

华能澜沧江水电股份有限公司

主体长期信用评级报告

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〕1631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的信用状况进行综合分析和评估，确定华能澜沧江水电股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年四月十日

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评级协议委托方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，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，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，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。

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、该评级结果自 2025 年 4 月 10 日至 2026 年 4 月 9 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

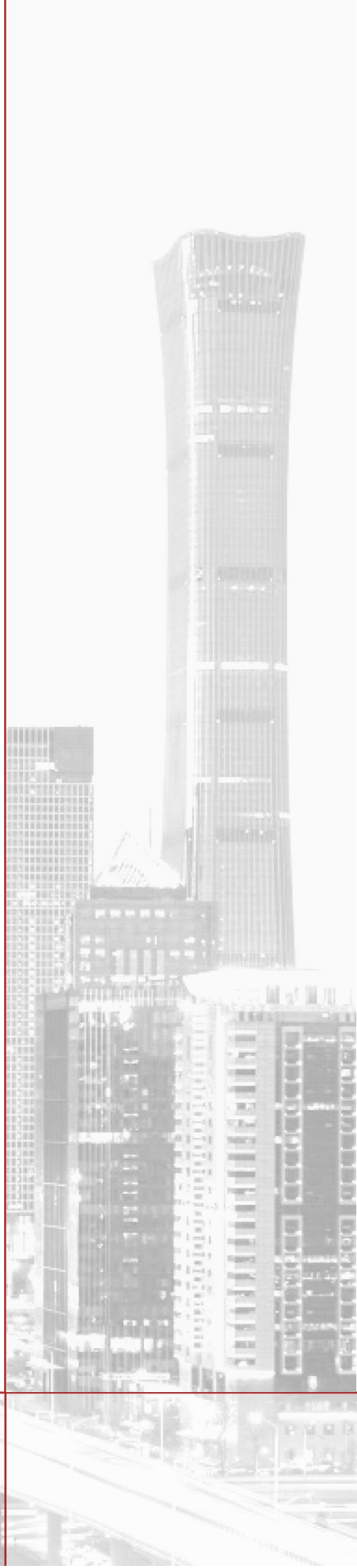
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华能澜沧江水电股份有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2025/04/10

主体概况 华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2001 年，截至 2024 年 9 月底，公司注册资本 180.00 亿元，控股股东为中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会；公司主要从事水电开发同时涉及风电和光伏发电等业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

评级观点 公司作为国内重要的清洁能源发电企业，法人治理结构完善，内部管理规范，管理制度健全。公司近年来持续推进水电和新能源电源建设，作为澜沧江流域水电资源开发的核心主体和云南省内最大的发电企业，公司在清洁能源发电装机规模和行业地位方面具备显著优势；公司于 2023 年完成对华能四川能源开发有限公司（以下简称“华能四川”）100%股权收购，于 2024 年顺利完成 TB 水电站机组投产发电，整体装机规模及市场竞争力得到进一步提升；公司发电机组运行效益佳，但澜沧江流域来水和蓄水蓄能情况对机组发电量存在一定影响，公司近年来发电量有所波动；公司营业总收入和利润总额均呈增长态势，受益于上网电价提升，公司整体盈利指标表现极佳；伴随清洁能源项目持续建设，公司投资活动资本性开支规模明显扩大，资产总额持续增长，有息债务增加，财务杠杆有所上升，综合偿债能力指标表现较好；同时，公司金融机构认可度很高，备用信用充裕，财务弹性极佳，整体债务负担尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 公司水电开发业务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，将有利于公司未来装机规模的提升和电源结构的丰富，有助于其整体经营业绩水平的巩固与提升。

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：公司定位发生明显调整；持续亏损或经营现金流明显恶化，债务负担加重导致其偿债表现严重弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司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；近年来受益于新能源装机持续投运以及合并华能四川资产，公司装机规模持续增长。2024 年，公司 TB 水电站机组顺利投产，对保障区域能源安全、稳定电力供应、促进地方经济社会发展具有重要意义。截至 2024 年 9 月底，公司装机容量合计 2969.10 万千瓦，居云南省电力装机规模第一位。
- **公司发电机组运行效益佳，经营性净现金流持续呈大规模净流入，营业总收入和利润总额呈增长态势，综合盈利表现非常好。**2021—2023 年，公司机组平均利用小时均高于全国水电设备平均利用水平，综合优势明显；公司营业总收入与利润总额年均复合增长率分别为 1.68% 和 8.83%，营业利润率与净资产收益率保持逐年增长；公司经营性净现金流持续呈大规模净流入态势，收入实现质量佳。
- **股东综合实力极强，对公司支持力度很大。**公司控股股东华能集团是中国中央直属大型发电企业集团之一，截至 2023 年底，华能集团注册资本为 349.00 亿元，实收资本为 352.77 亿元。公司作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，华能集团持续支持公司发展，华能四川资产注入对公司存在积极影响。

关注

- **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相对集中于澜沧江流域，流域来水情况及水电上网电价对公司经营业绩影响明显。
- **公司在建及拟建项目投资规模大，存在持续资本支出需求。**公司发展以清洁能源开发为主，伴随项目建设持续推进，公司债务规模扩大，财务杠杆上升。截至 2024 年 9 月底，公司主要在建项目建设规模合计 738.41 万千瓦，尚待投资金额合计 624.26 亿元；未来，公司将以澜沧江基地一体化开发建设为主线，发展水电的同时积极开发新能源发电项目，存在持续大规模资本开支情况。

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	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				aaa
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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

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无变动

主要财务数据

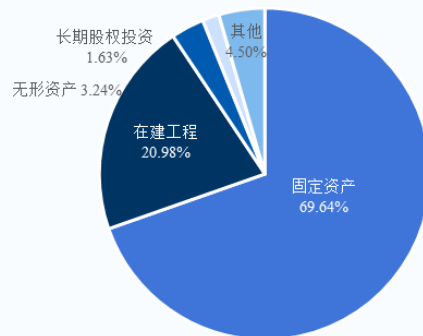
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	23.83	25.36	17.64	30.23
资产总额（亿元）	1778.38	1816.31	1952.39	2039.40
所有者权益（亿元）	713.63	751.05	707.23	776.26
短期债务（亿元）	187.03	164.16	200.77	194.87
长期债务（亿元）	792.16	821.75	950.62	970.04
全部债务（亿元）	979.20	985.91	1151.39	1164.91
营业总收入（亿元）	226.91	235.81	234.61	194.18
利润总额（亿元）	79.53	91.13	94.20	90.53
EBITDA（亿元）	179.12	182.10	180.54	--
经营性净现金流（亿元）	181.21	177.60	170.63	143.46
营业利润率（%）	52.03	53.86	54.50	58.10
净资产收益率（%）	9.78	10.60	11.66	--
资产负债率（%）	59.87	58.65	63.78	61.94
全部债务资本化比率（%）	57.84	56.76	61.95	60.01
流动比率（%）	17.36	19.72	14.94	23.27
经营现金流动负债比（%）	67.23	74.03	58.76	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.15	0.09	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	5.11	5.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.47	5.41	6.38	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	1448.64	1428.15	1491.02	1505.31
所有者权益（亿元）	631.98	660.95	650.34	707.72
全部债务（亿元）	755.22	712.91	787.69	744.80
营业总收入（亿元）	171.54	180.62	180.28	141.19
利润总额（亿元）	60.24	72.30	76.06	72.34
资产负债率（%）	56.37	53.72	56.38	52.99
全部债务资本化比率（%）	54.44	51.89	54.78	51.28
流动比率（%）	14.87	10.61	7.72	13.47
经营现金流动负债比（%）	66.71	74.47	70.26	--

