

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】608号

华能澜沧江水电股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“华能澜沧江水电股份有限公司2020年公开发行短期公司债券（第一期）（面向合格投资者）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年七月六日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年7月6日



华能澜沧江水电股份有限公司2020年公开发行 短期公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2020/7/6	张伟	董帆

主体概况

华能澜沧江水电股份有限公司为中国华能集团有限公司水电业务最终整合的唯一平台，主要从事澜沧江干流流域水电资源的开发与运营。中国华能集团有限公司为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

债券概况

本期债券发行额：不超过5亿元
发行期限：90天
偿还方式：到期一次还本付息
募集资金用途：拟用于偿还有息债务等

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
经营规模	控股装机容量	39.00	39.00
	发电量	19.50	19.50
	营业收入	6.50	6.50
电源结构及技术水平	清洁能源装机占比	5.00	5.00
	大容量机组占比	5.00	5.00
成本控制及盈利能力	净资产收益率	5.00	5.00
	综合毛利率	5.00	5.00
债务率及保障程度	资产负债率	6.00	5.09
	经营现金流动负债比率	4.50	4.50
	EBITDA 利息倍数	4.50	4.50

2.基础模型参考等级

AAA

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AAA

5.增信措施

无

6.本期债券信用等级

AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，华能澜沧江水电股份有限公司在澜沧江干流流域的水电资源开发领域具有专营地位，近年来控股装机容量和发电量不断增长，机组运营效率较高，控股股东财务实力极强。东方金诚也关注到，公司资本支出压力较大，债务率水平较高。综合分析，公司债务偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响，本期债券到期不能偿付的风险极小。

同业比较

项目	华能澜沧江水电股份有限公司	中国长江电力股份有限公司	雅砻江流域水电开发有限公司	广西桂冠电力股份有限公司	国网新源控股有限公司
控股装机容量（万千瓦）	2318.38	4549.50	1470.00	1183.91	1914.50
发电量（亿千瓦时）	1044.06	2104.63	747.32	389.44	225.12
资产总额（亿元）	1674.60	2964.83	1480.29	439.57	967.47
营业收入（亿元）	208.01	498.74	164.95	90.43	123.91
综合毛利率（%）	56.08	62.51	65.99	49.16	28.67
利润总额（亿元）	62.70	266.27	70.85	28.96	22.85
资产负债率（%）	66.11	49.40	65.36	61.04	67.67
经营现金流动负债比率（%）	58.43	65.16	71.95	55.31	67.11
EBITDA 利息倍数（倍）	3.53	8.44	3.36	5.45	-

注：以上企业最新主体信用等级均为AAA/稳定，数据来自各企业公开披露的2019年数据，其中国网新源控股有限公司装机规模为2019年9月末数据，发电量为2018年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

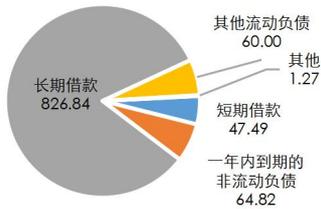
2017年~2019年收入、毛利润变化



主要数据和指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 Q1
资产总额 (亿元)	1679.80	1683.65	1674.60	1654.13
所有者权益 (亿元)	410.02	457.81	567.53	567.15
全部债务 (亿元)	1126.31	1120.20	1000.42	985.55
利润总额 (亿元)	27.96	68.80	62.70	0.37
净资产收益率 (%)	5.78	13.22	10.46	-
综合毛利率 (%)	47.54	50.92	56.08	-
资产负债率 (%)	75.59	72.81	66.11	65.71
流动比率 (%)	23.35	19.71	27.25	23.33
经营现金流动负债比率 (%)	21.69	25.25	58.43	-
全部债务/EBITDA (倍)	10.32	6.88	5.99	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.11	3.06	3.53	-

2019年末有息债务结构(单位:亿元)



