

云南省电力投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一九年七月三十日



云南省电力投资有限公司 2019 年度跟踪评级报告

受评对象

云南省电力投资有限公司

本次主体信用等级

AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级

AA 评级展望 稳定

概况数据

云南电投	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	111.74	117.90	113.19	113.44
所有者权益合计(亿元)	16.55	22.42	19.83	19.05
总负债(亿元)	95.19	95.48	93.35	94.39
总债务(亿元)	89.42	89.06	88.44	89.39
营业总收入(亿元)	7.09	8.09	7.90	1.51
净利润(亿元)	-6.36	-1.93	-1.97	-0.67
EBIT(亿元)	-3.28	1.56	1.05	--
EBITDA(亿元)	-0.84	4.29	3.87	--
经营活动净现金流(亿元)	5.26	5.84	5.03	1.20
营业毛利率(%)	18.42	26.52	24.74	28.15
总资产收益率(%)	-2.78	1.36	0.91	--
资产负债率(%)	85.19	80.99	82.48	83.21
总资本化比率(%)	84.38	79.89	81.68	82.44
总债务/EBITDA(X)	-106.71	20.75	22.84	--
EBITDA 利息倍数(X)	-0.18	0.96	0.84	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2019 年 1-3 月报表未经审计；营业总收入不含投资收益；为计算有息债务，中诚信国际将“长期应付款”科目中的融资租赁款调整至长期债务；由于缺乏有关数据，2019 年 1-3 月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：张殷鹏 ypzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2019 年 7 月 30 日

基本观点

中诚信国际维持云南省电力投资有限公司（以下简称“云南电投”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

2018 年以来，公司继续保持了有力的股东支持、区域用电需求回暖、机组利用效率提升、发电量有所增长，且公司煤炭供应有保障等优势。同时，中诚信国际也关注云南省水电优先上网、火电机组运行受挤压、电力体制改革持续推进、债务规模较大和盈利能力有待进一步改善等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **有力的股东支持。**公司股东云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”）是云南省能源战略的实施平台和能源资源开发、建设、运营和投资主体，公司为其电力板块重要投资和运营主体；为支持公司发展，云能投出具了《云南省能源投资集团有限公司关于支持云南省电力投资有限公司战略发展的函》，承诺将为公司的生产经营提供大力支持，包括在必要之时为公司提供流动资金周转和资本金支持。
- **区域用电需求回暖。**受去产能效果逐步显现等因素影响，云南省高耗能产业发展开始回升，带动 2018 年以来省内用电需求有所回升。2018 年，云南省全社会用电量 1,679.10 亿千瓦时，同比增长 9.20%。
- **机组利用效率提升，发电量有所增长。**跟踪期内，受益于云南省工信委将威信电厂一台机组列入云南省保障电网安全稳定运行机组，且公司火电被准许参加 2019 年枯水期电力市场交易，公司机组平均利用小时数和发电量同比均有所增长。
- **煤炭供应有保障。**观音山煤矿二井于 2017 年投运；观音山煤矿一井于 2018 年试运行，将于 2019 年 10 月投运，直供公司火电厂，使得公司发电用煤得到了有效保障，也有利于公司控制发电成本。

关注

- **云南省水电优先上网、火电机组运行受挤压。**公司目前电源结构以火电为主，受省内水电优先上网影响，公司火电机组利用小时数较低，发电量和上网电量处于较低水平。
- **电力体制改革持续推进。**近年来电力体制改革持续推进，且云南省推进节奏较快，省内市场化交易电量占比较高，因此电价水平普遍较低。
- **债务规模较大。**近年来公司债务规模处于较高水平；截至 2019 年 3 月末，公司总债务达 89.39 亿元，同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.21% 和 82.44%。
- **盈利能力有待进一步改善。**公司收入主要来源于火电业务，而受清洁能源挤占火电出力空间及煤炭价格高位运行等因素的影响，公司火电业务呈现亏损态势，整体导致公司亦有

所亏损，2018 年公司利润总额和净利润分别为-1.92 亿元和-1.97 亿元。

声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对存续期内的债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

基本分析

2018年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降

2018年以来，宏观经济运行总体平稳、稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑；同时，服务业保持了较快增长，而年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度高”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。受此影响，2018年全国全社会用电量实现较快增长，当期6.84万亿千瓦时，同比增长8.5%，增速同比提高1.9个百分点，为2012年以来最高增速，人均用电量4,956千瓦时，人均生活用电量701千瓦时。2019年我国经济仍面临较大的下行压力，因此用电量增长的不确定性也在加大。

我国电力消费结构中，2018年，我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.06%、69.01%、15.78%和14.15%；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高1.91和0.47个百分点。

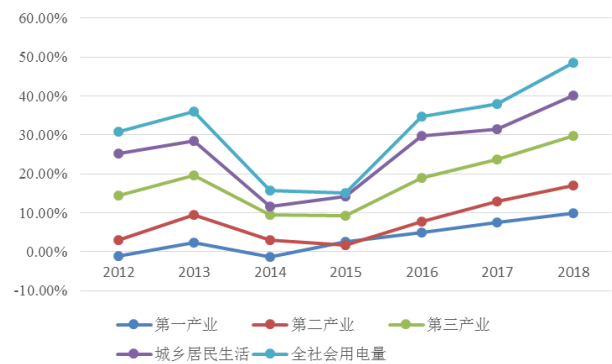
细分来看，2018年，第二产业及其制造业用电量增长较快，第二产业用电量同比增长7.2%，增速为2012年以来新高，同比提高1.7个百分点，拉动全社会用电量增长5.0个百分点；制造业用电量同比增长7.2%，其中，高技术及装备制造业用电量同比增长9.5%，四大高载能行业用电量增长6.1%，增速同比提高1.2个百分点。第三产业用电量同比增长12.7%，增速同比提高2.1个百分点，拉动全社会用电量增长1.9个百分点，比上年提高0.5个百分点；其中，信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长23.5%，继续延续近年来的快速增长势

