

华能澜沧江水电股份有限公司

2025 年度第七期绿色科技创新债券

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〕5800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及其拟发行的 2025 年度第七期绿色科技创新债券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，华能澜沧江水电股份有限公司 2025 年度第七期绿色科技创新债券信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月八日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受华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，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

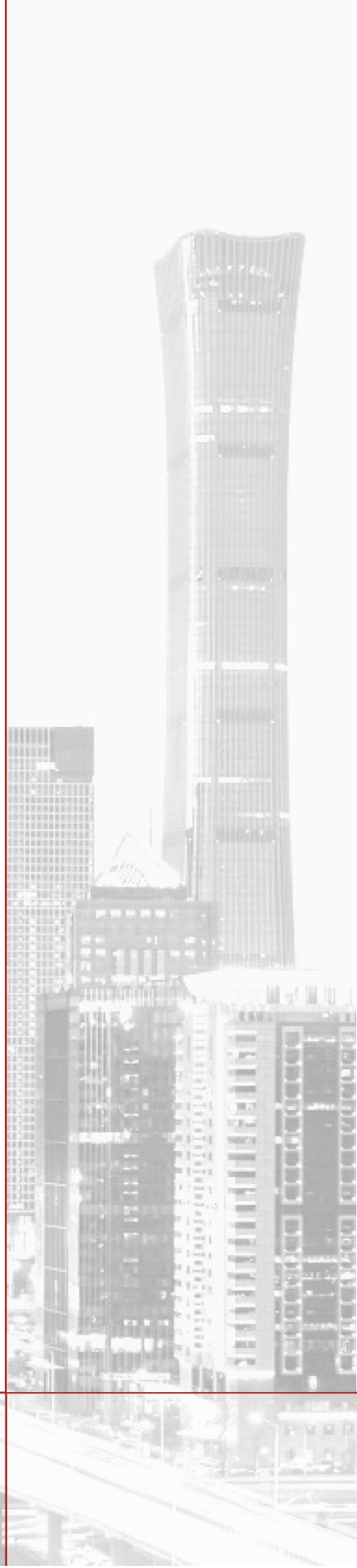
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华能澜沧江水电股份有限公司

2025 年度第七期绿色科技创新债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA _{st} /稳定	2025/07/08

债项概况

本期债项发行金额为人民币 20 亿元，期限为 3+N（1）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；本期债项无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；募集资金拟全部用于偿还公司有息债务；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

评级观点

华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“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；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，近年来公司发电机组运行效益佳，整体经营风险非常低；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，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，整体财务风险很低。综合公司经营风险和财务风险表现，其整体偿还债务能力极强。本期债项发行规模对公司现有债务结构影响不大，且债券设置有可续期条款，本期债项违约概率极低。

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。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司定位发生明显调整；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；近年来受益于清洁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 年底，公司装机容量合计 3100.85 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。**2022—2024 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 2.72% 和 6.65%，营业利润率与净资产收益率呈上升态势；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。**公司控股股东中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）是中国中央直属大型发电企业集团之一，截至 2024 年底，华能集团注册资本为 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 2025 年 3 月底，公司主要在建的水电与光伏项目建设规模合计 605.24 万千瓦，尚待投资金额合计 573.46 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。
- **本期债项为永续期债券，本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。**本期债项期限为 3+N（1）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

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

评级模型使用说明:评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

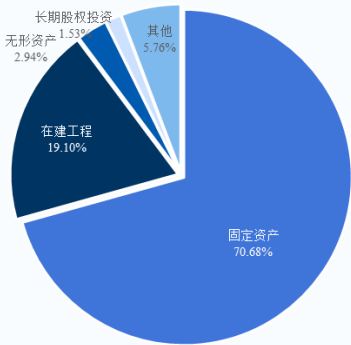
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	25.36	17.64	30.95	24.60
资产总额（亿元）	1816.31	1952.39	2146.07	2163.31
所有者权益（亿元）	751.05	707.23	791.68	808.13
短期债务（亿元）	164.16	200.77	313.50	296.90
长期债务（亿元）	821.75	950.62	921.98	942.67
全部债务（亿元）	985.91	1151.39	1235.48	1239.58
营业总收入（亿元）	235.81	234.61	248.82	53.85
利润总额（亿元）	91.13	94.20	103.65	19.50
EBITDA（亿元）	182.10	180.54	192.93	--
经营性净现金流（亿元）	177.60	170.63	175.54	30.17
营业利润率（%）	53.86	54.50	54.19	50.92
净资产收益率（%）	10.60	11.66	11.26	--
资产负债率（%）	58.65	63.78	63.11	62.64
全部债务资本化比率（%）	56.76	61.95	60.95	60.53
流动比率（%）	19.72	14.94	14.17	16.64
经营现金流流动负债比（%）	74.03	58.76	41.05	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.09	0.10	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	5.11	5.25	5.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	6.38	6.40	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1428.15	1491.02	1544.43	1555.12
所有者权益（亿元）	660.95	650.34	700.40	709.35
全部债务（亿元）	712.91	787.69	787.80	776.63
营业总收入（亿元）	180.62	180.28	178.84	35.59
利润总额（亿元）	72.30	76.06	82.17	11.18
资产负债率（%）	53.72	56.38	54.65	54.39
全部债务资本化比率（%）	51.89	54.78	52.94	52.26
流动比率（%）	10.61	7.72	4.49	7.17
经营现金流流动负债比（%）	74.47	70.26	53.95	--

