

云南华电金沙江中游水电开发有限公司 2020 年度 跟踪评级报告

项目负责人：袁雨晴 yqyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2663 号

云南华电金沙江中游水电开发有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 云南水电 CP001”和“19 云南水电 CP002”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十一日



评级观点：中诚信国际维持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”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 云南水电 CP001”和“19 云南水电 CP002”的信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了公司很强的股东支持、弃水情况有效改善，发电量及上网电量持续提升、盈利及获现能力有所改善和融资渠道保持畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到云南省电改进展、来水情况以及龙盘和两家人电站的核准进度等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

金中公司（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	301.07	289.30	274.34	272.27
所有者权益合计（亿元）	75.29	76.15	76.97	76.15
总负债（亿元）	225.78	213.15	197.37	196.11
总债务（亿元）	219.57	203.01	190.21	189.33
营业总收入（亿元）	20.74	26.88	30.39	4.53
净利润（亿元）	-1.29	0.81	0.97	-0.81
EBIT（亿元）	7.11	10.82	11.56	--
EBITDA（亿元）	17.83	21.73	21.68	--
经营活动净现金流（亿元）	15.76	20.01	22.37	3.17
营业毛利率(%)	29.10	40.25	42.34	30.06
总资产收益率(%)	2.36	3.66	4.10	--
资产负债率(%)	74.99	73.68	71.94	72.03
总资本化比率(%)	74.47	72.72	71.19	71.32
总债务/EBITDA(X)	12.31	9.34	8.78	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.77	2.14	2.19	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：电力生产(C150100_2019_03)

云南华电金沙江中游水电开发有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	营业毛利率(%)*	37.23	10
	总资产收益率(%)*	3.38	5
财务政策与 偿债能力 (28%)	总资本化比率(%)	71.19	6
	经调整后的 CFO/总债务(%)*	4.69	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	2.03	6
	EBITDA/总债务(%)*	10.07	7
规模(24%)	总资产(亿元)	274.34	7
	营业总收入(亿元)	30.39	7
	可控机组上网电量	8	8
运营实力 (32%)	发电业务竞争力	10	10
	利用水平*	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正 面

■ **很强的股东支持。**公司的间接控股股东中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）是国务院国资委直属的大型综合性发电集团之一，公司作为华电集团发展水电业务的重要平台，在资源获取、人力资源、技术和管理等方面能够得到股东的大力支持。

■ **弃水情况有效改善，发电量及上网电量持续提升。**受益于用电需求持续提升、外送通道建设不断推进以及国家促进清洁能源消纳政策逐渐落实，跟踪期内，公司弃水情况得到大幅改善，使得公司发电量和上网电量均呈增长趋势。

■ **盈利及获现能力有所改善。**受益于上网电量的提升，公司经营业务盈利能力有所提升，经营活动净现金流同比增长。

■ **融资渠道畅通。**公司与国内多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，共获得银行授信总额 192.18 亿元，其中未使用授信额度 46.52 亿元。

关 注

■ **云南省电改情况。**根据云南省电力市场化交易实施方案，公司所有机组均需通过电力市场交易，竞价上网。但受电量消纳有限的影响，竞价上网电价远低于公司机组核定电价，对公司机组盈利能力产生很大影响，中诚信国际将持续关注云南省电改进展情况。

■ **金沙江中游来水的波动。**在金沙江中游龙头水库建成之前，公司电站的发电量受金沙江中游流域来水情况的变化影响较大。

■ **拟建机组的核准进展缓慢。**公司已投产机组调节能力弱，龙头电站龙盘尚未核准，两家人电站也仍在前期工作中。中诚信国际将持续关注龙盘和两家人电站的核准进展。

评级展望

中诚信国际认为，云南华电金沙江中游水电开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司装机规模明显增加，资本实力大幅提升；股东注入大规模优质资产；盈利能力大幅提升并具有持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**盈利能力持续大幅下滑；债务规模和杠杆水平大幅提升，流动性压力加大等。