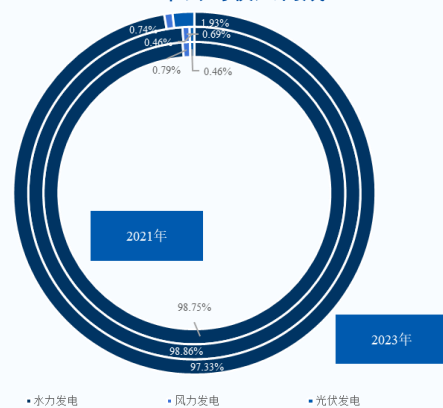
注：1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数，2021 年财务数据已追溯调整华能四川；2. 公司合并口径其他流动负债与长期应付款分别调整计入短期债务和长期债务；公司本部其他流动负债已调整至短期债务；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“*”表示数据过大或过小，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

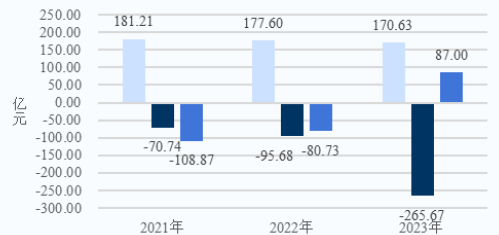
2023 年底公司资产构成



2021—2023 年公司收入构成

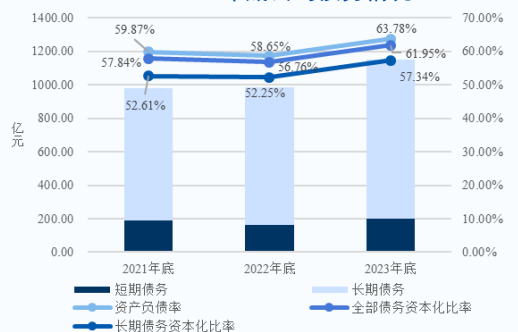


2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年底公司债务情况



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
AAA/稳定	2024/10/12	李晨 黄露	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2019/03/13	牛文婧 张垌	电力行业企业信用评级方法（2018年12月）	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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：张琳 zhanglin@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

华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 2001 年的云南澜沧江水电开发有限公司，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 2024 年 9 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，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 2024 年 9 月底，公司董事会设立战略与决策委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会；本部内设办公室（党委办公室）、规划发展部、财务与预算部、资本运营与证券事务部（董事会办公室）、企业管理与法律事务部、基本建设部、生产技术与设备部、营销部、运行管理部、人力资源部（党委组织部）、安全监察与环境保护部、物资与采购管理部、征地移民与社会责任部、科技管理部、党建工作部（党委宣传部、工会办公室）、纪律检查部（党委巡察办）、审计部、海外事业部、新能源事业部、信息与新闻中心与财务管理中心等 19 个职能部门和 2 个直属单位（详见附件 1-2）。公司纳入合并报表范围二级子企业合计 6 家（详见附件 1-3）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1952.39 亿元，所有者权益 707.23 亿元（含少数股东权益 33.94 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 234.61 亿元，利润总额 94.20 亿元。截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 2039.40 亿元，所有者权益 776.26 亿元（含少数股东权益 36.33 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 194.18 亿元，利润总额 90.53 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。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

三、行业分析

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

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

未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见《2024 年电力行业分析》。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司在云南省水电开发中具有明显的竞争优势，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。澜沧江在中国境内水能资源可开发量约为 3368.80 万千瓦，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。公司在云南省水电开发中具有明显的竞争优势，公司近年来持续保持云南省装机规模第一、发电量第一的地位。截至 2023 年底，公司云南省内装机容量 2486.78 万千瓦，占云南省全口径发电装机容量的 18.90%。其中，云南省内水电装机容量 2294.88 万千瓦，占云南省全口径水电装机容量的 28.18%。公司 2023 年完成发电量 1070.61 亿千瓦时，云南省内发电量为 960.73 亿千瓦时，占云南省当年发电量的 24.60%，行业地位显著。

公司小湾电站和糯扎渡电站的水库合计拥有超过 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。2023 年，公司小湾电站和糯扎渡电站入选国家水利部“人民治水·百年功绩”治水工程。

公司联合国内水电行业多家优秀科研设计单位，开展了一系列涉及水电工程建设关键技术、生态环境保护、工程安全、水资源高效利用等百余项科研项目，取得多项重大科技成果奖。2023 年，公司黄登水电站荣获国家优质工程金奖，乌弄龙水电站荣获电力优质工程奖。

国家发改委、国家能源局出台“风光水火储一体化”指导意见中，将澜沧江云南段水风光一体化规划方案列入“十四五”规划，澜沧江流域梯级电站提供的优质电能亦将成为“源网荷储一体化”的基础。公司持续推进新能源电力装机建设，截至 2024 年 9 月底，公司已投产电站总装机容量为 2969.10 万千瓦，于云南省内保持装机规模第一位。

2 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业经验和管理经验，综合素质高；公司员工结构合理，能够满足公司经营发展需求。

公司第四届董事会由 9 位非独立董事、5 名独立董事、1 名职工代表董事共同组成。截至本报告出具日，公司董事、监事和高级管理人员设置符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》相关规定。

公司党委书记、董事长孙卫先生，1970 年出生，理学硕士，高级工商管理硕士（EMBA），正高级经济师。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，华能澜沧江上游水电有限公司（以下简称“澜沧江上游”）总经理、党委副书记，公司党委书记、董事长、总经理，澜沧江上游党委书记、执行董事、总经理。