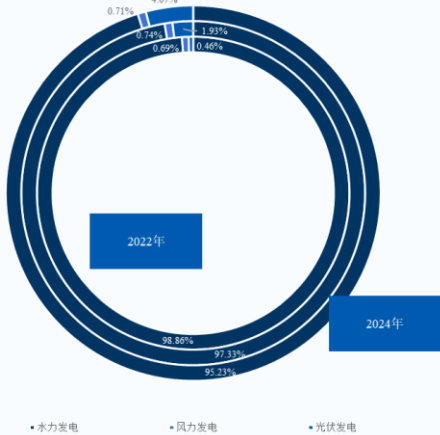
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径其他流动负债与长期应付款分别调整计入短期债务和长期债务；公司本部其他流动负债已调整至短期债务；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“*”表示数据过大或过小，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

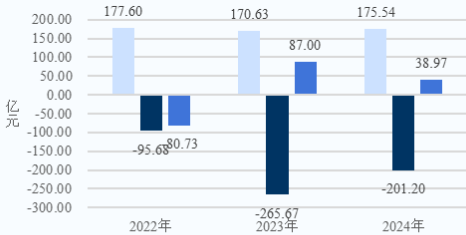
2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司主营业务收入构成

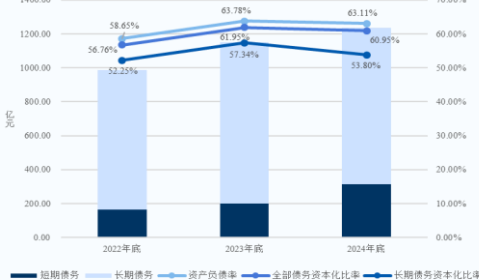


2022—2024 年公司现金流情况



■ 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

2022—2024 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	2025/04/10	李晨 张琳	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 2025 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，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 年底，公司本部根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件 1-2）；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 2024 年底，公司合并资产总额 2146.07 亿元，所有者权益 791.68 亿元（含少数股东权益 55.67 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 248.82 亿元，利润总额 103.65 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2163.31 亿元，所有者权益 808.13 亿元（含少数股东权益 57.98 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 53.85 亿元，利润总额 19.50 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、本期债项概况

公司拟发行“华能澜沧江水电股份有限公司 2025 年度第七期绿色科技创新债券”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模为人民币 20 亿元，本期债项期限为 3+N（1）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；本期债项无担保；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。本期债项募集资金拟全部用于偿还公司有息债务——用于置换“22 华能水电 GN001（可持续挂钩）”本金，穿透后募集资金用于偿还苗尾水电站、功果桥水电站、小湾水电站、糯扎渡水电站、黄登水电站、景洪水电站、乌弄龙水电站和里底水电站等 8 个绿色项目的银行建设贷款。

特殊发行条款方面，本期债项附赎回选择权和利息递延支付选择权，公司有权选择在本期债项第 3 年和其后每一年的付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债项。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债项计入权益时，公司有权对本期债项进行赎回。本期债项前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率；如公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BP。

三、宏观经济和政策环境分析

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

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

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

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

四、行业分析

2024 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。

近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业仍面临一定的成本压力。

预计 2025 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。

完整版行业分析详见《2025 年电力行业分析》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司近年来持续建设水电和新能源项目，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、发电量第一的行业地位。

澜沧江流域水电资源集中，具有“云电外送”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，流域水能资源规划开发总装机容量约 3200 万千瓦。公司拥有澜沧江全流域的水电开发权，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，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 2024 年底，公司云南省内装机容量 2803.19 万千瓦，占云南省全口径发电装机容量的 18.46%。其中，公司云南省内水电装机容量 2434.88 万千瓦，占云南省全口径水电装机容量的 29.12%。公司 2024 年完成发电量 1120.12 亿千瓦时，云南省内发电量为 1041.09 亿千瓦时，占云南省当年发电量的 22.41%，行业地位显著。公司近年来持续建设水电和新能源项目，受在建装机持续投运以及完成合并华能四川¹影响，公司电力装机规模扩大，截至 2024 年底，公司装机容量合计达 3100.85 万千瓦。其中，水电装机占比为 88.06%，光伏与风电装机分别占 11.51%和 0.43%。

