

华电云南发电有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7324号

联合资信评估股份有限公司通过对华电云南发电有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华电云南发电有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，并维持“21 华电云南 MTN001”和“22 华电云南 MTN001”信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受华电云南发电有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

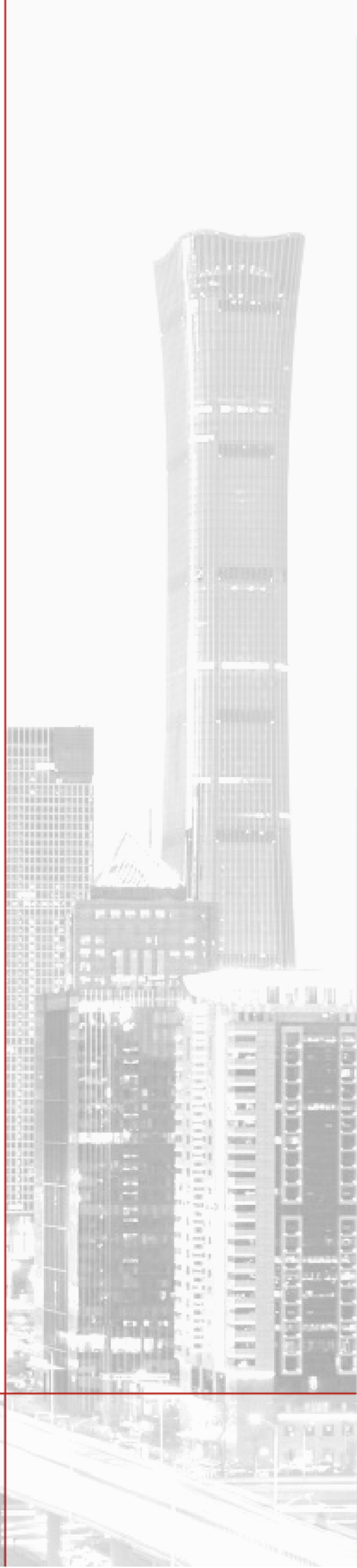
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华电云南发电有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华电云南发电有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/30
21 华电云南 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
22 华电云南 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

华电云南发电有限公司（以下简称“公司”）为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）在云南省内的水电和火电运营平台，在业务规模、区域竞争力和股东支持等方面具备综合优势。2023 年，公司装机规模略有增长，由于全年流域来水偏枯，水电发电量小幅下降，但云南省内电力供需偏紧，带动火电发电量显著增长，且火电上网电价亦有所提升。受益于火电销售收入增加，公司营业总收入同比增长，但由于云南省燃煤价格较高且公司供电标准煤耗较高，火电毛利率仍呈现亏损，且火电销售收入的占比提升，导致公司综合毛利率有所下降。财务方面，公司资产规模变化不大，资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。受益于战略投资者增资，公司杠杆水平明显下降。公司收入和利润规模保持增长，经营获现能力仍很强，且投资支出需求不高，公司筹资活动现金流持续呈净流出状态，整体偿债能力指标表现向好。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

未来，公司发展仍以清洁能源为主，发展前景良好；拟建项目投产后，公司装机规模和收入规模有望增长。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司装机规模显著增长，盈利能力明显提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司盈利能力持续弱化；公司债务负担显著上升，偿债能力大幅下降；公司股东支持意愿明显下降；公司丧失主要子公司控制权或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司股东实力极强，对公司支持力度大。**公司控股股东华电集团为中国大型电力集团之一，综合实力极强；公司作为华电集团在云南省内重要的电力运营平台，可获其大力支持。
- **公司装机规模较大，区域竞争力较强。**公司主要负责金沙江中游梯级电站和怒江中下游两库十三级水电站的开发建设管理工作，具有流域资源垄断优势。截至 2023 年底，公司已投产装机容量为 934.99 万千瓦，占云南省全口径装机容量的 7.10%。
- **受益于战略投资者增资，公司杠杆水平大幅下降。**2023 年，公司引入战略投资者，对公司增资合计 70.00 亿元。同时，公司加大偿债力度，截至 2023 年底，公司资产负债率较上年底下降 15.44 个百分点至 66.10%，全部债务资本化比率较上年底下降 15.93 个百分点至 64.85%。

关注

- **火电业务亏损。**2023 年以来，云南省燃煤价格持续上涨，对公司火电运营成本产生较大负面影响，火电业务毛利率呈现亏损。
- **前期会计差错调整对公司财务影响很大。**2023 年，因公司发现对 2018 年处理购买子公司云南华电金沙江中游水电开发有限公司少数股东股权处理存在差错，公司对 2018—2022 年前期会计差错影响进行了追溯重述。受此影响，2023 年，公司合并口径资产总额期初数减少 163.09 亿元，负债总额期初数减少 33.26 亿元，所有者权益总额期初数减少 129.83 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		2
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