公司董事、总经理、党委副书记李健平先生，1972 年出生，硕士研究生，正高级工程师。李健平先生历任华能玉环电厂筹建处工程部副主任，华能浙江分公司（玉环电厂）计划部副主任、主任，华能玉环电厂副厂长、党委委员，华能集团浙江分公司副总经济师兼经理工作部经理，华能秦煤瑞金发电有限责任公司总经理、党委副书记，华能集团（华能国际电力股份有限公司）江西分公司副总经理、党委委员，西部矿业集团有限公司副总经理、党委委员（援青挂职），华能集团规划发展部副主任。

公司总会计师、董事会秘书、党委委员赵虎先生，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。

截至 2023 年底，公司拥有员工 5042 人。按学历划分，公司本科及以上学历人员占 88.42%，大专学历人员占 10.25%，其他学历人员占 1.33%；按专业划分，公司生产人员占 67.51%，技术人员占 11.62%，销售人员占 1.39%，管理人员占 19.48%。截至 2024 年 9 月底，公司人员构成情况较 2023 年底无重大变化。

3 信用记录

公司过往履约情况佳。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2025 年 1 月 20 日，公司本部无未结清不良信贷信息。

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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、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中存在不良记录。

五、管理分析

1 法人治理

作为上市企业，公司法人治理结构完善，股东大会、董事会、总经理及其他高级管理人员、监事会和党委各自行使其职权，为公司合理规范运营提供保障。

公司为经工商行政管理机关核准登记注册的企业法人，按照《公司法》等有关法律法规成立运作。根据《公司章程》，公司股东大会、董事会、监事会、总经理与其他高级管理人、党委各自行使其职权，为公司合理规范运营提供保障。

股东大会是公司的权力机构，由全体股东组成，股东依出资比例在股东大会行使表决权。股东大会依法行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事、审议批准董事会的报告、审议批准监事会报告、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司董事会对股东大会负责，董事会由 15 名董事组成（含 5 名独立董事）。其中，职工代表董事 1 名，由公司职工通过职工代表大会或其他形式民主选举产生。董事会设董事长 1 名，可以设副董事长。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。

公司监事会由 5 人组成。其中，职工代表监事 2 名，由公司职工通过职工代表大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。非由职工代表担任的监事由股东大会选举或更换。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干、总会计师 1 名、总工程师 1 名，协助总经理工作，由公司总理提请董事会聘任或解聘。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。总经理每届任期 3 年，总经理连聘可以连任。总经理列席董事会会议。

公司内设党委，设党委书记 1 名，其他党委成员若干名。董事长、党委书记原则上由一人担任，根据实际情况和工作需要可设主抓企业党建工作的专职副书记。符合条件的党委成员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委。

2 管理水平

公司管理制度健全，实施有效，综合管理水平高。

公司持续建设内部管理制度，已逐步建立了包括筹资管理、投资管理、财务管理、预算管理、成本费用管理、技术创新管理、安全生产管理、环保制度管理、党建与企业文化建设等方面的若干制度。

资金管理方面，公司严格执行华能集团各项资金规章管理制度，如《华能集团全面风险管理办法》《资金管理规定》《国有资本经营预算资金管理办法》《总部大额资金使用管理办法（试行）》《债务融资管理办法》《融资管理系统管理细则》《融资担保管理办法》等。公司实行严格的资金全面预算管理，按年制定年度融资预算，对筹资成本及偿债能力进行全面分析，确定合理的资金结构和筹资方式，经公司内部审核后，报股东大会审批，然后下达执行。在年度融资预算框架内公司制定月度资金预算，将融资产品、融资时点及资金需求时点分解到周，月度资金预算履行内部审批程序后执行，确保公司融资的计划性、资金的安全性和资金使用效率。财务管理方面，公司制定了《财务管理制度汇编》，财务管理实行“集中管理，分级核算”的管理体制，即公司是自主经营、自负盈亏、独立核算的法人实体，是利润中心、筹资中心和投资中心；下属各生产经营、建设单位实行内部二级核算，是成本中心。

投资管理方面，经董事会批准，公司可以进行固定资产投资、股权投资、债权投资和联营投资，并可以采用货币资金、实物资产、无形资产等方式向其他单位投资。《华能水电对外投资管理（暂行）办法》就对外投资进行了严格的控制与管理：（1）所有对外投资行为，必须符合国家产业政策和法律法规，资金使用必须纳入公司预算；（2）对外股权投资总额一般不得超过公司净资产的50%；（3）明确专人跟踪管理投资项目，定期分析投资项目的财务状况，最大限度地防范投资风险，确保资金安全等。公司制定的对外投资办法从对外投资的资金来源、投资方向、投资种类、融资渠道、内部管理及审批程序等方面都做了严格的规定。

对子公司的管理方面，公司在财务管理、人力资源管理、生产经营管理、物资采购、资产管理等多方面对下属子公司进行规范管理。在生产经营管理方面，根据华能集团对公司下达的年度预算，再将预算分解至子公司、分公司，年度对子公司、分公司预算完成情况进行考核。子公司生产经营的组织由子公司在公司的统一指导下进行，重大事项报公司审批后实施。子公司生产经营活动中所需的原料、动力、物资等，除公司本部规定统一采购的外，可由子公司自行采购，也可委托公司本部专业管理部门采购。子公司与子公司、子公司与公司本部、子公司与分公司等单位之间发生的经济往来，原则上按市场价格进行结算，不能执行市场价格的，由公司本部与子公司参照市场价格协商一致后制定内部价格进行结算。

关联交易管理方面，公司在发生关联交易时均签订有明确的购销合同；而关联交易的定价方式为：如有国家定价，则以国家定价为基础；如有政府指导价的，执行不高于政府指导价的价格；如既没有国家定价和政府指导价，也没有市场价，则由交易双方协商定价。交易双方根据关联交易事项的具体情况确定定价方法，并在相关的协议中予以明确。

安全生产管理方面，公司高度重视安全生产，按照“统一领导、分类管理、分级负责”和“总体规划、分步编制”的原则积极开展应急管理工作，建立健全了应急管理体系，成立了突发事件应急组织机构，明确了相应职责，制定了《安全生产管理工作规定》《安全生产考核奖罚办法》等一系列安全生产规章制度，颁布了《突发事件应急管理规定》和《突发事件应急响应分级标准》，发布了公司总体应急预案和6个专项预案，下属各单位不断加强和完善预案管理，进一步提高公司整体应急救援能力，确保实现安全生产。

六、经营分析

1 经营概况

公司持续建设水电和新能源项目，受新能源装机持续投运以及完成合并华能四川¹影响，公司电力装机规模有所扩大，同时上网电价呈增长态势；但受流域水况影响，发电量有所波动。