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。2024 年，公司科技研发资金投入 1.89 亿元，当期获得省部级及以上科技成果奖合计 28 项。

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。截至本报告出具日，公司存在高管人员缺位情况。

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。

¹ 华能四川能源开发有限公司，报告中简称“华能四川”

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。

公司原董事、总经理、党委副书记李健平先生因工作变动原因于 2025 年 6 月 23 日提前离任，不在公司担任任何职务。李健平先生辞职不会导致公司董事会成员低于法定人数，但公司存在高管人员缺位情况。

截至 2024 年底，公司拥有员工 5161 人。按学历划分，公司本科及以上学历人员占 88.76%，大专学历人员占 10.08%，其他学历人员占 1.16%；按专业划分，公司生产人员占 66.83%，技术人员占 12.73%，销售人员占 1.51%，管理人员占 18.93%。

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 7 月 2 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 2025 年 7 月 8 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询和信用中国查询平台中存在不良记录。

六、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。作为上市企业，公司法人治理结构完善，合法合规，近年来有效运行制衡。

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，健全的内控制度保证了公司内部机构、岗位的合理设置及其职责权限的合理划分，确保不同机构和岗位之间职责分明、相互制约、相互监督。

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。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。

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。

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。

七、经营分析

1 经营概况

公司电力装机规模持续扩大，发售电量受流域水况影响而有所波动，叠加上网电价逐年上涨，带动公司收入波动增长，毛利率小幅提升。

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，电力业务综合毛利率水平高。受水电和新能源装机持续投运以及合并华能四川影响，2022—2024 年，公司装机规模持续扩大，发售电量受流域水况影响而有所波动；公司主营业务收入波动增长，毛利率波动提升。近年来，伴随光伏装机大规模投产，公司光伏发电收入增量明显；2023 年，受澜沧江流域来水和梯级蓄能影响，公司水电发售电量同比下降导致水力发电业务收入减少；2024 年，受益于澜沧江流域来水同比小幅偏丰，公司水电收入与毛利率均有增长；伴随水电板块毛利率上升，公司主营业务毛利率同比提升。2025 年一季度，伴随 TB 电站全容量投产以及年初澜沧江水电梯级蓄能同比增加，公司水电发售电量同比提升明显，叠加新投产光伏项目影响，公司营业总收入同比增长 21.84%至 53.85 亿元，综合毛利率为 54.88%。

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	2022 年			2023 年			2024 年		
	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	232.03	98.86%	55.72%	227.67	97.33%	56.41%	234.67	95.23%	56.90%
风力发电	1.61	0.69%	36.17%	1.73	0.74%	37.88%	1.74	0.71%	37.62%
光伏发电	1.07	0.46%	61.47%	4.52	1.93%	63.69%	10.02	4.07%	48.06%
合计	234.72	100.00%	55.61%	233.92	100.00%	56.42%	246.43	100.00%	56.40%

注：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，近年来澜沧江流域整体来水相对偏枯，但流域水库调节功能及“云电外送”“西电东送”机制保证了公司很高的机组运行效率。伴随 TB 水电及新能源装机投运，公司电力业务规模持续扩大，叠加近年来平均上网电价逐年提升，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电力股份有限公司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，华能四川硬梁包水电站部分机组投产。2022—2024 年，公司装机容量年均复合增长 9.56%。

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，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

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

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。2024 年，公司发电量与上网电量同比分别增加 4.62%和 4.51%，主要系（1）光伏装机规模提升，光伏发电量同比大幅增加；（2）澜沧江流域来水同比偏丰 0.5 成，其中乌弄龙、小湾断面同比基本持平，糯扎渡断面来水同比偏丰 4.6%；（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。

流域水库调节功能及“云电外送”“西电东送”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整体相对偏枯，公司 2022—2024 年机组平均利用小时均高于全国水电设备平均利用水平³。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，部分通过云南电网有限责任公司（以下简称“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。

电力销售方面，公司主要售电对象为云南电网，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。近年来云南省内清洁能源交易价格回升，叠加西电东送电量增加，水电上网电价持续提升，带动公司整体电力销售业务保持高水平盈利性；风电上网电价 2024 年明显下降，主要系汛期电量同比增加以及电价政策调整⁴带动市场交易价格下降所致；受新增大规模平价上网项目以及电价政策调整影响，公司光伏平均上网电价近年来明显下降。