注:表中数据来源于公司2017年~2019年的审计报告及2020年1~3月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司在澜沧江干流流域的水电资源开发领域具有专营地位,为全国第二大的流域水电企业和云南省内最大的发电企业,装机规模优势突出;
- 公司发电机组运营效率处在全国水电行业的较高水平,近三年发电量和营业收入持续增长;
- 公司经营活动现金流状况良好、银行授信额度充足,现金调配能力很强;
- 公司控股股东华能集团综合财务实力极强,可在流动性保障、水电项目资源获取和注入等方面给予强有力的支持。

关注

- 公司在建和拟建项目投资规模很大,面临较大的资本支出压力;
- 公司有息债务占比很高,实际债务率处于较高水平。

评级展望

预计我国电力行业运行总体将保持稳定,公司业务稳定发展,财务表现稳健,对债务偿还具有极强的保障能力,评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚电力企业信用评级方法及模型(RTFU004202004)》

历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-	-

主体概况

华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“华能水电”或“公司”）前身为2001年成立的云南澜沧江水电开发有限公司，初始出资人包括原国家电力公司、原云南电力集团有限公司等4家企业。2014年12月，公司改制为股份有限公司，总股本为153.00亿元，其中原中国华能集团公司（后改制更名为“中国华能集团有限公司”，以下简称“华能集团”）持股56%；2015年8月，公司增加股本至162.00亿元，各股东持股比例不变。2017年12月，公司在上海证券交易所公开发行人民币普通股（A股）股票18.00亿股，股票代码：600025.SH。截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为180.00亿元，华能集团直接持股比例为50.40%，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，根据国家能源局及华能集团授权主要从事澜沧江干流流域水电资源的开发与运营。截至2020年3月末，公司控股装机容量为2318.38万千瓦，其中水电装机容量2294.88万千瓦，是我国第二大流域水电公司和云南省内最大的发电企业。

截至2019年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共6家。

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

经中国证监会2019年11月27日“证监许可【2019】2518号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过40亿元的公司债券，采用分期方式发行。“华能澜沧江水电股份有限公司2020年公开发行短期公司债券（第一期）（面向合格投资者）”（以下简称“本期债券”）为第一期，发行规模不超过5亿元，发行期限为90天，债券面值为100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，票面利率由公司的主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定，采取单利按年计息，不计复利，到期一次还本付息。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务等合法合规用途。

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年

GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

受“新冠疫情”爆发的影响，预计 2020 年全国用电量增速仍将有所下滑；火电是我国电源装机的最重要构成，预计未来增速将继续保持很低水平，风电、光伏等装机容量大幅提高

2019 年，产业转型、环保加压等多重因素导致高耗能企业关停、减产，全社会用电量增速同比下降 4 个百分点，机组平均利用小时数处于较低水平。“新冠疫情”爆发以来，我国制造业、服务业企业正常经营受到较大影响，节后复工、开工出现延期，预计 2020 年全社会用电量增速仍将有所下滑。

我国电源装机结构以火电为主，近年来在控制煤电产能政策的控制和引导下，火电新增装机容量明显下降，预计未来增速仍将很低。此外，因剩余可开发水电资源的开发难度和成本加大，水电装机容量增长缓慢；随着制造成本下降和消纳环境的明显改善，风电、光伏等装机容量逐年大幅提高。

水电为我国电源结构的重要构成，主要集中于西南地区，在电网建设不断完善和政策支持下，水电消纳能力有望得到提升

我国水电快速发展，已形成包括金沙江、长江上游和澜沧江干流等在内的十三大水电基点。随着优质水电资源开发渐尽、开发成本的大幅上升，近些年全国水电投资增速放缓，水电约占全国发电机组的 16%左右。分地区看，四川、云南和湖北为水电装机的前三大省份。

由于电网建设滞后于规划，四川、云南水电外输通道不足，弃水较为严重。2018 年 9 月，国家能源局发布《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，要求加快推进雅中至江西特高压直流等 9 项重点输变电工程建设。同时，国家鼓励富余水电通过参与受电地区市场竞价，以扩大外送比例增加“西电东送”规模，西南地区水电消纳能力有望得到提升。

