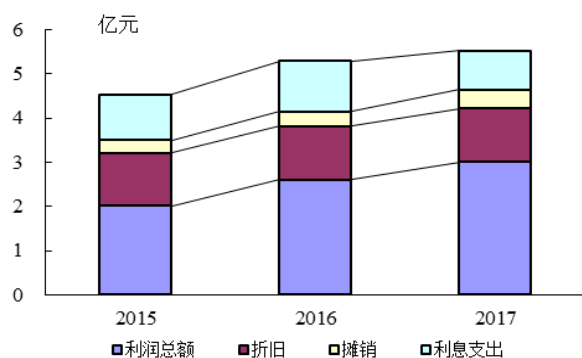
资料来源：公司年报，中诚信证评整理

总体来看，在政策导向及下游市场需求高速增长的背景下，2017 年公司业务规模实现大幅增长，加之期间费用控制能力提升，整体盈利能力增强。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成。因利润总额的增长，2017 年公司 EBITDA 为 5.52 亿元，同比增加 4.37%。从 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2017 年公司总债务/EBITDA 指标为 4.86 倍，EBITDA 利息保障倍数为 6.13 倍，EBITDA 对债务利息的覆盖程度高。

图 7：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2017 年以来公司销售回款放缓，业务垫资规模上升，加之库存产品备货增加，全年经营性现金流为净流出状态，为-5.38 亿元；2018 年 1~3 月，经营活动净现金流为-4.16 亿元，经营活动净现金流无法对债务本息提供保障。

表 3：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	11.93	13.91	25.31	34.17
总债务（亿元）	21.93	23.91	26.80	35.66
资产负债率（%）	48.38	48.31	49.53	54.05
总资本化比率（%）	37.40	34.80	32.99	39.04
EBITDA（亿元）	4.53	5.29	5.52	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.37	4.63	6.13	-
总债务/EBITDA（X）	4.84	4.52	4.86	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.10	1.23	-5.97	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.19	0.06	-0.20	-0.47

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年，公司共获得恒丰银行、中国银行、兴业银行等多家金融机构合计 34.85 亿元的授信额度，其中未使用额度为 19.08 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场可作为其主要的筹资来源，为其日常经营和项目投资提供较好的资金支持。

或有事项方面，截至 2017 年末公司无未决诉讼仲裁形成的或有负债，且无对外担保事项。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产总额合计 2.91 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和票据质押等，占总资产的比重小。

总体来看，公司提前布局国五技术及产能，并推进产品向大马力、高端化及环保型升级，在相关政策导向及下游市场需求高速增长的环境下，2017 年业务规模实现大幅增长。同时，当年公司完成发行股票购买资产，自有资本实力增强，财务杠杆比率仍处于适中水平，且盈利能力增强，EBITDA 对债务利息的保障程度高，整体偿债能力很强。

担保实力

昆明交通产业股份有限公司（以下简称“昆明交产”）为“2012 年昆明云内动力股份有限公司公司债券”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

昆明交产系经昆明市国有资产监督管理委员会批准，由昆明市交通投资有限责任公司（以下简

称“昆明交投”)和昆明市国有资产管理运营有限责任公司(以下简称“昆明国资”)共同发起设立的股权有限公司,于2010年9月3日注册成立,注册资本为11.10亿元。截至2017年末,昆明交产实收资本为11.10亿元,其中昆明交投持股72%,为公司控股股东,昆明国资持股28%,实际控制人系云南省国资委。

昆明交产以高速公路建设、运营及管理为主要业务,同时从事物资贸易、整车销售、建筑施工等业务。

截至2017年末,昆明交产总资产791.73亿元,净资产334.01亿元,资产负债率57.81%;2017年,昆明交产实现营业总收入88.42亿元,净利润10.30亿元,经营活动净现金流-21.96亿元。

业务运营

昆明交产以高速公路建设、运营及管理为主要业务,同时集物资贸易、整车销售、建筑施工等相关业务于一体。2017年昆明交产实现主营业务收入87.89亿元,同比增长46.96%,收入主要来源于物流贸易、汽车销售及建筑施工业务板块。

表4: 2017年昆明交产主营业务收入构成情况

单位: 亿元、%

业务板块	2016		2017	
	收入	占比	收入	占比
物资贸易	5.34	8.93	42.23	48.05
汽车销售	13.77	23.02	21.89	24.90
建筑施工	35.37	59.14	18.76	21.35
高速公路通行费	2.96	4.95	3.07	3.49
粮食购销	1.81	3.03	1.66	1.88
项目管理收入	0.36	0.59	-	-
其他	0.20	0.34	0.29	0.33
合计	59.81	100.00	87.89	100.00