评级历史关键信息

云南华电金沙江中游水电开发有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 云南水电 CP001 (A-1) 19 云南水电 CP002 (A-1)	2020/02/05	杨傲楠、王琳博	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03 (原 040100_2019_03)	阅读全文
AA+/稳定	19 云南水电 CP002 (A-1)	2019/09/20	杨傲楠、李雪玮	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03 (原 040100_2019_03)	阅读全文
AA+/稳定	19 云南水电 CP001 (A-1)	2019/07/04	杨傲楠、李雪玮、王琳博	中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表						
公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
新华水力	369.93	79.65	521.21	82.14	33.43	47.67
黔源电力	323.05	82.56	154.91	67.66	21.74	51.29
金中公司	440.00	210.00	274.34	71.94	30.39	42.34

注：“新华水力”为“新华水力发电有限公司”简称；“黔源电力”为“贵州黔源电力股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
19 云南水电 CP001	A-1	A-1	5.00	5.00	2019/08/07~2020/08/07
19 云南水电 CP002	A-1	A-1	5.00	5.00	2019/10/28~2020/10/28

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三

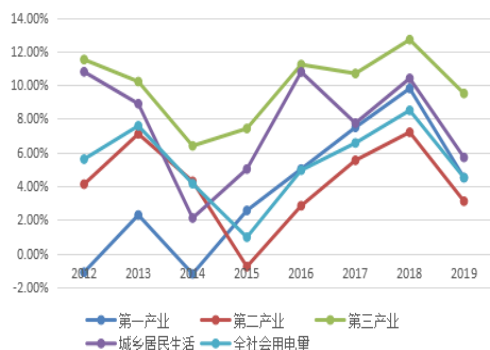
个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年

来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

2019年以来，水电消纳情况大幅改善，电价让利幅度有所收窄。预计未来水电装机增速将企稳回升，但低速增长的用电需求以及外送建设进度或将影响水电机组利用效率的进一步提升

随着大型水电机组于“十二五”期间陆续投产，剩余待开发水电大多项目开发条件和经济性较差，我国水电装机增速持续下降；但部分新核准的大型水电基地项目预计将于2020年开始进入投运期，这或将助推我国水电装机增速企稳回升。

用电需求方面，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落。同时，受外送通道建设进度以及省间壁垒的影响，水电外送能力不足。加之来水情况有所波动，近年来水电利用小时数呈现小幅波动态势。但受益于国家促消纳政策的不断落实以及外送通道的不断建成投产，水电消纳情况大幅改善。2020年一季度受新冠疫情影响，全国用电增速为负，且西南区域水电仍存在一定的供需矛盾，同时受制于通道建设进度以及省间壁垒等因素，未来短期内水电外送能力提升有限，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。

电价方面，近年来水电企业标杆上网电价受电价政策影响不大，但西南地区受市场化程度较高以及电力供需矛盾等因素影响，水电电价下降至低谷，导致部分水电企业出现亏损。2019年以来，随着电改体制的不断完善以及促消纳政策的不断落实，水电让利幅度有所收窄。未来市场化程度将进一步放开，电价水平低的水电在市场化交易中具有较大竞争力，预计水电电价将平稳过渡。

中诚信国际认为，未来随着大型水电基地项目

的逐步落成，短期内我国水电装机增速预计将企稳回升。但受限于全国低速增长的用电需求以及相对滞后的外送建设进度等因素，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。目前水电电价让利幅度已有所收窄，未来电价进一步大幅下降可能性较小。

2019年以来，云南省用电需求保持较高增速，水电消纳得到大幅改善，同时较大规模的能源和工程领域投资将为公司发电业务提供较大助力

2019年，云南省GDP同比增长8.1%，增速高于全国水平2.0个百分点；其中，第一、二、三产业增加值分别同比增长5.5%、8.6%和9.5%，保持了快速的经济增长。

近年来，云南省高耗能产业发展开始回升，带动省内用电需求持续增长，2019年，云南省全社会用电量同比增长7.92%，增速虽同比有所回落，但仍高于全国3.42个百分点。同时，2019年云南省西电东送能力增至3,115万千瓦，西电东送电量同比增长5.12%，省内电量消纳能力不断提升，弃水电量从2016年的315亿千瓦时下降到2019年的17亿千瓦时。但云南省电力体制改革推进速度较快，2019年省内电力市场化交易程度达到58%，市场竞争规模逐步提升，对省内发电企业电价水平形成较大影响。

