

华电云南发电有限公司
2025 年度第一期中期票据
信用评级报告

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〔2025〕4697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及其拟发行的 2025 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华电云南发电有限公司主体长期信用等级为 AAA，华电云南发电有限公司 2025 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月十九日

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。

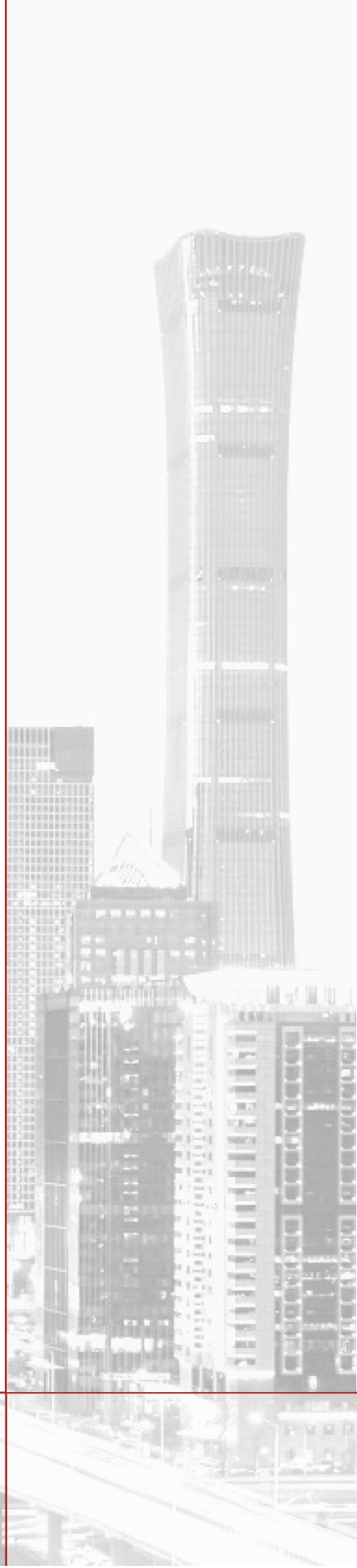
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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，并且不应当被视为购买、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。

八、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

2025 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/19

债项概况 本期债项发行规模为 7.00 亿元，期限 3 年；本次募集资金用于偿还有息债务；本期债项无担保。

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，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。2022 年以来，公司装机规模略有增长，水电发电量受流域来水变化影响有所波动，整体机组利用小时数很高。同期，云南省内电力供需偏紧，带动火电发电量波动增长，上网电价有所提升，但由于云南省燃煤价格处于高位且公司供电标准煤耗相对较高，火电毛利率出现亏损。整体看，公司装机规模大，业务运营稳定，经营风险很低，此外公司拟建项目规划装机规模很大且相关项目在国家能源发展战略布局中占据重要地位，待项目投产后，公司经营规模和综合竞争力将显著提升。财务方面，公司资产结构符合行业特征，资产质量较好。2023 年，受益于战略投资者增资以及持续压降债务规模，公司杠杆水平明显下降。公司利润规模保持增长，经营获现能力很强，且近年投资支出需求不高，公司加大偿债力度，债务规模和债务负担不断下降，债务结构合理，整体偿债能力指标表现很好。整体看，公司财务风险很低。综合公司经营和财务风险表现、未来发展以及股东支持等因素，其债务偿付能力极强，本期债项违约概率极低。

个体调整：项目投产。

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，发展潜力大且前景良好，华电集团对公司定位明确，有望持续支持其发展，虽然公司未来拟建项目将面临大额资本支出，但近年来受益于战略投资者增资、公司经营积累以及未来华电集团权益类资金支持，公司资本实力将显著增强，财务状况有望保持稳健。综合来看，未来公司信用状况预期保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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是以电力为核心的特大型能源企业集团，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。
- **公司资源禀赋和区域竞争优势明显，且未来发展潜力大。**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 2024 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 6.16%。此外，公司拟建项目规划装机规模很大且相关项目在国家能源发展战略布局中占据重要地位，待项目投产后，公司经营规模和综合竞争力将显著提升。
- **受益于战略投资者增资以及持续压降债务规模，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 15.43 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%。2024 年以来，公司资产负债率和全部债务资本化比率进一步下降。

关注

- **火电业务亏损。**2022 年以来，云南省燃煤价格处于高位，且公司供电标准煤耗相对较高，导致公司火电运营面临较大成本压力，火电业务毛利率出现亏损。
- **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、打分表及结果

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

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	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：项目投产			+1	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：股东支持			+1	
评级结果			AAA	

个体信用状况变动说明：公司指示评级较上次评级未发生变动；考虑到公司拟建项目规划装机规模很大且相关项目在国家能源发展战略布局中占据重要地位，待项目投产后，公司经营规模和综合竞争力将显著提升，公司个体调整由上次评级的无调整变动为上调 1 个子级；故公司的个体信用等级由 aa 上调为 aa⁺。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