图表 2· 公司电力资产运营概况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
可控装机容量（万千瓦）	2583.48	2752.79	3100.85
发电量（亿千瓦时）	1115.41	1070.61	1120.12
上网电量（亿千瓦时）	1100.37	1062.35	1110.24
平均上网电价（不含税，元/千千瓦时）	212.48	221.11	222.57
其中：水电	211.03	218.85	219.96
风电	449.13	453.64	426.81
光伏	837.92	326.80	276.23
平均设备利用小时（小时）	4317.59	3968.70	3839.80

注：上表数据均已包含华能四川；2023 年公司水电设备平均利用小时同比减少 253.25 小时至 4108.43 小时
资料来源：公司提供

3 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。公司拟向特定对象发行 A 股股份，若成功完成发行，公司资本实力将有所增强。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目装机规模合计 605.24 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 48.65 亿元，尚待投资金额合计 573.46 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；硬梁包水电站截至 2024 年底已投产 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控股装机合计达 922 万千瓦。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。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。

³ 2022—2024 年全国水电设备平均利用小时数分别为 3412 小时、3133 小时和 3349 小时

⁴ 2023 年底，云南省发展和改革委员会发布《云南省能源局关于进一步完善新能源上网电价政策有关事项的通知》，明确省内项目上网电价机制为（一）2021 年 1 月 1 日—2023 年 12 月 31 日全容量并网的项目，继续执行 2023 年上网电价机制；（二）2024 年 1 月 1 日—6 月 30 日全容量并网的光伏项目月度上网电量的 65%、7 月 1 日—12 月 31 日全容量并网的光伏项目月度上网电量的 55%在清洁能源市场交易均价基础上补偿至云南省燃煤发电基准价；（三）2024 年 1 月 1 日—6 月 30 日全容量并网的风电项目月度上网电量的 50%、7 月 1 日—12 月 31 日全容量并网的风电项目月度上网电量的 45%在清洁能源市场交易均价基础上补偿至云南省燃煤发电基准价

图表 3 • 截至 2025 年 3 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	179.48
西南地区水电站	260.00	583.82	61.88
华能四川硬梁包水电站	111.60	126.92	113.11
光伏项目合计	93.64	48.65	31.75
合计	605.24	959.68	386.22

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。公司拟发行不超过 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 58.25 亿元。公司于 2025 年 6 月 23 日收到上海证券交易所出具的《关于华能澜沧江水电股份有限公司向特定对象发行股票的交易所审核意见》，认为公司向特定对象发行股票申请符合发行条件、上市条件和信息披露要求。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。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 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师以及项目组成员亦从未参与过公司的审计工作。公司 2025 年一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 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 年数据进行追溯调整。

合并范围方面，2022 年以来，公司合并范围扩大，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子公司 24 家；2024 年，公司新设立子公司 7 家，主营新能源/清洁能源相关业务。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，公司在建工程与固定资产有所增长，带动资产规模逐年扩大；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；公司整体资产流动性弱，但资产持续经营性和盈利性强，资产受限比例极低，整体资产质量较好。

2022—2024 年末，公司资产结构以非流动资产为主，受在建工程持续投入及逐步转固影响，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.70%。公司货币资金受经营活动获现、应收款项变动及债务偿付准备等因素共同影响，近年来波动增长，构成以存款为主，受限资金占比很低（2024 年底为 3.49%）；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 2024 年底，公司应收售电款项 14.42 亿元、应收新能源补贴 3.60 亿元，应收欠款方集中度很高且整体账龄短，回收风险小；2022—2024 年，公司销售债权周转次数分别为 12.69 次、12.45 次和 12.65 次，变化不大；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 2024 年底，公司固定资产成新率为 65.86%。截至 2024 年底，公司受限资产 11.79 亿元，由 1.08 亿元土地复垦保证金及履约保证金和 10.71 亿元电费收费权质押构成。公司资产受限程度极低，整体资产质量较好。公司资产规模很大，且主要以发电设施为主，整体资产流动性弱，但资产持续经营性和盈利性强。2022—2024 年，公司总资产周转次数分别为 0.14 次、0.12 次和 0.12 次，周转次数较低，符合水电行业特点。

图表 4• 公司资产构成概况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	47.30	2.60	43.40	2.22	60.62	2.82	67.81	3.13
货币资金	25.09	53.06	17.60	40.56	30.93	51.02	24.60	36.27
应收账款	17.72	37.46	19.67	45.33	19.61	32.34	32.25	47.55
其他应收款	2.49	5.28	4.19	9.65	7.64	12.61	7.58	11.18
非流动资产	1769.01	97.40	1908.99	97.78	2085.45	97.18	2095.50	96.87
固定资产	1353.47	76.51	1359.71	71.23	1516.84	72.73	1594.18	76.08
在建工程	288.07	16.28	409.60	21.46	409.96	19.66	342.29	16.33
资产总额	1816.31	100.00	1952.39	100.00	2146.07	100.00	2163.31	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 2024 年底应收账款前五大欠款方概况

