

信用评级公告

联合〔2023〕6246号

联合资信评估股份有限公司通过对华能澜沧江水电股份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，确定维持华能澜沧江水电股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 华能水电 MTN003”“19 华能水电 MTN004”“22 华能水电 GN001(可持续挂钩)”和“22 华能水电 GN012(可持续挂钩)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月十九日

华能澜沧江水电股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华能澜沧江水电股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能水电 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能水电 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华能水电 GN001(可持續挂钩)	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华能水电 GN012(可持續挂钩)	AAA	稳定	AAA	稳定

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
19 华能水电 MTN003	22 亿元	22 亿元	2024/10/18
19 华能水电 MTN004	18 亿元	18 亿元	2024/10/30
22 华能水电 GN001(可持續挂钩)	20 亿元	20 亿元	2025/07/06
22 华能水电 GN012(可持續挂钩)	20 亿元	20 亿元	2025/08/09

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；上述存续债券均为永续债券，所列到期兑付日均为下一行权日

评级时间：2023 年 7 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级，反映了公司作为澜沧江流域水电资源开发的核心主体和云南省最大的发电企业，在行业地位、业务规模和股东支持等方面持续保有明显竞争优势。2022 年，伴随新能源项目陆续建成投产，公司电力装机规模有所扩大，发电机组运行效益佳，经营业绩稳步提升。同时，联合资信也关注到公司水电流域资源相对单一以及存在持续资本支出需求等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券到期峰值的保障能力很强。

未来，公司水电开发业务将向澜沧江上游不断延伸，并加大对风电和光伏等其他清洁能源装机的投资建设；将有利于公司装机规模的提升和电源结构的丰富，有助于整体经营业绩水平的巩固和提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 华能水电 MTN003”“19 华能水电 MTN004”“22 华能水电 GN001(可持續挂钩)”和“22 华能水电 GN012(可持續挂钩)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 资源和规模优势显著。**澜沧江流域水电资源集中，是国家实施“西电东送”战略重点开发的水电基地之一。公司拥有中国境内澜沧江流域水电资源开发权，为云南省最大的发电企业。跟踪期内，在新能源装机投运的带动下，公司装机规模持续增长；截至2023年3月底，公司总装机容量增至2413.98万千瓦。
- 公司发电机组运行效益佳，经营业绩稳步提升。**2022 年，公司机组平均利用小时高于全国平均水平651小时，综合优势明显；发电量的增加带动公司营业总收入与利润总额分别同比增长4.65%和16.24%；公司经营性净现金流维持大规模净流入，收入实现质量佳。

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AAA	

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

分析师：李晨 黄露

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

3. 股东综合实力极强，对公司支持力度很大。公司是中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）水电业务最终整合的唯一平台，华能集团积极支持公司可持续发展。

关注

1. 公司水电流域资源相对单一。公司机组以水力发电为主，且水电项目集中于澜沧江流域，流域来水情况及水电上网电价对公司经营业绩影响明显。跟踪期内，澜沧江流域来水持续偏枯，2023年上半年偏枯程度加重，叠加水电梯级蓄能同比下降，公司发电量有所减少。
2. 公司在建及拟建项目投资规模大，存在持续资本支出需求。截至2023年3月底，公司在建项目总投资额为284.10亿元；公司未来发展仍以清洁能源开发为主，除现有在建项目外，公司规划拟建项目装机规模1975.60万千瓦，预计总投资额达1771.28亿元，在建、拟建项目待投资规模大，公司面临一定资本支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	46.59	15.28	18.55	28.91
资产总额（亿元）	1646.32	1606.54	1628.79	1646.58
所有者权益（亿元）	635.12	662.27	697.98	705.89
短期债务（亿元）	128.04	159.43	153.88	203.31
长期债务（亿元）	782.79	714.97	713.61	676.35
全部债务（亿元）	910.83	874.40	867.49	879.66
营业总收入（亿元）	192.53	202.02	211.42	37.32
利润总额（亿元）	56.53	71.34	82.92	10.48
EBITDA（亿元）	154.77	162.39	168.25	--
经营性净现金流（亿元）	146.23	164.94	166.18	27.25
营业利润率（%）	51.49	52.75	54.80	47.95
净资产收益率（%）	8.32	9.48	10.42	--
资产负债率（%）	61.42	58.78	57.15	57.13
全部债务资本化比率（%）	58.92	56.90	55.41	55.48
流动比率（%）	28.01	16.21	16.98	18.98
经营现金流动负债比（%）	64.66	72.90	77.77	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.10	0.12	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	4.44	4.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.89	5.38	5.16	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	1495.28	1448.64	1428.15	1433.05
所有者权益（亿元）	609.07	631.98	660.95	666.90
全部债务（亿元）	795.49	755.58	712.95	712.20

营业总收入（亿元）	158.57	171.54	180.62	33.72
利润总额（亿元）	47.77	60.24	72.30	8.10
资产负债率（%）	59.27	56.37	53.72	53.46
全部债务资本化比率（%）	56.64	54.45	51.89	51.64
流动比率（%）	25.24	14.87	10.61	12.88
经营现金流动负债比（%）	59.36	66.71	74.47	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债调整至短期债务，长期应付款中的应付少数股东借款调整至长期债务；公司本部其他流动负债调整至短期债务；3. 合并口径 2020 年度财务数据为 2021 年度期初数；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；除特别说明外，均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	AAA	稳定	2023/07/07	李晨 黄露	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	--
22 华能水电 GN012 （可持续挂钩）	AAA	AAA	稳定	2022/07/15	李晨 黄露	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202205）	阅读全文
22 华能水电 GN001（可持续挂钩）、 19 华能水电 MTN004、 19 华能水电 MTN003	AAA	AAA	稳定	2022/07/15	李晨 黄露	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202205）	阅读原文
22 华能水电 GN001 （可持续挂钩）	AAA	AAA	稳定	2022/06/17	李晨 黄露	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表） （V3.1.202205）	阅读全文
19 华能水电 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/09/23	牛文婧 张炯	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型 （V3.0.201907）	阅读全文
19 华能水电 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/09/23	牛文婧 张炯	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型 （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

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、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。

八、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。

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。

华能澜沧江水电股份有限公司

2023年跟踪评级报告

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”）关于华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”或“华能水电”）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

华能水电前身为云南澜沧江水电开发有限公司，成立于2001年2月8日，由原国家电力公司、原云南电力集团有限公司、原云南省开发投资有限公司和原云南红塔实业有限责任公司共同出资成立，出资比例分别为27.00%、29.00%、24.00%和20.00%。2002年底，原国家电力公司将云南漫湾发电有限责任公司和原云南澜沧江水电开发有限公司拥有的股权及在云南小湾、糯扎渡、景洪项目前期工作阶段电源项目的资产、所承担的债务、或有负债以及相应人员，全部划归至中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）。2014年12月，公司进行股份制改造，同时变更为现名。2017年12月，公司向社会公众公开发行人民币普通股（A股）股票18亿股，发行价格2.17元/股，并于2017年12月15日在上海证券交易所上市（证券简称“华能水电”，证券代码“600025.SH”）。截至2023年3月底，公司注册资本及实收资本均为180.00亿元，公司控股股东为华能集团（详见附件1-1），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”）。