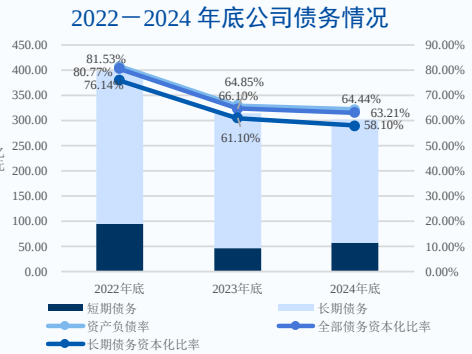
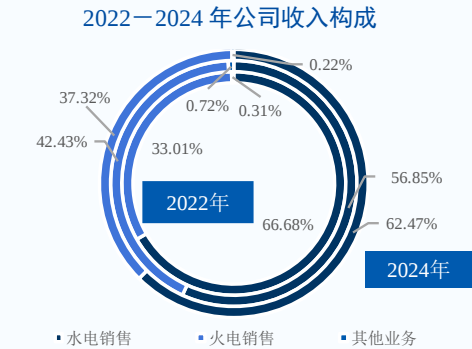
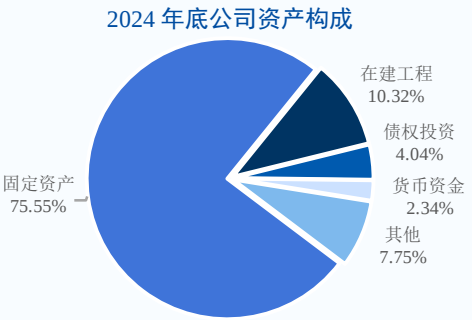
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.16	11.46	11.59	11.25
资产总额（亿元）	512.87	502.23	495.17	486.35
所有者权益（亿元）	94.71	170.27	176.08	176.25
短期债务（亿元）	95.71	46.65	58.27	64.72
长期债务（亿元）	302.15	267.45	244.21	233.01
全部债务（亿元）	397.86	314.09	302.47	297.73
营业总收入（亿元）	87.59	95.45	94.32	17.79
利润总额（亿元）	9.44	13.05	16.08	0.01
EBITDA（亿元）	45.67	47.22	45.84	--
经营性净现金流（亿元）	46.08	37.32	41.78	7.59
营业利润率（%）	31.46	24.01	27.50	13.04
净资产收益率（%）	7.53	6.34	7.63	--
资产负债率（%）	81.53	66.10	64.44	63.76
全部债务资本化比率（%）	80.77	64.85	63.21	62.81
流动比率（%）	27.80	46.66	40.26	32.94
经营现金流动负债比（%）	40.10	58.78	56.55	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	3.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	6.60	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	219.45	273.94	302.53	299.63
所有者权益（亿元）	158.21	231.94	233.83	233.64
全部债务（亿元）	54.40	37.24	63.38	63.27
营业总收入（亿元）	1.59	2.56	2.17	0.28
利润总额（亿元）	2.81	4.82	5.79	-0.20
资产负债率（%）	27.91	15.33	22.71	22.03
全部债务资本化比率（%）	25.59	13.84	21.33	21.31
流动比率（%）	82.62	119.39	62.23	63.56
经营现金流动负债比（%）	5.71	-8.35	-0.88	--

注：1. 因追溯调整，2022 年财务数据采用 2023 年期初数；2. 公司 2025 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未终止确认票据调整至短期债务，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；5. “--”表示数据无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2024/08/09	牛文婧、邓淇匀	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
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：肖怀玉 xiaohy@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、主体概况

华电云南发电有限公司（以下简称“公司”或“华电云南”）前身为中国华电集团公司云南公司，负责管理中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）在云南省的所有资产。2005 年，公司由华电集团以其在云南省的 8 家企业权益出资设立，注册资本金 4.00 亿元。自 2009 年起，华电集团多次对公司增资，并将其持有的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”）33.00%的股权、云南华电怒江水电开发有限公司（以下简称“怒江公司”）51.00%的股权、云南华电鲁地拉水电有限公司（以下简称“鲁地拉公司”）75.00%的股权无偿划转给公司。2018 年 12 月，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”）分别向公司增资 10.00 亿元（各认缴实收资本 2.42 亿元），增资完成后，公司注册资本变更为 25.83 亿元。2020 年 3 月，华电集团向公司增资 14.70 亿元，公司注册资本增至 40.52 亿元，华电集团、中银投资和工银投资的持股比例分别为 88.08%、5.96%和 5.96%。2023 年 11 月，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 2025 年 3 月底，公司本部内设 16 个职能部门（组织架构图详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 495.17 亿元，所有者权益 176.08 亿元（含少数股东权益 37.73 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 94.32 亿元，利润总额 16.08 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 486.35 亿元，所有者权益 176.25 亿元（含少数股东权益 37.89 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.79 亿元，利润总额 0.01 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：侯建刚¹。

二、本期债项概况

公司拟发行“华电云南发电有限公司 2025 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），发行规模为 7.00 亿元，期限 3 年；按年付息，到期一次性还本付息；本次募集资金用于偿还有息债务；本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

¹ 2025 年 6 月 18 日，公司发布了《关于法定代表人、董事长、总经理、董事变更的公告》，公司法定代表人由周卫东变更为侯建刚，相关事项正在办理工商变更登记。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》。

四、行业分析

2024 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，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但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，火电企业仍面临一定的成本压力。

预计 2025 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。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《2025 年电力行业分析》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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大，区域竞争优势明显。

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，合计开发容量约占全国经济可开发水电站装机容量的 17.05%，在我国水电开发规划中的战略地位显著，具有较强的流域资源垄断优势。

金沙江中游河段长约 763.50 公里，天然落差 1020.20 米，径流丰沛而稳定、落差大。金沙江中游河段水电规划为一库八级的梯级开发方案，可开发容量 2058 万千瓦，年均发电量 883 亿千瓦时。公司负责开发并运营金沙江中游龙盘、两家人、梨园、阿海和鲁地拉五个电站，并参股金沙江中游金安桥、龙开口及观音岩三个电站，统一负责金沙江中游流域内各投产电站的运行调度，并可修建对下游梯级电站有多年调节、补偿效益显著的龙头水库。

怒江中下游干流河段落差集中、水量大，地质和施工条件良好；水力资源理论蕴藏量共计 4600 万千瓦，项目规划两库十三级水电站，总装机容量 2132 万千瓦，年发电量 1029.6 亿千瓦时；主要由公司控股子公司怒江公司负责开发运营。

截至 2024 年底，公司已投产装机容量为 934.99 万千瓦（其中水电装机容量为 694.99 万千瓦），占云南省全口径装机容量的 6.16%（占云南省水电装机容量的 8.31%）；2024 年，公司发电量为 432.41 亿千瓦时（其中水力发电量为 325.98 亿千瓦时），占云南省规模以上发电量的 9.91%（占云南省水力发电量的 10.49%），区域竞争优势明显。