云南省水能资源丰富，装机结构以水电机组为主，2017 年以来全省用电量快速增长，但仍有近半电量依靠“西电东送”实现消纳

云南为我国水电第二大省（仅次于四川省），境内拥有金沙江、澜沧江、怒江等六大水系，大小河流 600 多条，水能资源理论储量 1.04 亿千瓦，其中可开发装机容量约 0.90 亿千瓦，约占全国总量的 23.8%。近年来，云南省将澜沧江、金沙江和怒江三大水系作为优先、重点开发水域，装机规模不断增长，其中水电机组占比 7 成左右。

图表 1：云南省电力市场运行情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、%）

年份	总装机容量	水电机组容量	总发电量	全省用电量	全社会用电量增速	发电设备利用小时数
2014年	6796	5068	2550	1529	3.80	3906
2015年	7671	5774	2553	1439	0.52	3686
2016年	8442	6096	2693	1411	5.01	3357
2017年	8905	6186	2955	1538	6.57	3400
2018年	9381	6666	3241	1679	8.49	3617
2019年	9525	6779	3252	1812	7.90	3691

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2017年以来，随着电力市场交易占比提高及终端售电电价的降低，云南省用电成本降幅较大，带动电力需求不断扩大。但是，相较于丰富的水电资源及已投产发电机组，云南省自身电力消纳规模仍然有限，近半数电量依靠“西电东送”工程输送至广东等省份。

澜沧江干流流域的可开发水电资源储量很大，并以建设大容量机组为主，目前中下游段已基本开发完毕，未来开发重点将向上游云南段、西藏段转移

根据《国家能源局关于澜沧江等流域水电开发有关事项的通知》（国能新能[2012]257号文），澜沧江干流的水能资源开发、梯级电站开发由华能水电统一负责，包括西藏昌都至云南南腊河口出境处范围。

澜沧江干流河段自上而下分为上游西藏段、上游云南段和中下游河段，分别规划8个、7个和8个梯级进行开发。目前，上游云南段和中下游河段共规划建设15级电站已建成11级，已建成机组总装机2135万千瓦。除中下游河段第4级的大朝山电站由国家开发投资集团有限公司控股经营外，其他水电站全部由华能水电进行开发和经营。随着中下游段的基本开发完毕，澜沧江干流流域的水电项目开发重点向上游云南段及西藏段推进。

图表 2：上游云南段、中下游电站开发情况（单位：万千瓦）

上游云南段电站名	建设容量	进度	建设/运营主体	中下游段电站名	建设容量	进度	建设/运营主体
古水	180	拟建	华能水电	功果桥	90 (4*22.5)	建成	华能水电
乌弄龙	99 (4*24.75)	建成	华能水电	小湾	420 (6*70)	建成	华能水电
里底	42 (3*14)	建成	华能水电	漫湾	167 (5*25+30+12)	建成	华能水电
托巴	140	在建	华能水电	大朝山	135	建成	国家开发投资集团有限公司
黄登	190 (4*47.5)	建成	华能水电	糯扎渡	585 (9*65)	建成	华能水电
大华桥	92 (4*23)	建成	华能水电	景洪	175 (5*35)	建成	华能水电
苗尾	140 (4*35)	建成	华能水电	橄榄坝	19.5	拟建	华能水电
				勐松	-		华能水电

数据来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

近年来，公司营业收入和毛利润持续增长，综合毛利率水平逐年提高

公司主要从事澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营等，近年来营业收入和毛利润持续增长，其中约 98%来自于水电业务；毛利率水平逐年提高。

2020 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.03 亿元，同比下滑 30.08%，主要系受一季度梯级蓄能减少、两库来水偏枯以及“新冠疫情”爆发影响，电力统调需求有所下滑所致；同期，公司毛利润为 12.85 亿元。