2019年，云南省能源增加值已经达到1,300亿元，成为云南省第一大支柱产业，能源生产总量和消费总量分别同比增长9.4%和12.9%，根据云南省能源工作电视电话会议通报，2020年云南省能源产业增加值争取完成1,500亿元，能源投资增长15%。

工程建设方面，根据云南省“四个一百”重点项目建设计划，2020年云南省“四个一百”重点项目拟安排525项，总投资超5万亿元，年度计划完成投资4,400多亿元，将以大项目为引领，围绕交通基础设施、生态环境、公共卫生服务、行业区域投资等进行。未来较大的用电需求或将为公司发电量的提升奠定良好基础。

跟踪期内，公司装机规模保持稳定，受益于新能源消纳政策不断落实等因素，公司机组利用效率有所提升，弃水情况大幅改善

根据金沙江中游河段规划“一库八级”的梯级开发方案，公司负责全资开发并运营金沙江中游龙盘、两家人、梨园和阿海“上四级电站”；参股开发金沙江中游金安桥、龙开口、鲁地拉及观音岩“下四级电站”，并全面负责金沙江中游梯级电站开发建设的协调和管理工作。跟踪期内，公司控股装机容量稳定在440万千瓦，参控股水电已投产权益装机容量为558.92万千瓦，装机规模保持稳定。

从来水情况来看，近年来金沙江中游河段来水量有所波动。跟踪期内，受益于国家促进清洁能源消纳政策的不断落实，公司通过云南金沙江中游电站送电广西直流输电工程(简称“金中直流工程”)输送至广西省的电量有所增长，公司弃水情况大幅好转。

表 1：近年来公司水电机组来水情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
来水量（亿立方米）	470	547	459	39
弃水量（亿立方米）	63.40	22.82	0.97	0.00
平均流量（立方米/秒）	1,490	1,727	1,455	491

资料来源：公司提供

水电机组运营方面，公司水电机组的利用水平不仅受流域来水量影响，还与来水均匀性、用电需求和送出通道等因素有关。跟踪期内，随着电力消纳情况的改善，公司机组利用小时数有所增长，推升发电量和上网电量持续增长。设备可靠性方面，公司电站机组运行维护较好，设备可靠性高，跟踪期内未出现非计划停机情况。此外，公司发电耗水率基本稳定。

表 2：近年来公司水电机组运营指标

	2017	2018	2019	2020.1~3
发电量（亿千瓦时）	136.50	182.42	210.00	20.26
上网电量（亿千瓦时）	135.68	181.37	208.80	20.13
机组利用小时数（小时）	3,102	4,182	4,773	461
含税平均上网电价（元/千瓦时）	0.178	0.171	0.164	0.253
发电耗水率（立方米/千瓦时）	4.45	4.33	4.28	4.19

资料来源：公司提供

上网电价方面，根据云南电力市场化交易实施方案，公司水电机组全部参与市场竞价，受此影响，2019 年公司平均上网电价有所下降。2020 年一季度为枯水期，上网电价相对较高。

公司围绕金沙江中游梯级水电开发制定了较为明确的战略布局，但目前规划项目推进进度相对缓慢，中诚信国际将持续关注电站及龙头水库核准建设进度

“十三五”期间，公司主要任务为开发建设龙盘水电站龙头水库，并通过龙头水库建设、集控梯调和环境监测等手段加强金沙江中游流域整合，强化公司“三统一”职责。同时，开辟金沙江中游等云南水电外送华北、华中通道，促进在全国更大范围内优化配置，尽快有效解决水电弃水问题。

拟建项目方面，目前，龙盘和两家人电站及龙头水库仍处于前期规划阶段。未来随着龙头水库的建成投运，公司电站调节及发电能力将大幅提升，中诚信国际将持续关注相关电站和龙头水库的核准进度。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司拟建电站情况

项目名称	装机规模 (万千瓦)	总库容(亿 立方米)	调节库容(亿立 方米)	计划投资 (亿元)
龙盘水电站	420	386.00	215.20	719.00
两家人电站	300	74.20	--	311.02
合计	720	460.20	215.20	1,030.02