公司主要从事水电开发，并涉及风电和光伏发电等业务。截至2023年3月底，公司总装机容量为2413.98万千瓦。

截至2023年3月底，公司本部内设办公室

（党委办公室）、规划发展部、财务与预算部、生产技术与设备部、营销部、审计部等多个职能部门（详见附件1-2）。

截至2022年底，公司合并资产总额1628.79亿元，所有者权益697.98亿元（含少数股东权益20.54亿元）；2022年，公司实现营业总收入211.42亿元，利润总额82.92亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1646.58亿元，所有者权益705.89亿元（含少数股东权益21.50亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入37.32亿元，利润总额10.48亿元。

公司注册地址：云南省昆明市官渡区世纪城中路1号；公司法定代表人：孙卫¹。

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如下表所示，相关债券均为永续债券且尚未到达首个行权日。其中，“19华能水电MTN003”“19华能水电MTN004”和“22华能水电GN001（可持续挂钩）”相关募集资金均已按指定用途使用完毕并正常付息；公司“22华能水电GN012（可持续挂钩）”于2022年8月9日起息，未到首个付息日。

根据联合赤道环境评价股份有限公司所出具的《华能澜沧江水电股份有限公司2022年度第一期绿色中期票据（可持续挂钩/乡村振兴）存续期跟踪评估认证报告（2022年度）》（报告编号：P-2023-15466）和《华能澜沧江水电股份有限公司2022年度第十二期绿色中期票据（可持续挂钩/乡村振兴/碳中和债）存续期跟踪评估认证报告（2022年度）》（报告编号：P-2023-15344），“22华能水电GN001（可持续挂钩）”和“22华能水电GN012（可持续挂

¹ 2023年4月13日，公司完成法定代表人变更

钩)”募集资金使用符合相关要求,维持绿色等级为 G1,且公司已达到 2022 年度相应债券可持续发展绩效目标。

表 1 公司存续债券概况(单位:亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 华能水电 MTN003	22.00	22.00	2019/10/18	5 (5+N) 年
19 华能水电 MTN004	18.00	18.00	2019/10/30	5 (5+N) 年
22 华能水电 GN001(可持续挂钩)	20.00	20.00	2022/07/06	3 (3+N) 年
22 华能水电 GN012(可持续挂钩)	20.00	20.00	2022/08/09	3 (3+N) 年

注:所统计债券均由联合资信进行信用评级

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度,宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主,坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调,聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力,推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力,生产生活秩序加快恢复,国民经济企稳回升。经初步核算,一季度国内生产总值 28.50 万亿元,按不变价格计算,同比增长 4.5%,增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看,前期受到较大制约的服务业强劲复苏,改善幅度大于工业生产;从需求端来看,固定资产投资实现平稳增长,消费大幅改善,经济内生动力明显加强,内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面,社融规模超预期扩张,信贷结构有所好转,但居民融资需求仍偏弱,同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面,资金利率中枢显著抬升,流动性总体偏紧;债券市场融资成本有所上升。

展望未来,宏观政策将进一步推动投资和消费增长,同时积极扩大就业,促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下,外需放缓叠加基数抬升的影响,中国出口增速或将回落,但消费仍有进一步恢复的空间,投资在政策的支

撑下稳定增长态势有望延续,内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看,当前积极因素增多,经济增长有望延续回升态势,全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察(2023 年一季度)》²。

五、行业分析

1. 电力行业

电力行业供需整体维持紧平衡状态,在极端天气、双控限制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,电源结构向清洁能源偏重明显,并开始布局储能配套设施,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量大幅提升。为保障电力供应稳定性,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。

2023 年,预期中国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来,电力行业将着力保障安全稳定供应及加快清洁低碳结构转型。完整版行业分析详见《2023 年电力行业分析》。

2. 云南省电力市场概况

云南省水资源丰富,水力发电为重要电源模式;省内电力交易市场化程度高,水电企业经营环境佳。2022 年,云南省发电量及全社会用电量均同比增长,用电需求对电力价格形成有力支撑。

云南省水能资源居全国第二位(仅次于四川)。云南省内有金沙江、澜沧江、怒江、珠江、红河和伊洛瓦底江六大水系,大小河流共计 600 多条,水能资源理论储量达 1.04 亿千瓦,占全国水能资源理论储量的 15.3%,可开发装机容量约 9800 万千瓦,约占全国可开发容量的 23.8%。其中,金沙江、澜沧江和怒江三个水系在云南省境内河段理论蕴藏量达 8493.5 万千瓦,

² 报告链接: <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>

约占全省的 90%。云南省已将澜沧江、金沙江和怒江三大水系作为优先、重点开发的对象，在政策、资金、技术等各方面给予了大力支持。

根据《云南电力市场 2022 年运行总结及 2023 年预测分析报告》，截至 2022 年底，云南省全口径发电装机 11145 万千瓦³。其中，清洁能源装机 9609 万千瓦（水电 8112 万千瓦、风电 912 万千瓦、光伏 585 万千瓦），占比 86.22%；火电装机 1536 万千瓦，占比 13.78%。

云南省作为绿色能源生产基地，清洁能源发电指标较为突出。从 2022 年全年统调口径统计数据看，云南省发电量（含小电）3789.11 亿千瓦时，同比增长 7.02%。其中，省调平衡水电发电量 2786.44 亿千瓦时，同比增长 7.96%，主要系上半年度来水较好所致；风电发电量 214.29 亿千瓦时，同比下降 7.98%；光伏发电量 48.22 亿千瓦时，同比增长 6.59%；火电发电量 357.44 亿千瓦时，同比增长 2.13%；小电发电量 382.72 亿千瓦时，同比增长 15.45%。清洁能源发电占比高达 90.57%。

云南省内用电方面，受经济持续恢复发展以及新增铝、硅等产业用电的明显拉动，2022 年云南省社会用电量 2389.52 亿千瓦时，同比增长 11.8%。

西电东送方面，2022 年云南省西电东送电量为 1436.48 亿千瓦时，同比下降 2.48%。其中，云南电网（云南电网有限责任公司，以下简称“云南电网”）以网对网方式完成西电东送量 634.99 亿千瓦时，同比下降 4.88%。云南电网 2022 年西电东送电量中，送广东 533.33 亿千瓦时，送广西 93.01 亿千瓦时，送海南 8.65 亿千瓦时。

电力交易方面，2022 年，云南省共成交电量 1697.41 亿千瓦时，同比增长 13.86%，占云南省全社会用电量的 71.04%。成交价格方面，2022 年全年平均成交价为 0.223 元/千瓦时，同比上涨 2.04 分/千瓦时。受益于 2021 年底云南

省圆满完成电力中长期合同“六签”工作，市场主体年度合同签约率平均约为 90%，基本锁定全年市场价格水平。另外，发电成本较高且随燃料价格波动的火电主要按照计划性质电量（西电东送+交易中心统一挂牌电量）发电；月度与日交易则主要由发电成本基本不变的清洁能源电厂参与成交。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本与实收资本均为 180.00 亿元。其中，控股股东华能集团持有公司 50.40% 股份；云南省能源投资集团有限公司和云南合和（集团）股份有限公司分别持股 28.26% 和 11.34%，上述股东所持公司股票不存在质押或冻结情况。华能集团由国务院国资委控股，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争优势