图表 1 • 2024 年同行业公司竞争力对比情况

对比指标	公司	华能水电	大唐云南
装机容量（万千瓦）	934.99	3100.85	591.52
资产总额（亿元）	495.17	2146.07	383.59
所有者权益（亿元）	176.08	791.68	94.93
资产负债率（%）	64.44	63.11	75.25
营业总收入（亿元）	94.32	248.82	38.69
利润总额（亿元）	16.08	103.65	12.26
营业利润率（%）	27.50	54.19	51.24

注：华能澜沧江水电股份有限公司简称为“华能水电”，大唐云南发电有限公司简称为“大唐云南”，下同
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 人员素质

公司管理人员从业经历和管理经验丰富，综合素质高；员工构成能够满足公司经营需要。

截至本报告出具日，公司拥有董事 9 人、高级管理人员 5 人（含董事兼高级管理人员 2 人）。

公司董事长侯建刚先生，1969 年出生，博士研究生学历，教授级高级经济师。侯建刚先生曾就职于云南漫湾水电站工程管理局、云南大朝山水电有限公司、华电集团云南分公司计划发展部、华电云南计划基建部、鲁地拉公司等，2015 年 7 月至 2021 年 7 月任华电金沙江上游水电开发有限公司党委委员、副总经理、工会代主席，2021 年 7 月至 2022 年 3 月任华电云南（华电集团云南分公司）党委委员、副总经理，2022 年 3 月至 2025 年 6 月任华电云南（华电集团云南分公司）党委副书记、董事、总经理，同时兼任金中公司总经理和怒江公司总经理；2025 年 6 月起任华电云南董事长。

公司董事、总经理杨映先生，1981 年出生，硕士研究生学历。杨映先生曾就职于贵州乌江水电开发有限责任公司思林电站建设公司、贵州北盘江电力股份有限公司马马崖电站建设公司、贵州黔源北盘江马马崖电站建设公司、华电集团工程管理部工程管理处、华电集团水电与新能源产业部、华电集团基建工程部、华电集团战略规划部、华电西藏能源有限公司（中国华电集团有限公司西藏分公司）等；2025 年 6 月起任华电云南董事、总经理。

截至 2025 年 3 月底，公司拥有员工 2368 人；按教育程度划分，研究生及以上学历 102 人，本科学历 1434 人，大专学历 567 人，中专生及以下学历 265 人；按年龄划分，35 岁及以下 928 人，36~54 岁 1020 人，55 岁及以上 420 人。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

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 2025 年 5 月 19 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本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司本部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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，整体运行情况良好。

法人治理方面，公司经营决策体系由股东会、董事会和高级管理人员组成。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司董事会实行集体审议、独立表决、个人负责的决策制度。董事会由 9 名董事组成。其中，华电集团推荐 5 名董事（1 名推荐担任董事长），中银投资、农银投资和建信投资各推荐 1 名董事，职工民主选举产生职工董事 1 名。公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险委员会行使《公司法》规定的监事会的相关职权。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，向董事会报告工作。公司法人治理结构完善，近年来运行情况良好，截至报告出具日未存在人员缺位的情况。

2 管理水平

公司内部管理制度健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司结合自身业务具体情况，在安全生产管理、突发事件应急管理、资金管理、重大投融资决策管理、担保、子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度。

重大投融资决策管理方面，公司结合华电集团《工程财务管理办法》等相关管理制度，对公司大中型基本建设和技术改造项目投融资进行管理。公司在华电集团授权范围内对外投资进行管理，对外投资须报华电集团批准。资金管理方面，公司通过制定《资金管理办法》等相关制度对现金进行管理。公司对各单位财务事项进行集中统一管理，即统一财务决策、统一财务制度、统一会计核算、统一财务报告、统一资金管理、统一预算管理、统一业绩评价考核和统一财会人员管理。在资金长期运作上，公司将配合自身发展战略，建立资金中长期发展规划；在短期资金使用上，公司将所有现金流纳入预算管理体系，编制年度资金预算，确

保公司资金的总体平衡，逐月召开资金调度协调会，对整体的资金进行协调。此外，公司在资金使用过程中还坚持谨慎和节约原则，确保资金安全、保证资金流动性和收益性，减少资金占用、加速资金周转。

七、经营分析

1 经营概况

受发电量以及上网电价变化影响，公司营业总收入波动增长，但由于云南省燃煤价格处于高位且公司供电标准煤耗较高，公司火电业务毛利率整体呈现亏损，公司综合毛利率有所波动。

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。

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，综合毛利率波动下降。其中，受发电量和上网电价变动影响，公司水电销售收入和毛利率小幅波动；2023 年，公司火电销售收入显著增长，主要系当期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处于高位且公司火电供电标准煤耗较高，公司火电业务毛利率呈现亏损；公司其他业务规模较小，对公司整体收入及盈利影响不大。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比变化不大，毛利率同比提升 3.70 个百分点。其中，受水电上网电价下降影响，公司水电销售收入和毛利率均同比下降；由于煤价同比下跌以及容量电价政策实施带动火电上网电价提升，公司火电销售收入同比增长，且毛利率在枯水期阶段性扭亏为盈。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水电销售	58.40	66.68%	52.89%	54.26	56.85%	48.26%	58.92	62.47%	50.31%	7.87	44.24%	22.91%
火电销售	28.92	33.01%	-7.01%	40.50	42.43%	-5.95%	35.20	37.32%	-6.52%	9.81	55.14%	8.80%
其他业务	0.27	0.31%	-18.80%	0.69	0.72%	76.90%	0.21	0.22%	-48.99%	0.11	0.62%	55.91%
合计	87.59	100.00%	32.89%	95.45	100.00%	25.47%	94.32	100.00%	28.89%	17.79	100.00%	15.34%