头。全年城乡居民生活用电量同比增长10.3%，增速同比提高2.6个百分点，拉动全社会用电量增长1.4个百分点，比上年提高0.4个百分点，主要为城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，新一轮农网改造升级、居民取暖“煤改电”的大力推进，以及在气温因素的作用下，冬季取暖和夏季降温负荷快速增长所致。

分区域看，东、中、西和东北地区全社会用电量同比分别增长6.9%、9.6%、10.9%和6.9%，比上年分别提高1.7、2.3、1.8和2.3个百分点；用电量占全国比重分别为48.3%、19.0%、26.9%、5.8%；其中，中部、西部同比分别提高0.3和0.2个百分点，东部、东北地区分别下降0.3和0.2个百分点。

图1：2012年以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

中诚信国际认为，2018年以来，得益于宏观经济平稳运行、企业效益改善和服务业较快发展等因素，全社会用电量呈现较快增长态势。但当前经济仍面临一定下行压力，用电量增长不确定性增大，未来一段时间用电量增速或将有所下降。

2018年以来，火电装机增速继续放缓，机组利用效率得益于用电需求的较快增长呈上升态势；但煤炭价格高位运行等因素对煤电企业的盈利能力造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注

近年来，为持续促进电力行业有序发展，国家发改委等部门陆续出台多项政策措施以缓解供需矛盾，优化煤电结构及区域布局。2018年4月，国家发改委、工信部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部和国务院国资委联合下发《关于做好

2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，提出 2018 年将淘汰、关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能，列入煤电淘汰落后产能目标任务的机组，除应急备用电源的机组外应在 12 月底前完成拆除工作；2018 年 5 月，国家能源局发布《国家能源局关于发布 2021 年煤电规划建设风险预警的通知》（国能发电力【2018】44 号），在全国范围内建立煤电建设风险预警机制，对装机宽裕度不标准的区域，实行暂缓核准、暂缓新开工建设自用煤电项目，并在国家指导下，合理安排在建煤电项目的建设投产时序等措施；2018 年 8 月，国家发改委与国家能源局联合下发《国家发展改革委 国家能源局关于加快做好淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组工作暨下达 2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)的通知》，明确 2018 年第一批落后产能淘汰计划，淘汰落后产能目标 1,190.64 万千瓦。受此影响，2018 年全国新增煤电 2,903 万千瓦、同比少投产 601 万千瓦，为 2004 年以来的最低水平；截至 2018 年末，火电装机容量为 11.44 亿千瓦，同比增长 3.0%，增速较上年同期下降了 1.15 个百分点。

机组利用效率方面，非化石能源装机及其发电量占比的提升将不断挤压火电发电空间；同时各省内的火电设备平均利用小时数受区域内经济发展水平和电源装机结构影响，区域分化较为严重，整体来看全国火电设备平均利用小时数将保持较低水平。2018 年以来，全社会用电量快速增长，得益于此，全年全国 6,000 千瓦以上电厂火电发电设备利用小时数同比增长 143 小时至 4,361 小时。

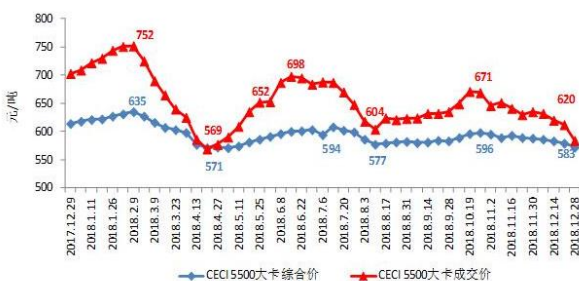
上网电价方面，2013 年以来，国家发改委多次下调上网电价，2015 年 12 月，国家发改委再次发布《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]3105 号），自 2016 年 1 月 1 日起，下调全国燃煤发电上网电价平均约 0.03 元/千瓦时，同幅度下调一般工商业销售电价。此外，根据《国家发展改革委、环境保护部、国家能源局关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》（发改价格[2015]2835 号），对于验收合格并符合超低排放限值要求的燃煤发电机组实行电价支持。其中，对 2016 年 1 月 1 日以前已经并

网运行的现役机组，对其统购上网电量加价 0.01 元/千瓦时（含税）；对 2016 年 1 月 1 日之后并网运行的新建机组，对其统购上网电量加价 0.005 元/千瓦时（含税）。此外，随着电力体制改革的逐步推进，2016 年以来各省份已逐步放开了电力市场化交易，开放程度较高的为内蒙古西部电网区域及云南等地区，供过于求的供需形势导致上述区域的交易电价远低于之前核定的区域煤电上网标杆电价，进一步压缩了火电企业盈利空间。2017 年 3 月 29 日，国家发改委、国家能源局《关于有序放开发用电计划的通知》，推进火电企业市场电部分降价幅度收窄。2017 年 6 月 16 日，国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知称，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%；腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价，缓解燃煤发电企业经营困难。此后，山东、河南、河北、广东等多个省份上调燃煤发电机组标杆上网电价，但在煤价高位运行的背景下，对火电企业盈利能力的改善作用仍较为有限。

煤炭价格方面，2016 年以前，宏观经济增速放缓，在固定资产投资，特别是房地产投资增速下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，政府治理大气污染决心较大，这将进一步加快国内能源结构的变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量或将进一步承压。但 2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，淘汰落后产能和释放过剩产能措施逐步推进，供给侧改革效果逐渐显现，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了一定影响。针对煤价的过快上涨，2016 年 9 月以来国家发改委等部门通过释放部分安全产能的措施调节供需，稳定煤价。2016 年 11 月 9 日，国家发改委就鼓励签订中长期合同、促进煤炭和相关行业持续发展有关情况举行发布会，明确自 2016 年 12 月 1 日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式执行电煤中长期合同，其中基准价为 535 元/吨的 5,500 大卡动力煤，本次电