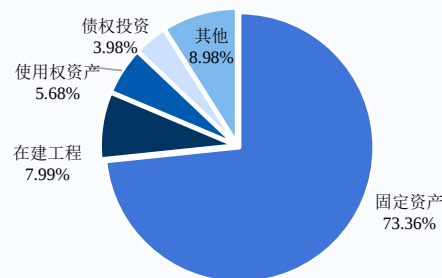
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.16	11.46	10.67
资产总额（亿元）	512.87	502.23	497.33
所有者权益（亿元）	94.71	170.27	169.40
短期债务（亿元）	95.71	46.65	52.77
长期债务（亿元）	302.15	267.45	258.41
全部债务（亿元）	397.86	314.09	311.18
营业总收入（亿元）	87.59	95.45	17.67
利润总额（亿元）	9.44	13.05	-0.86
EBITDA（亿元）	45.67	47.22	--
经营性净现金流（亿元）	46.08	37.32	7.39
营业利润率（%）	31.46	24.01	10.47
净资产收益率（%）	7.53	6.34	--
资产负债率（%）	81.53	66.10	65.94
全部债务资本化比率（%）	80.77	64.85	64.75
流动比率（%）	27.80	46.66	42.76
经营现金流动负债比（%）	40.10	58.78	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	219.45	273.94	272.97
所有者权益（亿元）	158.21	231.94	232.19
全部债务（亿元）	54.40	37.24	38.06
营业总收入（亿元）	1.59	2.56	0.31
利润总额（亿元）	2.81	4.82	0.32
资产负债率（%）	27.91	15.33	14.94
全部债务资本化比率（%）	25.59	13.84	14.08
流动比率（%）	82.62	119.39	129.16
经营现金流动负债比（%）	5.71	-8.35	--

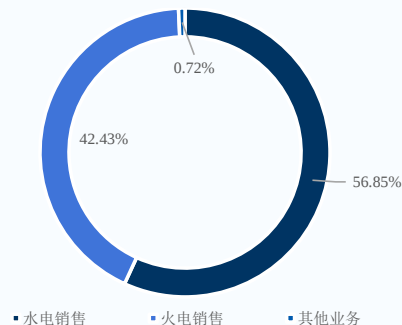
注：1. 因追溯调整，2022 年财务数据采用 2023 年年初数；2. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券和已贴现未到期的商业承兑汇票调整至短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务；4. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成的；数据单位除特别说明外均为人民币

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

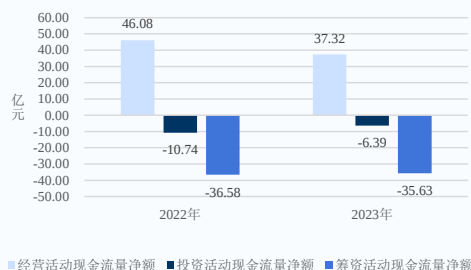
2023 年底公司资产构成



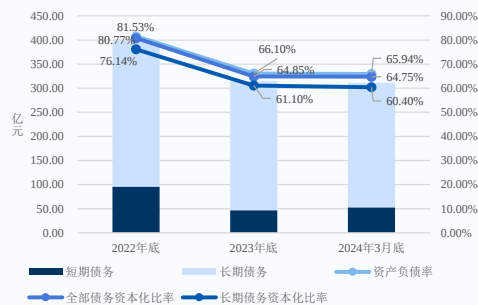
2023 年公司主营业务收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022 年底—2024 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 华电云南 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2024/09/24	出售/转移重大资产，财务指标承诺
22 华电云南 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/07/21	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 华电云南 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/07/27	牛文婧、王越	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
21 华电云南 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/07/12	余瑞娟、牛文婧	电力企业信用评级方法 V3.1.202205 电力企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202205	阅读全文
22 华电云南 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2021/09/06	余瑞娟、王皓	电力企业信用评级方法 V3.0.201907 电力企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：牛文婧 niuwj@lhratings.com