公司在云南省水电开发中具有明显的竞争优势。跟踪期内，公司持续保持云南省装机规模第一、发电量第一的地位。

澜沧江在中国境内水能资源可开发量达 3200 万千瓦以上。其中，云南省境内按梯级开发的总装机容量为 2534.50 万千瓦⁴。澜沧江流域水电资源集中，具有“云电外送”和“西电东送”的区位优势，为国家实施“西电东送”战略重点开发的水电基地之一。公司拥有澜沧江全境流域的水电开发权，是云南省最大的发电企业和澜沧江—湄公河区域最大的水力发电企业。

公司的小湾水电站为“西电东送”的标志性工程，拥有目前世界第二高的双曲拱坝，具有多年调节能力，是澜沧江中下游的“龙头水库”。小湾水电站装机容量 420 万千瓦（6×70 万千瓦），水库总库容 150 亿立方米，小湾水电站的年发电量可达 190 亿千瓦时（测算值）。由于处于澜沧江中下游，小湾水电站还担负着梯级调控的责

³ 按来自 2022 年起，云南省统计乌东德与白鹤滩两个水电厂装机与电量的 50%

⁴ 该数据为规划总装机容量，或与项目实际投资建设装机容量有所差异

任，保证了小湾水电站每年近100亿立方米的调节水量，因此，在保证云南省发电之外，还可以调节下游已建、在建和拟建中的漫湾、大朝山、景洪等多座电站的汛期和枯期发电用水。小湾水电站建成之后，云南电网系统水电站的调节性能得到了显著改善，全省水电站汛期、枯期发电量的比例由64:36改善为50:50，保证电量占年电量的比例也由52.8%提高到了86%，扭转了云南电力系统长期以来“丰弃、枯紧”的局面。

糯扎渡水电站拥有最大坝高达261.5米的黏土心墙堆石坝，高度居同类坝型亚洲第一、世界第三，泄洪功率和流速均居世界第一。糯扎渡水电站位于云南省普洱市思茅区和澜沧县交界处，是国家“十二五”期间“西电东送”重大能源建设项目和自主化示范工程。糯扎渡水电站总装机容量585万千瓦（9×65万千瓦），工程总投资450.06亿元，项目设计年发电量239.12亿千瓦时，水库总库容237.03亿立方米，调节库容113.35亿立方米。

上述两水库合计拥有超过200亿立方米的调节库容，公司通过补偿调节作用，可使澜沧江下游枯期流量大幅增加，径流年内的分配更加均匀，还可将丰水年的多余水量调节至枯水年使用，降低弃水损失，对公司业绩稳定表现形成支撑。

截至2022年底，公司装机容量合计2356.38万千瓦，占云南省全口径发电装机容量的21.14%；公司水电装机容量为2294.88万千瓦，占云南省全口径水电装机容量的28.29%。公司2022年全年完成发电量1006.19亿千瓦时，占云南省发电量的26.85%，持续保持云南省装机规模第一、发电量第一的地位。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况佳。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（统一社会信用代码：915300007194494905），截至2023年6月27日，公司本部无未结清的不良类或关注类贷款。

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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及主要管理制度等方面无重大变化；公司董事、监事和高级管理人员构成符合《公司章程》规定。

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度均未发生重大变化。

董事、监事及高级管理人员方面，跟踪期内，公司原董事长袁湘华因达法定退休年龄辞任，董事会选举孙卫为公司第三届董事会董事长，并担任董事会战略与决策委员会主任委员，任期至公司第三届董事会届满之日止；苏劲松和李庆华不再担任公司董事，董事会选举滕卫恒和李湘担任公司董事；因工作变动原因，邓炳超辞去公司董事会秘书、总会计师、总法律顾问职务，董事会聘任赵虎为公司总会计师，同时代为履行公司董事会秘书职责，直至公司选聘新任董事会秘书之日止。除上述事项外，跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动。截至本报告出具日，公司拥有董事、监事及高级管理人员合计25人，相关人员构成符合《公司章程》规定。

公司党委书记、董事长、总经理孙卫先生，1970年出生，理学硕士，高级工商管理硕士，高级经济师。孙卫先生历任滇东电业局办公室副主任、主任，公司总经理工作部（办公室）副主任、副主任（主持工作）、主任，云南联合电力开发有限公司董事长，公司副总经理、党组成员兼总法律顾问，公司副总经理、董事会秘书、总法律顾问、党组成员（党委委员），公司董事、总经理、党委副书记；现任公司党委书记、董事长、总经理，兼任华能澜沧江上游水电有限公司（以下简称“澜沧江上游”）党委书记、执行董事、总经理。

公司总会计师赵虎先生，1974年出生，经济学学士，高级会计师。赵虎先生历任云南漫湾

电力实业有限责任公司财务部主任，漫湾水电厂财务部副主任（主持工作）、财务部主任，公司财务与资产部副主任、财务与预算部副主任、财务与预算部主任。目前，赵虎先生同时代为履行公司董事会秘书职责，直至公司选聘新任董事会秘书之日止。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，电力销售业务仍为公司收入和利润的主要来源，2022年，公司发挥流域调节优势，发电量同比增加，带动经营业绩同比提升。但2023年以来，因水电梯级蓄能同比减少以及来水持续偏枯，公司发电量呈下降态势。

跟踪期内，公司仍主要从事水电站的投资

建设与生产经营，电力销售业务仍为公司主要收入和利润来源，占营业总收入的比重维持在99%以上。

2022年，受益于突出的流域调节能力，公司实现了发电量的同比增加，带动营业总收入同比增长4.65%；同期，公司综合毛利率同比提升1.80个百分点。水力发电运营成本较低，公司持续加强综合调度管理，电力销售业务保持高盈利水平。

因2022年汛期来水不足，导致公司2023年初水电梯级蓄能同比减少61.37亿千瓦时；叠加2023年一季度澜沧江流域来水同比偏枯约1成，公司当期发电量同比明显下降，降幅达11.44%，带动营业总收入同比下降5.31%；综合毛利率较2022年下降6.76个百分点。

表2 公司营业总收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023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
电力销售	201.72	99.86%	54.60%	211.01	99.81%	56.38%	37.28	99.89%	49.71%
其他	0.29	0.14%	75.38%	0.41	0.19%	83.12%	0.04	0.11%	12.21%
合计	202.02	100.00%	54.63%	211.42	100.00%	56.43%	37.32	100.00%	49.67%

资料来源：公司提供

2. 电力生产和销售

跟踪期内，公司水电装机规模仍大，新建新能源装机陆续投产，带动公司总装机规模提升。2022年，澜沧江流域来水持续偏枯，但流域水库调节功能及“云电外送”机制保证了公司很高的机组运行效益，带动公司电力经营业绩实现同比增长。

受益于新能源装机陆续建成投产，截至2023年3月底，公司已投产电站总装机容量为2413.98万千瓦。其中，水电装机容量2294.88万千瓦、风

电装机13.50万千瓦，光伏电站装机容量105.60万千瓦。同时，公司拥有已核准的在建、筹建电站装机容量约656.30万千瓦。

公司已取得中国境内澜沧江流域水电资源开发权（包括西藏境内流域），公司云南省内的澜沧江流域河段水电站规划总装机容量为2534.50万千瓦。伴随水电开发业务向澜沧江上游不断延伸，公司未来水电装机规模将进一步扩大。