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度财务报告、经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2019年度财务报告及公司提供的未经审计的2020年一季度财务报告的各期末数据。公司财务报表均为合并口径，并依据新会计准则编制。

为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券调至短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款调至长期债务。

受益于上网电量的增长，公司盈利能力有所提升，但期间费用保持较高规模，对利润水平造成一定的侵蚀

公司主营水利发电业务，跟踪期内，随着上网电量规模的提升，公司营业总收入有所增长。毛利率方面，公司在建电站均已投产运营，在折旧固定的情况下，随着收入规模的提升，公司盈利能力有所提升，毛利率有所增长。

表 4：近年来公司收入和毛利率情况(亿元、%)

	2017	2018	2019
电费收入	20.72	26.67	30.29
其他收入	0.01	0.21	0.10
营业总收入	20.74	26.88	30.39
营业毛利率	29.10	40.25	42.34

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司管理费用纳入成本核算，因此公司期间费用即财务费用，跟踪期内，其随着公司融资成本的下降而有所下降。公司期间费用率整体保持较高水平，对利润形成一定的侵蚀。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。受益于公司上网电量增加，公司收入规模增加，推升经营性业务利润、EBIT、EBITDA和总资产收益率均整体保持增长。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	9.79	10.00	9.71	2.27
期间费用率(%)	47.20	37.21	31.94	50.15
经营性业务利润	-2.61	0.46	2.78	-0.96
资产减值损失	--	0.00	1.26	--
利润总额	-2.56	0.84	1.85	-0.96
EBIT	7.11	10.82	11.56	--
EBITDA	17.83	21.73	21.68	--
总资产收益率(%)	2.36	3.66	4.10	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模持续下降，随着到期债务的陆续偿还，公司总债务规模亦有所下降，财务杠杆有所优化

随着梨园水电站项目和阿海水电站项目的折旧，公司资产规模呈下降态势。从资产结构上看，公司资产主要为非流动资产，其中固定资产和在建工程为主要构成部分，合计占非流动资产的比重在

93%以上。流动资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限货币资金为 5.15 亿元，主要为华电集团委贷保证金。

表 6：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	19.79	10.40	7.64	7.04
流动资产	24.43	16.91	12.51	12.54
固定资产	246.13	237.65	229.11	226.57
在建工程	13.38	17.76	16.85	17.00
非流动资产	276.63	272.39	261.83	259.72
资产总额	301.07	289.30	274.34	272.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司债务以长期债务为主，与公司电力项目投资的资金需求期限相匹配，债务结构合理。公司在建电站均已建成投产，拟建项目建设进度放缓，随着到期债务的陆续偿还，公司总债务规模有所下降，在净资产规模稳定的情况下，财务杠杆亦有所优化。

表 7：近年来公司主要债务及权益情况（亿元、%、X）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	32.08	25.22	25.64	17.33
长期债务	187.49	177.78	164.57	172.01
短期债务/长期债务	0.17	0.14	0.16	0.10
总债务	219.57	203.01	190.21	189.33
所有者权益	75.29	76.15	76.97	76.15
总资本化比率	74.47	72.72	71.19	71.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司获现能力稳定，偿债指标有所优化

公司主营发电业务，经营获现能力整体保持稳定，经营活动净现金流随着收入规模的提升而稳步增长。随着电站建设完成，公司投资规模放缓，筹资活动现金流持续保持净流出状态。从偿债能力指标来看，跟踪期内公司债务规模下降，经营活动净现金流和 EBITDA 均有所增长，公司各项偿债指标均有所优化。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	15.76	20.01	22.37	3.17
投资活动净现金流	4.08	-2.70	-2.39	-0.69
筹资活动净现金流	-7.84	-26.70	-22.75	-3.07
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.65	4.81	6.61	1.97*

经营活动净现金流/利息支出	1.56	1.97	2.26	--
EBITDA 利息保障倍数	1.77	2.14	2.19	--
总债务/EBITDA	12.31	9.34	8.78	--

注：标“*”数据经年化处理；由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分财务相关指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司无对外担保，授信充足，但收费权质押规模较大

公司与国内多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，共获得银行授信总额 192.18 亿元，其中未使用授信额度 46.52 亿元。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在重大的诉讼事项或对外担保事项。