项目组成员：邓淇匀 dengqy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华电云南发电有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2023 年 9 月底，公司股东为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）、中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银投资”）和工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”），持股比例分别为 88.08%、5.96% 和 5.96%。2023 年 11 月，公司控股股东华电集团回购中银投资和工银投资持有的公司股权。本次回购股权后，公司成为华电集团的全资子公司，注册资本仍为 40.52 亿元。2023 年 12 月，公司与中银投资、农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）和建信金融资产投资有限公司（以下简称“建信投资”）签署增资协议，由上述三家战略投资者对公司进行增资，增资金额共计 70.00 亿元。其中，中银投资增资 25.00 亿元，农银投资增资 25.00 亿元，建信投资增资 20.00 亿元。公司将增资价款以溢价方式认购注册资本增加额。其中，15.50 亿元计入注册资本，54.50 亿元计入资本公积金。增资后，公司注册资本为 56.03 亿元。其中，华电集团持股比例降至 72.332%，中银投资持股比例为 9.8814%，农银投资持股比例为 9.8814%，建信投资持股比例为 7.9051%。公司于 2024 年 4 月 2 日完成工商变更登记。公司控股股东仍为华电集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司主要从事水电和火电业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

截至本报告出具日，公司总部设办公室、规划发展部、人力资源部、财务资产部、安全监督部、生产技术部、市场营销部、党建工作部、监督部、审计部、工程管理部、物资管理部、征地移民部、环保监督部和科技信息部等 15 个部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 502.23 亿元，所有者权益 170.27 亿元（含少数股东权益 35.46 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 95.45 亿元，利润总额 13.05 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 497.33 亿元，所有者权益 169.40 亿元（含少数股东权益 35.57 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.67 亿元，利润总额-0.86 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市西山区红塔东路 6 号；法定代表人：周卫东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均已按规定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 华电云南 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2021/09/24	3 年
22 华电云南 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2022/07/21	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业分析

2023 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。

近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，国家电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，在资源优势区域稳步推进大基地项目等，带动风电和太阳能发电新增装机容量大幅提升。为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业成本控制压力仍较大。

预计 2024 年中国电力供需总体平衡，但局部地区高峰时段电力供应或偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见《2024 年电力行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，华电集团对公司的持股比例虽有下降，但公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

企业规模和竞争力方面，公司主要负责金沙江中游梯级电站和怒江中下游两库十三级水电站的开发建设管理工作，具有较强的流域资源垄断优势。公司装机规模及发电量规模较大，区域竞争优势较强。截至 2023 年底，公司已投产装机容量为 934.99 万千瓦，占云南省全口径装机容量的 7.10%。其中，公司水电装机容量为 694.99 万千瓦，占云南省水电装机容量的 8.53%；火电装机容量为 240.00 万千瓦，占云南省火电装机容量的 16.95%。2023 年，公司发电量 442.26 亿千瓦时，占云南省统调口径发电量的 11.48%。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2024 年 7 月 25 日，公司本部无未结清的不良类或关注类贷款记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出县日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。根据《华电云南发电有限公司 2024 年第一次股东会会议决议》，股东对新的董事会和监事会成员予以任命。董事会成员分别是：周卫东、侯建刚、蒋晓明、居斌、王宝忠、王静、杨钧凯；监事会成员分别是：唐小兰、刘新平、陈硕。上述人员变动均为正常人事调整，未对公司的日常管理、生产经营产生重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司装机规模略有增长，由于全年流域来水偏枯，水电发电量小幅下降，但云南省内电力供需偏紧，带动火电发电量显著增长，且火电上网电价亦有所提升。受益于火电销售收入增加，公司营业总收入同比增长，但由于云南省燃煤价格较高且公司供电标准煤耗较高，火电毛利率仍呈现亏损，且火电销售收入的占比提升，导致公司综合毛利率有所下降。

公司主要从事水电和火电业务，电力销售收入是公司营业总收入的主要来源。

2023 年，公司营业总收入同比增长 8.97%，综合毛利率同比下降 7.42 个百分点。其中，水电销售收入同比下降 7.09%，毛利率同比下降 4.63 个百分点，主要系水电发电量和上网电价均小幅下降所致；火电销售收入同比增长 40.04%，毛利率同比减亏 1.06 个百分点，主要系火电发电量大幅增长以及火电上网电价提升所致，但由于云南省燃煤价格较高且公司供电标准煤耗较高，火电毛利率仍呈现亏损；公司其他业务规模较小，对公司整体收入及盈利影响不大。

2024 年 1—3 月，受益于电价上升，公司营业总收入同比增长 7.28%，毛利率同比上升 3.42 个百分点。

图表 2 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
水电销售	58.40	66.68	52.89	54.26	56.85	48.26	8.37	47.36	32.03
火电销售	28.92	33.01	-7.01	40.50	42.43	-5.95	9.20	52.09	-7.55
其他业务	0.27	0.31	-18.80	0.69	0.72	76.90	0.10	0.55	73.44
合计	87.59	100.00	32.89	95.45	100.00	25.47	17.67	100.00	11.64