资料来源: 昆明交产提供, 中诚信证评整理

昆明交产公路资产包括东绕城高速公路和高海高速公路两条高速公路,路产合计里程为55.71公里。东绕城高速公路于2006年底建成通车,2007年1月22日开始收取车辆通行费,收费年限为25年,是昆明市与周边高速公路的重要连接线,具有一定的区位优势。高海高速公路于2006年底建成通车,2007年7月7日开始收取车辆通行费,收费年限为30年,是昆明市唯一全线架设灯杆照明的

景观高速公路,集“高速、环保、景观、旅游”四大功能于一体。

表5: 2016~2017年昆明交产高速公路运营情况

单位: 万辆

路产名称	里程(公里)	车流量 (2016)	车流量 (2017)
东绕城高速公路	25.48	1,323.07	1,436.29
高海高速公路	30.23	429.40	437.60
合计	55.71	1,752.47	1,873.89

资料来源: 昆明交产提供, 中诚信证评整理

东绕城高速公路和高海高速公路均采用货车计重收费,客车按行驶里程收费。根据云南省发展和改革委员会、云南省交通运输厅《关于核定部分高速公路车辆通行费收费标准有关事项的通知》(云发改物价【2015】1078号),高海高速公路于2015年8月6日实施联网计重五类车型收费。昆明交产高速公路通行费收入较为有限,短期内对公司收入贡献较小,但未来随着在建公路的建成及通车,以及昆明周边路网效应的逐步显现,昆明交产未来通行费收入有望实现增长。

昆明交产拥有国家房屋建筑工程施工总承包一级、市政工程总承包一级和房地产开发二级资质、电子与智能化工程专业承包二级、建筑装饰装修工程专业承包二级、地基与基础工程专业承包二级、预拌商品混凝土专业等多项专业资质,主要经营一级施工企业范围内的大型工业和民用建筑施工,项目集中于昆明市内。同时,昆明交产还经营钢材、水泥等建材销售业务,主要服务于施工项目的建设。2017年,因往年中标项目逐步竣工,新中标项目处于前期基础工程阶段,导致建筑施工收入出现下滑,当年实现建筑施工收入18.76亿元,同比减少46.96%。

昆明交产还经营电解铜、焦炭、粉矿、锌精矿和铁精矿等物资贸易业务,主要按照“以销定购”零库存的原则组织采购,并利用自有资金(注册资本、银行融资等)将采购货物从生产企业直接销售到消费终端或其他中间商,通过商品的流转实现收入和利润。2017年煤炭、化工以及钢铁等行业回暖,昆明交产加大市场拓展力度,与武钢集团昆明钢铁股份有限公司等大型国企建立良好的合作,贸易产品需求大幅增加,当年实现物资贸易收入42.23亿元,

较上年实现翻倍增长，并对整体收入的增长提供有力支撑。

整车销售方面，昆明交产目前拥有云南省猎豹系列、广汽长丰系列、帝豪系列、吉利系列等品牌的总代理权，拥有 9 个国际标准的品牌专营 4S 店，以及 20 余家分销网络和维修网点，2017 年实现整车销售收入 21.89 亿元，同比增长 58.97%。

从资本支出情况看，截至 2017 年末，昆明交产在建项目包括高速公路项目、交通枢纽建设项目、物流产业园项目和汽车城项目等，计划总投资 188.27 亿元，已完成投资 94.65 亿元。此外，公司拟建项目有精品果蔬冷链物流中心项目、云南港鑫国际汽车汽配城项目、昆明智慧 101 号和 106 号公共停车场建设项目，预期总投资 67.80 亿元。总体看，公司整体项目投资规模较大，未来面临着较大的资本支出压力。

表 6：截至 2017 年末昆明交产主要在建项目情况

单位：亿元

在建项目	总投资	累计投资	剩余投资
黄马高速路工程	50.93	46.27	4.66
滇中产业聚集区（新区）机场北高速公路	41.18	5.79	35.39
昆明市综合交通国际枢纽建设项目	49.55	5.32	44.23
合计	160.64	64.20	96.44

资料来源：昆明交产提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于物资贸易和汽车销售业务板块的大幅增长，2017 年昆明交产营业收入实现提升。同时，中诚信证评亦对其项目建设情况及资本支出压力予以关注。