债务人	账面余额（亿元）	占应收账款比重
云南电网	13.90	70.10%
国网四川省电力公司	1.82	9.18%
中色镍业（缅甸）有限公司	1.79	9.03%
柬埔寨电力公司	1.51	7.61%
南方电网澜湄国际能源有限责任公司	0.72	3.63%
合计	19.74	99.55%

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 0.22 亿元
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 6• 公司 2024 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）
中色镍业（缅甸）有限公司	3.47	代垫款	0.38
西藏开发投资集团有限公司	2.25	往来款	2.25
缅甸电力部水电实施司	1.77	代垫款	--
甘孜藏族自治州发展和改革委员会	1.25	履约保证金	--
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
合计	9.26	--	3.16

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2163.31 亿元，资产总额及构成情况较上年底变化不大。其中，应收账款较上年底大幅增长 64.45%，主要系伴随上网电量增加，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 5.10%，在建工程较上年底下降 16.50%。

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。

2022—2024 年末，公司未分配利润持续增加，所有者权益波动增长，年均复合增长 2.67%。截至 2023 年底，公司所有者权益较年初下降 5.83%，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。截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 11.94%，主要系未分配利润和少数股东权益（类 REITs 产品发行）增加所致；归属于母公司所有者权益占比为 92.97%，少数股东权益占 7.03%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 22.74%、16.19%和 27.95%，公司权益结构稳定性较强。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较上年底变动不大，未分配利润持续增加。

图表 7• 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	180.00	23.97	180.00	25.45	180.00	22.74	180.00	22.27
其他权益工具	130.00	17.31	130.00	18.38	144.97	18.31	144.97	17.94
资本公积	214.18	28.52	128.27	18.14	128.21	16.19	128.19	15.86
盈余公积	38.52	5.13	45.23	6.39	52.35	6.61	52.35	6.48
未分配利润	149.15	19.86	182.43	25.79	221.31	27.95	234.99	29.08

归属于母公司所有者权益合计	717.87	95.58	673.29	95.20	736.01	92.97	750.15	92.83
少数股东权益	33.18	4.42	33.94	4.80	55.67	7.03	57.98	7.17
所有者权益合计	751.05	100.00	707.23	100.00	791.68	100.00	808.13	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 12.76%；公司短期借款明显增加，伴随在建项目持续资金投入需求，公司长期借款亦有所增长；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很高，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；2024 年公司调整债务结构，短期借款增量明显。公司其他应付款主要为应付工程款、押金保证金、设备款和补充医疗保险结余等，近年来金额逐年增长，2024 年因部分发电项目预转固，暂估尾工款增加而明显增长。公司长期借款近年来波动增长，截至 2024 年底，公司长期借款中质押借款占 63.51%，信用借款占 36.49%。

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 11.94%；公司短、长期债务规模均有所扩大，增量主要为金融机构借款。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 7.30%至 1235.48 亿元，长期债务占 74.63%（较上年底下降近 8 个百分点），债务结构仍以长期为主，主要债务指标较上年底均有小幅下降。

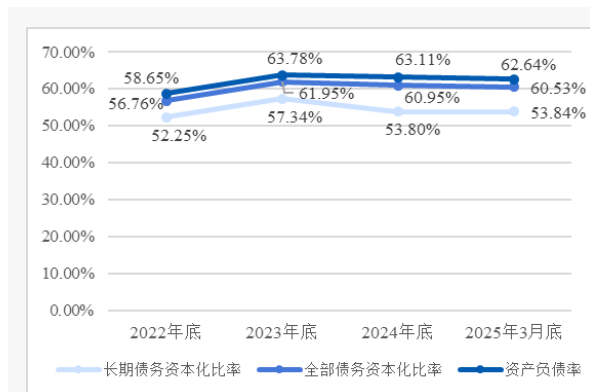
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额及构成情况较上年底变化不大，短期借款较上年底增长 19.24%，伴随存续短期应付债券兑付，其他流动负债明显减少。有息债务方面，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 1239.58 亿元，较上年底变化不大；长期债务占 76.05%，债务结构仍以长期为主。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 1384.55 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.35%、67.61%和 62.12%，公司综合债务负担尚可。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	239.89	22.52	290.39	23.32	427.66	31.58	407.48	30.07
短期借款	42.96	17.91	81.37	28.02	142.59	33.34	170.03	41.73
其他应付款	61.71	25.72	74.24	25.57	98.99	23.15	93.14	22.86
一年内到期的非流动负债	70.50	29.39	69.39	23.90	120.91	28.27	119.88	29.42
其他流动负债	50.74	21.15	50.27	17.31	50.20	11.74	7.66	1.88
非流动负债	825.37	77.48	954.77	76.68	926.72	68.42	947.70	69.93
长期借款	820.61	99.42	917.64	96.11	896.66	96.76	903.86	95.37
负债总额	1065.26	100.00	1245.16	100.00	1354.39	100.00	1355.18	100.00