煤中长期合同改变了以往定量不定价的做法，还突出强调了违约条款和监管内容，有关部门也将给予相应的政策和运力支持。2017年以来，煤炭供给有所增加，同时随着中长期协议的不断落实，沿海地区六大电力企业煤炭库存有所好转，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格有所下跌。另外，2017 年 8 月，16 部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》，提出鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应，加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，整合煤电资源。进入 2018 年以来，煤炭价格依旧高位运行，各期 CECI 5500 大卡综合价均超过国家发展改革委等《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号）规定的绿色区间（价格正常）上限，国内煤电企业采购成本居高不下；11 月，国家发改委发布《国家发展改革委办公厅关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（发改办运行〔2018〕1550 号），鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，并提出了全年中长期合同履约率应不低于 90% 的要求；中诚信国际认为，中长期合同的签订将有利于煤炭的稳定供应和价格平稳，同时中诚信国际持续关注煤炭价格高位运行对火电企业盈利能力的影响。

图 2：2018 年以来 CECI 5500 大卡价格情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

2018 年以来，火电装机增速继续放缓，机组利用效率得益于用电需求的较快增长呈上升态势；但煤炭价格高位运行等因素对煤电企业的盈利能力造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

2018 年以来，云南省经济持续增长，用电需求增速回升，且电力体制改革相关制度不断完善，市场竞争价逐渐回归理性，中诚信国际将持续关注电改政策完善对电力企业的盈利能力的影响

云南省位于我国西南边陲，与缅甸、泰国、老挝、越南等国接壤，是中国西南地区重要的工业省份和边境贸易省份。较好的政策措施和资源禀赋促进了云南省地方经济的发展，云南省国民经济保持持续增长的态势。2018 年，云南省实现 GDP 17,881.12 亿元，同比增长 8.9%，增速高于全国水平 2.3 个百分点；其中，2018 年第一产业增加值 2,498.86 亿元，第二产业增加值 6,957.44 亿元，第三产业增加值 8,424.82 亿元，分别同比增长 6.0%、10.7% 和 9.5%。

云南是我国水能资源最丰富的省份之一，全省水能资源主要集中在金沙江、澜沧江、怒江、红河、珠江、伊洛瓦底江六大水系的干流上，水能资源理论蕴藏量为 10,437 万千瓦，占全国总蕴藏量的 15.3%，仅次于西藏、四川，居全国第 3 位。全省经济可开发装机容量为 9,795 万千瓦，年发电量为 3,944.5 亿度，占全国可开发装机容量的 20.5%，居全国第 2 位。云南水能资源 82.5% 蕴藏在金沙江、澜沧江、怒江 3 大水系，尤以金沙江蕴藏的水能资源最大，占全省水能资源总量的 38.9%。国家电力体制改革后，新成立的五大发电公司相继成立区域流域项目公司，控股开发云南“三江”水电资源，云南省内企业大多通过参股的形式来参与“三江”流域的开发。

截至 2018 年末，云南省电力装机达 9,245 万千瓦，其中纳入省调平衡装机容量 7,740 万千瓦（水电 5,342 万千瓦，占总装机的 69%；火电 1,240 万千瓦，占总装机的 16%；风电 848 万千瓦，占总装机的 11%；光伏 310 万千瓦，占总装机的 4%），地调调管电源装机容量 1,186 万千瓦，并入国家电网的向家坝右岸电厂装机容量 320 万千瓦。目前云南省内电网已形成 500 千伏环滇中、滇东、滇南地区，并辐射滇西北、滇东北、滇西南送出区域，220 千伏覆盖 16 个州市，110 千伏向乡镇和重点企业供电的完整主网架；西电东送已形成“七交五直”的送电通道，西电东送能力达 3,190 万千瓦，送出范围

已达广东、广西、上海，并建成了对越南、老挝、缅甸 11 条电力贸易通道。受去产能效果逐步显现等因素影响，云南省高耗能产业发展开始回升，带动 2018 年来省内用电需求有所回升。2018 年，云南省全社会用电量 1,679.10 亿千瓦时，同比增长 9.20%，增速小幅增长 0.15 个百分点，但电量供给仍相对宽松。

另外，云南省电力体制改革推进速度较快，对省内电力企业形成一定影响。其中，2017 年 3 月 6 日，云南省工业和信息化委、云南省发展和改革委员会和云南省能源局联合发布《2017 年云南电力市场化交易实施方案》，将并入云南电网运行的所有电厂重新分类为优先电厂和市场化电厂¹；售电主体的发电量分为优先发电量和市场化发电量²，对市场化交易规则进一步细化。2017 年 11 月 23 日，云南省工业和信息化委、云南省发展和改革委员会和云南省能源局联合发布《2018 年云南电力市场化交易实施方案》，其中电厂、用户、售电公司准入范围与 2017 年相同，但参与交易的权限进行了调整，同时对交易品种、偏差处理机制、计算方式和流程等进行了进一步的优化完善。2018 年 11 月 30 日，云南省发展和改革委员会和云南省能源局联合发布《2019 年云南电力市场化交易实施方案》中，对于集中竞争方式的电力直接交易设置申报最低限价和最高限价，并进一步细化了火电调节价格机制和火电长期备用补偿机制，中诚信国际将对云南省电改进展保持持续关注。

根据云南省规划目标，云南省将继续充分发挥省内水力资源丰富的优势，加快推进澜沧江、金沙江和怒江流域的水电开发，建设“西电东送”和“云电外送”的水电能源基地；“十三五”期间，云南省将新建±800 千伏滇西北送广东特高压直流输电工程、扩建±500 千伏鲁西背靠背直流异步联网工程二期，新增送电规模 600 万千瓦，云南省送西电能力将增至 3,120 万千瓦，云南省电网外送能力和水电消纳