注：其他业务主要包括售电业务和房屋出租业务
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）水电业务

公司水电装机容量小幅增长，机组利用小时数很高，受流域来水变化影响，公司水电发电量有所波动，但公司水电平均上网电价处于较低水平。

随着以礼河四级电站重建工程分别于 2022 年 12 月和 2023 年 2 月逐步投产，公司水电装机容量小幅增长。截至 2025 年 3 月底，公司已投产的水电装机容量为 694.99 万千瓦。其中，阿海水电站和梨园水电站由金中公司负责运营管理；鲁地拉电站由鲁地拉公司负责运营管理。阿海水电站位于云南省丽江市与宁蒗县交界处，为金沙江中游河段规划八个梯级电站中的第四个梯级电站；梨园水电站位于丽江市玉龙县与迪庆州香格里拉县交界处，是金沙江中游河段规划的第三个梯级电站；鲁地拉水电站位于大理州永胜县和宾川县交界河段，是金沙江中游第七个梯级电站。公司在运中小水电主要包括以礼河电站、绿水河电站、红河电站和石龙坝电站。其中，以礼河电站位于云南省会泽县境内，为高水头、跨流域分四梯级开发的引水式电站；绿水河、红河和石龙坝电站均为径流式电站。

从水电机组运行情况看，2022 年以来，受流域来水量变化影响，公司发电量小幅波动，整体机组利用小时数维持在很高水平。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。2022—2024 年，公司水电上网电价同比变化不大，整体电价水平较低。2025 年一季度为枯水期，上网电价相对较高，但受当期电力供需宽松影响，上网电价同比下降 8.11%。公司电力业务销售对象为云南电网有限责任公司（以下简称“云南电网”）。公司通过电力交易系统平台实现网上竞价交易，公司先进行供电，云南电网再进行付费，付费方式为电汇及票据，按月结算。

图表 3 • 截至 2025 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	2025 年 1—3 月
装机容量 (万千瓦)	688.49	694.99	694.99	694.99
发电量 (亿千瓦时)	328.10	316.98	325.98	30.99
上网电量 (亿千瓦时)	326.44	315.29	324.25	30.78
机组利用小时数 (小时)	4765.49	4560.93	4690.51	445.94
上网电价 (元/千瓦时)	0.2022	0.1945	0.2053	0.2890

资料来源：公司提供

此外，公司通过控股子公司金中公司分别参股了金沙江中游河段金安桥、龙开口及观音岩水电站 12.00%、3.00%和 16.00%的股权，参股水电站的总装机容量为 720 万千瓦。其中，金安桥水电站已于 2012 年 9 月全部投产，龙开口水电站已于 2014 年 1 月全部投产，观音岩水电站已于 2016 年 6 月全部投产。截至 2025 年 3 月底，公司已投产参股水电站的权益装机容量为 46.03 万千瓦。

(2) 火电业务

公司火电装机容量稳定。受云南省电力市场供需变化影响，公司火电发电量波动增长，火电平均上网电价有所上升，但燃煤价格处于高位，且公司供电标准煤耗相对较高，对火电运营成本控制产生较大压力。

公司火电板块经营主体为云南华电昆明发电有限公司（以下简称“昆明公司”）、云南华电巡检司发电有限公司（以下简称“巡检司电厂”）和云南华电镇雄发电有限公司（以下简称“镇雄电厂”）。公司的火电机组主要集中在枯水期发电，以保障枯水期地方安全用电。从火电机组运行情况看，2022 年以来，公司火电装机容量无变化，受云南省电力市场供需变化影响，公司火电机组利用小时数波动提升，并带动火电发电量波动增长。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。2023 年以来，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。公司火电销售结算模式同水电业务。

煤炭采购方面，公司已形成“长协保供+现货补充+长协增量”的三维采购体系：与云南省能源投资集团有限公司下属煤业公司等重点供应商签订长协，锁定年度需求量，并依托华电集团下属煤炭平台进行跨区域采购。2024 年 3 月以来，根据华电集团要求，公司煤炭采购模式从电厂自行采购变更为集中采购，燃料成本有所下降。但由于云南省煤炭资源禀赋一般且煤矿地质条件复杂常发生安全事故，云南省内煤炭供应较为紧张，燃煤价格处于高位，且公司供电标准煤耗相对较高，对公司火电运营成本产生较大压力。结算方面，公司一般采用货到付款，验货后通过银行转账或开立银行汇票方式支付采购款。

图表 5 • 截至 2025 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	2025 年 1—3 月
装机容量 (万千瓦)	240.00	240.00	240.00	240.00
发电量 (亿千瓦时)	95.86	125.28	106.43	29.23
上网电量 (亿千瓦时)	87.60	114.64	97.21	26.69
机组利用小时数 (小时)	3994	5220	4434	1218
上网电价 (元/千瓦时)	0.37	0.40	0.41	0.41
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	335.42	335.59	337.25	340.35
入厂煤平均价格 (元/吨)	772.65	953.34	892.70	859.86

资料来源：公司提供

3 未来发展

公司未来发展仍以清洁能源为主，拟建项目装机规模很大，且相关项目在国家能源发展战略布局中占据重要地位。整体看，公司发展潜力大且前景良好，相关项目投产后将有助于大幅提升公司综合竞争力。

截至 2024 年底，公司在建工程期末余额为 51.17 亿元，主要为拟建项目的前期投入。公司重大拟建项目主要为金沙江龙头水库电站和怒江中下游河段（云南境内）阶梯电站开发²，拟建项目规划装机规模和投资规模均很大，未来存在较大的资本支出需求，但整体债务负担预计仍处于可控范围。待项目投产后，公司经营规模和综合竞争力将显著提升。

² 因公司拟建项目均涉密项目，故无法披露项目具体情况。

(1) 金沙江龙头水库电站是金沙江中游河段水电规划的龙头电站（含龙盘及两家人电站前期），项目已列入国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》《“十四五”可再生能源发展规划》等文件，2024 年国民经济和社会发展规划又将其列为重大投资项目。项目开发建设对实现“双碳”目标、保障长江流域生态安全、推动长江经济带和地方经济社会发展等具有重大战略意义。

(2) 怒江中下游河段（云南境内）梯级电站开发项目为后续国家重点建设的水电基地之一。项目规划两库十三级水电站，规划总装机容量 2132 万千瓦。目前，该流域处于前期规划阶段。