公司主要从事水电站的投资建设和生产经营，同时持续推进新能源项目建设；电力业务为公司收入和利润的核心来源，公司电力业务综合毛利率水平高。受新能源装机持续投运以及完成合并华能四川影响，2021—2023年，公司装机规模持续扩大；受流域水况影响，发电量有所波动；公司主营业务收入波动增长，毛利率持续提升。2023年，受澜沧江流域来水和梯级蓄能影响，公司水电发电量同比下降导致水力发电业务收入减少；伴随新能源上网电价提升和光伏装机大规模投产，公司新能源发电收入增量明显。2024年前三季度，受益于澜沧江流域来水同比偏丰以及新能源发电量同比大幅增加，公司收入实现增长；伴随水电板块毛利率上升，公司主营业务毛利率较上年全年水平有所提升。

图表1•公司主营业务收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023年			2024年1—9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
水力发电	223.17	98.75%	54.13%	232.03	98.86%	55.72%	227.67	97.33%	56.41%	184.11	95.76%	60.45%
风力发电	1.78	0.79%	44.04%	1.61	0.69%	36.17%	1.73	0.74%	37.88%	1.38	0.72%	30.43%
光伏发电	1.05	0.46%	58.01%	1.07	0.46%	61.47%	4.52	1.93%	63.69%	6.78	3.53%	56.06%
合计	226.00	100.00%	54.07%	234.72	100.00%	55.61%	233.92	100.00%	56.42%	192.26	100.00%	60.07%

注：2021与2022年相关数据已追溯调整华能四川；主营业务外，公司其他业务主要为房屋出租、标书和服务等方面，占营业总收入比重很小
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

公司水电装机规模大，近年来澜沧江流域来水相对偏枯，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

¹ 华能四川能源开发有限公司，报告中简称“华能四川”

行效率。公司市场化交易电量占比较高，近年来平均上网电价呈上升态势，带动公司电力经营业绩增长。

公司水电装机规模大，受益于新能源装机的陆续投产、水电机组的持续建设以及完成华能四川合并，公司近年来装机规模持续扩大。公司于 2023 年 9 月完成了对华能集团与华能国际合计持有的华能四川 100% 股权收购²，交易价款总额 85.79 亿元。华能四川为华能集团在四川省设立的区域子公司，主要从事四川地区的清洁能源开发建设和生产运营，包括在岷江、嘉陵江、涪江、宝兴河、瓦斯河、巴楚河、大渡河等流域进行水电梯级开发。另外，公司下辖 TB 水电站机组于 2024 年完成满负荷试运行后正式进入商业运行。截至 2024 年 9 月底，公司总装机容量增至 2969.10 万千瓦。

公司发电量受流域来水情况影响明显，2021 年，澜沧江全流域来水同比偏枯，导致流域内的漫湾电站及其上游电站年发电量同比减少；另外，为确保冬春季电力供应，公司严格控制小湾和糯扎渡电站“两库”水位，对整体发电量产生一定影响。2022 年，流域来水总体仍同比偏枯，但受益于云南省内用电需求的增加以及公司通过梯级水库群优化调度释放梯级蓄能，以致当期发电量同比增加。2023 年初澜沧江流域梯级蓄能同比减少 61.37 亿千瓦时，上半年度来水同比大幅偏枯，三季度虽来水同比偏丰，但根据电网调度安排，汛末小湾和糯扎渡“两库”转入蓄水运行，部分来水发电能力转为蓄能，未完全释放。受此影响，2023 年度公司平均设备利用小时有所减少，发售电量均同比下降。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率，近年来澜沧江流域来水虽相对偏枯，公司 2021—2023 年机组平均利用小时均高于全国水电设备平均利用水平。2024 年前三季度，公司完成发电量 860.26 亿千瓦时，同比增加 3.82%；上网电量 852.43 亿千瓦时，同比增加 3.80%；公司发电量同比增加主要系（1）新能源装机规模提升，新能源发电量同比大幅增加；（2）截至 2024 年 9 月底，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6% 和 8.5%；（3）云南省内用电需求同比增加，西电东送电量持续增加等原因所致。

电力销售方面，公司主要售电对象为云南电网有限责任公司（以下简称“云南电网”），以签订购售电合同的方式进行电力销售并于次月结清上月应付电费，公司作为云南省最大的发电企业，与云南电网保持良好战略合作关系，多年来维持高电费回收率。公司市场化交易电量占比较高，2023 年，公司市场化交易总电量 639.43 亿千瓦时，占比为 60.19%，比重同比基本持平。近年来云南省内清洁能源交易价格回升；风电电价相对稳定，受新增大规模非国补项目影响，光伏平均上网电价下降，公司整体电力销售业务保持高水平盈利性。

图表 2• 公司电力资产运营概况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
可控装机容量（万千瓦）	2318.38	2583.48	2752.79	2969.10
发电量（亿千瓦时）	943.96	1115.41	1070.61	860.26
上网电量（亿千瓦时）	937.07	1100.37	1062.35	852.43
平均上网电价（不含税，元/千千瓦时）	215.27	212.48	221.11	225.68
其中：水电	212.49	211.03	218.85	223.67
风电	433.69	449.13	453.64	447.55
光伏	844.55	837.92	236.80	263.33
电力销售收入（亿元）	201.72	234.72	233.92	192.26
平均设备利用小时（小时）	4071.63	4317.59	3968.70	2984.94

注：公司 2021 年相关数据未包含华能四川

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

公司经营效率指标表现尚可。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司主要效率指标无重大变动，销售债权周转次数分别为 7.57 次、12.34 次和 12.45 次；总资产周转次数分别为 0.13 次、0.13 次和 0.12 次，周转次数较低，符合水电行业特点。

² 截至 2023 年 9 月底，华能四川已投产电站总装机容量为 266.01 万千瓦，其中水电装机容量 265.10 万千瓦

4 未来发展

公司发展以清洁能源开发为主，整体装机规模将保持增长，同时持续大规模资本开支。未来待项目建成后，公司清洁能源装机规模将进一步扩大，有助于巩固其行业竞争力。

截至 2024 年 9 月底，公司主要在建项目建设规模合计 738.41 万千瓦，水电项目和光伏项目的总投资额分别为 911.03 亿元和 103.86 亿元，尚待投资金额合计 624.26 亿元，未来将持续大规模资本开支。公司在建水电项目中，TB 水电站机组于 2024 年实现投产发电，装机容量合计 140 万千瓦，设计多年平均发电量 62.30 亿千瓦时；硬梁包水电站已投产 30.6 万千瓦，水电站机组的投产发电，扩大了公司整体装机规模，有利于进一步提升公司市场占有率与综合竞争力，对保障区域能源安全、稳定电力供应，服务构建新型电力系统和新型能源体系以及促进地方经济社会发展具有重要意义。