能力将进一步得到增强。

整体来看，云南省资源丰富，近年来经济实力稳步增强，国民经济保持持续增长的态势，用电需求逐步回升，但电量供给仍相对宽松。另外，云南省电改推进进度较快，对省内电力企业影响较大，中诚信国际对此保持关注。

2018 年以来，公司火电装机容量维持稳定，得益于用电需求回升，公司机组平均利用小时数及发电量均有所增长。此外，观音山煤矿一井预计将于 2019 年内投产，届时公司煤炭供应将更有保障

发电资产方面，2018 年以来，公司装机容量维持稳定，其电力资产主要分布于云南省内。机组运营方面，2018 年公司实现发电量 28.07 万千瓦时，同比增长 8.38%。

公司火电业务由威信云投粤电扎西能源有限公司（以下简称“威信公司”）负责运营管理。截至 2019 年 3 月末，公司火电控股装机容量为 120 万千瓦。2018 年公司火电机组利用小时数为 1,286.59 小时，得益于用电需求提升，同比增长 16.75%，火电发电量和上网电量分别为 15.44 亿千瓦时和 14.31 亿千瓦时，同比分别增长 16.70% 和 16.82%。同时，2018 年 9 月公司收到云工信电力【2018】476 号《云南省工业和信息化委关于威信电厂一台机组列入我省保障电网安全稳定运行机组的通知》，规定自 2018 年 10 月起，威信电厂发电方式按 36 万千瓦负荷安排发电，保证了公司火电机组一定的出力空间。此外，根据《2019 年云南电力市场化交易实施方案》，火电被准许参加 2019 年枯水期电力市场交易，并将对火电市场成交电量电价进行调节价格补贴。2019 年 1~3 月，公司火电机组平均利用小时数、发电量和上网电量分别为 217.11 小时、2.61 亿千瓦时和 2.42 亿千瓦时；同时，2019 年公司火电机组发电量同比有望得到进一步提升。

2017 年起电网不再单独发放发电奖励，相关

¹ 优先电厂指由地调/县调调度的并网运行公用中小水电及其他类型电厂、2004 年 1 月 1 日前已投产的并网运行公用水电厂（以该电厂第一台机组投运时间为准，下同）；优先电厂为非竞争性售电主体，暂不参与市场化交易。

市场化电厂指风电场、光伏电厂、火电厂、2004 年 1 月 1 日以后投运由总调调度、省调调度、省地共调电厂；市场化电厂为竞争性售电主体，参与市场化交易和结算。

² 优先发电量含优先电厂的发电量、风电场和光伏电厂保居民电能替代电量、火电厂保障电网安全稳定运行所需电量、火电备用状态确认电量、供气所需电量及其他分配电量、具有年调节能力及以上水库的水电厂调节电量。

市场化发电量指市场化电厂优先发电量之外的所有发电量，通过市场化方式进行交易、结算。

奖励全部并入长期备用费。2018年及2019年1~3月，公司所获得的长期备用费分别为2.26亿元和0.34亿元。

供电煤耗方面，相比省内其他火电机组，公司机组投运时间较短，性能较好，能耗指标呈逐年下降态势；2018年及2019年一季度，公司供电标准煤耗分别同比降低至316.18克/千瓦时和314.81克/千瓦时。

表 1：近年来公司控股火电机组运营情况

指标	2016	2017	2018	2019.3
装机容量(万千瓦)	120	120	120	120
发电量(亿千瓦时)	15.95	13.23	15.44	2.61
上网电量(亿千瓦时)	14.87	12.25	14.31	2.42
机组利用小时(小时)	1,329.00	1,102.00	1,286.59	217.11
不含税上网电价(元/千瓦时)	0.2350	0.2350	0.2350	0.2350
厂用电率(%)	5.91	7.73	7.31	7.33
煤炭采购量(万吨)	26.45	67.44	86.00	13.20
入厂标煤价格(元/吨)	390.67	304.45	518.57	511.50
供电标准煤耗(克/千瓦时)	317.34	318.00	316.18	314.81

资料来源：公司提供

上网电价方面，近年来公司火电平均含税上网电价维持在0.2350元/千瓦时，公司所发电量全部送往云南电网，电费回收有保障。

煤炭采购方面，公司火电机组煤炭主要来源于威信煤炭一体化项目自有观音山煤矿，其中观音山煤矿二井已于2017年投入运营，产能为60万吨/年，一井预计于2019年内投产，产能为180万吨/年。2018年公司煤炭产量为80.67万吨。但受二井坑道迁移的影响，观音山煤矿于2018年4月停产，威信火电厂需对外购煤进行发电，而云南省煤炭市场供应严重小于需求，对外购煤价格高，导致发电成本大幅上涨。此外，2018年以来，公司为控制风险，停止了煤炭贸易业务，使得当期煤炭贸易收入有所下降。

表 2：2018年控股火电站煤炭主要供应商

供应商名称	采购量(万吨)	采购金额(万元)	占总采购金额比例
云南能投威信煤	73.86	28,821.20	81.07%

供应商名称	采购量(万吨)	采购金额(万元)	占总采购金额比例
炭有限公司			
琪县旭丰商贸有限公司	8.71	4,715.30	13.25%
威信县乾福鑫商贸有限公司	2.10	1,302.50	3.66%
威信县沟头煤矿	1.33	711.70	2.02%
合计	86.00	35,550.70	--