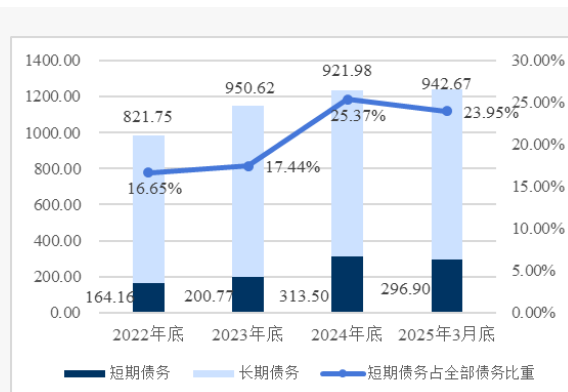
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；其他应付款含应付利息与应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 9 • 公司近年财务杠杆概况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 10 • 公司近年有息债务概况（单位：亿元）



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。

2022—2024 年，受益于电力业务量价齐升，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 2024 年期间费用率下降至 13.77%；公司资产减值损失主要为固定资产及在建工程减值损失，信用减值损失主要为应收类款项减值，两项合计金额均较小；公司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 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	235.81	234.61	248.82	53.85
营业成本	104.44	102.38	109.16	24.30
期间费用	39.29	35.20	34.27	7.95
其中：财务费用	31.80	27.30	26.75	6.48
投资收益	2.64	2.83	3.25	0.14
利润总额	91.13	94.20	103.65	19.50
营业利润率（%）	53.86	54.50	54.19	50.92
总资本收益率（%）	6.32	5.93	5.73	--
净资产收益率（%）	10.60	11.66	11.26	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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。

2022—2024 年，电力业务收入增加带动公司经营活动现金流入增长，受支付各项税费增加影响，经营活动现金流出量逐年增加，公司经营获现能力强，经营活动产生的现金流量保持大规模净流入状态；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，投资活动现金保持大规模净流出态势，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。2025 年一季度，公司经营获现基本满足自身投资支出需求，筹资活动现金阶段性净流出，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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	273.32	266.99	281.31	48.34
经营活动现金流出小计	95.72	96.37	105.77	18.17
经营活动现金流量净额	177.60	170.63	175.54	30.17
投资活动现金流入小计	4.28	4.70	2.92	0.23
投资活动现金流出小计	99.97	270.37	204.12	32.38
投资活动现金流量净额	-95.68	-265.67	-201.20	-32.16
筹资活动前现金流量净额	81.92	-95.05	-25.66	-1.99
筹资活动现金流入小计	639.45	784.03	857.06	168.99
筹资活动现金流出小计	720.18	697.03	818.09	173.34
筹资活动现金流量净额	-80.73	87.00	38.97	-4.34
现金收入比（%）	113.75	111.55	111.76	88.35

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。虽然公司短期偿债能力指标表现弱，但其资产持续经营能力和获现能力非常强。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	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	19.72	14.94	14.17
	速动比率（%）	19.51	14.79	14.08
	经营现金流动负债比（%）	74.03	58.76	41.05
	经营现金/短期债务（倍）	1.08	0.85	0.56
	现金短期债务比（倍）	0.15	0.09	0.10
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	182.10	180.54	192.93
	全部债务/EBITDA（倍）	5.41	6.38	6.40
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.15	0.14
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.11	5.25	5.73
	经营现金/利息支出（倍）	4.99	4.96	5.22

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

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对外担保、重大未决诉讼或仲裁事项，公司整体或有负债风险可控。

公司金融机构认可度很高，截至 2024 年底，公司共获得各类银行授信额度合计 2852 亿元，尚未使用额度 1705 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。

2022—2024 年末，公司本部资产总额逐年增长，年均复合增长 3.99%；公司本部负债与所有者权益亦有增加，年均复合增长率分别为 4.89%和 2.94%。截至 2024 年底，公司本部资产总额较上年底增长 3.58%至 1544.43 亿元，主要系长期股权投资与固定资产增加所致；短期借款增加带动负债总额较上年底增长 0.40%至 844.03 亿元；未分配利润与其他权益工具增加带动所有者权益较上年底增长 7.70%至 700.40 亿元。受负债及带息债务规模小幅扩大影响，公司本部财务杠杆呈上升态势，截至 2024 年底，公司本部资产负债率与全部债务资本化比率分别为 54.65%和 52.94%，债务负担尚可。