截至 2020 年 3 月末，公司受限货币资金为 5.15 亿元，主要为贷款保证金；受限固定资产为 0.11 亿元，主要为融资租赁固定资产；另外，公司质押借款为 115.06 亿元，全部为阿海、梨园水电站收费权质押。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2020 年 5 月 20 日，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

公司在资金、资源获取、人力资源、技术和管理等方面得到了股东的大力支持，并享有税收优惠政策

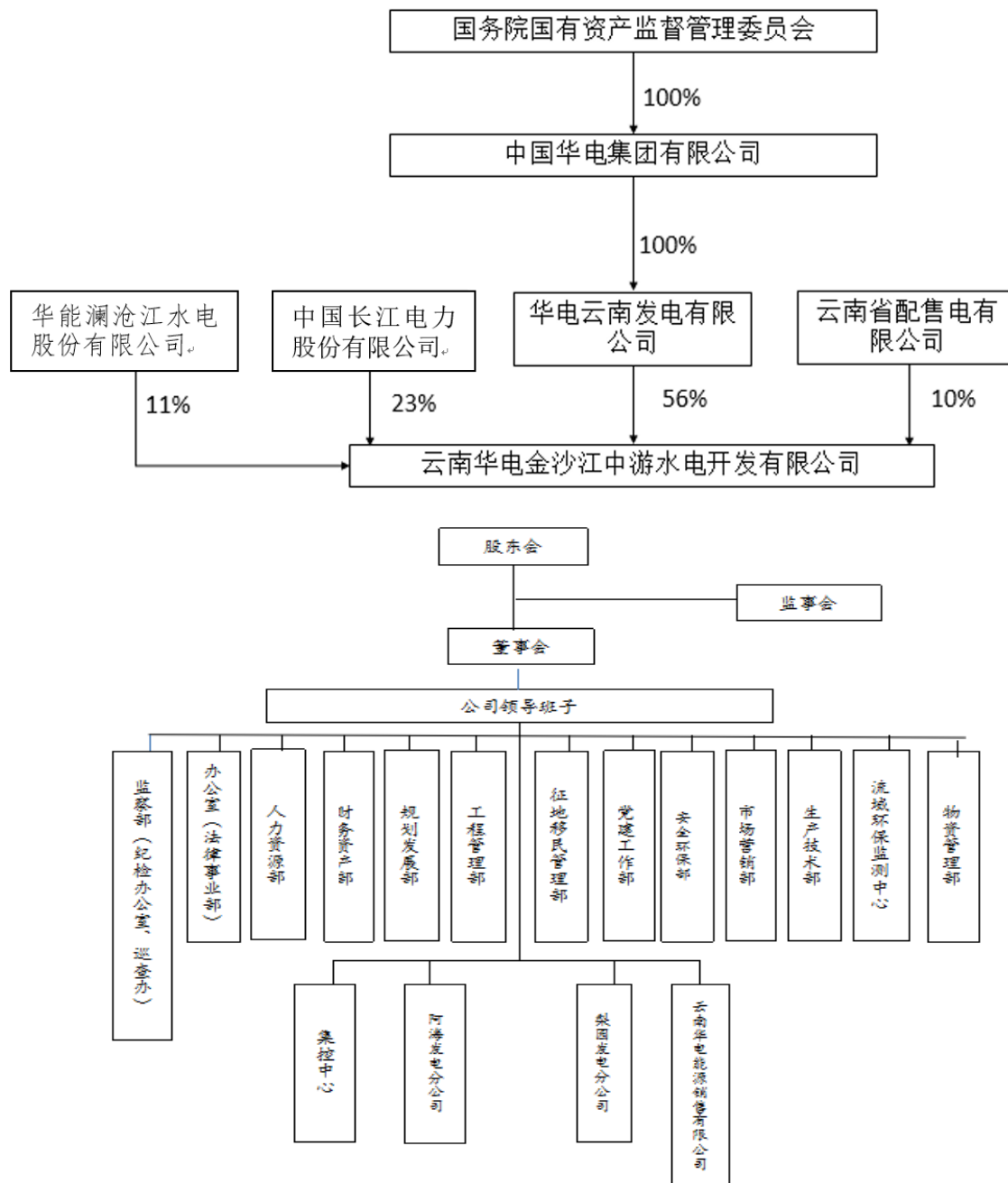
公司间接控股股东华电集团是国务院国资委直属的大型综合性发电集团之一，资产规模雄厚，发电实力强大，在全国电力市场具有重要地位。公司作为华电集团发展水电产业的重要平台，在资金、资源获取、人力资源、技术和管理等多方面可以得到华电集团的有力支持。