澜沧江在中国云南省境内按 15 个梯级开发，公司澜沧江云南段水电开发已由中下游向上游推进，澜沧江上游段干流规划有 8 个梯级，依据现有规划相关水电站公司控股装机合计达 922 万千瓦。未来，公司将以澜沧江基地一体化开发建设为主线，坚持发展水电，同时积极开发新能源发电项目。

图表 3 • 截至 2024 年 9 月底公司主要在建项目概况

项目名称	建设规模（万千瓦）	总投资额（亿元）	已投资额（亿元）
TB 水电站	140.00	200.29	172.02
西藏地区水电站	260.00	583.82	52.16
华能四川硬梁包水电站	111.60	126.92	103.58
光伏项目合计	226.81	103.86	62.87
合计	738.41	1014.89	390.63

资料来源：公司提供

根据公司公告，公司收到控股股东华能集团出具的《关于华能澜沧江水电股份有限公司向特定对象发行 A 股股份有关事项的批复》，同意公司向特定对象发行股份总体方案，发行不超过 18 亿股，增发股份部分不超过发行前总股本的 10%，募集资金总额不超过 60 亿元。公司若成功完成发行，资本实力将有所增强，扣除发行费用后的募集资金净额将投入公司水电项目建设，联合资信将对公司定向增发情况保持关注。

七、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报表，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天职国际”）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。天职国际于 2024 年 8 月收到中国证券监督管理委员会下发的《行政处罚决定书》（〔2024〕78 号），公司相关审计服务合同签署日期均不在天职国际被暂停从事证券服务业务期间，经办公司业务的签字注册会计师及项目组成员均未参与行政处罚相关项目，行政处罚涉及项目的签字会计注册会计师以及项目组成员亦从未参与过公司的审计工作。公司 2024 年前三季度财务数据未经审计。

公司财务报表以持续经营为基础编制，主要会计政策连续；2023 年 9 月 28 日，公司完成华能四川公司 100%股权交割，工商变更登记手续完成，华能四川成为公司直接持有 100%股权的全资子公司。根据《企业会计准则》的相关规定，华能四川于 2023 年 9 月被纳入公司合并报表范围，公司对 2022 年和 2021 年数据进行追溯调整。

合并范围方面，2022 年以来，公司合并范围较 2021 年底明显扩大，主要为投资设立的新能源企业；受投资新设多家新能源企业以及合并华能四川影响，2023 年，公司合并报表范围内新增加子公司 24 家；2024 年前三季度，公司新设立子公司 3 家，主营新能源发电业务。整体看，公司财务报表合并范围变动较大但主营业务未发生变化；合并华能四川后，公司对前期财务数据已进行追溯调整，整体财务数据可比性佳。

1 资产质量

伴随持续推进清洁能源机组建设，公司在建工程持续增长，资产规模逐步扩大；资产结构仍以发电相关固定资产及在建工程等非流动资产为主，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。

2021—2023 年末，公司资产结构以非流动资产为主，受在建工程规模扩大影响，公司资产规模持续增长，年均复合增长 4.78%。公司货币资金受经营活动获现和应收款项变动的共同影响，近年来呈下降态势，构成以存款为主，受限资金占比很低；应收账款构

成以应收电网公司售电款和应收新能源补贴为主，截至 2023 年底，公司应收售电款项 15.61 亿元、应收新能源补贴 2.71 亿元，应收欠款方集中度很高且整体账龄短，回收风险小；公司其他应收款以应收往来款、代垫款和保证金及押金为主，增量主要为应收代垫款，其他应收款已计提较大规模坏账准备但占整体资产比重相对有限；伴随清洁能源项目建设持续推进，公司在建工程大幅增长；公司固定资产余额主要受在建工程陆续建成转入以及累计折旧共同影响，截至 2023 年底，公司固定资产成新率为 65.13%。截至 2023 年底，公司受限资产仅 1.12 亿元，全部为因土地复垦保证金、境外工作人员保证金及履约保证金而受限的货币资金。公司资产规模很大，且主要以发电设施为主，受限程度极低，整体资产质量较好。

图表 4• 公司资产构成概况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	46.79	2.63	47.30	2.60	43.40	2.22	67.20	3.30
货币资金	23.00	49.16	25.09	53.06	17.60	40.56	30.21	44.95
应收账款	19.42	41.50	17.72	37.46	19.67	45.33	27.81	41.37
其他应收款	1.84	3.93	2.49	5.28	4.19	9.65	6.13	9.12
非流动资产	1731.59	97.37	1769.01	97.40	1908.99	97.78	1972.20	96.70
固定资产	1400.98	80.91	1353.47	76.51	1359.71	71.23	1484.48	75.27
在建工程	208.12	12.02	288.07	16.28	409.60	21.46	341.89	17.34
资产总额	1778.38	100.00	1816.31	100.00	1952.39	100.00	2039.40	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；固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 5• 公司 2023 年底应收账款前五大欠款方概况

债务人	账面金额（亿元）	占应收账款比重
云南电网	14.68	74.18 %
国网四川省电力公司	2.23	11.28%
中色镍业（缅甸）有限公司	1.19	5.99%
柬埔寨电力公司	0.96	4.87%
缅甸电力公司	0.41	2.09%
合计	19.48	98.40%

注：中色镍业（缅甸）有限公司因缅甸内部冲突电费收回存在风险而计提坏账准备 0.12 亿元
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 6• 公司 2023 年底其他应收款前五大欠款方概况

单位名称	期末余额（亿元）	款项性质	坏账准备（亿元）
西藏开发投资集团有限公司	2.25	往来款	2.25
中色镍业（缅甸）有限公司	1.77	代垫款	0.18
甘孜藏族自治州发展和改革委员会	1.25	履约保证金	0.00
巴塘县国有资产经营管理有限责任公司	0.53	委贷本息收入	0.53
云龙县云投资运营（集团）有限责任公司	0.40	履约保证金	0.00
合计	6.20	--	2.96

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年 9 月底，公司应收账款较上年底增长显著，主要系应收售电款项增长所致；受 TB 水电站部分完工转固影响，公司固定资产较上年底增长 9.18%，带动公司资产总额较上年底增长 4.46%。

2 资本结构

公司未分配利润持续增加，但因合并同一控制下的华能四川，公司所有者权益规模有所波动；受在建工程融入资金规模扩大影响，公司负债及有息债务均持续增长但整体债务结构合理，考虑到计入权益的永续债务，公司实际债务负担尚可。