2022—2024 年，公司本部营业总收入变动不大，年均复合减少 0.49%；利润总额逐年增加，年均复合增长 6.61%。2024 年，公司本部实现营业总收入 178.84 亿元，利润总额为 82.17 亿元。同期，现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为 135.83 亿元，投资活动现金流净额-90.24 亿元，筹资活动现金流净额-44.13 亿元。

九、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。2024 年，公司环保投资金额达 2.59 亿元，增殖放流鱼类总量 199.95 万尾，苗尾水电站曾获水利部授予的“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 2024 年底，公司总装机暨清洁能源总装机为 3100.85 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 8782 万吨，减少标准煤使用量 3575 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。2024 年，公司税费总额为 65.48 亿元（含纳税总额 50.42 亿元和水资源费以及库区维护基金），员工培训覆盖超过 8.79 万人次，供应商总数 4914 家，对外捐赠资金 4034.41 万元，当期无重大及以上安全生产事故、无员工伤亡。

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。

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。公司作为华能集团下辖最大的新能源发电企业之一，可获得股东支持力度大。

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 2024 年底，华能集团注册资本/实收资本为 352.77 亿元。截至 2024 年底，华能集团在中国三十一个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 26926 万千瓦，较 2023 年底增长 10.75%。其中，火电装机 14383 万千瓦，水电 2929 万千瓦，风电 4610 万千瓦、光伏发电 498 万千瓦及核电 20 万千瓦。华能集团电源结构不断优化，新能源装机规模占比有所提高。近年来，华能集团发电量持续增长，2024 年，华能集团完成发电量达 8552 亿千瓦时。

截至 2024 年底，华能集团合并资产总额 17076.13 亿元，所有者权益 5336.64 亿元（含少数股东权益 3602.00 亿元）；2024 年，华能集团实现营业总收入 4012.03 亿元，利润总额 511.81 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。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务结构影响较小。

本期债项按拟发行金额 20.00 亿元进行测算，分别占 2024 年底公司长期债务和全部债务的 2.17%和 1.62%，对公司现有债务结构影响较小。以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 63.45%、61.33%和 54.33%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到公司拟将本期债项的募集资金全部用于偿还有息债务，其实际债务指标或低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障程度尚可。

按 2024 年底公司长期债务进行测算，本期债项（20.00 亿元）发行后，公司长期债务为 941.98 亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对发行后长期债务保障程度尚可。

图表 14• 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

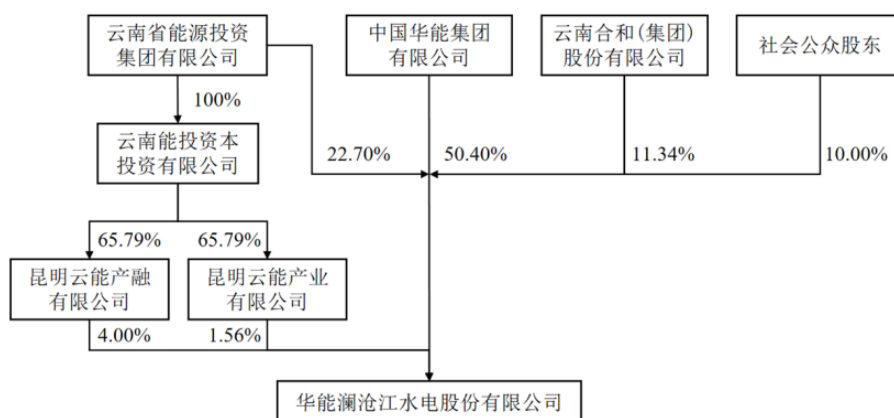
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	941.98
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.30
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.19
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.88

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

十二、评级结论

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

附件 1-1 公司股权概况图（截至 2025 年 3 月底）



注：云南省能源投资集团有限公司、昆明云能产融有限公司和昆明云能产业有限公司为一致行动人
资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



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 年底）

子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	业务性质
华能澜沧江新能源有限公司	100.00%	98000.00	水电站开发建设运营
华能澜沧江上游水电有限公司	100.00%	300000.00	电站开发建设运营
华能澜沧江国际能源有限公司	100.00%	56178.00	水电站开发建设运营
华能龙开口水电有限公司	95.00%	267213.00	水电站开发建设运营
华能澜沧江能源销售有限公司	100.00%	20000.00	电力销售
华能四川能源开发有限公司	100.00%	146980.00	电力、热力生产和供应业