资料来源：公司提供

公司主要负责华电集团在云南省内水电和火电资源的开发、管理及运营。随着以礼河四级电站复建工程分别于 2022 年 12 月和 2023 年 2 月逐步投产，公司装机容量小幅增长。截至 2024 年 3 月底，公司控股电力装机容量 934.99 万千瓦。其中，水电装机容量为 694.99 万千瓦，火电装机容量为 240.00 万千瓦。

从水电机组运行情况看，受来水量偏枯影响，2023 年公司水电机组利用小时数和发电量均小幅下降，2024 年一季度公司水电发电量同比下降 5.73%。电价方面，公司以礼河电站、绿水河电站和石龙坝电站均为 2004 年以前投产电站，属于优先电厂，不参与电力市场交易；其余电站全部参与电力市场交易。2023 年，公司水电上网电价较为稳定，整体电价水平仍较低。2024 年一季度为枯水期，上网电价相对较高。跟踪期内，公司电力业务结算方式无重大变化。

图表 3 • 截至 2024 年 3 月底公司已投产水电机组情况

电站名称	持股比例	机组结构 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)
阿海	56.00%	5×40	200.00
梨园	56.00%	4×60	240.00
鲁地拉	75.00%	6×36	216.00
中小水电	100.00%	0.74+4.50+30.75+3.00	38.99
合计	—	—	694.99

资料来源：公司提供

图表 4 • 公司水电机组运行指标情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	688.49	694.99	694.99
发电量（亿千瓦时）	328.10	316.98	30.28
上网电量（亿千瓦时）	326.44	315.29	30.06
机组利用小时数（小时）	4765.49	4560.93	435.70
含税上网电价（元/千瓦时）	0.2022	0.1945	0.3145

资料来源：公司提供

从火电机组运行情况看，2023 年，受云南省电力市场供需偏紧影响，公司火电机组利用小时数同比显著提升，并带动火电发电量明显增加。2024 年一季度，公司火电发电量同比变化不大。电价方面，公司火电机组全部参与电力市场交易。根据 2022 年 12 月云南省发展和改革委员会发布的《云南省燃煤发电市场化改革实施方案（试行）》，烟煤和无烟煤发电的上网电价上限为煤电上网基准价（0.3358 元/千瓦时）上浮 20%，褐煤发电的上网电价上限为煤电上网基准价上浮 5%，高耗能用户交易电价不受上浮 20%限制。跟踪期内，受政策调整及电力供需偏紧影响，公司火电上网电价有所提升。

煤炭采购方面，公司下属三个火电厂电煤供应主要来源于云南省内，随市场采购。2023 年以来，云南省内煤炭供应偏紧现象持续凸显，且公司加大省外煤炭采购，标煤采购均价持续上涨，对公司火电运营成本产生较大压力。跟踪期内，公司煤炭采购模式和结算方式无重大变化。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司已投产火电机组情况

电站名称	持股比例	机组结构 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)
昆明公司	100.00%	2×30	60.00
巡检司电厂	65.00%	2×30	60.00
镇雄电厂	62.00%	2×60	120.00
合计	—	—	240.00

资料来源：公司提供

图表 6 • 公司火电机组运行指标情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	240.00	240.00	240.00
发电量（亿千瓦时）	95.86	125.28	28.63
上网电量（亿千瓦时）	87.6	114.64	26.30
机组利用小时数（小时）	3994	5220	1193
含税上网电价（元/千瓦时）	0.3684	0.3971	0.3941
供电标准煤耗（克/千瓦时）	335.42	335.59	338.29
标煤采购均价（元/吨）	729.16	870.30	905.57

资料来源：公司提供

经营效率方面，2023 年，由于应收账款和存货增加，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别下降至 12.91 次和 21.11 次；总资产周转次数小幅增长至 0.19 次。

2 未来发展

公司未来发展仍以清洁能源为主，发展前景良好。

截至 2024 年 3 月底，公司在建工程期末余额为 40.39 亿元，主要为拟建项目的前期投入。短期内，公司投资压力不大。

“十四五”期间，公司将大力发展水电等清洁可再生能源，使得清洁能源装机占比提高到 88%以上（含代管新能源机组）。公司将结合已建、拟建电源项目所在区域资源禀赋和外部条件，按照集约化、规模化、基地化的发展思路，推进金沙江中游、怒江中下游、以礼河、滇南区域四个多能互补基地。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司发现对 2018 年处理购买子公司云南华电金沙江中游水电开发有限公司（以下简称“金中公司”）少数股东股权处理存在差错，公司根据企业会计准则《财政部关于印发企业会计准则解释第 2 号的通知》（财会〔2008〕11 号）中“二、企业购买子公司少数股东拥有对子公司的股权处理”，对 2018—2022 年前期会计差错影响进行了追溯重述。2023 年，公司合并资产负债表期初数合计更正影响资产总额减少 163.09 亿元，负债总额减少 33.26 亿元，所有者权益总额减少 129.83 亿元。2023 年，公司本部资产负债表期初数合计更正影响资产总额增加 3729.04 万元，未分配利润增加 3729.04 万元。