图表 3：公司营业收入变化及构成情况



图表 4：公司毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

电力业务

公司在澜沧江干流流域的水电资源开发领域具有专营地位，为全国第二大的流域水电企业和云南省内最大的发电企业，装机结构以大容量水电机组为主，规模和技术水平优势突出

公司是华能集团水电业务最终整合的唯一平台，近年来控股装机容量不断增长，装机结构以大容量的水电机组为主。2019 年末，公司发电机组占云南省统调装机容量的 28%，占统调水电装机容量的 41%；2019 年以来，公司乌弄龙水电站、里底水电站等所属机组相继投产，装机规模持续增长，为全国第二大的流域水电企业和云南省内最大的发电企业。

图表 5：公司各类型机组装机构成（万千瓦、%）

指标	2017 年末	2018 年末	2019 年	2020 年 3 月末
控股装机容量	1814.38	2120.88	2318.38	2318.38
其中：水电	1790.88	2097.38	2294.88	2294.88
风电	13.50	13.50	13.50	13.50
太阳能	10.00	10.00	10.00	10.00
占云南省统调装机容量	25	28	28	-
占云南省统调水电装机容量	37	41	41	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

根据政府及华能集团授权，公司主要从事澜沧江干流流域水电资源的开发与运营，目前在澜沧江干流已投产 10 个水电站，且所有机组均已投入商业运营¹，占云南段干流规划总装机的 76.92%²。同时，公司在云南省内金沙江、怒江及澜沧江支流等已投产 6 个水电站，其中位于金沙江中游的龙开口水电站装机容量为 180 万千瓦（5*36 万千瓦）。此外，公司在缅甸、柬埔寨各控股 1 个水电站，已投产装机容量分别为 60 万千瓦和 40 万千瓦，其中瑞丽江一级水电站被

¹目前公司已开发的澜沧江上游云南段第 2、3、5、6 和 7 级及中下游 1、2、3、5 和 6 级水电站均全部投产，控股装机容量 2000.00 万千瓦。

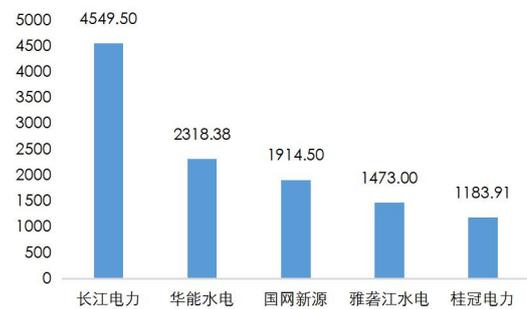
²按澜沧江流域在云南境内的干流初步规划的 15 个梯级、总装机容量约 2600 万千瓦计算。

誉为“缅甸的三峡工程”、桑河二级水电站为柬埔寨规模最大的水电站。

图表 6: 2019 年末公司机组区域分布 (万千瓦)



图表 7: 2019 年末我国重点流域水电企业控股装机容量对比情况 (万千瓦)³



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司发电量逐年快速增长, 机组运营效率处于水电行业龙头企业的平均水平, 毛利率水平稳步提升

2017 年以来, 得益于发电机组装机容量增长及用电需求的增加, 公司发电量逐年增长; 各年机组利用小时数均高于云南省水电机组的平均水平, 运营效率较高。目前, 公司电力消纳途径包括按标杆上网电价向电网公司销售及参与市场化交易。随着全国电力体制改革的不断推进, 公司 2019 年市场交易电量占总上网电量的比重为 68.81%。

2020 年 1~3 月, 公司发电量和上网电量分别同比下滑 37.88%和 37.97%, 主要系受一季度梯级蓄能减少、两库来水偏枯以及“新冠疫情”爆发影响, 电力统调需求有所下滑等影响。

图表 8: 公司电力业务主要指标变化情况 (亿千瓦时、元/千千瓦时、亿元、%)