八、财务分析

2023 年，公司发现对 2018 年处理购买子公司金中公司少数股东股权存在差错，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。

公司提供了 2023—2024 年财务报告，因追溯调整，本报告 2022 年财务数据采用 2023 年期初数，且相关数据经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2023 年，公司合并范围减少 2 家子公司。2024 年和 2025 年一季度，公司合并范围无变化。整体看，公司合并范围变化不大，所涉及子公司规模较小，整体财务数据可比性强。

1 资产质量

公司资产结构以非流动资产为主，符合电力行业特征。公司非流动资产主要由固定资产构成，固定资产成新率较高，且公司资产受限比例很低，整体资产质量较好。

2022—2024 年末，公司资产规模小幅下降，年均复合下降 1.74%；公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产方面，2022—2024 年末，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 3.53%，主要系货币资金和其他应收款下降所致。公司加强资金周转管理，期末货币资金有所下降。公司应收账款主要为应收云南电网款项，集中度很高但回收风险很低。随着以礼河复建项目补偿款³收回，公司其他应收款有所下降。公司存货规模持续增长，2023 年底增幅较大主要系煤炭采购量价齐升所致，2024 年底进一步增长主要系期末煤炭储备量提高所致。

非流动资产方面，2022—2024 年末，公司非流动资产规模持续下降，年均复合下降 1.62%。公司债权投资系公司对华电集团的委托贷款，其他非流动金融资产系公司持有的大唐观音岩水电开发有限公司和华能龙开口水电有限公司股权。受计提折旧和减值准备影响，公司固定资产呈下降趋势，2024 年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，固定资产有所增长；截至 2024 年底，公司固定资产成新率为 59.51%，成新率较高。随着拟建项目前期投入增加，公司在建工程有所增长。

截至 2024 年底，公司受限资产合计 15.02 亿元，包括应收账款（5.27 亿元）和固定资产（9.75 亿元），受限资产占比为 3.03%。总体看，公司资产受限比例很低。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模和构成较 2024 年底变化不大。

图表 7 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	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	29.74	6.01	25.07	5.15
货币资金	16.16	50.56	11.45	38.66	11.57	38.89	11.22	44.77
应收账款	6.91	21.62	7.86	26.52	6.97	23.43	6.64	26.48
其他应收款	5.35	16.75	2.91	9.83	2.98	10.02	1.68	6.69
存货	1.66	5.21	5.08	17.14	6.20	20.83	3.81	15.18
其他流动资产	0.71	2.22	1.89	6.40	1.59	5.35	1.31	5.24

³由于中国长江三峡集团有限公司在建设白鹤滩电站时淹没了公司的以礼河电站，因此以礼河复建项目的建设资金主要来源于移民资金补偿款。

非流动资产	480.91	93.77	472.61	94.10	465.43	93.99	461.28	94.85
债权投资	20.00	4.16	20.00	4.23	20.00	4.30	20.01	4.34
其他非流动金融资产	9.91	2.06	10.58	2.24	11.26	2.42	11.26	2.44
固定资产	375.01	77.98	368.45	77.96	374.11	80.38	370.40	80.30
在建工程	39.03	8.12	40.20	8.51	51.17	10.99	51.82	11.23
使用权资产	31.84	6.62	28.53	6.04	4.02	0.86	2.94	0.64
资产总额	512.87	100.00	502.23	100.00	495.17	100.00	486.35	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

2 资本结构

（1）所有者权益

2023 年，受益于战略投资者增资，公司所有者权益规模大幅增长，但权益结构稳定性有待增强。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，三年分别为 94.71 亿元、170.27 亿元和 176.08 亿元。其中，受益于战略投资者增资 70.00 亿元，2023 年底公司实收资本较上年底大幅增长 38.25%至 56.03 亿元，资本公积较上年底显著增长 76.23%至 125.99 亿元，并带动所有者权益规模大幅增长。截至 2025 年 3 月底，公司实收资本为 56.03 亿元，资本公积为 126.02 亿元，未分配利润为 -46.45 亿元，少数股东权益为 37.89 亿元。由于公司仍处于历史补亏阶段，权益结构稳定性有待增强。

（2）负债

2022 年以来，公司加大偿债力度，债务规模和债务负担不断下降，债务结构合理。

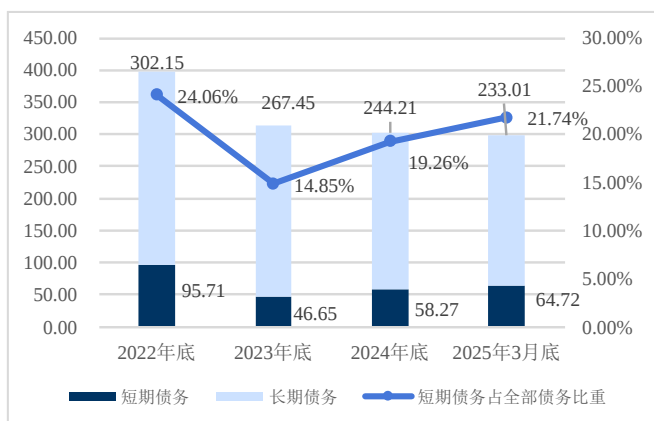
2022—2024 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 12.65%。公司负债结构以非流动负债为主，与资产结构较为匹配。公司负债以有息债务为主，且近年来公司持续压降债务规模，截至 2024 年底，公司全部债务 302.47 亿元，较上年底下降 3.70%。其中，短期债务占 19.26%，长期债务占 80.74%，债务结构以长期债务为主。受益于权益增加以及债务规模减少，公司杠杆不断下降。截至 2025 年 3 月底，公司债务规模和债务负担均较 2024 年底变化不大。