资料来源：公司提供

表 3：2019年1~3月控股火电站煤炭主要供应商

供应商名称	采购量(万吨)	采购金额(万元)	占总采购金额比例
云南能投威信煤	13.20	5,331.50	100%
炭有限公司			

资料来源：公司提供

总的来看，2018年以来，公司火电装机容量维持稳定，得益于用电需求回升，公司机组平均利用小时数及发电量均有所增长。此外，观音山煤矿一井预计将于2019年内投产，届时公司煤炭供应将更有保障。中诚信国际将持续关注电力体制改革持续推进及煤炭供应对公司盈利能力的影

2018年以来，公司水电装机容量维持稳定，受来水偏枯等因素的影响，当期水电机组平均利用小时数和发电量同比均略有下降

水电方面，公司控股的水电站主要集中于保山苏帕河流域，由下属的云南保山苏帕河水电开发有限公司（以下简称“苏帕河公司”）进行管理。截至2019年3月末，公司水电机组装机容量为31.29万千瓦，同比持平。

表 4：近年来苏帕河流域来水情况

指标	2016	2017	2018	2019.3
来水量(亿立方米)	3.19	2.87	2.39	0.22
平均流量(立方米/秒)	10.08	9.06	7.53	2.83
日最大流量(立方米/秒)	61.91	54.27	31.87	4.93
日最小流量(立方米/秒)	1.31	1.72	0.56	1.06

资料来源：公司提供

2018年公司水电机组利用小时数受来水偏枯等因素的影响同比小幅下降59小时至4,011小时。同时，公司象达水电站2018年10月发电机电阻损毁，停机维修，导致同期水电机组发电量小幅降至12.63亿千瓦时。2019年1~3月，水电机组实现发电量和上网电量分别为2.21亿千瓦时和2.20亿千瓦时。

表 5: 近年来公司水电机组运营情况

指标	2016	2017	2018	2019.3
装机容量(万千瓦)	31.29	31.29	31.29	31.29
发电量(亿千瓦时)	13.92	12.67	12.63	2.21
上网电量(亿千瓦时)	13.72	12.58	12.61	2.20
机组利用小时(小时)	4,442	4,070	4,011	702
平均上网电价(含税, 元/千瓦时)	0.1859	0.1819	0.1761	0.2201

资料来源: 公司提供

上网电价方面, 2018 年受云南省电力市场化交易全面开展的影响, 公司水电平均含税上网电价整体呈下降趋势, 2018 年为 0.1761 元/千瓦时。2019 年 1~3 月水电平均含税上网电价为 0.2201 元/千瓦时, 受当期为枯水期的影响, 电价水平相对较高。

总的来看, 2018 年以来, 公司水电装机容量维持稳定, 受来水偏枯等因素的影响, 当期水电机组平均利用小时数和发电量同比均略有下降。中诚信国际将持续关注区域来水情况等因素对水电业务盈利能力的影响。

在建项目稳步推进, 未来随着观音山煤炭项目的建成投产, 公司煤炭供应能力将进一步加强

“十三五”期间, 公司将充分发挥自身优势, 火电业务提质增效, 中小水电强基固本, 将主业做大做强, 发挥投融资平台功能, 协同云能投探索增量, 建设高效的人才队伍。

其中, 电力业务方面, 近年来云南省用电需求有所回暖, 针对省内水电占比高, 枯水期电力供给偏紧的特点, 云能投将部分参股火电项目划转给公司。水电业务方面, 公司计划围绕“中小水电综合运营商”这一方向, 中小水电业务开展将以自营水电、投资整合、托管经营形式展开, 实现“重资产+轻资产”模式。此外, 公司计划积极参与云南省电力交易平台建设, 联合地方电力企业、火电企业、电网等, 提升市场话语权; 依托配售电公司业务运作、产业公司园区布局, 推动市场化交易、大客户直供等, 提升发电量。

2017 年, 公司与深圳云能基金管理有限公司(以下简称“深圳云能”)、云南云能资产管理有限

公司和上海光大证券资产管理有限公司(以下简称“光大资管”)签订合伙协议, 由公司出资 1.25 亿元、深圳云能出资 100 万元、光大资管出资 8.00 亿元设立云南能投电力投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“电投合伙”)。公司占有电投合伙 57.14% 的表决权, 将其纳入合并范围。电投合伙的成立主要是为了满足公司的融资需求, 公司通过委托贷款的形式从电投合伙获得资金, 主要用于威信电厂配套煤炭等项目的建设。

在建项目方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司在建项目计划总投资为 37.99 亿元, 已完成投资 49.01 亿元。

表 6: 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目

工程名称	(单位: 亿元)	
	总投资	已投资
观音山煤炭	37.99	49.01

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

整体来看, 公司目前建设重点为威信电厂配套煤炭项目, 该项目剩余投资规模较小, 随着观音山煤矿一井年内建成投产, 公司煤炭供应能力将进一步加强。

财务分析

以下分析基于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 2016 年财务报告和天健会计师事务所(特殊普通合伙)³审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年财务报告及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

为计算有息债务, 中诚信国际将“长期应付款”科目中的融资租赁款调整至长期债务; 营业总收入不含投资收益。

盈利能力

2018 年公司营业总收入为 7.90 亿元, 受滇东煤业终止贸易业务等因素的影响, 同比减少 2.26%。分板块来看, 电力业务为公司最主要的收入来源, 2018 年公司火电板块实现收入 5.51 亿元, 同比增

³ 中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)已连续 5 年担任公司财务报告审计机构, 为保证审计报告的客观、公正性, 公司聘请天健会计师事务所(特殊普通合伙)担任 2017 年和 2018 年财务报告审计机

构。

长 2.42%，主要是受益于用电需求回暖使得上网电量提升；同期，公司水电板块实现收入 1.91 亿元，同比减少 4.02%，主要是来水偏枯及象达水电站停运所致；另外，公司实现煤炭销售收入 0.48 亿元，同比减少 26.15%，主要系滇东煤业停止业务及观音山煤矿停产的影响。2019 年一季度，公司实现营业收入 1.51 亿元，主要是受电力机组发电量及上网电量减少所导致的电力销售收入下降，以及停止煤炭销售业务等因素的影响，同比大幅减少 47.78%。