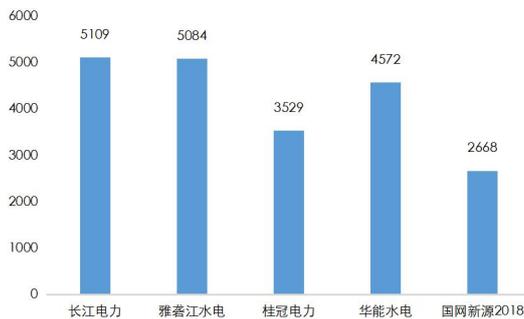
指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
发电量	732.12	817.22	1044.06	140.33
其中: 水电发电量	727.15	811.80	1038.18	138.50
上网电量	726.72	811.27	1036.81	139.13
其中: 水电上网电量	721.88	805.98	1031.06	137.34
平均上网电价 (不含税)	178.00	193.05	201.30	224.09
其中: 水电上网电价	175.82	191.07	199.58	-
机组利用小时数	4183.00	4128.00	4571.55	611.18
电力业务收入	128.29	154.99	207.64	-
电力业务毛利率	47.48	50.89	56.09	-

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

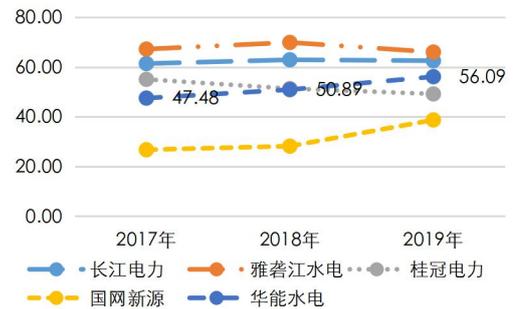
在上网电量大幅增加及市场交易电价回升的带动下, 公司电力业务收入保持快速增长趋势, 同时毛利率明显上升。与同类企业相比, 公司发电机组运营效率和电力业务毛利率低于长江电力、雅砻江水电, 但略好于桂冠电力等, 总体处于水电行业龙头企业的平均水平。

³国网新源控股有限公司装机规模为 2019 年 9 月末数据。

图表 9：2019 年可比企业机组利用小时数⁴



图表 10：可比企业电力业务毛利率对比 (%)



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建和拟建项目投资规模很大，新增产能空间较大，但也面临较大的资本支出压力

随着澜沧江中下游段基本开发完毕，公司水电项目开发重点已向云南段上游及西藏段推进。截至 2020 年 3 月末，公司重点在建项目为托巴水电站，该项目概算投资 200.29 亿元，装机规模 140 万千瓦，已累计投资 69.68 亿元；2020 年~2022 年分别计划投资 28.60 亿元、30.00 亿元和 32.00 亿元。托巴水电站项目位于迪庆州维西傈僳族自治县境内，是澜沧江上游河段水电规划的第四级，属一等大（1）型工程，保证出力 44.9 万千瓦，多年平均发电量 62.3 亿千瓦时。

公司拟建项目包括澜沧江中下游段第七级电站——橄榄坝水电站（19.5 万千瓦）和上游云南段第一级电站——古水水电站（180 万千瓦）以及西藏段的如美（210 万千瓦）、古学（156 万千瓦）、班达（100 万千瓦）、约龙（12.9 万千瓦）和侧格水电站（12.9 万千瓦），目前均处于前期相关预可研工作。

总体来看，公司在建项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力。

外部支持

公司控股股东华能集团综合财务实力极强，可在流动性保障、水电项目资源获取和注入等方面给予强有力的支持

公司控股股东华能集团为国务院国资委直属的全国性发电集团之一，综合实力极强。2018 年末，华能集团控股装机容量为 17657 万千瓦；2018 年完成发电量 7026 亿千瓦时，同比增长 8.16%。财务方面，华能集团 2019 年末总资产达到 11260.97 亿元，资产负债率 73.70%；2019 年，华能集团营业收入和利润总额分别为 3061.91 亿元和 178.47 亿元。