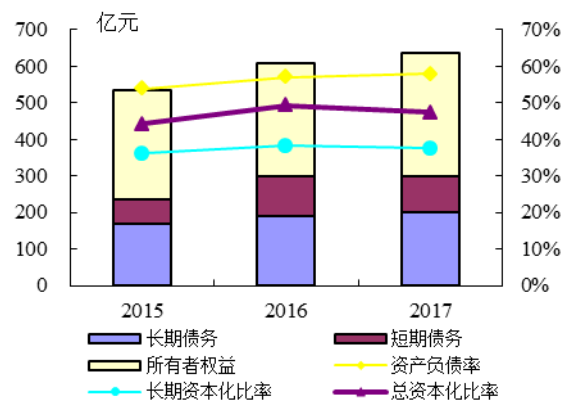
财务分析

以下分析基于昆明交产提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并取得标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，所有数据均为合并口径。

从资本结构来看，昆明交产近年来资产及负债规模稳步增长，截至 2017 年末，资产总额为 791.73 亿元，同比增长 10.88%，负债合计 457.73 亿元，同比增长 12.60%，所有者权益合计 334.01 亿元，同比增长 8.60%。当年末，昆明交产资产负债率和

总资本化比率分别为 57.81% 和 47.32%，同比分别提高 0.88 个百分点和下降 1.96 个百分点，整体负债水平仍较为合理。

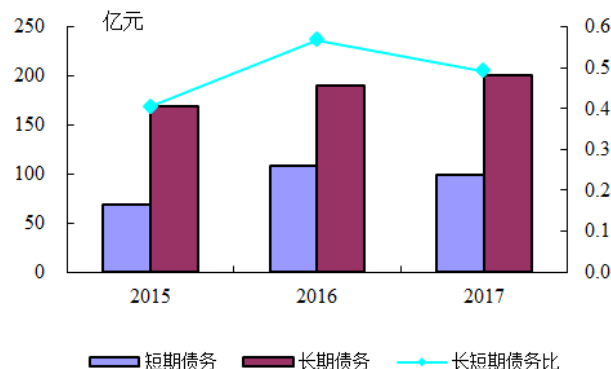
图 8：2015~2017 年昆明交产债务结构分析



资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

债务期限结构方面，截至 2017 年末，昆明交产总债务为 300.06 亿元，其中短期债务 98.99 亿元，长期债务 201.07 亿元，长短期债务比为 0.49 倍。昆明交产以长期债务为主的债务期限结构与其大规模资本支出需求的业务结构较为匹配，有利于控制相关项目的投融资成本。

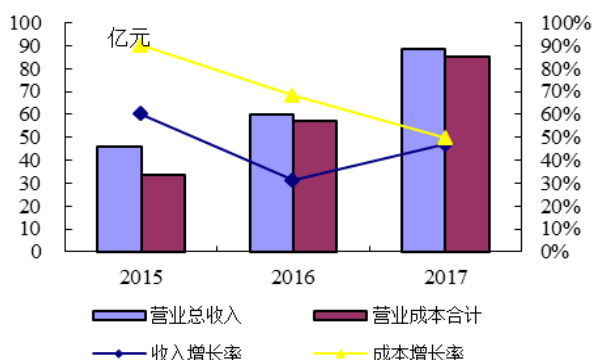
图 9：2015~2017 年昆明交产长短期债务情况



资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2017 年昆明交产实现营业收入 88.42 亿元，同比增长 46.83%，主要受益于当年物资贸易和汽车销售业务的大幅扩张。毛利率方面，2017 年昆明交产获利能力相对较弱的物资贸易和汽车销售业务比重进一步提高，当年毛利率由 2016 年末的 5.27% 进一步下降至 3.39%，毛利水平较低。

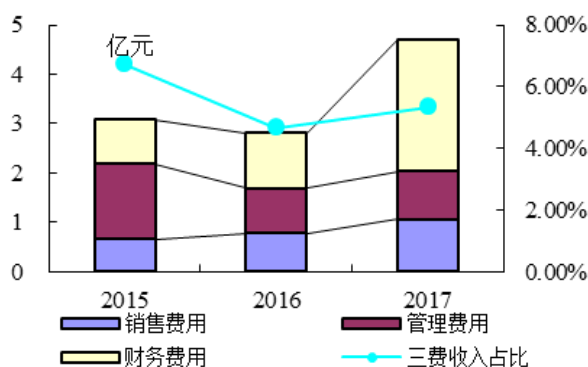
图 10：2015~2017 年昆明交产收入成本分析



资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

随着收入规模的增长和在建项目投资的推进，昆明交产管理费用和财务费用也呈现增长趋势，并导致期间费用支出大幅增加。2017 年，昆明交产期间费用合计 4.71 亿元，同比增加 67.81%；当年三费收入比为 5.33%，较上年提升 0.67 个百分点，期间费用控制能力有待加强。