表 7：近年来公司主要收入构成和盈利状况

单位：亿元、%

板块收入	2016	2017	2018	2019.1~3
火电	4.42	5.38	5.51	1.12
水电	2.18	1.99	1.91	0.41
煤炭销售	0.36	0.65	0.48	0.00
毛利率	2016	2017	2018	2019.1~3
火电	4.56	21.73	20.50	26.07
水电	47.87	44.95	42.35	41.31
煤炭销售	-0.21	2.16	3.55	95.36
营业毛利率	18.42	26.52	24.74	28.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 24.74%，受自有矿井停运使得火电厂采购外部煤炭的影响，同比下降 1.78 个百分点。2019 年一季度，公司营业毛利率较上年同期减少 16.80 个百分点至 28.15%。

期间费用方面，2018 年公司三费合计 3.72 亿元，三费收入占比为 47.01%。从三费结构看，财务费用占比最大，2018 年为 2.99 亿元，同比减少 11.34%，主要是受益于债务规模的减少。此外，管理费用同比增长 21.35% 至 0.71 亿元。2019 年 1~3 月，公司三费合计较上年同期增长 39.01% 至 1.12 亿元，三费收入占比同比大幅增长 46.37 个百分点至 74.26%，主要是由于费用大幅增长的同时，营业总收入大幅减少。

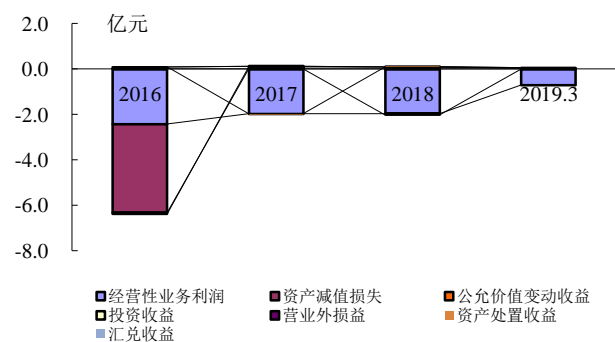
表 8：近年来公司三费构成

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.00
管理费用（亿元）	0.47	0.59	0.71	0.30
财务费用（亿元）	2.92	3.37	2.99	0.82
三费合计（亿元）	3.40	3.97	3.72	1.12
营业总收入（亿元）	7.09	8.09	7.90	1.51
三费收入占比（%）	48.01	49.04	47.01	74.26

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润规模方面，2018 年公司利润总额为-1.92 亿元，净利润为-1.97 亿元，受公司火电业务盈利较弱及期间费用较高等因素的影响，公司呈持续亏损状态。细分来看，公司经营性业务利润的亏损较大，由于公司装机结构中占主导地位的火电机组受到省内水电冲击，2018 年公司经营性业务利润为-1.96 亿元，亏损幅度同比基本持平。公司投资收益主要来自联营企业滇能泗南江水电开发有限公司，受益于其当期的稳定运营，2018 年投资收益同比增长 22.83% 至 0.08 亿元。同时，2018 年公司计提 0.06 亿元坏账损失，主要为应收柳州瑞昱钢铁国际贸易有限公司的应收账款和威信县人民政府的其他应收款坏账损失。另外，2018 年公司营业外损益同比大幅减少至 0.02 亿元。2019 年 1~3 月，公司的利润总额和净利润分别为-0.65 亿元和-0.67 亿元，经营性业务利润为-0.71 亿元。

图 3：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

整体来看，受云南省水电优先上网影响，公司火电机组出力空间受到挤压。2018 年以来，公司收入规模受滇东煤业终止贸易业务影响有所下降，同时公司继续处于亏损状态。中诚信国际将持续关注电力市场变化等因素对公司盈利能力的影响。

偿债能力

近年来，公司债务规模整体保持稳定。2018 年以来，公司通过发行长期债券，偿还应付票据的方式，逐渐改善债务结构。截至 2018 年末，公司总债务规模同比降低 0.69% 至 88.44 亿元。公司债务结构以长期债务为主，2018 年末同比增加 8.76% 至 54.58 亿元，短期债务同比减少 12.89% 至 33.86 亿

元。受业务亏损导致的未分配利润减少，公司所有者权益同比减少 11.51% 至 19.83 亿元，带动公司杠杆水平持续增长。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别同比上升 1.49 个百分点和 1.79 个百分点至 82.48% 和 81.68%，整体处于行业较高水平。截至 2019 年 3 月末，公司债务规模较上期末上升 1.07% 至 89.39 亿元，公司资产负债率和总资本化比率分别较上期末小幅上升 0.73 个百分点和 0.75 个百分点至 83.21% 和 82.44%。

从偿债指标来看，2018 年公司经营继续亏损，EBITDA 和经营活动净现金流分别同比减少 9.76% 和 13.81%，使得其对总债务和利息支出覆盖能力均有所减弱；但受短期债务减少的影响，EBITDA 对短期债务的覆盖能力同比有所提升。整体来看，公司偿债指标仍有待进一步优化。中诚信国际将持续关注公司债务偿还安排情况。

表 9：近年来公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务(亿元)	34.82	38.87	33.86	11.41
总债务(亿元)	89.42	89.06	88.44	89.39
EBITDA(亿元)	-0.84	4.29	3.87	--
经营活动净现金流(亿元)	5.26	5.84	5.03	1.20
资产负债率(%)	85.19	80.99	82.48	83.21
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.07	0.06	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.15	0.15	0.42*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.13	1.31	1.09	--
总债务/EBITDA (X)	-106.71	20.75	22.84	--
EBITDA/短期债务(X)	-0.02	0.11	0.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	-0.18	0.96	0.84	--