表3 公司已投产电站2022年及2023年一季度运营概况（单位：亿千瓦时）

地区	电站名称	发电量		上网电量	
		2022年	2023年1—3月	2022年	2023年1—3月
云南	水电				
	小湾	185.60	36.82	184.38	36.59
	漫湾	75.73	15.32	75.07	15.18
	糯扎渡	221.87	41.05	220.52	40.79
	景洪	72.07	13.62	71.47	13.51

	苗尾	64.35	6.56	64.05	6.52
	功果桥	38.51	3.37	38.20	3.33
	龙开口	88.61	7.95	87.99	7.88
	大华桥	42.42	4.36	42.22	4.32
	徐村	2.69	0.31	2.63	0.30
	南果河	0.64	0.06	0.57	0.06
	丰甸河	0.35	0.04	0.34	0.04
	老王庄河	0.27	0.02	0.27	0.02
	牛栏沟	0.87	0.10	0.86	0.10
	黄登	83.10	8.67	82.52	8.60
	乌弄龙	44.13	3.98	43.86	3.94
	里底	18.61	1.69	18.41	1.66
	风电				
	祥云风电	3.66	1.43	3.59	1.40
	光伏				
	石林光伏	1.24	0.36	1.20	0.34
	新投产光伏项目	0.33	1.32	0.33	1.30
缅甸	水电				
	瑞丽江一级	39.91	6.73	39.63	6.68
柬埔寨	水电				
	桑河二级	21.20	2.33	20.74	2.27
合计		1006.19	156.19	998.89	154.84

资料来源：公司提供

公司发电量受流域来水情况影响明显，2022年，澜沧江流域来水总体仍同比偏枯。其中，乌弄龙、小湾、糯扎渡断面年累计来水同比分别偏枯12.3%、5.9%和1.7%，但公司通过梯级水库群优化调度释放梯级蓄能，以致当期发电量增加；另外，2022年云南省内用电需求大幅增长，公司充分发挥流域调节优势保供应，发电量同比增加。

2022年，公司全年发电量与上网电量同比分别增长6.59%和6.60%；发电设备平均利用小时同比增加265.93小时，仍明显高于全国平均水平⁵。2023年一季度，受梯级蓄能及来水量下降影响，公司发电量与上网电量分别同比下降11.44%和11.46%；平均电价同比提升至240.74元/千千瓦时。

表4 公司电力生产经营指标概况

指标	2021年	2022年	2023年1—3月
可控装机容量（万千瓦）	2318.38	2356.38	2413.98

发电量（亿千瓦时）	943.96	1006.19	156.10
上网电量（亿千瓦时）	937.07	998.89	154.84
平均上网电价（不含税，元/千千瓦时）	215.27	211.55	240.74
电力销售收入（亿元）	201.72	211.01	37.28
平均设备利用小时（小时）	4071.63	4337.56	667.61

资料来源：公司提供

电力销售方面，跟踪期内，公司境内各电厂所发电量仍全部进入云南电网，公司同云南电网的销售与结算方式无重大变化。公司作为云南省最大的发电企业，与云南电网保持着良好的战略合作关系，跟踪期内，公司电费回收率仍为100%。

市场化交易电量方面，2022年，公司竞价上网电量占67.16%，同比略有上升。公司上网电价通过竞价上网方式确定，同时受“云电外送”电量占比变化影响。2022年，公司平均上网电价同比略有下降。

⁵ 2022年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时为3687

小时

表5 公司上网电价概况（单位：元/千千瓦时）

电源情况	2020 年	2021 年	2022 年
水电	197.55	212.49	209.93
风电	421.21	433.69	449.13
光伏	815.80	844.55	837.92
平均上网电价 (不含税)	198.68	215.27	211.55

资料来源：公司提供

公司承担国家“西电东送”任务，上网电量部分用于满足省内用电需求，部分通过云南电网再进入南方电网（中国南方电网有限责任公司）外送广东、广西及境外。公司外送电量有助于广东省电力电量平衡，亦对公司整体经营业绩具有一定积极影响。

3. 经营效率

与同行业相比，公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2022 年，公司总资产周转次数为 0.13 次，略有上升；同时，受应收款项减少影响，公司销售债权周转次数明显增长至 12.16 次。水电企业存货规模较小，存货周转次数不具参考意义。与同行业相比，公司整体经营效率尚可。

表 6 2022 年同业对比数据情况

指标	华能水电	雅砻江水电	长江电力
装机规模（万千瓦）	2356.38	1964.00	4559.50
发电量（亿千瓦时）	1006.19	892.88	1855.81
总资产周转率（次）	0.13	0.13	0.16
应收账款周转率（次）	12.22	12.82	12.75

注：雅砻江水电为雅砻江流域水电开发有限公司；长江电力为中国长江电力股份有限公司；为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 在建工程与未来发展

公司未来发展仍以清洁能源开发为主，整体装机规模有望保持增长。同时，公司规划项目待投资规模大，存在一定资本支出需求。

澜沧江中下游的功果桥、小湾、漫湾、大朝山、糯扎渡、景洪、果多、苗尾等水电站现已建成投产，公司澜沧江云南段水电开发已由中下游向上游推进，同时积极开展中小水电开发并购、新能源发电项目开发及国外水电资源开发。

截至2023年3月底，公司在建项目装机规模合计290.90万千瓦，投资总额为284.10亿元，已投资金额158.57亿元。

公司主要在建项目为托巴水电站项目，装机规模140.00万千瓦，为澜沧江上游河段水电规划的第四级。该项目已于2017年4月获得国家发展和改革委员会核准批复，核准工程总工期82个月，工程动态总投资为200.29亿元，其中资本金总概算60.09亿元。截至2023年3月底，公司托巴水电站项目累计投资金额128.94亿元。托巴水电站于2021年5月启动大坝混凝土浇筑，目标于2024年实现投产发电。

根据公司新能源业务投资计划⁶，“十四五”期间，公司拟在澜沧江云南段和西藏段规划清洁能源基地建设，推动“风光水储一体化”发展。截至2023年3月底，公司在建光伏项目规模为150.90万千瓦，投资总额为83.81亿元，已投资规模29.63亿元。未来，伴随相关项目持续建设投产，公司新能源装机规模或明显增长。

公司未来拟建项目流域将逐步转向澜沧江上游西藏段，西藏段梯级具有一定的调节能力，流域周边太阳能资源较好，与水电能够形成一定的互补性，具备形成水、光互补的千万千瓦级清洁能源基地良好条件。

表 7 截至 2023 年 3 月底公司拟建项目情况
(单位：万千瓦、亿元)

项目	装机容量	估算总投资
侧格	12.90	32.70
约龙	12.90	34.50
卡贡	24.00	46.40
班达	150.00	266.70
如美	260.00	553.30
邦多	72.00	158.50
古学	210.00	317.00
古水	220.00	327.20
向达	6.60	17.27
林场	7.20	17.71
风电、光伏项目	1000.00	--
合计	1975.60	1771.28