图表 8 • 公司主要负债情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	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	73.87	23.15	76.10	24.54
短期借款	23.73	20.65	1.60	2.51	4.19	5.68	16.29	21.41
应付账款	11.47	9.98	13.23	20.84	12.16	16.46	8.72	11.46
一年内到期的非流动负债	61.92	53.87	43.60	68.67	47.11	63.77	41.99	55.18
其他流动负债	8.07	7.02	1.46	2.29	6.97	9.44	6.44	8.46
非流动负债	303.24	72.52	268.47	80.87	245.22	76.85	234.00	75.46
长期借款	277.27	91.44	248.40	92.53	229.59	93.63	219.26	93.70
负债总额	418.16	100.00	331.96	100.00	319.09	100.00	310.10	100.00

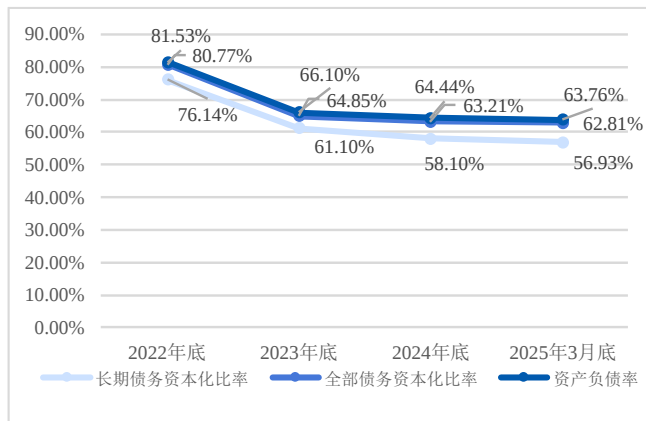
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 9 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 10 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

3 盈利能力

2022 年以来，公司收入规模波动增长，同时受益于财务费用的下降以及非经常性损益的补充，公司利润总额逐年增长，整体盈利能力很强。

2022—2024 年，公司营业总收入和营业成本均波动增长。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，且期间费用率逐年下降，2024 年下降至 12.07%。非经常性损益方面，2022 年，公司资产减值损失主要系昆明公司和镇雄电厂计提的资产减值准备；2023—2024 年，公司其他收益主要系取得的煤炭补贴收入；2023 年，公司资产处置收益主要系处置昆明发电厂形成的收益；公司投资收益主要为债权投资和其他权益工具投资持有期间的收益。整体看，非经常性损益对公司利润有一定影响，但持续性不足。受上述因素影响，2022—2024 年，公司利润总额持续增长，但由于火电业务盈利水平低，以致营业利润率有所波动，公司盈利指标保持在较好水平。2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 0.67%；由于水电业务处于枯水期，公司营业利润率较低，但受益于火电业务毛利率提升，公司利润总额同比扭亏为盈。

图表 11 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	87.59	95.45	94.32	17.79
营业成本	58.78	71.14	67.08	15.06
期间费用	16.82	15.14	11.39	2.49
资产减值损失	-2.59	-0.02	-0.02	0.00
其他收益	0.34	2.53	1.23	0.00
投资收益	1.60	1.71	1.80	0.11
资产处置收益	0.13	1.53	-0.07	0.00
利润总额	9.44	13.05	16.08	0.01
营业利润率	31.46%	24.01%	27.50%	13.04%
总资本收益率	4.85%	5.32%	5.14%	--
净资产收益率	7.53%	6.34%	7.63%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

与所选水电企业相比，公司盈利指标表现较弱，主要受火电业务拖累所致。

图表 12 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	华能水电	大唐云南
销售毛利率	28.89%	56.13%	53.34%
总资产报酬率	5.50%	6.09%	5.12%
净资产收益率	7.63%	11.26%	10.90%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4 现金流

公司经营获现能力很强，且投资净支出规模很小，筹资活动现金流持续呈净流出状态；未来，随着拟建项目的推进，公司或存在较大的融资需求。

2022 年以来，公司收入实现质量保持很高水平，经营活动现金流持续呈大规模净流入态势，其中 2023 年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有所下降。公司投资净支出规模很小，经营活动所获现金足以覆盖投资需求，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。但考虑到公司拟建项目投资规模很大，未来或存在较大的融资需求。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	103.80	114.34	109.93	22.25
经营活动现金流出小计	57.72	77.01	68.15	14.65
经营活动现金流量净额	46.08	37.32	41.78	7.59

投资活动现金流入小计	7.52	23.03	1.95	0.12
投资活动现金流出小计	18.47	29.42	11.54	1.19
投资活动现金流量净额	-10.96	-6.39	-9.59	-1.07
筹资活动现金流入小计	89.57	150.46	52.58	12.73
筹资活动现金流出小计	125.94	186.10	84.65	19.59
筹资活动现金流量净额	-36.37	-35.63	-32.07	-6.87
现金收入比	112.14%	112.84%	114.14%	116.49%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

5 偿债指标

公司整体偿债能力指标表现很好。公司间接融资渠道畅通，主业持续经营获现能力很强，未发现存在重大或有负债风险。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	27.80	46.66	40.26	32.94
	速动比率（%）	26.36	38.66	31.87	27.94
	经营现金流动负债比（%）	40.10	58.78	56.55	--
	现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20	0.17
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	45.67	47.22	45.84	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	6.60	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	3.57	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标看，2022—2024 年末，受流动负债波动下降影响，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比均波动增长，且处于行业很高水平；公司现金类资产和短期债务规模均较小，现金短期债务比表现尚可。整体看，公司短期偿债能力指标表现很强。从长期偿债能力指标看，2022—2024 年，由于利润增加且全部债务规模下降，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力不断增强。

截至 2025 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 2025 年 3 月底，公司共获得授信额度 363.41 亿元，其中未使用额度 204.01 亿元，间接融资渠道畅通。此外，华电集团常年为公司提供委托贷款、并协调体系内金融机构为公司提供融资，截至 2025 年 3 月底，华电集团及财务公司为公司合并口径提供的借款规模合计 96.45 亿元。

6 公司本部财务分析

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。

截至 2024 年底，公司本部资产总额为 302.53 亿元，主要由债权投资和长期股权投资构成；所有者权益为 233.83 亿元，资产负债率为 22.71%，债务负担很轻。2024 年，公司本部营业总收入为 2.17 亿元，利润总额为 5.79 亿元（含投资收益 9.44 亿元）；经营活动现金流净额为-0.27 亿元，投资活动现金流净额为-20.20 亿元，筹资活动现金流净额为 20.20 亿元。