2023 年，云南华电安宁风力发电公司和华电（昆明）发电厂有限公司（以下简称“昆明发电厂”）不再纳入公司合并范围。公司合并范围变化不大，且 2022 年财务数据已追溯重述，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模变化不大，资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。受益于战略投资者增资，公司杠杆水平明显下降。公司收入和利润规模保持增长，经营获现能力仍很强，且投资支出规模很小，公司筹资活动现金流持续呈净流出状态。

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，资产构成仍以非流动资产为主，符合电力行业特征。流动资产方面，由于加强资金周转管理，公司货币资金有所下降。受火电发电量增加带动煤炭采购量和收入规模增长影响，公司存货和应收账款有所增加。随着以礼河项目补偿款逐步收回，公司其他应收收款不断下降。非流动资产方面，截至 2023 年底，公司固定资产、在建工程和使用权资产均较上年底变化不大；截至 2024 年 3 月底，由于融资租赁到期转回固定资产，公司使用权资产大幅下降。

截至 2023 年底，公司受限资产合计 9.65 亿元，包括应收账款（1.13 亿元）、固定资产（8.35 亿元）和无形资产（0.18 亿元）。总体看，公司资产受限比例很低。

图表 7 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	31.95	6.23	29.62	5.90	29.31	5.89
货币资金	16.16	50.56	11.45	38.66	10.67	36.41
应收账款	6.91	21.62	7.86	26.52	7.96	27.16
其他应收款	5.35	16.75	2.91	9.83	2.44	8.31
存货	1.66	5.21	5.08	17.14	4.49	15.31
其他流动资产	0.71	2.22	1.89	6.40	1.05	3.59
非流动资产	480.91	93.77	472.61	94.10	468.02	94.11
固定资产	375.01	77.98	368.45	77.96	384.94	82.25
在建工程	38.96	8.10	40.14	8.49	40.39	8.63
使用权资产	31.84	6.62	28.53	6.04	7.18	1.53
资产总额	512.87	100.00	502.23	100.00	497.33	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

由于战略投资者增资 70.00 亿元，2023 年底公司实收资本较上年底增长 38.25%至 56.03 亿元，资本公积较上年底增长 76.23 亿元至 125.99 亿元，并带动所有者权益规模较上年底增长 79.79%至 170.27 亿元。在权益构成中，公司实收资本 56.03 亿元，资本公积 76.23 亿元，未分配利润-49.04 亿元，少数股东权益 35.46 亿元。由于公司仍处于历史补亏阶段，权益结构稳定性仍有待增强。

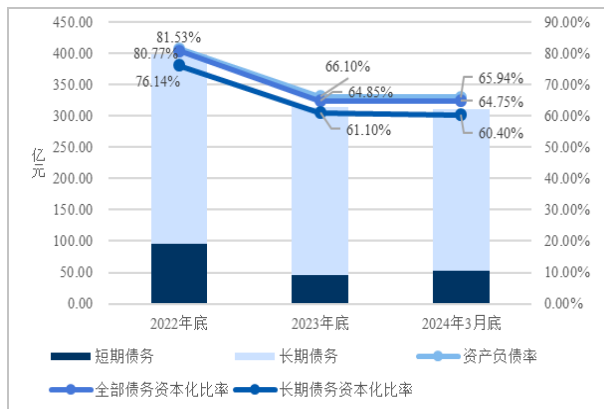
跟踪期内，公司负债总额和全部债务规模均大幅下降，主要系公司利用引战资金和经营获现来压缩债务规模并调整债务结构所致。截至 2023 年底，公司全部债务 314.09 亿元，较上年底下降 21.06%。其中，短期债务占 14.85%，长期债务占 85.15%，债务结构以长期债务为主。受益于权益增加以及债务减少，公司杠杆水平明显下降。