注：如美及古水水电站相较初期规划新增扩容；如美水电站已于2023年4月获得国家发展和改革委员会核准批复，已具备项目投资及开工建设条件

资料来源：公司提供

⁶ 参见公开信息（公告编号：2022-008）

未来,公司将在“碳达峰、碳中和”目标下,以落实“基地型、集约型、互补型”清洁能源基地开发为主要路径,坚持增量以绿色能源为主体,全力推进水电与新能源并重发展;稳步推进国际化,探索拓展电力新业态,积极发展综合能源服务产业。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2022年财务报表,天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面,2022年,公司合并范围较2021年底新增12家子公司,均为投资设立的新能源企业;2023年一季度公司合并范围较上年底无变动。截至2023年3月底,公司合并范围内子公司合计36家(详见附件1-3);公司新设子公司部

分尚未收到实缴资本,未开展经营活动。整体看,合并范围变动对公司财务数据可比性影响较小。

截至2022年底,公司合并资产总额1628.79亿元,所有者权益697.98亿元(含少数股东权益20.54亿元);2022年,公司实现营业总收入211.42亿元,利润总额82.92亿元。

截至2023年3月底,公司合并资产总额1646.58亿元,所有者权益705.89亿元(含少数股东权益21.50亿元);2023年1—3月,公司实现营业总收入37.32亿元,利润总额10.48亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模小幅增长,构成仍以非流动资产为主,主要由固定资产和在建工程构成,且固定资产成新率较高。公司资产受限比例极低,整体资产质量较好。

截至2022年底,公司合并资产总额较上年底变化不大;公司资产构成仍以非流动资产为主,资产结构稳定。

表8 公司资产构成概况

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	36.67	2.28	36.29	2.23	49.51	3.01
货币资金	15.10	41.17	18.55	51.12	28.91	58.39
应收票据	0.19	0.51	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	18.99	51.78	15.61	43.02	17.50	35.35
非流动资产	1569.87	97.72	1592.51	97.77	1597.07	96.99
固定资产(合计)	1288.43	82.07	1243.05	78.06	1230.65	77.06
在建工程(合计)	163.56	10.42	226.41	14.22	242.78	15.20
资产总额	1606.54	100.00	1628.79	100.00	1646.58	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报表整理

(1) 流动资产

截至2022年底,公司流动资产较上年底变化不大。其中,伴随电费结算收入增加,公司货币资金较上年底增长22.87%;构成以银行存款为主;公司受限资金0.69亿元,为土地复垦保证金和境外工作人员保证金,受限资金占比很低。同期,因期末电费结算未使用银行承兑汇票,公司应收票据期末无余额;公司应收账款仍以应收电费为主,因收回部分新能源补贴款项,以及受年末发电量、电价差异及电网清算工作进度影响,

公司2022年底应收账款较上年底下降17.78%;应收账款中应收云南电网电费占77.23%,前五名客户应收款合计占99.57%,公司未对其提取坏账准备,客户集中度很高,整体账龄短。

表9 截至2022年底公司应收账款排名前五情况

单位名称	账面余额(亿元)	占比
云南电网	12.06	77.23%
柬埔寨电力公司	1.42	9.13%
缅甸电力公司	0.98	6.27%
中色镍业(缅甸)有限公司	0.74	4.73%

华能清洁能源（曲靖沾益）有限公司	0.34	2.21%
合计	15.54	99.57%

资料来源：根据公司财务报告整理

（2）非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产规模较上年底变动不大。其中，固定资产较上年底下降 3.52%；仍主要由房屋建筑物和机器设备构成，以电站为主的固定资产结构符合公司所处行业特点；公司固定资产累计计提折旧 569.32 亿元，减值准备 1.39 亿元；固定资产成新率为 68.53%，成新率较高。同期，公司在建工程较上年底大幅增长 36.54%，主要为托巴和如美水电站建设投资以及新能源项目前期费用，公司未对在建工程计提减值准备。

资产受限方面，截至 2022 年底，公司受限资产全部为受限的货币资金，公司整体资产受限比例极低。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额及资产结构均较上年底变动不大；公司货币资金较上年底大幅增长 55.84%，主要系收回的电费款及留存资金增加所致；固定资产较上年底小幅下降，主要受累计折旧增加所致；在建工程伴随建设资金投入而持续增长。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受未分配利润增长影响，跟踪期内，公司所有者权益规模持续扩大；权益构成方面，公司股

本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2022 年底，公司所有者权益 697.98 亿元，较上年底增长 5.39%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.06%，少数股东权益占比为 2.94%。在公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.79%、27.00%、0.81% 和 20.25%。公司实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2022 年底，公司其他综合收益较上年底增加 1.86 亿元至 5.64 亿元，主要系当期确认的对中国华能财务有限责任公司和华能天成融资租赁有限公司的股利收入增加所致；公司提取法定盈余公积 6.44 亿元，带动盈余公积增长至 31.95 亿元；同期，公司未分配利润 141.32 亿元，较上年底增长 22.08%。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 705.89 亿元，权益规模及构成较上年底变动不大，公司未分配利润增至 148.09 亿元。

（2）负债

截至 2022 年底，公司负债及有息债务规模均较上年底均有下降，整体债务负担及结构合理。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底小幅下降。其中，流动负债占 22.96%，非流动负债占 77.04%。公司负债仍以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 10 公司负债构成概况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	226.25	23.96	213.70	22.96	260.82	27.73
短期借款	11.02	4.87	42.83	20.04	65.67	25.18
其他应付款（合计）	61.28	27.09	52.62	24.62	50.63	19.41
一年内到期的非流动负债	88.05	38.92	60.32	28.23	80.38	30.82
其他流动负债	60.36	26.68	50.74	23.74	57.26	21.95
非流动负债	718.02	76.04	717.12	77.04	679.87	72.27
长期借款	714.47	99.50	712.48	99.35	675.02	99.29
负债总额	944.28	100.00	930.81	100.00	940.69	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

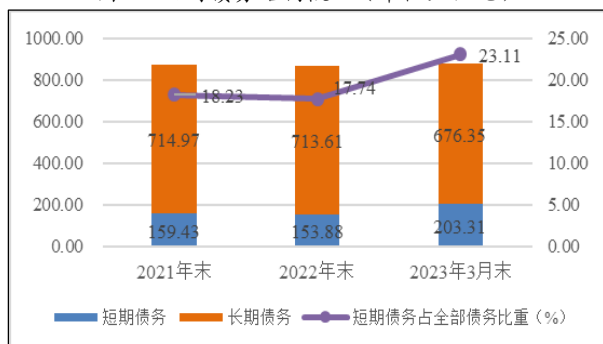
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

流动负债方面，截至 2022 年底，公司流动负债较上年底下降 5.55%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债减少所致。2022 年，公司调整带息负债结构，对部分长期借贷资金进行置换，短期借款明显增加；截至 2022 年底，公司短期借款构成全部为信用借款。受暂估工程款减少影响，截至 2022 年底，公司其他应付款较上年底下降 14.36%，仍主要由暂估工程款（含移民安置补偿费用）和工程款构成；公司账龄超过 1 年的重要其他应付款全部为工程款项，未偿