九、ESG 分析

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。公司燃煤机组均已完成机组脱硫、脱硝、除尘设施升级改造，达到 $\text{SO}_2 \leq 35\text{mg/m}^3$ 、 $\text{NO}_x \leq 50\text{mg/m}^3$ 、粉尘 $\leq 10\text{mg/m}^3$ 的超低排放标准。

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，2022 年以来，联合资信未发现公司发生过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了良好保障。

十、外部支持

1 支持能力

公司控股股东华电集团是以电力为核心的特大型能源企业集团，综合实力极强。

公司控股股东华电集团是中央直管的国有重要骨干企业，是以电力为核心的特大型能源企业集团，拥有电力、热力、煤炭、科技工程、产业金融等产业板块，资产及业务分布在全国 32 个省（区、市）以及俄罗斯、印尼、柬埔寨、越南、哈萨克斯坦等“一带一路”沿线国家。截至 2024 年底，华电集团合并资产总额 12175.43 亿元，所有者权益 3849.91 亿元；电力、热力板块发电总装机达到 2.42 亿千瓦，清洁能源装机占比 56.2%；煤炭板块产能 6060 万吨/年，船舶运力 34.7 万载重吨、港口吞吐能力 9250 万吨，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、怒江公司 51.00%的股权、鲁地拉公司 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。此外，未来随着拟建项目的推进，公司有望持续获得华电集团权益类资金支持，公司资本实力将进一步增强。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务结构和规模影响小。

公司本期债项发行规模为 7.00 亿元，分别占公司 2025 年 3 月底长期债务和全部债务的 3.00%和 2.35%，对公司现有债务结构影响不大。以 2025 年 3 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 63.76%、62.81%和 56.93%上升至 64.27%、63.36%和 57.66%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还有息债务，相关指标将低于上述预测值。

2 本期债项偿还能力

本期债项发行后，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对发行后长期债务覆盖程度尚可。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

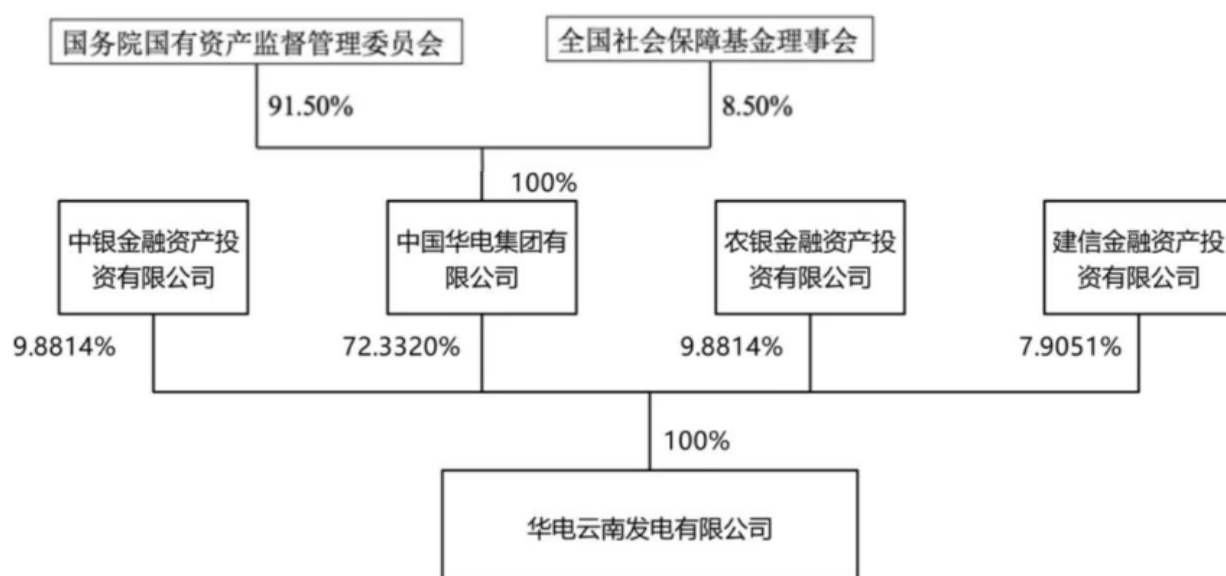
项目	2025 年 3 月
发行后长期债务*（亿元）	240.01
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.46
经营现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.17
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.24

注：发行后长期债务为 2025 年 3 月底数据的基础上将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及 EBITDA 均为 2024 年全年数据
资料来源：联合资信整理

十二、评级结论

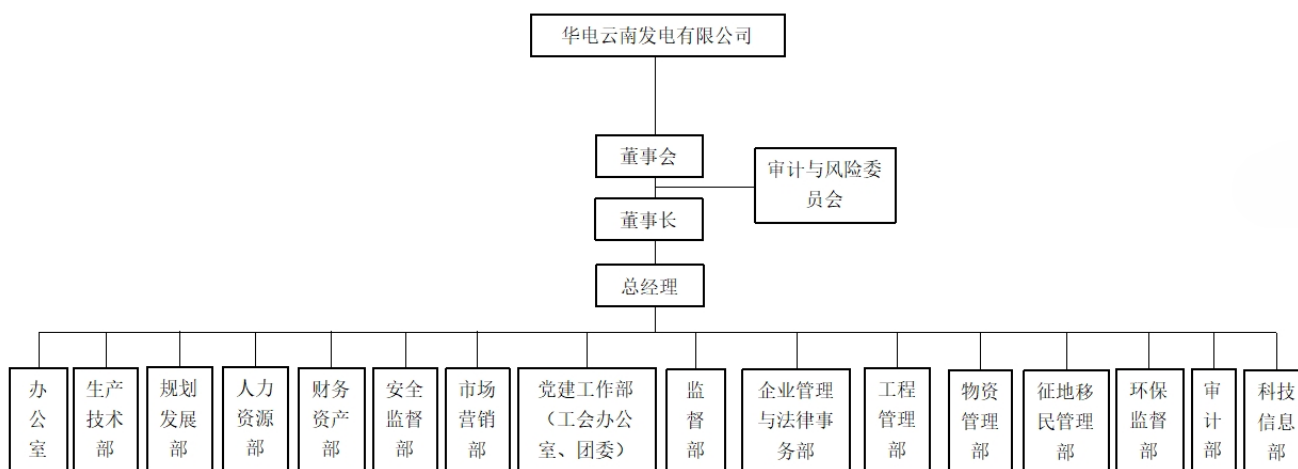
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