2021—2023 年末，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 0.45%。截至 2023 年底，公司所有者权益较年初下降 5.83%至 707.23 亿元，主要系公司同一控制下收购华能四川 100%股权的评估价与账面净资产差异冲减资本公积所致；归属于母公司所有者权益占比为 95.20%，少数股东权益占比为 4.80%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 25.45%、18.14%、18.38%和 25.79%，所有者权益结构稳定性较好。受其他权益工具发行及未分配利润持续增加影响，截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 9.76%至 776.26 亿元，权益结构较上年底无明显变动。

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.14%；公司短期借款明显增加，伴随在建项目持续资金投入需求，公司长期借款亦显著增长；负债结构以非流动负债为主。金融机构对公司信用水平认可度很高，公司短期借款中信用借款比重高，2023 年增量主要系支付资产购置款项及偿付债券后，公司存在一定流动资金需求所致；其他应付款在应付工程设备款及押金保证金增加的带动下呈增长态势；截至 2023 年底，公司长期借款中质押借款占 61.89%，信用借款占 38.11%，借款利率区间为

1.08%~3.92%。

有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 8.44%；公司短、长期债务规模均有扩大，增量主要为金融机构借款。截至 2023 年底，公司全部债务较年初增长 16.78%至 1151.39 亿元，长期债务占 82.56%，债务结构以长期为主，主要债务指标较年初均有上升。

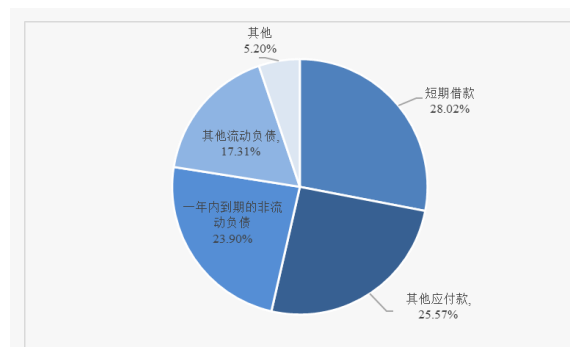
截至 2024 年 9 月底，公司负债总额较上年底小幅增长 1.44%，主要系短期与长期借款增加所致；非流动负债占比为 77.14%，公司债务结构仍以非流动负债为主；有息债务方面，截至 2024 年 9 月底，公司全部债务较上年底增长 1.17%至 1164.91 亿元，长期债务占 83.27%；如将永续债调入长期债务，截至 2024 年 9 月底，公司全部债务增至 1324.91 亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.78%、68.25%和 64.71%，综合债务负担尚可。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	269.52	25.31	239.89	22.52	290.39	23.32	288.79	22.86
短期借款	28.49	10.57	42.96	17.91	81.37	28.02	100.08	34.65
其他应付款	69.50	25.79	61.71	25.72	74.24	25.57	70.01	24.24
一年内到期的非流动负债	98.55	36.56	70.50	29.39	69.39	23.90	74.79	25.90
其他流动负债	60.38	22.40	50.74	21.15	50.27	17.31	20.06	6.94
非流动负债	795.23	74.69	825.37	77.48	954.77	76.68	974.36	77.14
长期借款	791.65	99.55	820.61	99.42	917.64	96.11	936.24	96.09
负债总额	1064.75	100.00	1065.26	100.00	1245.16	100.00	1263.14	100.00

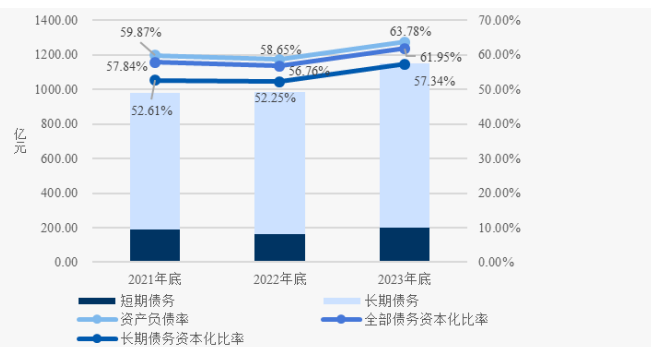
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；其他应付款含应付利息与应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 8 • 2023 年底公司流动负债构成



注：数据未含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 9 • 2021—2023 年底公司有息债务情况



注：数据未含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

公司近年来营业总收入与利润总额均呈增长态势，受益于电价水平整体上涨及财务费用的有效压降，公司综合盈利表现极强。

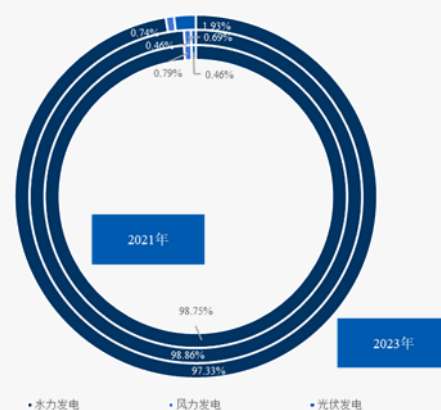
2021—2023 年，受发售电量变动影响，公司营业总收入与利润总额均呈增长态势；得益于财务成本有效压降，公司财务费用持续减少带动期间费用规模下降，公司 2023 年期间费用率下降至 15.00%；公司资产减值损失主要为在建工程减值损失，信用减值损失主要为应收类款项减值，投资收益主要为对云南华电金沙江中游水电开发有限公司和国投云南大朝山水电有限公司权益法下确认的投资损益；非经常性损益对公司利润影响程度有限，公司利润总额持续增长；公司主要盈利指标基本保持稳定，综合表现非常好。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	226.91	235.81	234.61	194.18
营业成本	104.09	104.44	102.38	78.01
期间费用	42.97	39.29	35.20	24.68
其中：财务费用	36.49	31.80	27.30	19.79
资产减值损失	0.00	0.00	-0.63	0.00
信用减值损失	-0.09	0.49	-0.28	*
投资收益	3.56	2.64	2.83	2.29
利润总额	79.53	91.13	94.20	90.53
营业利润率（%）	52.03	53.86	54.50	58.10
总资产收益率（%）	6.28	6.32	5.93	--
净资产收益率（%）	9.78	10.60	11.66	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 11 • 2021—2023 年公司营业收入构成



资料来源：公司提供

2024 年 1—9 月，公司营业总收入同比（相较已追溯调整华能四川数据）增长 7.05%至 194.18 亿元，利润总额同比增长 9.39%至 90.53 亿元；公司当期营业利润率为 58.10%，经营业绩稳中向好。