还或结转的原因未办理竣工结算，不符合支付条件。同时，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 31.50%，均由一年内到期的长期借款及其利息构成；公司其他流动负债仍全部为其所发行的超短期融资券及相应利息，余额较上年底下降 15.94%，已计入短期债务进行计算。

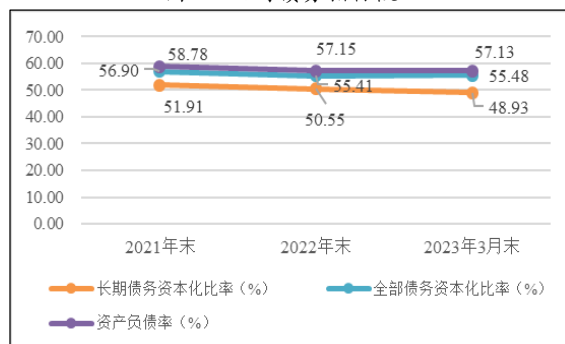
公司非流动负债仍主要由长期借款构成，截至 2022 年底，公司长期借款规模较上年底变化不大；长期借款以项目贷款为主，期限结构较长且到期日较为分散，集中兑付的压力不大。

图 1 公司债务结构概况（单位：亿元）



资料来源：根据公司财务报表整理

图 2 公司债务指标概况



资料来源：根据公司财务报表整理

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务 867.49 亿元，较上年底略有减少；结构方面，短期债务占 17.74%，长期债务占 82.26%，公司债务结构仍以长期债务为主；从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底下降 1.63 个百分点、1.49 个百分点和 1.36 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，公司全部债务增至 997.49 亿元，其中长期债务 843.61 亿元（占 84.57%）。从债务指标看，截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.13%、63.72% 和 59.76%，较调整前分别上升 7.98 个百分点、8.30 个百分点和 9.21 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 940.69 亿元，较上年底变化不大；非流动负债占 72.27%，公司负债结构仍以非流动负债为主。截至 2023 年 3 月底，公司短期借款较上年底大幅增长 53.35% 至 65.67 亿元，系公司优化有息债务，增

加利息费用相对较低的流动贷款所致；公司长期借款 675.02 亿元，较上年底下降 5.26%。

有息债务方面，截至 2023 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底变动不大；构成仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.13%、55.48% 和 48.93%。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年 3 月底，公司全部债务增至 1009.66 亿元；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上升至 65.03%、63.68% 和 58.34%。有息债务期限结构方面，截至 2023 年 3 月底，公司长期借款的到期日较为分散，集中兑付压力不大；公司永续债券（130.00 亿元，其中 2023—2025 年分别到期 50.00 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元）集中偿付压力较小。

4. 盈利能力

受益于突出的流域调节优势，2022 年，公司发电量同比增加，带动营业总收入及利润总额

同比增长，盈利指标稳步提升，整体处于很高水平。

2022 年，公司营业总收入同比增长 4.65%，主要系公司发挥流域调节优势，上网电量增加所致；水电企业成本较为稳定，公司当期营业成本同比变动不大；利润总额同比增长 16.24%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	202.02	211.42	37.32
营业成本	91.66	92.12	18.78
费用总额	39.23	35.73	7.54
其中：销售费用	0.39	0.43	0.07
管理费用	3.79	4.37	0.72
研发费用	1.31	1.54	0.06
财务费用	33.75	29.39	6.69
投资收益	3.41	2.50	0.08
利润总额	71.34	82.92	10.48
营业利润率（%）	52.75	54.80	47.95
总资本收益率（%）	6.28	6.57	--
净资产收益率（%）	9.48	10.42	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

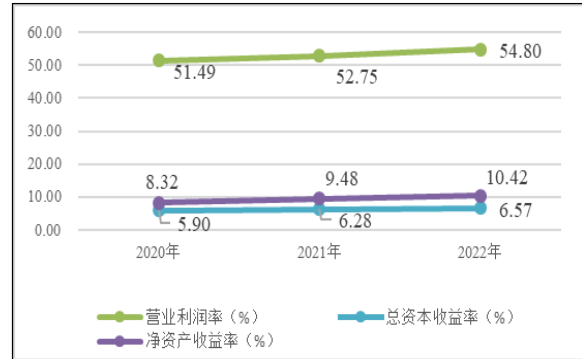
从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 35.73 亿元，同比下降 8.94%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 1.20%、12.23%、4.30%和 82.28%，构成仍以财务费用为主。2022 年，公司财务费用为 29.39 亿元，同比下降 12.91%，主要系带息负债规模同比减少以及汇兑净损失减少所致。2022 年，公司期间费用率为 16.90%，同比下降 2.52 个百分点。公司费用控制能力有所提升。

非经常性损益方面，2022 年，公司实现投资收益 2.50 亿元，同比下降 26.61%，主要为对云南华电金沙江中游水电开发有限公司和国投云南大朝山水电有限公司权益法核算的长期股权投资收益，以及其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入，投资收益占营业利润比重为 3.00%，对营业利润影响不大；公司营业外支出 0.33 亿元，主要为对外捐赠，营业外支出占利润总额比重为 0.40%。整体看，公司非经常性损益对利润影响不大。

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率

和净资产收益率分别分别同比提高 0.29 个百分点和 0.94 个百分点，公司盈利指标伴随发电量回升而有所上升。

图 3 2020 - 2022 年公司盈利指标



资料来源：根据公司财务报表整理

2023 年 1—3 月，公司发电量同比减少，影响营业总收入同比下降 5.31% 至 37.32 亿元；受益于费用规模的同比减少，公司利润总额同比增长 13.17% 至 10.48 亿元；公司当期营业利润率为 47.95%，同比小幅提升 1.66 个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量仍保持大规模净流入状态，公司经营获现能力强，收入实现质量佳；经营活动所得现金可以满足投资活动资金需求，短期内对外筹资压力不大。考虑到公司有息债务规模大且在建及拟建项目待投资规模大，伴随投资规模扩大，公司未来仍存在一定筹资需求。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	248.57	245.21	40.20
经营活动现金流出小计	83.63	79.03	12.95
经营活动现金流量净额	164.94	166.18	27.25
投资活动现金流入小计	7.32	1.64	0.11
投资活动现金流出小计	61.22	80.86	20.96
投资活动现金流量净额	-53.90	-79.21	-20.84
筹资活动前现金流量净额	111.04	86.97	6.41
筹资活动现金流入小计	359.25	580.45	173.10
筹资活动现金流出小计	471.09	664.92	169.03
筹资活动现金流量净额	-111.84	-84.47	4.07
现金收入比	121.99%	114.85%	106.50%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

公司水电业务现金流水平佳，经营获现能力强。2022 年，公司经营活动现金流入同比变化不大；经营活动现金流出同比下降 5.50%，主要系公司当期光伏组件采购规模同比减少，以及会计核算调整，支付其他与经营活动有关的现金同比下降所致；经营活动产生的现金流量保持大规模净流入状态；现金收入比同比略有下降，收入实现质量仍高。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入同比下降 77.53%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出同比增长 32.07%，伴随水电及新能源项目持续投资而快速增加；公司当期投资活动现金净流出 79.21 亿元，净流出规模同比扩大。