图表 8 • 公司负债情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	114.93	27.48	63.49	19.13	68.54	20.90
短期借款	23.73	20.65	1.60	2.51	1.60	2.33
应付账款	11.47	9.98	13.23	20.84	12.63	18.42
一年内到期的非流动负债	61.92	53.87	43.60	68.67	48.82	71.22
非流动负债	303.24	72.52	268.47	80.87	259.39	79.10
长期借款	277.27	91.44	248.40	92.53	238.83	92.08
负债总额	418.16	100.00	331.96	100.00	327.93	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年，由于火电量价齐升，公司营业总收入和营业成本分别同比增长 8.97%和 21.03%。公司期间费用主要为财务费用，随着债务规模下降，公司财务费用有所减少。2023 年，公司期间费用率为 15.87%，同比下降 3.34 个百分点。非经常性损益方面，2023 年，公司其他收益同比大幅增加，主要系取得煤炭补贴收入 2.44 亿元所致；资产处置收益同比大幅增加，主要系处置昆明发电厂形成的收益。非经常性损益对公司利润形成一定补充，但持续性不足。受上述因素影响，2023 年，公司利润总额同比增长 38.35%，但由于火电业务盈利水平低，以致公司营业利润率同比下降 7.45 个百分点。同时，由于权益增加，公司净资产收益率同比下降 1.19 个百分点，债务减少带动总资产收益率同比提升 0.47 个百分点。2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 7.28%，但一季度水电业务处于枯水期，且火电业务仍持续亏损，公司利润总额呈现阶段性亏损，亏损规模同比有所下降。

图表 10 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	87.59	95.45	17.67
营业成本	58.78	71.14	15.61
期间费用	16.82	15.14	2.98
其他收益	0.34	2.53	0.00
投资收益	1.60	1.71	0.25
资产处置收益	0.13	1.53	0.00
利润总额	9.44	13.05	-0.86
营业利润率	31.46%	24.01%	10.47%
总资本收益率	4.85%	5.32%	--
净资产收益率	7.53%	6.34%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	103.80	114.34	21.46
经营活动现金流出小计	57.72	77.01	14.07
经营活动现金流量净额	46.08	37.32	7.39
投资活动现金流入小计	6.89	23.03	0.24
投资活动现金流出小计	17.63	29.42	1.38
投资活动现金流量净额	-10.74	-6.39	-1.14
筹资活动现金流入小计	89.36	150.46	0.85
筹资活动现金流出小计	125.94	186.10	7.88
筹资活动现金流量净额	-36.58	-35.63	-7.03
现金收入比	112.14%	112.84%	114.05%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年，公司收入实现质量仍保持很高水平，但受税费和煤炭采购支出增加影响，经营活动现金流量净额同比下降 19.01%，公司经营获现能力仍很强。同期，公司向华电集团收回并续借 20 亿元委托贷款，导致投资活动现金流入和流出规模均同比有所增加。公司投资支出规模很小，经营活动所获现金可以覆盖投资需求，对外筹资压力不大，公司筹资活动现金流持续呈净流出状态。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标表现向好。公司间接融资渠道畅通，主业持续经营获现能力很强，无或有负债风险。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	27.80	46.66	42.76
	速动比率（%）	26.36	38.66	36.22
	经营现金流流动负债比（%）	40.10	58.78	--
	现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	45.67	47.22	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债能力指标看，2023 年，受益于短期债务大幅下降，公司短期偿债能力指标均有所提升。同时，由于利润增加且全部债务规模下降，公司对债务本息的保障能力均有所增强。

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保和作为被告的重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，公司共获得授信额度 311.52 亿元，其中未使用额度 164.27 亿元，间接融资渠道畅通。此外，华电集团可为公司提供一定规模的委托贷款。

3 公司本部主要变化情况

跟踪期内，受战略投资者增资影响，公司本部资产、负债和权益规模均变化很大。公司本部主要承担管理职能，自身业务规模小，债务负担很轻，利润主要依赖投资收益。

2023 年，战略投资者对公司本部增资 70 亿元，该笔资金主要用于偿还本部和子公司的债务。受此影响，截至 2023 年底，公司本部资产总额 273.94 亿元，较上年底增长 24.83%，主要系对子公司的债权投资增加所致；负债总额 41.99 亿元，较上年底下降 31.43%；所有者权益规模 231.94 亿元，较上年底增长 46.60%。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 15.33%，较上年底下降 12.58 个百分点，债务负担很轻。

2023 年，公司本部营业总收入为 2.56 亿元，利润总额为 4.82 亿元（含投资收益 8.63 亿元）；经营活动现金流净额为-1.32 亿元，投资活动现金流净额-49.93 亿元，筹资活动现金流净额 48.21 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善，整体 ESG 表现良好。

环境方面，公司水电装机占比较高，并组建了金沙江中游流域环保监测管理中心，统筹开展流域环境保护工作。公司燃煤机组均已安装脱硫、脱硝装置，并持续推进超低排放和节能改造工作。

社会责任方面，公司注重员工权益，不断健全员工激励机制、培养体系。公司积极履行作为央企的社会责任，在保障能源供给方面做出了巨大贡献。安全方面，2023 年，公司未发生重大生产安全责任事故。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全。同时，公司战略规划清晰，为其持续经营和稳定发展提供良好保障。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东华电集团为中国大型电力集团之一，综合实力极强。