注：由于欠缺相关数据，2019 年一季度部分财务相关指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 0.90 亿元，系公司对参股公司云南滇能泗南江水电开发有限公司项目借款提供担保，目前被担保企业经营正常，代偿风险较小。

未决诉讼方面，公司子公司云南能投威信能源有限公司存在 1 笔未决诉讼，涉及金额较小，对公司不构成重大影响。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司所

有权受限制的资产账面价值为 11.25 亿元，主要为威信电厂设备融资租赁；此外，公司子公司云南能投威信能源有限公司（装机 120 万千瓦时）和保山苏帕河水电开发有限公司（合计装机 28.25 万千瓦时）已将部分电站机组的电费收费权质押，用于银行项目贷款、资产支持计划（ABS）和银行借款。

公司与多家金融机构保持了良好的合作关系。截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 40.22 亿元，其中未使用授信额度为 3.00 亿元。此外，公司控股股东云南能投可在债务偿付等方面为公司提供较大的资金支持。

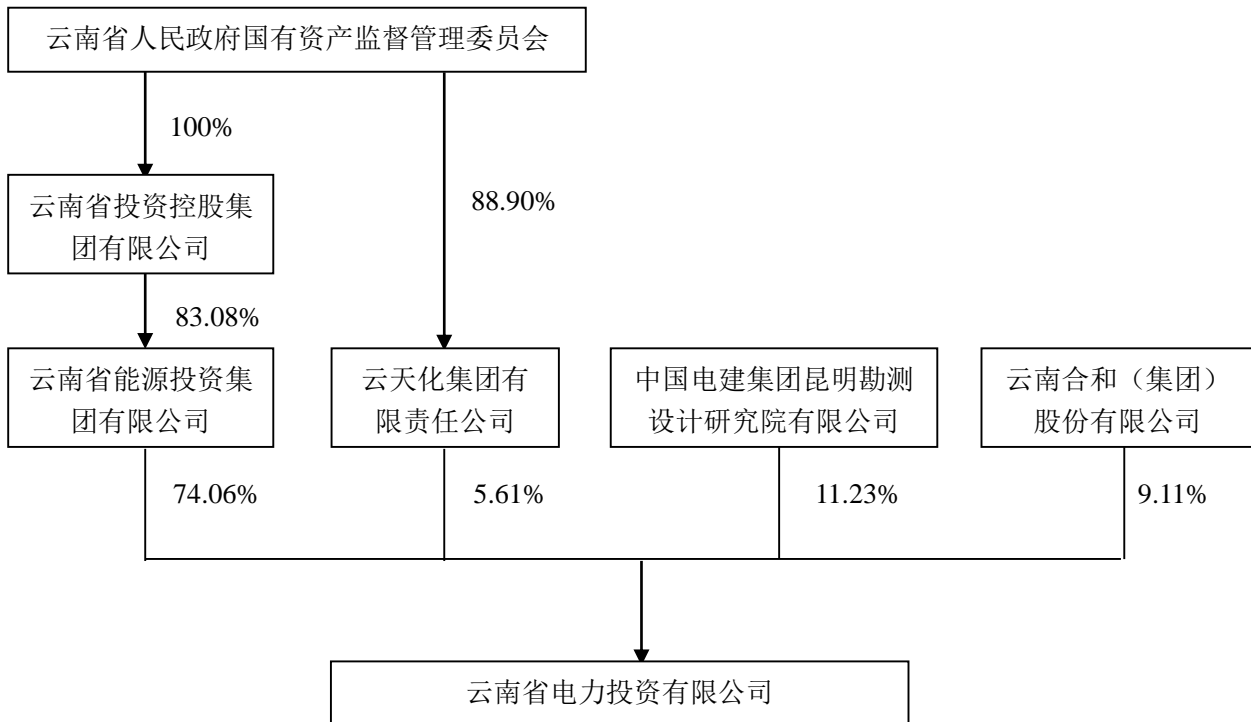
过往债务履约情况

公司历年来与银行等金融机构建立了长期友好的合作关系，严格遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息。根据公司提供的资料，公司近三年的贷款偿还率和利息偿付率均为 100%。截至 2019 年 3 月末，公司不存在逾期而未偿还的债务。