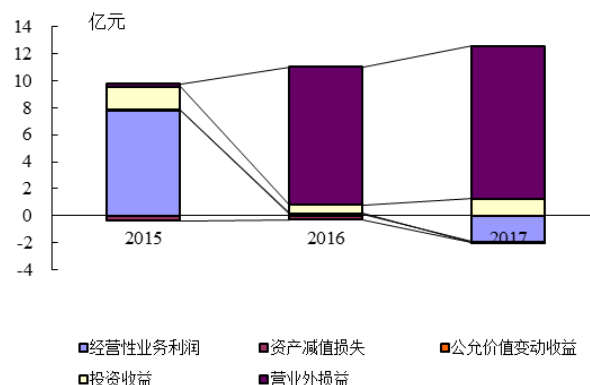
图 11：2015~2017 年昆明交产期间费用分析



资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年受毛利率下滑以及期间费用的大幅吞噬影响，昆明交产经营性业务利润由上年的 0.15 亿元减少至 -1.91 亿元，经营性业务出现亏损。但得益于大规模政府补助以及股权投资收益的支撑，2017 年昆明交产分别取得其他收益 11.26 亿元（系政府补助）和投资收益 1.26 亿元。2017 年昆明交产实现利润总额 10.61 亿元，较上年微降 1.37%，盈利对政府补贴的依赖程度高，中诚信证评对昆明交产未来盈利及政府补助支持情况予以关注。

图 12：2015~2017 年昆明交产利润总额构成



注：2017 年公司其他收益计入“营业外损益”。

资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

偿债能力方面，2017 年昆明交产 EBITDA 为 16.33 亿元，同比增加 13.01%，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 18.38 倍和 3.00 倍，ENITDA 对债务利息的保障程度尚可。因业务规模扩张以及业务垫资规模的上升，当年昆明交产经营性现金流量净额为 7.44 亿元，同比减少 80.93%。经营活动净现金/总债务为 0.02 倍，经营活动净现金/利息支出为 1.37 倍，经营性现金流对债务利息提供一定保障。

表 7：2015~2017 年昆明交产主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
总债务（亿元）	236.85	298.87	300.06
资产负债率（%）	53.84	56.93	57.81
总资本化比率（%）	44.24	49.29	47.32
经营活动净现金流（亿元）	23.22	39.02	7.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.12	0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	9.25	1.93	1.37
EBITDA（亿元）	13.22	14.45	16.33
总债务/EBITDA（X）	17.92	20.69	18.38
EBITDA 利息倍数（X）	5.27	0.71	3.00

资料来源：昆明交产年报，中诚信证评整理

财务弹性方面，昆明交产与国家开发银行、工商银行、中国农业银行等多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2017 年末，共获得银行授信额度 452.74 亿元，其中已使用额度 275.62 亿元，未使用额度 177.12 亿元，备用流动性较为充足。