同时，公司享有税收优惠政策。在增值税方面，国家对公司增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策。所得税方面，公司主业从事水力发电，相关新投产水电项目作为国家重点扶持的公共基础设施项目，符合免征、减半企业所得税优惠政策条件。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云南华电金沙江中游水电开发有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 云南水电 CP001”和“19 云南水电 CP002”的信用等级为 **A-1**。

附一：云南华电金沙江中游水电开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



资料来源：公司提供

附二：云南华电金沙江中游水电开发有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	197,872.50	104,002.77	76,372.12	70,415.66
应收账款净额	25,497.70	29,672.81	25,734.41	21,284.37
其他应收款	180.06	3,117.16	800.19	926.47
存货净额	462.34	323.12	326.77	326.77
长期投资	153,962.17	153,962.17	154,142.17	154,142.17
固定资产	2,461,283.11	2,376,532.47	2,291,141.09	2,265,740.69
在建工程	133,759.93	177,581.18	168,451.64	170,029.89
无形资产	251.97	166.95	101.71	90.68
总资产	3,010,651.10	2,893,040.98	2,743,378.90	2,722,665.74
其他应付款	32,393.97	25,494.75	13,250.57	11,351.47
短期债务	320,800.00	252,209.29	256,393.26	173,250.32
长期债务	1,874,926.59	1,777,847.55	1,645,692.38	1,720,066.23
总债务	2,195,726.59	2,030,056.84	1,902,085.63	1,893,316.55
净债务	1,997,854.09	1,926,054.06	1,825,713.51	1,822,900.89
总负债	2,257,752.25	2,131,491.12	1,973,700.79	1,961,137.54
费用化利息支出	96,700.73	99,738.00	97,138.47	--
资本化利息支出	4,244.82	1,651.28	1,731.13	--
所有者权益合计	752,898.85	761,549.86	769,678.11	761,528.20
营业总收入	207,351.77	268,786.36	303,868.19	45,273.40
经营性业务利润	-26,115.81	4,566.89	27,793.57	-9,592.70
投资收益	279.00	3,707.20	3,147.21	0.00
净利润	-12,868.80	8,051.02	9,749.88	-8,149.91
EBIT	71,102.98	108,177.50	115,605.36	--
EBITDA	178,332.76	217,331.44	216,751.54	--
经营活动产生现金净流量	157,623.24	200,119.15	223,737.46	31,674.20
投资活动产生现金净流量	40,778.78	-27,001.43	-23,885.67	-6,932.26
筹资活动产生现金净流量	-78,406.71	-266,987.45	-227,482.44	-30,698.41
资本支出	41,189.09	45,069.68	24,667.85	6,940.71
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	29.10	40.25	42.34	30.06
期间费用率(%)	47.20	37.21	31.94	50.15
EBITDA 利润率(%)	86.00	80.86	71.33	--
总资产收益率(%)	2.36	3.66	4.10	--
净资产收益率(%)	-1.70	1.06	1.27	-4.26*
流动比率(X)	0.64	0.48	0.38	0.52
速动比率(X)	0.64	0.48	0.38	0.52
存货周转率(X)	317.97	408.92	539.23	387.58*
应收账款周转率(X)	9.30	9.74	10.97	7.70*
资产负债率(%)	74.99	73.68	71.94	72.03
总资本化比率(%)	74.47	72.72	71.19	71.32
短期债务/总债务(%)	14.61	12.42	13.48	9.15
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.10	0.12	0.07*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	0.79	0.87	0.73*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.56	1.97	2.26	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.65	4.81	6.61	1.97*
总债务/EBITDA(X)	12.31	9.34	8.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.86	0.85	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.77	2.14	2.19	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.70	1.07	1.17	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际将“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券调至短期债务，将“长期应付款”科目中的融资租赁款调至长期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分财务相关指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。