公司控股股东华电集团为中国五大发电集团之一，属中国核心电力生产企业，发电资产分布在全国 30 多个省、自治区和直辖市。华电集团业务范围涵盖发电运营、煤炭资源开发、电力建设等多个方面。截至 2023 年底，华电集团合并资产总额 10977.52 亿元，所有者权益 3370.36 亿元；可控装机容量 21431 万千瓦，规模优势显著，整体抗风险能力极强。

2 支持可能性

公司作为华电集团在云南省内重要的电力运营平台，可获其大力支持。

华电集团多次以货币资金形式向公司增资，并将其持有的金中公司 33.00%的股权、云南华电怒江水电开发有限公司 51.00%的股权、云南华电鲁地拉水电有限公司 75.00%的股权无偿划转给公司。公司作为华电集团在云南省内的水电和火电运营平台，在资源获取、资金等方面均可获得华电集团的大力支持。

八、债券偿还能力分析

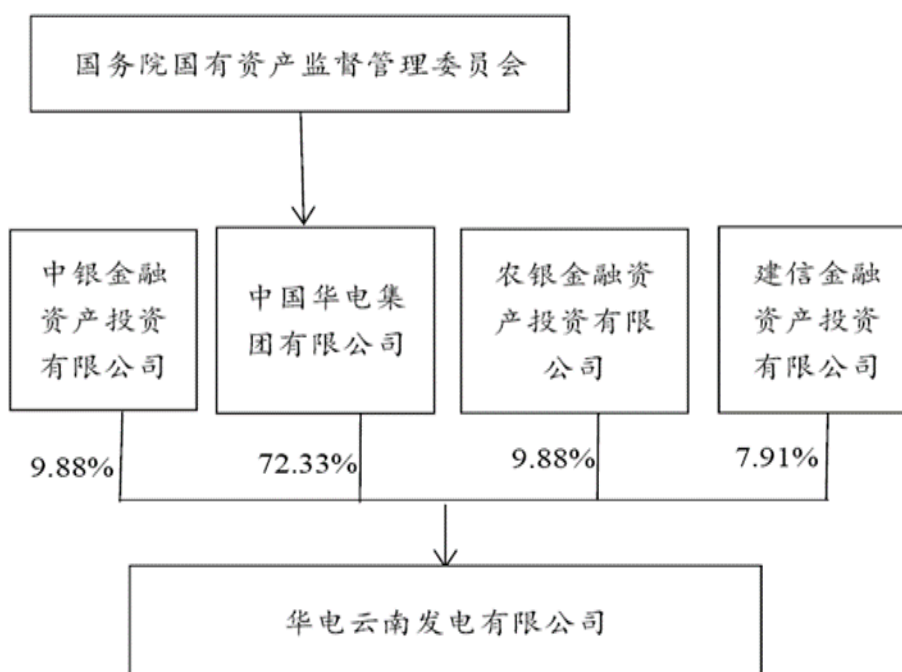
公司对本报告跟踪债券的保障能力很强。

本报告跟踪债券余额合计 7 亿元。2023 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障倍数分别为 16.33 倍、5.33 倍和 6.75 倍。