或有事项方面，截至 2017 年末，昆明交产对外担保（不含对子公司担保）合计 44.38 亿元，占当年末净资产的比例为 13.29%，担保对象主要为云

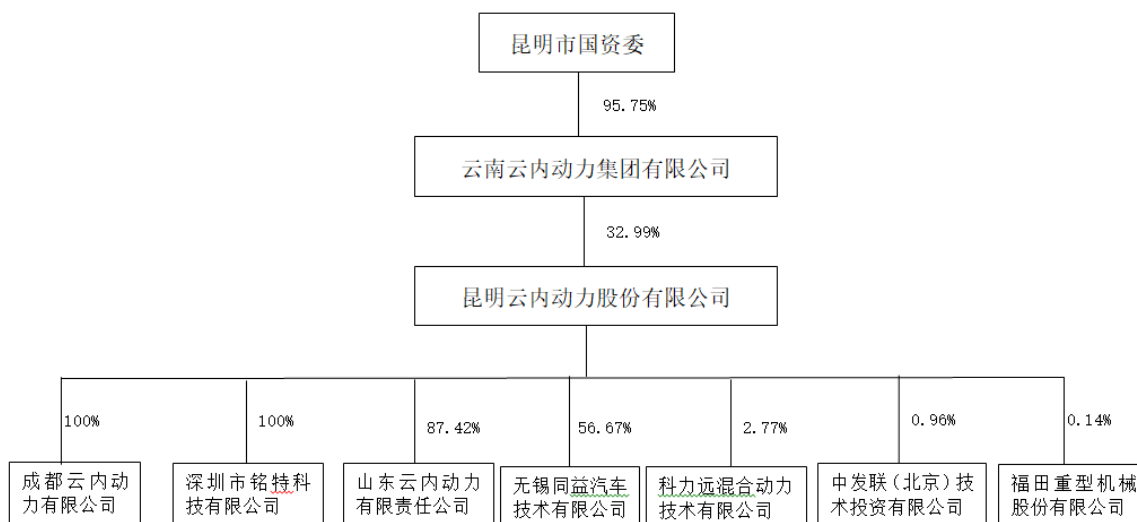
内动力、昆明东南绕城高速公路开发有限公司、昆明市高速公路建设开发股份有限公司和昆明元朔建设发展有限公司，担保对象均为当地大型国企，截至目前尚未发生违约情形。

总体来看，昆明交产业务结构较为多元，收入规模逐年增长，但主业盈利能力较弱，最终盈利对政府补贴依赖度较大。同时，昆明交产的负债水平仍较为合理，债务期限结构匹配，财务结构较稳健。中诚信证评认为昆明交产提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券的按期偿还可提供一定保障。

结 论

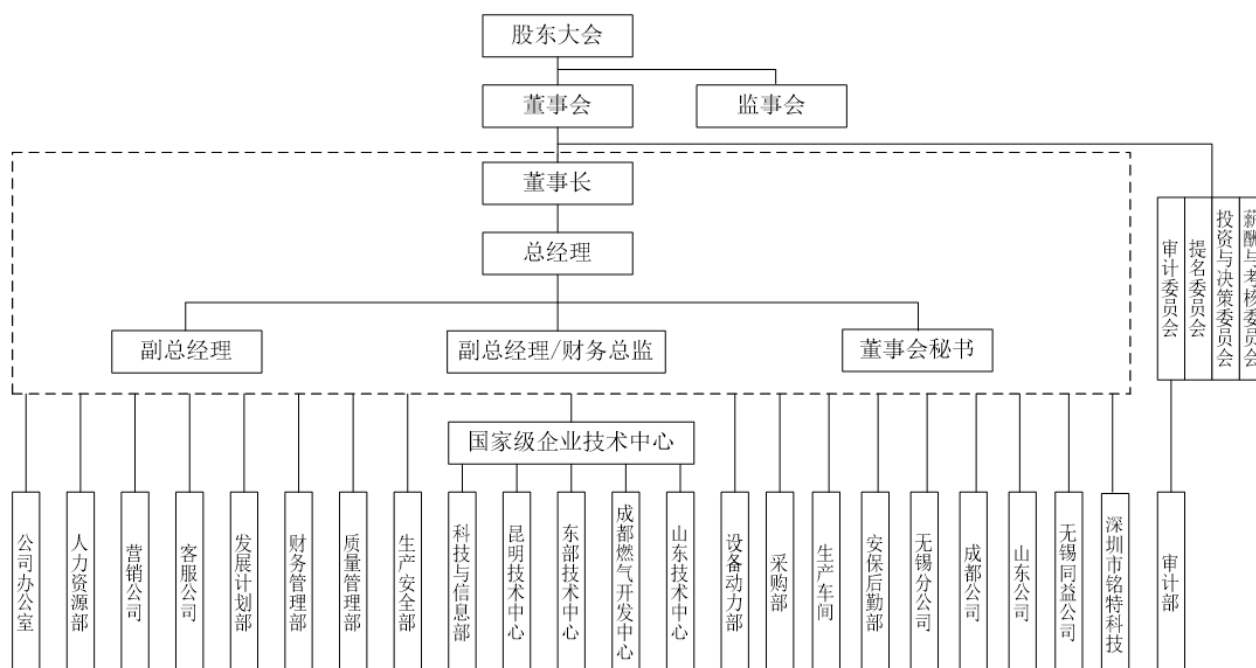
综上，中诚信证评维持云内动力主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“2012 年昆明云内动力股份有限公司公司债券”信用级别为 **AA⁺**。