注：截至本报告出具日，上述企业信息或有变动

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	25.36	17.64	30.95	24.60
应收账款（亿元）	17.72	19.67	19.61	32.25
其他应收款（亿元）	2.49	4.19	7.64	7.58
存货（亿元）	0.50	0.44	0.40	0.43
长期股权投资（亿元）	31.16	31.87	32.74	32.86
固定资产（亿元）	1353.45	1359.68	1516.76	/
在建工程（亿元）	284.98	409.60	409.95	/
资产总额（亿元）	1816.31	1952.39	2146.07	2163.31
实收资本（亿元）	180.00	180.00	180.00	180.00
少数股东权益（亿元）	33.18	33.94	55.67	57.98
所有者权益（亿元）	751.05	707.23	791.68	808.13
短期债务（亿元）	164.16	200.77	313.50	296.90
长期债务（亿元）	821.75	950.62	921.98	942.67
全部债务（亿元）	985.91	1151.39	1235.48	1239.58
营业总收入（亿元）	235.81	234.61	248.82	53.85
营业成本（亿元）	104.44	102.38	109.16	24.30
其他收益（亿元）	0.18	0.15	0.24	0.03
利润总额（亿元）	91.13	94.20	103.65	19.50
EBITDA（亿元）	182.10	180.54	192.93	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	268.24	261.71	278.09	47.58
经营活动现金流入小计（亿元）	273.32	266.99	281.31	48.34
经营活动现金流量净额（亿元）	177.60	170.63	175.54	30.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-95.68	-265.67	-201.20	-32.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	-80.73	87.00	38.97	-4.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.69	12.45	12.65	--
存货周转次数（次）	223.25	218.69	258.81	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	113.75	111.55	111.76	88.35
营业利润率（%）	53.86	54.50	54.19	50.92
总资本收益率（%）	6.32	5.93	5.73	--
净资产收益率（%）	10.60	11.66	11.26	--
长期债务资本化比率（%）	52.25	57.34	53.80	53.84
全部债务资本化比率（%）	56.76	61.95	60.95	60.53
资产负债率（%）	58.65	63.78	63.11	62.64
流动比率（%）	19.72	14.94	14.17	16.64
速动比率（%）	19.51	14.79	14.08	16.54
经营现金流动负债比（%）	74.03	58.76	41.05	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.09	0.10	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	5.11	5.25	5.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.41	6.38	6.40	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.86	0.39	1.83	0.68
应收账款（亿元）	12.59	13.86	8.85	16.13
其他应收款（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.04
存货（亿元）	0.28	0.28	0.28	0.31
长期股权投资（亿元）	100.40	173.13	220.55	222.50
固定资产（亿元）	1143.61	1106.71	1220.85	1249.12
在建工程（亿元）	154.66	183.76	68.39	42.30
资产总额（亿元）	1428.15	1491.02	1544.43	1555.12
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）	660.95	650.34	700.40	709.35
短期债务（亿元）	130.49	136.41	195.95	181.14
长期债务（亿元）	582.42	651.28	591.85	595.49
全部债务（亿元）	712.91	787.69	787.80	776.63
营业总收入（亿元）	180.62	180.28	178.84	35.59
营业成本（亿元）	82.39	81.62	75.89	17.06
其他收益（亿元）	0.06	0.03	0.10	0.02
利润总额（亿元）	72.30	76.06	82.17	11.18
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	209.62	202.38	206.61	32.84
经营活动现金流入小计（亿元）	211.46	203.38	208.00	33.12
经营活动现金流量净额（亿元）	137.22	132.82	135.83	21.40
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.18	-151.06	-90.24	-6.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	-107.45	14.78	-44.13	-15.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.42	13.64	15.75	--
存货周转次数（次）	299.27	293.63	274.75	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	116.06	112.26	115.53	92.28
营业利润率（%）	52.99	53.33	55.91	47.33
总资本收益率（%）	6.55	6.09	6.12	--
净资产收益率（%）	9.74	10.31	10.17	--
长期债务资本化比率（%）	46.84	50.04	45.80	45.64
全部债务资本化比率（%）	51.89	54.78	52.94	52.26
资产负债率（%）	53.72	56.38	54.65	54.39
流动比率（%）	10.61	7.72	4.49	7.17
速动比率（%）	10.46	7.58	4.38	7.05
经营现金流动负债比（%）	74.47	70.26	53.95	--
现金短期债务比（倍）	0.03	*	0.01	*
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司本部其他流动负债已调整至短期债务，上表固定资产与在建工程为合计数；3. “/” 表示相关数据未获取，“*” 表示数据过小，“--” 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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

说明：

在联合资信评估股份有限公司信用评级符号体系中，对于科技创新企业主体和科技创新债券，信用等级符号加下标“*sti*”，以示区别。

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。