4 现金流

近年来，公司经营活动产生的现金流量保持大规模净流入状态，经营获现能力强，但公司在建项目后续待投入规模大，未来仍存较大外部融资需求。

2021—2023 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额略有下降；公司处于持续扩张阶段，清洁能源项目持续建设，资本支出需求大，投资活动现金净流出规模同比显著扩大，经营获现难以满足投资支出需求；叠加持续滚动清偿债务，筹资活动现金流于 2023 年转为净流入状态。2024 年前三季度，公司经营获现可满足自身投资支出需求，但考虑到公司财务杠杆上升且在建及拟建项目待投资规模大，公司未来仍存较大筹资需求。

图表 12 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	279.65	273.32	266.99	212.16
经营活动现金流出小计	98.44	95.72	96.37	68.71
经营活动现金流量净额	181.21	177.60	170.63	143.46
投资活动现金流入小计	9.50	4.28	4.70	2.58
投资活动现金流出小计	80.24	99.97	270.37	113.81
投资活动现金流量净额	-70.74	-95.68	-265.67	-111.24
筹资活动前现金流量净额	110.47	81.92	-95.05	32.22
筹资活动现金流入小计	399.73	639.45	784.03	517.86
筹资活动现金流出小计	508.59	720.18	697.03	537.46
筹资活动现金流量净额	-108.87	-80.73	87.00	-19.60
现金收入比（%）	121.83	113.75	111.55	107.58

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司综合偿债能力指标表现较好。

公司资产构成以非流动资产为主，流动资产对流动负债的保障程度弱，符合重资产行业一般特点。近年来，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 均变动不大，受债务持续增长影响，公司部分偿债能力指标表现趋弱；受益于公司有效压降财务费用，EBITDA 与经营现金对利息的保障程度有所提升，公司综合偿债能力指标表现较好。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	17.36	19.72	14.94
	速动比率 (%)	17.17	19.51	14.79
	经营现金流动负债比 (%)	67.23	74.03	58.76
	经营现金/短期债务 (倍)	0.97	1.08	0.85
	现金短期债务比 (倍)	0.13	0.15	0.09
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	179.12	182.10	180.54
	全部债务/EBITDA (倍)	5.47	5.41	6.38
	经营现金/全部债务 (倍)	0.19	0.18	0.15
	EBITDA 利息倍数 (倍)	4.40	5.11	5.25
	经营现金/利息支出 (倍)	4.45	4.99	4.96

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

或有负债方面，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；截至 2024 年 9 月底，该担保余额为 0.84 亿元（担保到期日为 2036/09/25，西藏果多相关借款已于 2024 年底归还完毕）。截至 2024 年 9 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼或仲裁事项，公司整体或有负债风险很低。

公司金融机构认可度很高，截至 2024 年 9 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 2853 亿元，尚未使用额度 1734 亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市企业，拥有直接融资能力；公司资产受限率极低，综合财务弹性极佳。

6 公司本部财务分析

公司在营水电业务主要集中于本部及华能四川，因此公司本部财务状况变动与合并报表表现基本一致，近年来未发生重大变化。

2021—2023 年末，公司本部资产总额波动增长，年均复合增长 1.45%；公司本部负债与所有者权益均波动增长，年均复合增长率分别为 1.46% 和 1.44%。截至 2023 年底，公司本部资产总额较年初增长 4.40% 至 1491.02 亿元，主要系在建工程持续投入所致；短、长期借款增加带动负债总额较年初增长 9.58% 至 840.67 亿元；资本公积减少导致所有者权益较年初下降 1.60% 至 650.34 亿元。受负债及带息债务规模扩大影响，公司本部财务杠杆呈上升态势，截至 2023 年底，公司本部资产负债率与全部债务资本化比率分别为 56.38% 和 54.78%，分别增长为 2.66 个百分点和 2.88 个百分点。

2021—2023 年，公司本部营业总收入与利润总额均波动增长，年均复合增长率分别为 2.52% 和 12.37%。2023 年，公司本部实现营业总收入 180.28 亿元，利润总额为 76.06 亿元。同期，现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为 132.82 亿元，投资活动现金流净额-151.06 亿元，筹资活动现金流净额 14.78 亿元。

八、ESG 分析

公司主营清洁能源发电并且持续建设清洁能源项目，同时持续加强企业 ESG 管理，注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任。整体来看，公司 ESG 表现佳。

公司主营清洁能源发电，水电工程建设与生态文明建设协调推进，持续开展生态保护与污染治理，坚持绿色发展。2023 年，公司环保投资金额达 4.81 亿元，增殖放流鱼类总量 192.74 万尾，苗尾水电站获得水利部授予的“国家水土保持示范工程”荣誉称号。公司积极贯彻落实国家“双碳”战略，截至 2023 年底，公司总装机暨清洁能源总装机为 2752.79 万千瓦；公司生产过程无二氧化碳排放，与传统煤电相比，相当于全年减少二氧化碳排放量 8390 万吨，减少标准煤使用量 3415 万吨。

公司树立安全至上的发展理念，全面履行安全生产的主体责任，推动安全生产标准化，确保安全稳定运营，致力于构建和谐劳动关系，与各利益相关方携手合作，打造互利共赢的战略平台，积极响应国家号召，投身乡村振兴，支持“一带一路”倡议，为

经济发展和地方民生贡献力量。2023 年，公司税费总额为 57.75 亿元（含上缴税款 42.54 亿元、水资源费 7.2 亿元、库区维护基金 8.01 亿元），员工培训覆盖超过 6.5 万人次，供应商总数 6464 家，员工志愿者人数 1707 人，投入乡村振兴帮扶资金约 4160 万元。

管理方面，公司严格遵循《中华人民共和国公司法》等相关法律法规及上市地监管要求，不断完善公司治理机制，落实董事会职权，深化企业改革诚信合规运营，强化自身能力建设，切实维护投资者合法权益，为其可持续发展奠定坚实基础。

九、外部支持

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 2023 年底，华能集团注册资本为 349.00 亿元，实收资本为 352.77 亿元。

截至 2023 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共计 24312 万千瓦，煤炭产能 11880 万吨/年；华能集团近年来电源结构不断优化，新能源装机规模占比有所提高；2023 年，华能集团完成国内发电量 8306 亿千瓦时。截至 2023 年底，华能集团合并资产总额 15608.47 亿元，所有者权益 4669.48 亿元（含少数股东权益 3158.65 亿元）；2023 年，华能集团实现营业总收入 4098.23 亿元，利润总额 421.10 亿元。