公司所运营水电资产经营性现金流稳定，2022 年筹资活动前现金净流入规模仍大，经营活动所获现金可充分满足投资活动资金需求。考虑到公司在建及拟建项目待投资规模大，公司未来仍有一定筹资需求。从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入同比增长 61.57%；筹资活动现金流出同比增长 41.15%；筹资活动现金净流出 84.47 亿元。公司筹资活动持续大规模现金净流出，主要系公司持续偿还已投产电站前期建设融资所致。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量和净流量同比分别增长 27.97%和 33.79%，主要系收回电费现金流入较上年同期增加所致；同期，公司投资活动现金流量净额-20.84 亿元，筹资活动现金流净额为 4.07 亿元，转为净流入状态。

6. 偿债能力指标

跟踪期内，公司债务结构仍以长期债务为主，长、短期偿债能力指标表现均有提升。公司或有负债风险很低，同时拥有极强再融资能力。

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率同比均有提升但指标值仍低，指标表现符合重资产行业一般特点；公司主业获现能力强且可持续性较好，经营活动产生的现金流量净额对流动负债及短期债务的覆

盖程度均有提升且保持很高水平；现金类资产对短期债务的保障程度略有增强。截至 2023 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别较上年底提升至 18.98%和 18.82%；现金短期债务比为 0.14 倍，公司短期偿债能力指标表现较上年底有所增强。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比增长，有息债务规模较上年底略有下降，EBITDA 对利息及全部债务的覆盖程度有所提升。同期，公司经营活动现金净流入量持续增长，经营现金对全部债务本息的保障能力有所提升。

表 13 公司偿债能力指标概况

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	16.21	16.98
	速动比率（%）	16.01	16.78
	经营现金流动负债比（%）	72.90	77.77
	经营现金/短期债务（倍）	1.03	1.08
	现金短期债务比（倍）	0.10	0.12
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	162.39	168.25
	全部债务/EBITDA（倍）	5.38	5.16
	经营现金/全部债务（倍）	0.19	0.19
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.44	4.96
	经营现金/利息支出（倍）	4.51	4.90

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

对外担保方面，公司全资子公司澜沧江上游按其所持西藏开投果多水电有限公司（以下简称“西藏果多”）的股权比例（持股比例为 15%），为西藏果多借款合同提供连带责任保证担保，合同总金额为 45990 万元。截至 2023 年 3 月底，该担保余额为 34590.40 万元（担保期限为 2021/12/08-2036/09/25），所担保金额占公司净资产比例很低。

截至 2023 年 3 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 2042 亿元，尚未使用额度 1271 亿元，公司间接融资渠道通畅；同时，公司为上市企业，拥有直接融资能力。

7. 同行业对比

相较同行业情况，公司盈利能力尚可。

表 14 2022 年同业对比数据情况

主体	销售 毛利率	总资产 报酬率	净资产 收益率
华能水电	56.43%	6.97%	10.30%
雅砻江水电	60.92%	7.24%	12.27%
长江电力	57.29%	9.28%	11.63%

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据

8. 公司本部报表分析

公司业务主要集中于本部，因此公司本部财务状况与合并报表表现基本一致。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 1428.15 亿元，资产规模较上年底变化不大，构成仍以非流动资产为主。在未分配利润增长的带动下，截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 660.95 亿元，较上年底增长 4.58%；负债总额 767.20 亿元，较上年底下降 6.06%。有息债务方面，截至 2022 年底，公司本部全部债务 712.95 亿元，长期债务占 81.69%，全部债务资本化比率 51.89%，公司本部债务负担较轻。

2022 年，公司本部实现营业总收入 180.62 亿元，利润总额 72.30 亿元，同比分别增长 5.29% 和 20.01%；公司本部当期投资收益 7.43 亿元，其中成本法核算的长期股权投资收益 5.18 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 137.22 亿元、-29.18 亿元和-107.45 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司本部资产总额 1433.05 亿元，所有者权益为 666.90 亿元，负债总额 766.15 亿元；公司本部资产负债率为 53.46%；全部债务 712.20 亿元，全部债务资本化比率为 51.64%。2023 年 1—3 月，公司本部实现营业总收入 33.72 亿元，利润总额 8.10 亿元，投资收益 0.10 亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 25.59 亿元、-10.23 亿元和-7.33 亿元。

十、外部支持

公司控股股东华能集团为中国核心电力集团企业之一，行业地位极高，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面具有显著优势。公

司作为其水电业务最终整合的唯一平台，股东支持力度很大。

1. 支持能力

华能集团是中国中央直属大型发电企业集团之一，国务院国资委是其出资人和实际控制人。截至 2022 年底，华能集团注册资本为 349.00 亿元，实收资本为 352.77 亿元。

华能集团目前已形成“电为核心、煤为基础、金融支持、科技引领、产业协同”的战略布局，电力装机规模优势显著。截至 2022 年底，华能集团在中国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量 22111 万千瓦，煤炭产能 11380 万吨/年；2022 年，华能集团完成国内发电量 7911 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.10%。

截至 2022 年底，华能集团合并资产总额 14151.95 亿元，所有者权益 4117.67 亿元（含少数股东权益 2719.45 亿元）；2022 年，华能集团实现营业总收入 4245.48 亿元，利润总额 227.21 亿元。

截至 2023 年 3 月底，华能集团合并资产总额 14626.99 亿元，所有者权益 4335.01 亿元（含少数股东权益 2915.46 亿元）；2023 年 1—3 月，华能集团实现营业总收入 1051.19 亿元，利润总额 88.13 亿元。

2. 支持可能性

华能集团作为世界级大型发电企业之一，为了践行国家绿色发展理念，深入推进能源供给侧结构性改革，华能集团正大力推进清洁能源的发展。根据《中国华能集团有限公司关于进一步避免与华能澜沧江水电股份有限公司同业竞争有关事项的延期承诺》，华能集团确定公司为其水电业务最终整合的唯一平台。若华能集团获得中国境内新开发、收购水电项目的业务机会，在符合适用法律法规的规定及满足国家关于开发主体资格等要求的前提下，将促使相关业务机会优先提供给公司。华能集团承诺，在 2023 年 12 月 15 日前，将中国境内所拥有的非上市水电业务

资产在符合届时注入公司条件时注入华能水电⁷。整体看，华能集团积极支持公司可持续发展，对公司支持力度很大。

十一、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和EBITDA对存续债券到期峰值的保障能力很强。

公司存续债券集中兑付年份为2023年，集中兑付金额为95.00亿元。

表 15 截至 2023 年 7 月 10 日公司存续债券期限概况
(单位: 亿元)

到期年度	当前余额
2023 年	95.00
2024 年	40.00
2025 年	50.00
2026 年	10.00
合计	195.00

注：到期日按相关债券下一个行权统计
资料来源：Wind

2022年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA分别为集中兑付金额（95.00亿元）的0.20倍、2.58倍、1.75倍和1.77倍。

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持和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 AAA，并维持“19 华能水电 MTN003”“19 华能水电 MTN004”“22 华能水电 GN001(可持续挂钩)”和“22 华能水电 GN012(可持续挂钩)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