根据公司与华能集团签订的《避免同业竞争协议》及华能集团出具的《关于中国华能集团公司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》，华能集团将公司作为水电业务最终整合的唯一平台，若其获得在我国境内新开发、收购水电业务机会，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，将促使该业务机会优先提供给华能水电；同时，在公司 A 股上市后三年之内，将其在中国境内所拥有的非上市水电业务资产，在符合届时注入上市公司条件时注入公司。截至 2018 年末，华能集团水电控股装机容量

⁴其中长江电力及国网新源使用 2018 年数据，长江电力机组利用小时数按葛洲坝、三峡、向家坝和溪洛渡水电站 2018 年发电量加权计算所得。

为 2607 万千瓦，主要集中于云南和四川省境内，预计公司未来将获得较大的资产注入支持。

总体来看，公司控股股东综合实力极强，能够在流动性保障、水电项目资源获取和注入等方面给予强有力的支持。

企业管理

截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 180.00 亿元，华能集团直接持股比例为 50.40%，为公司控股股东；国务院国资委为公司实际控制人。

公司依照《公司法》、《证券法》及《上市公司治理准则》等相关法律法规要求，设立股东大会、董事会、监事会等，并聘任管理层，治理结构完善。公司本部设立办公室、董事办公室、规划发展部、计划部和财务与预算部等职能部门，并建立了健全的管理制度，加强战略、安全、财务、采购、生产以及其他重要事项的专项防控工作。

综合看来，公司构建了董事会运作的制度体系，内部组织结构和管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2017 年~2019 年及 2020 年 1~3 月合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年~2018 年合并财务数据进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年合并财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2020 年 1~3 月合并财务数据未经审计。

截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 6 家。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模有所波动，构成以发电机组、设备等固定资产为主，流动性一般

2017 年以来，公司资产规模有所波动，其中非流动资产占比稳定在 95%左右。

公司流动资产规模相对很小，构成以货币资金、应收票据、应收账款为主。2019 年末，公司上述三项分别为 23.22 亿元、20.38 亿元和 20.57 亿元，考虑到受限货币资金规模很小、应收账款基本为一年以内账龄的应收电费，公司流动资产质量良好。

图表 11：公司资产变化及构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程构成。其中，固定资产是资产的最重要组成部

分，主要为已投产发电机组、机械设备等；2019年，乌弄龙、黄登、里底、大华桥等水电站相继完工转固，公司固定资产由2018年末的1268.12亿元增至2019年末的1395.77亿元。2019年末，公司在建工程包括托巴水电站、橄榄坝航电枢纽项目以及澜沧江上游公司、古水水电站等项目前期费用等。2018年末，公司长期股权投资减少24.80亿元，主要系转让云南华电金沙江中游水电开发有限公司（以下简称“金中公司”）23%股权所致，根据公司与华电云南发电有限公司签订的《产权交易合同》，上述股权成交价格为人民币61.17亿元，公司实现转让收益36.76亿元；2019年末，长期股权投资同比增加28.82亿元，主要系2019年公司收购云南华电金沙江中游水电开发有限公司11%股权，投资西藏开投曲孜卡水电开发有限公司35%股权，同时因对国投云南大朝山水电有限公司、西藏开投果多水电有限公司、昆明电力交易中心有限责任公司派驻董事，形成重大影响，将对三家公司的股权投资划为长期股权投资以权益法核算所致。

截至2019年末，公司受限资产为377.36万元，规模很小，主要是土地复垦保证金和境外工作人员保证金。

资本结构

近年来，公司所有者权益增长较快，以实收资本、资本公积等为主，资本实力很强

由于经营利润的不断累积以及永续中期票据的发行，公司近年来所有者权益增长较快。

自2017年12月，公司首次面向社会公众公开发行A股股票、增加股本18.00亿元及资本公积19.78亿元（扣除发行费用）后，公司实收资本及资本公积保持稳定，资本公积以股本溢价为主。2019年末，公司其他权益工具系公司分别于2019年内发行的四期累计80亿元的3+N（3）年期永续中期票据。尽管永续中期票据的发行带动了权益大幅增长，但考虑到公司选择递延支付利息及行使续期选择权可能性很小，公司实际债务规模亦将有所扩大。