九、跟踪评级结论

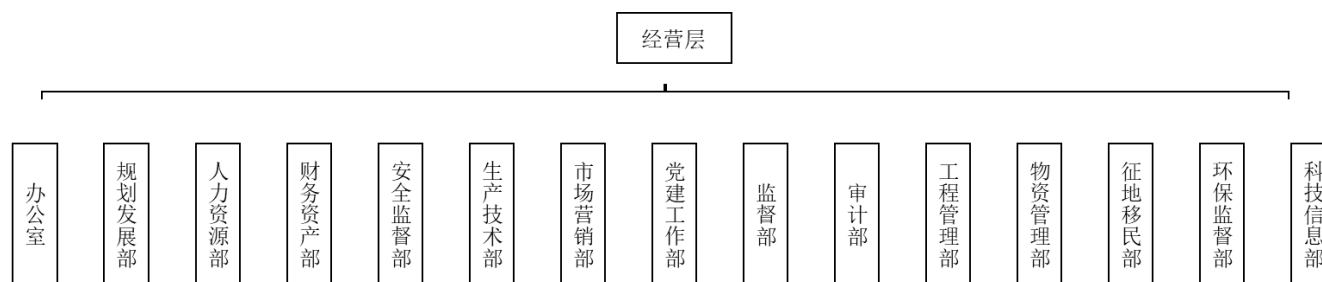
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“21 华电云南 MTN001”和“22 华电云南 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至本报告出具日）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至本报告出具日）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	企业名称	注册地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	云南华电昆明发电有限公司	昆明	发电	121978.00	100.00
2	云南华电巡检司发电有限公司	弥勒	发电	41011.53	65.00
3	云南华电镇雄发电有限公司	镇雄	发电	79406.45	62.00
4	云南华电怒江水电开发有限公司	昆明	发电	93365.71	51.00
5	云南华电金沙江中游水电开发有限公司	昆明	发电	779739.00	56.00
6	云南华电鲁地拉水电有限公司	昆明	发电	371700.00	75.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.16	11.46	10.67
应收账款（亿元）	6.91	7.86	7.96
其他应收款（亿元）	5.35	2.91	2.44
存货（亿元）	1.66	5.08	4.49
长期股权投资（亿元）	0.00	0.55	0.55
固定资产（亿元）	375.01	368.45	368.45
在建工程（亿元）	38.96	40.14	40.39
资产总额（亿元）	512.87	502.23	497.33
实收资本（亿元）	40.52	56.03	56.03
少数股东权益（亿元）	34.94	35.46	35.57
所有者权益（亿元）	94.71	170.27	169.40
短期债务（亿元）	95.71	46.65	52.76
长期债务（亿元）	302.15	267.45	258.39
全部债务（亿元）	397.86	314.09	311.15
营业总收入（亿元）	87.59	95.45	17.67
营业成本（亿元）	58.78	71.14	15.61
其他收益（亿元）	0.34	2.53	0.00
利润总额（亿元）	9.44	13.05	-0.86
EBITDA（亿元）	45.67	47.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	98.23	107.70	20.15
经营活动现金流入小计（亿元）	103.80	114.34	21.46
经营活动现金流量净额（亿元）	46.08	37.32	7.39
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.74	-6.39	-1.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	-36.58	-35.63	-7.03
财务指标			
销售债权周转次数（次）	13.76	12.92	--
存货周转次数（次）	28.34	21.11	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.19	--
现金收入比（%）	112.14	112.84	114.05
营业利润率（%）	31.46	24.01	10.47
总资本收益率（%）	4.85	5.32	--
净资产收益率（%）	7.53	6.34	--
长期债务资本化比率（%）	76.14	61.10	60.40
全部债务资本化比率（%）	80.77	64.85	64.75
资产负债率（%）	81.53	66.10	65.94
流动比率（%）	27.80	46.66	42.76
速动比率（%）	26.36	38.66	36.22
经营现金流动负债比（%）	40.10	58.78	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	--

注：1. 因追溯调整，2022 年财务数据采用 2023 年年初数；2. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告将其他流动负债中的短期融资券和已贴现未到期的商业承兑汇票调整至短期债务，长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.42	1.38	1.55
应收账款（亿元）	8.87	10.39	11.13
其他应收款（亿元）	7.09	3.17	3.17
存货（亿元）	1.01	1.97	0.00
长期股权投资（亿元）	134.57	136.90	136.90
固定资产（亿元）	6.42	10.04	9.89
在建工程（亿元）	2.74	0.88	0.42
资产总额（亿元）	219.45	273.94	272.97
实收资本（亿元）	40.52	56.03	56.03
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	158.21	231.94	232.19
短期债务（亿元）	21.68	11.70	12.53
长期债务（亿元）	32.72	25.54	25.53
全部债务（亿元）	54.40	37.24	38.06
营业总收入（亿元）	1.59	2.56	0.31
营业成本（亿元）	3.02	3.41	0.69
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	2.81	4.82	0.32
EBITDA（亿元）	4.68	7.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	19.46	25.89	4.05
经营活动现金流入小计（亿元）	23.84	29.65	4.52
经营活动现金流量净额（亿元）	1.58	-1.32	-0.58
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.04	-49.93	1.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.52	48.21	-0.39
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.18	0.25	--
存货周转次数（次）	1.96	2.29	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	1225.71	1012.91	1317.27
营业利润率（%）	-97.24	-37.72	-129.36
总资本收益率（%）	2.01	2.56	--
净资产收益率（%）	1.71	2.09	--
长期债务资本化比率（%）	17.14	9.92	9.91
全部债务资本化比率（%）	25.59	13.84	14.08
资产负债率（%）	27.91	15.33	14.94
流动比率（%）	82.62	119.39	129.16
速动比率（%）	78.98	106.92	129.13
经营现金流动负债比（%）	5.71	-8.35	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.12	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	3.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.63	5.00	--

注：1. 因追溯调整，2022 年财务数据采用 2023 年期初数；2. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 其他流动负债中的短期融资券和已贴现未到期的商业承兑汇票调整至短期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持