⁷ 详见《中国华能集团有限公司关于进一步避免与华能澜沧江水电股份有限公司同业竞争有关事项的延期承诺》

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量 (万股)	比例 (%)	持有限售股数 量(万股)	质押或冻 结情况	股东性质
中国华能集团有限公司	907200.00	50.40	--	无	国有法人
云南省能源投资集团有限公司	508680.00	28.26	--	无	国有法人
云南合和(集团)股份有限公司	204120.00	11.34	--	无	国有法人
北京远通鑫海商贸有限公司	11722.96	0.65	--	未知	境内非国有法人
香港中央结算有限公司	10938.58	0.61	--	未知	境外法人
李海清	9333.06	0.52	--	未知	境内自然人
北京大地远通(集团)有限公司	8277.05	0.46	--	未知	境内非国有法人
李福清	7259.38	0.40	--	未知	境内自然人
王佐宇	4360.00	0.24	--	未知	境内自然人
中国农业银行股份有限公司-景顺长城 能源基建混合型证券投资基金	3759.69	0.21	--	未知	国有法人

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内子公司概况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
云南联合电力开发有限公司	昆明	水电站开发建设运营	--	50.00	投资设立
华能澜沧江国际能源有限公司	昆明	水电站开发建设运营	100.00	--	投资设立
华能龙开口水电有限公司	昆明	水电站开发建设运营	95.00	--	同一控制下的企业合并
华能澜沧江上游水电有限公司	昌都	电站开发建设运营	100.00	--	投资设立
华能石林光伏发电有限公司	石林	太阳能发电	--	70.00	投资设立
华能澜沧江新能源有限公司	昆明	水电站开发建设运营	100.00	--	投资设立
华能大理水电有限责任公司	大理	水力发电	--	100.00	同一控制下的企业合并
兰坪亚太环宇水电发展有限公司	兰坪县	水力发电	--	100.00	非同一控制下的企业合并
勐海南果河水电有限公司	勐海县	水力发电	--	90.00	投资设立
华能澜沧江祥云风电有限公司	祥云县	风电开发	--	100.00	投资设立
瑞丽江一级水电有限公司	缅甸	水力发电	--	80.00	投资设立
澜沧江国际能源香港有限公司	中国香港	对外投资及经营	--	100.00	投资设立
桑河二级水电有限公司	柬埔寨	水电生产及开发	--	51.00	其他
盐津关河水电有限公司	昭通	水力发电	--	51.00	投资设立
华能澜沧江能源销售有限公司	昆明	电力销售	100.00	--	投资设立
瑞丽市联能经贸有限公司	瑞丽	水电开发及贸易	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（大理）新能源有限公司*	大理	电力	--	66.00	投资设立
华能澜沧江（临沧）新能源有限公司*	临沧	电力	--	80.00	投资设立
华能澜沧江（普洱）新能源有限公司*	普洱	电力	--	66.00	投资设立
华能清洁能源（文山广南）有限公司*	文山壮族苗族自治州	电力	--	100.00	投资设立
华能清洁能源（文山砚山）有限公司*	文山壮族苗族自治州	电力	--	80.00	投资设立
华能澜沧江（云县）新能源有限公司*	临沧	电力	--	95.00	投资设立
华能澜沧江（保山昌宁）新能源有限公司*	保山	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（祥云）新能源有限公司*	大理	电力	--	90.00	投资设立
华能澜沧江（凤庆）新能源有限公司	凤庆县	电力	--	95.00	投资设立
华能澜沧江（勐海）新能源有限公司	勐海县	电力	--	85.00	投资设立
华能澜沧江（勐腊）新能源有限公司	勐腊县	电力	--	85.00	投资设立
华能澜沧江（景洪）新能源有限公司	景洪	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（沧源）新能源有限公司	沧源佤族自治县	电力	--	95.00	投资设立

华能澜沧江（峨山）新能源有限公司	峨山彝族自治县	电力	--	80.00	投资设立
华能澜沧江（镇康）新能源有限公司	镇康县	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（南涧）新能源有限公司	南涧彝族自治县	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（鹤庆）新能源有限公司	鹤庆县	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（永平）新能源有限公司	永平县	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（云龙）新能源有限公司	云龙县	电力	--	100.00	投资设立
华能澜沧江（巍山）新能源有限公司	巍山彝族回族自治县	电力	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	46.59	15.28	18.55	28.91
资产总额（亿元）	1646.32	1606.54	1628.79	1646.58
所有者权益（亿元）	635.12	662.27	697.98	705.89
短期债务（亿元）	128.04	159.43	153.88	203.31
长期债务（亿元）	782.79	714.97	713.61	676.35
全部债务（亿元）	910.83	874.40	867.49	879.66
营业总收入（亿元）	192.53	202.02	211.42	37.32
利润总额（亿元）	56.53	71.34	82.92	10.48
EBITDA（亿元）	154.77	162.39	168.25	--
经营性净现金流（亿元）	146.23	164.94	166.18	27.25
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.78	6.87	12.16	--
存货周转次数（次）	267.95	216.11	210.65	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	0.13	--
现金收入比（%）	111.18	121.99	114.85	106.50
营业利润率（%）	51.49	52.75	54.80	47.95
总资本收益率（%）	5.90	6.28	6.57	--
净资产收益率（%）	8.32	9.48	10.42	--
长期债务资本化比率（%）	55.21	51.91	50.55	48.93
全部债务资本化比率（%）	58.92	56.90	55.41	55.48
资产负债率（%）	61.42	58.78	57.15	57.13
流动比率（%）	28.01	16.21	16.98	18.98
速动比率（%）	27.83	16.01	16.78	18.82
经营现金流动负债比（%）	64.66	72.90	77.77	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.10	0.12	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	4.44	4.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.89	5.38	5.16	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 其他流动负债调整至短期债务，长期应付款中的应付少数股东借款调整至长期债务；3. 2020 年度财务数据为 2021 年度期初数

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.20	3.33	3.86	11.89
资产总额（亿元）	1495.28	1448.64	1428.15	1433.05
所有者权益（亿元）	609.07	631.98	660.95	666.90
短期债务（亿元）	115.22	145.01	130.52	176.71
长期债务（亿元）	680.27	610.56	582.42	535.49
全部债务（亿元）	795.49	755.58	712.95	712.20
营业总收入（亿元）	158.57	171.54	180.62	33.72
利润总额（亿元）	47.77	60.24	72.30	8.10
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	122.10	136.83	137.22	25.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.66	6.92	12.42	--
存货周转次数（次）	359.80	299.66	299.27	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.12	0.13	--
现金收入比（%）	112.63	122.46	116.06	107.42
营业利润率（%）	49.72	50.29	52.99	41.76
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	7.36	8.47	9.74	--
长期债务资本化比率（%）	52.76	49.14	46.84	44.54
全部债务资本化比率（%）	56.64	54.45	51.89	51.64
资产负债率（%）	59.27	56.37	53.72	53.46
流动比率（%）	25.24	14.87	10.61	12.88
速动比率（%）	25.10	14.74	10.46	12.76
经营现金流动负债比（%）	59.36	66.71	74.47	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.02	0.03	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部其他流动负债调整至短期债务；3. “/” 表示有数据，但未获取到
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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其含义

联合资信金融机构、非金融企业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 评级展望设置及其含义

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