附一：昆明云内动力股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：昆明云内动力股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：昆明云内动力股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	181,046.51	228,725.14	141,463.03	173,537.79
应收账款净额	54,055.84	48,056.14	114,437.27	179,731.53
存货净额	71,719.36	101,196.11	116,970.00	152,853.87
流动资产	409,863.18	538,360.31	635,341.97	749,664.98
长期投资	200.00	3,200.00	6,200.00	6,200.00
固定资产合计	241,258.62	260,138.95	290,862.52	308,476.55
总资产	711,245.18	866,853.86	1,078,612.50	1,211,811.54
短期债务	119,290.98	139,149.53	253,061.55	341,690.65
长期债务	100,000.00	100,000.00	14,950.00	14,950.00
总债务（短期债务+长期债务）	219,290.98	239,149.53	268,011.55	356,640.65
总负债	344,125.50	418,807.41	534,225.59	655,010.36
所有者权益（含少数股东权益）	367,119.68	448,046.45	544,386.91	556,801.18
营业总收入	283,179.28	392,562.54	590,967.83	177,395.51
三费前利润	46,542.12	51,245.53	67,054.11	28,310.99
投资收益	8,102.99	8,782.70	350.49	0.00
净利润	17,120.31	22,351.79	25,986.66	12,511.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	45,334.92	52,877.30	55,188.23	-
经营活动产生现金净流量	42,501.49	14,063.87	-53,750.15	-41,572.23
投资活动产生现金净流量	16,289.23	-26,818.46	-67,283.70	-6,616.00
筹资活动产生现金净流量	985.65	56,021.43	36,766.41	80,653.88
现金及现金等价物净增加额	59,776.37	43,266.85	-84,267.47	32,465.65
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	16.70	13.76	11.94	16.39
所有者权益收益率（%）	4.66	4.99	4.77	8.99*
EBITDA/营业总收入（%）	16.01	13.47	9.34	-
速动比率（X）	1.49	1.45	1.04	0.96
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.06	-0.20	-0.47*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.36	0.10	-0.21	-0.49*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.10	1.23	-5.97	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.37	4.63	6.13	-
总债务/EBITDA（X）	4.84	4.52	4.86	-
资产负债率（%）	48.38	48.31	49.53	54.05
总资本化比率（%）	37.40	34.80	32.99	39.04
长期资本化比率（%）	21.41	18.25	2.67	2.61

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：昆明交通产业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	458,212.10	996,183.48	909,809.11
应收账款净额	209,323.96	223,433.71	235,241.07
存货净额	554,358.13	297,037.77	405,077.13
流动资产	3,246,388.25	3,795,491.81	4,198,964.29
长期投资	2,069,428.05	2,262,222.23	2,282,205.63
固定资产合计	1,060,238.36	974,304.31	1,355,322.15
总资产	6,468,109.15	7,140,437.29	7,917,309.60
短期债务	682,961.25	1,082,686.49	989,859.77
长期债务	1,685,528.60	1,906,059.65	2,010,718.17
总债务（短期债务+长期债务）	2,368,489.85	2,988,746.15	3,000,577.94
总负债	3,482,272.36	4,064,991.87	4,577,256.47
所有者权益（含少数股东权益）	2,985,836.80	3,075,445.42	3,340,053.12
营业总收入	458,393.63	602,156.26	884,162.96
三费前利润	108,555.21	29,632.43	28,072.91
投资收益	17,060.31	6,235.48	12,628.25
营业外收入	91,274.13	102,372.57	103,006.27
净利润	132,178.63	144,465.77	163,254.33
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	232,196.40	390,195.57	74,412.37
经营活动产生现金净流量	-333,458.78	-300,560.58	-219,629.32
投资活动产生现金净流量	-43,206.92	452,179.15	86,994.13
筹资活动产生现金净流量	-144,469.30	541,814.14	-58,222.82
现金及现金等价物净增加额	458,212.10	996,183.48	909,809.11
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	26.08	5.27	3.39
所有者权益收益率（%）	3.06	3.33	3.08
EBITDA/营业总收入（%）	28.84	23.99	18.46
速动比率（X）	2.11	2.23	2.28
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.13	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.34	0.36	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	9.25	1.93	1.37
EBITDA 利息倍数（X）	5.27	0.71	3.00
总债务/EBITDA（X）	17.92	20.69	18.38
资产负债率（%）	53.84	56.93	57.81
总资本化比率（%）	44.24	49.29	47.32
长期资本化比率（%）	36.08	38.26	37.58

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：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。