结论

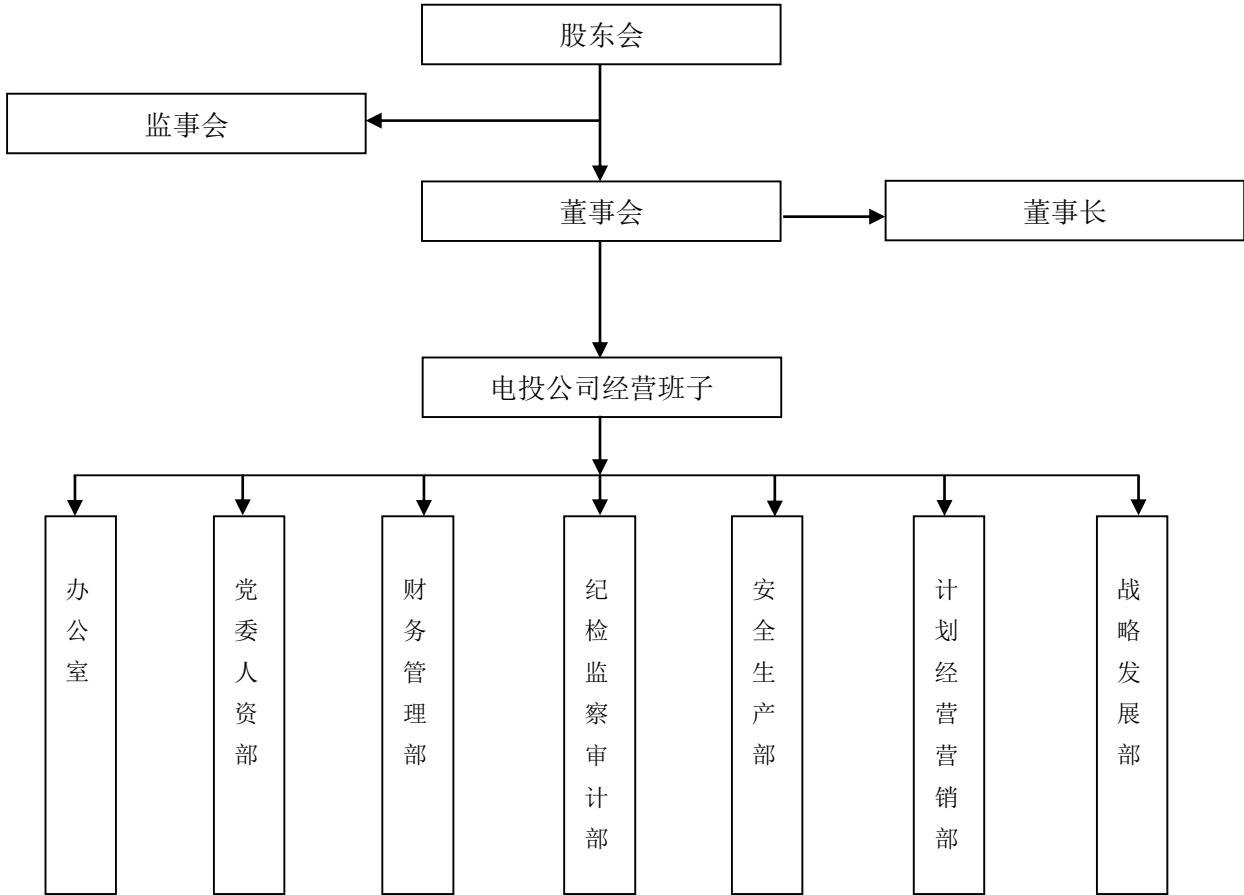
综上，中诚信国际维持云南省电力投资有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：云南省电力投资有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司财报

附二：云南省电力投资有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：云南省电力投资有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	29,529.22	19,852.61	19,107.51	27,079.48
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	11,655.30	9,919.32	11,019.92	4,956.48
其他应收款	14,957.37	9,416.64	5,850.38	2,641.03
存货净额	2,957.23	3,118.26	8,348.00	9,508.31
长期投资	12,981.66	13,480.62	13,102.10	13,376.88
固定资产	605,700.47	671,378.26	645,590.91	638,860.82
在建工程	388,987.51	323,644.17	363,692.77	372,478.30
无形资产	13,447.95	34,157.43	35,068.06	34,981.56
总资产	1,117,407.66	1,178,988.87	1,131,884.01	1,134,369.87
其他应付款	19,540.72	16,301.90	16,189.88	15,830.69
短期债务	348,165.82	388,691.48	338,582.68	114,075.72
长期债务	546,062.56	501,878.80	545,845.89	779,830.23
总债务	894,228.38	890,570.27	884,428.57	893,905.95
净债务	864,699.16	870,717.66	865,321.06	866,826.46
总负债	951,919.56	954,833.58	933,536.45	943,909.30
费用化利息支出	30,064.43	34,149.21	29,680.01	--
资本化利息支出	16,650.44	10,465.93	16,570.60	--
所有者权益合计	165,488.10	224,155.29	198,347.57	190,460.58
营业总收入	70,851.73	80,866.45	79,040.83	15,084.20
三费前利润	9,753.65	19,846.80	17,568.72	4,097.51
投资收益	-576.24	672.95	826.58	274.78
净利润	-63,633.47	-19,333.54	-19,677.99	-6,650.36
EBIT	-32,832.69	15,639.88	10,524.90	--
EBITDA	-8,380.18	42,912.90	38,724.30	--
经营活动产生现金净流量	52,592.63	58,398.87	50,334.76	12,002.75
投资活动产生现金净流量	-5,964.47	-81,872.62	30,277.71	-7,134.83
筹资活动产生现金净流量	-140,282.05	13,797.13	-81,357.57	3,104.04
现金及现金等价物净增加额	-93,653.89	-9,676.61	-745.10	7,971.97
资本支出	26,864.37	21,931.96	33,857.74	7,587.77
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	18.42	26.52	24.74	28.15
三费收入比(%)	48.01	49.04	47.01	74.26
EBITDA/营业总收入(%)	-11.83	53.07	48.99	--
总资产收益率(%)	-2.78	1.36	0.91	--
流动比率(X)	0.16	0.24	0.12	0.29
速动比率(X)	0.15	0.23	0.10	0.23
存货周转率(X)	7.37	19.56	10.38	4.79*
应收账款周转率(X)	4.38	7.50	7.55	7.55*
资产负债率(%)	85.19	80.99	82.48	83.21
总资本化比率(%)	84.38	79.89	81.68	82.44
短期债务/总债务(%)	38.93	43.65	38.28	12.76
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	0.07	0.06	0.05*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.15	0.15	0.15	0.42*
经营活动净现金/利息支出(X)	1.13	1.31	1.09	--
总债务/EBITDA(X)	-106.71	20.75	22.84	--
EBITDA/短期债务(X)	-0.02	0.11	0.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	-0.18	0.96	0.84	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2019年1-3月报表未经审计；营业总收入不含投资收益；为计算有息债务，中诚信国际将“长期应付款”科目中的融资租赁款调整至长期债务；由于缺乏有关数据，2019年1-3月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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+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

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-营业税金及附加-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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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 = 营业成本/存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入/应收账款平均净额

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））

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。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。