序号	企业名称	注册地	业务性质	实收资本 (亿元)	认缴持股比例 (%)
1	云南华电昆明发电有限公司	昆明	发电	36.56	100.00
2	云南华电巡检司发电有限公司	弥勒	发电	19.77	94.96
3	云南华电镇雄发电有限公司	镇雄	发电	7.94	62.00
4	云南华电怒江水电开发有限公司	昆明	发电	9.34	51.00
5	云南华电金沙江中游水电开发有限公司	昆明	发电	77.97	56.00
6	云南华电鲁地拉水电有限公司	昆明	发电	39.17	75.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.16	11.46	11.59	11.25
应收账款（亿元）	6.91	7.86	6.97	6.64
其他应收款（亿元）	5.35	2.91	2.98	1.68
存货（亿元）	1.66	5.08	6.20	3.81
长期股权投资（亿元）	0.00	0.55	0.52	0.52
固定资产（亿元）	375.01	368.45	374.11	370.40
在建工程（亿元）	39.03	40.20	51.17	51.82
资产总额（亿元）	512.87	502.23	495.17	486.35
实收资本（亿元）	40.52	56.03	56.03	56.03
少数股东权益（亿元）	34.94	35.46	37.73	37.89
所有者权益（亿元）	94.71	170.27	176.08	176.25
短期债务（亿元）	95.71	46.65	58.27	64.72
长期债务（亿元）	302.15	267.45	244.21	233.01
全部债务（亿元）	397.86	314.09	302.47	297.73
营业总收入（亿元）	87.59	95.45	94.32	17.79
营业成本（亿元）	58.78	71.14	67.08	15.06
其他收益（亿元）	0.34	2.53	1.23	0.00
利润总额（亿元）	9.44	13.05	16.08	0.01
EBITDA（亿元）	45.67	47.22	45.84	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	98.23	107.70	107.66	20.72
经营活动现金流入小计（亿元）	103.80	114.34	109.93	22.25
经营活动现金流量净额（亿元）	46.08	37.32	41.78	7.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.96	-6.39	-9.59	-1.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	-36.37	-35.63	-32.07	-6.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.76	12.92	12.70	--
存货周转次数（次）	28.34	21.11	11.90	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.19	0.19	--
现金收入比（%）	112.14	112.84	114.14	116.49
营业利润率（%）	31.46	24.01	27.50	13.04
总资本收益率（%）	4.85	5.32	5.14	--
净资产收益率（%）	7.53	6.34	7.63	--
长期债务资本化比率（%）	76.14	61.10	58.10	56.93
全部债务资本化比率（%）	80.77	64.85	63.21	62.81
资产负债率（%）	81.53	66.10	64.44	63.76
流动比率（%）	27.80	46.66	40.26	32.94
速动比率（%）	26.36	38.66	31.87	27.94
经营现金流动负债比（%）	40.10	58.78	56.55	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.25	0.20	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.52	2.87	3.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.71	6.65	6.60	--

注：1. 因追溯调整，2022 年财务数据采用 2023 年期初数；2. 公司 2025 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未终止确认票据调整至短期债务，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数据整理

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.42	2.83	3.05	4.79
应收账款（亿元）	8.87	10.39	13.37	10.64
其他应收款（亿元）	7.09	3.17	2.24	1.93
存货（亿元）	1.01	1.97	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	134.57	136.90	178.40	178.40
固定资产（亿元）	6.42	10.04	9.98	9.83
在建工程（亿元）	2.74	0.88	0.49	0.51
资产总额（亿元）	219.45	273.94	302.53	299.63
实收资本（亿元）	40.52	56.03	56.03	56.03
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	158.21	231.94	233.83	233.64
短期债务（亿元）	21.68	11.70	25.92	25.81
长期债务（亿元）	32.72	25.54	37.46	37.46
全部债务（亿元）	54.40	37.24	63.38	63.27
营业总收入（亿元）	1.59	2.56	2.17	0.28
营业成本（亿元）	3.02	3.41	3.55	0.71
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	2.81	4.82	5.79	-0.20
EBITDA（亿元）	4.68	7.45	7.93	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	19.46	25.89	20.03	7.14
经营活动现金流入小计（亿元）	23.84	29.65	20.89	7.33
经营活动现金流量净额（亿元）	1.58	-1.32	-0.27	0.20
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.04	-49.93	-20.20	2.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.52	48.21	20.20	0.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.18	0.25	0.16	--
存货周转次数（次）	1.96	2.29	3.60	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	1225.71	1012.91	923.52	2564.16
营业利润率（%）	-97.24	-37.72	-68.14	-164.77
总资本收益率（%）	2.01	2.56	2.44	--
净资产收益率（%）	1.71	2.09	2.46	--
长期债务资本化比率（%）	17.14	9.92	13.81	13.82
全部债务资本化比率（%）	25.59	13.84	21.33	21.31
资产负债率（%）	27.91	15.33	22.71	22.03
流动比率（%）	82.62	119.39	62.23	63.56
速动比率（%）	78.98	106.92	62.22	63.55
经营现金流动负债比（%）	5.71	-8.35	-0.88	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.24	0.12	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	3.65	5.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.63	5.00	7.99	--

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 2025 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未终止确认票据调整至短期债务

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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%
经营现金流动负债比	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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华电云南发电有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。