由于盈利状况不断向好，2017年以来，公司未分配利润和盈余公积保持增长。

图表 12：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
实收资本（股本）	180.00	180.00	180.00	180.00
其他权益工具	-	-	79.89	79.87
资本公积	188.92	188.92	188.92	188.92
盈余公积	5.43	11.00	15.68	15.68
未分配利润	19.58	62.14	84.72	83.34
所有者权益	410.02	457.81	567.53	567.15

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司负债结构较为稳定，负债规模逐年下降；整体债务率虽有所下降，但仍处于较高水平

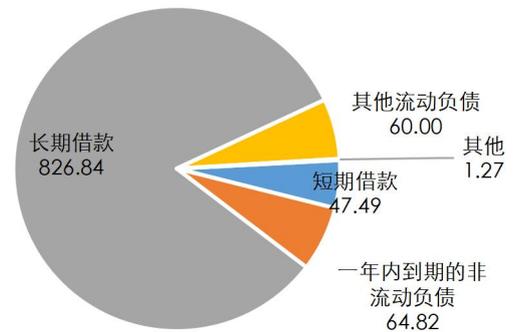
近年来，公司负债规模逐年下降，其中有息债务占比很高；截至2019年末，公司全部债务为1000.42亿元，占负债总额的比重为90.37%；其中短期有息债务172.31亿元，占全部债务比17.22%。

近年来，公司整体负债率有所下降，但仍处于较高水平。此外，2019年，公司共发行4期累计金额80.00亿元的3+N年期永续中期票据，考虑到公司已发行的永续中票规模较高且选择

续期可能性较小，将期末存续的 79.89 亿元（账面金额）永续中票调整至负债科目，则 2019 年末公司资产负债率上升至 70.88%。

图表 13: 公司负债及债务率变化情况 (亿元、%)

图表 14: 公司 2019 年末有息债务构成 (单位: 亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司流动负债主要由短期借款等有息债务及其他应付款构成, 近年来规模有所波动。公司短期借款持续减少, 以信用借款为主, 而一年内到期的非流动负债存在较大的波动; 其他流动负债全部为已发行的短期应付债券。公司其他应付款主要为暂估工程款、保证金等。

公司非流动负债主要为长期借款, 规模和构成相对稳定。2019 年末, 公司长期借款以项目贷款为主, 随着里底、黄登、大华桥等水电厂建成投产, 项目贷款担保方式根据合同约定由信用借款转为电费收费权质押借款, 期末质押借款大幅增至 752.80 亿元; 同期末, 计入长期应付款的应付融资租赁款由 2018 年末的 8.89 亿元降至 0.57 亿元。

盈利能力

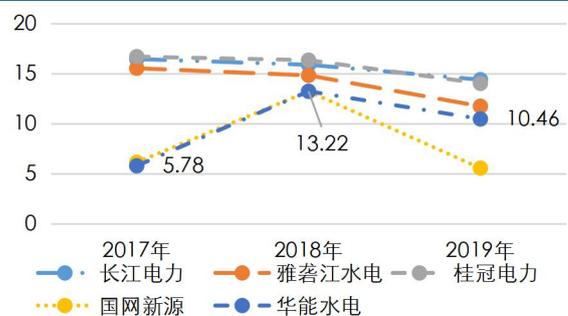
公司营业收入快速增长, 2018 年利润总额显著增加, 但增加主要来自股权转让收益, 不具有可持续性, 整体盈利水平低于可比企业