在中国“双碳”的政策背景下，公司行业前景佳。华能集团作为世界级大型发电企业之一，为践行国家绿色发展理念，深入推进能源供给侧结构性改革，华能集团推进清洁能源的发展。根据《中国华能集团有限公司关于变更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，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；华能四川资产注入对公司存在积极影响。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、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持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，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前十大股东持股概况（截至 2024 年 9 月底）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）	期末参考市值（亿元）
中国华能集团有限公司	907200.00	50.40	1047.82
云南省能源投资集团有限公司	408680.00	22.70	472.03
云南合和(集团)股份有限公司	204120.00	11.34	235.76
昆明云能产融有限公司	72000.00	4.00	83.16
昆明云能产业有限公司	28000.00	1.56	32.34
香港中央結算有限公司	23491.81	1.31	27.13
北京大地远通(集团)有限公司	12277.05	0.68	14.18
北京远通鑫海商贸有限公司	12062.96	0.67	13.93
李海清	9414.49	0.52	10.87
李福清	7156.38	0.40	8.27
合计	1684402.68	93.58	1945.49

资料来源：Wind

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 公司纳入合并范围二级子公司概况（截至 2024 年 9 月底）

子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	投资额（万元）
华能澜沧江新能源有限公司	100.00%	98000.00	453693.15
华能澜沧江上游水电有限公司	100.00%	32000.00	203002.73
云南澜沧江国际能源有限公司	100.00%	10000.00	82238.00
华能龙开口水电有限公司	95.00%	267213.00	253852.85
华能澜沧江能源销售有限公司	100.00%	20000.00	6000.00
华能四川能源开发有限公司	100.00%	146980.00	440719.33

注：截至本报告出具日，上述企业信息或有变动
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.83	25.36	17.64	30.23
应收账款（亿元）	19.42	17.72	19.67	27.81
其他应收款（亿元）	1.84	2.49	4.19	/
存货（亿元）	0.52	0.50	0.44	0.52
长期股权投资（亿元）	30.02	31.16	31.87	31.77
固定资产（亿元）	1400.98	1353.45	1359.68	/
在建工程（亿元）	208.12	284.98	409.60	/
资产总额（亿元）	1778.38	1816.31	1952.39	2039.40
实收资本（亿元）	180.00	180.00	180.00	180.00
少数股东权益（亿元）	30.57	33.18	33.94	36.33
所有者权益（亿元）	713.63	751.05	707.23	776.26
短期债务（亿元）	187.03	164.16	200.77	194.87
长期债务（亿元）	792.16	821.75	950.62	970.04
全部债务（亿元）	979.20	985.91	1151.39	1164.91
营业总收入（亿元）	226.91	235.81	234.61	194.18
营业成本（亿元）	104.09	104.44	102.38	78.01
其他收益（亿元）	0.15	0.18	0.15	0.08
利润总额（亿元）	79.53	91.13	94.20	90.53
EBITDA（亿元）	179.12	182.10	180.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	276.44	268.24	261.71	208.89
经营活动现金流入小计（亿元）	279.65	273.32	266.99	212.16
经营活动现金流量净额（亿元）	181.21	177.60	170.63	143.46
投资活动现金流量净额（亿元）	-70.74	-95.68	-265.67	-111.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	-108.87	-80.73	87.00	-19.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.57	12.34	12.45	--
存货周转次数（次）	224.32	205.71	218.69	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.13	0.12	--
现金收入比（%）	121.83	113.75	111.55	107.58
营业利润率（%）	52.03	53.86	54.50	58.10
总资本收益率（%）	6.28	6.32	5.93	--
净资产收益率（%）	9.78	10.60	11.66	--
长期债务资本化比率（%）	52.61	52.25	57.34	55.55
全部债务资本化比率（%）	57.84	56.76	61.95	60.01
资产负债率（%）	59.87	58.65	63.78	61.94
流动比率（%）	17.36	19.72	14.94	23.27
速动比率（%）	17.17	19.51	14.79	23.09
经营现金流动负债比（%）	67.23	74.03	58.76	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.15	0.09	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	5.11	5.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.47	5.41	6.38	--

注：1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数，2021 年财务数据已追溯调整华能四川；2. 公司合并口径其他流动负债与长期应付款分别调整计入短期债务和长期债务；3.“/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用

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（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.33	3.86	0.39	3.97
应收账款（亿元）	16.30	12.59	13.86	17.38
其他应收款（亿元）	2.21	0.01	0.01	/
存货（亿元）	0.27	0.28	0.28	0.36
长期股权投资（亿元）	83.68	100.40	173.13	195.76
固定资产（亿元）	/	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/	/
资产总额（亿元）	1448.64	1428.15	1491.02	1505.31
实收资本（亿元）	180.00	180.00	180.00	180.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	631.98	660.95	650.34	707.72
短期债务（亿元）	144.65	130.49	136.41	112.40
长期债务（亿元）	610.56	582.42	651.28	632.40
全部债务（亿元）	755.22	712.91	787.69	744.80
营业总收入（亿元）	171.54	180.62	180.28	141.19
营业成本（亿元）	82.86	82.39	81.62	54.81
其他收益（亿元）	0.01	0.06	0.03	0.04
利润总额（亿元）	60.24	72.30	76.06	72.34
EBITDA（亿元）	89.75	97.95	96.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	210.07	209.62	202.38	155.58
经营活动现金流入小计（亿元）	211.06	211.46	203.38	156.64
经营活动现金流量净额（亿元）	136.83	137.22	132.82	108.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-32.00	-29.18	-151.06	-40.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-107.34	-107.45	14.78	-64.41
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.92	12.42	13.64	--
存货周转次数（次）	299.66	299.27	293.63	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.13	0.12	--
现金收入比（%）	122.46	116.06	112.26	110.19
营业利润率（%）	50.29	52.99	53.33	59.80
总资本收益率（%）	5.99	6.55	6.09	--
净资产收益率（%）	8.47	9.74	10.31	--
长期债务资本化比率（%）	49.14	46.84	50.04	47.19
全部债务资本化比率（%）	54.44	51.89	54.78	51.28
资产负债率（%）	56.37	53.72	56.38	52.99
流动比率（%）	14.87	10.61	7.72	13.47
速动比率（%）	14.74	10.46	7.58	13.26
经营现金流动负债比（%）	66.71	74.47	70.26	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.03	*	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	3.43	4.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.41	7.28	8.16	--

注：1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年年初数，2021 年财务数据为 2022 年年初数；2. 公司本部其他流动负债已调整至短期债务；3. “/”表示相关数据未获取，“*”表示数据过大或过小，“--”表示指标不适用

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 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，联合资信将在华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。