近年来, 公司营业收入保持增长态势, 并保持较高的营业利润率水平。但是, 公司利息支出规模较大, 导致期间费用对利润造成一定侵蚀。2017 年~2019 年, 公司期间费用占营业收入的比重分别为 29.44%、27.74%和 23.08%, 占比有所下降但仍较高。

图表 15: 公司盈利相关指标 (单位: 亿元、%)

图表 16: 可比企业净资产收益率情况 (单位: %)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 Q1
营业收入	128.48	155.16	208.01	31.03
营业利润率	45.12	48.99	54.57	39.76
期间费用	37.83	43.05	48.01	10.73
利润总额	27.96	68.80	62.70	0.37
总资本收益率	3.73	6.46	6.66	-
净资产收益率	5.78	13.22	10.46	-



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2018 年, 公司利润总额和净资产收益率均大幅增长, 主要系当年有偿转让金中公司股权实

现收益 36.76 亿元和营业收入增长所致，但该股权转让收益不具有可持续性，2019 年均有所回落。总体来看，2017 年以来，公司净资产收益率低于可比企业。

2020 年 1~3 月，公司营业收入和利润总额分别为 31.03 亿元和 0.37 亿元，同比分别下降 30.08%和 96.36%，主要系受一季度梯级蓄能减少、两库来水偏枯以及“新冠疫情”爆发影响，电力统调需求有所下滑所致。

现金流

公司现金获取能力很强，近年来经营活动现金流持续净流入且快速增长，投资活动资金需求基本可由经营性净现金流覆盖，总体现金流表现较好

公司电力业务具有很强的获现能力，近三年现金收入比率保持在很高水平；在营业收入增长带动下，经营活动现金流入大幅增加。公司经营活动现金流出主要由缴纳的各项税费、电站运营支出、扶贫资金等构成，逐年小幅增长。综合影响下，公司经营活动净流入增长较快。

图表 17：公司各项活动现金流表现情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，公司项目建设和对外投资支出规模较大，但资金需求基本可由经营性净现金流覆盖，随着公司在建项目逐步建成投产，投资活动现金净流出金额总体呈减少趋势。公司再融资能力极强，近年来筹资活动现金流入规模很大，主要用于置换各年到期债务和项目建设。为降低资金成本，公司将富余资金直接偿还债务，2018 年起筹资活动转为较大规模净流出。

2020 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动及筹资活动净现金流分别为 29.54 亿元、-8.75 亿元及-25.22 亿元，经营活动现金流入主要用于偿还存量债务。

偿债能力

公司为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，近三年经营活动现金流状况良好，同时银行授信额度充足，综合偿债能力极强

公司流动资产对流动负债的保障程度很低。从长期偿债能力来看，公司 EBITDA 对债务和利息支出的保障程度较高。而且，公司经营活动现金流状况良好，对到期债务偿还具有较好的保障作用。

图表 18：公司偿债能力指标情况

指标	2017年(末)	2018年(末)	2019年(末)	2020年3月(末)
流动比率(%)	23.35	19.71	27.25	23.33
速动比率(%)	23.26	19.65	27.15	23.22
经营现金流流动负债比率(%)	21.69	25.25	58.43	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	3.06	3.53	-
全部债务/EBITDA(倍)	10.32	6.88	5.99	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同时，公司银行授信额度充足。截至 2020 年 3 月末，公司在国内主要合作商业银行获得的银行授信总额为 2252 亿元，剩余额度为 1467 亿元。

本期债券发行额不超过 5 亿元，扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务等，预计对公司现有资本结构影响很小。

总体来看，公司作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，近年来经营性现金流和 EBITDA 对债务和利息支出的保障程度较高，综合偿债能力极强，对本期债券具有极强的保障。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 3 月 31 日，公司本部存在 2 笔关注类已结清贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的已到期各类债务融资工具均如期兑付，存续期债务融资工具利息均如期支付。

抗风险能力

基于对公司所处的电力生产行业、外部支持以及市场地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

结论

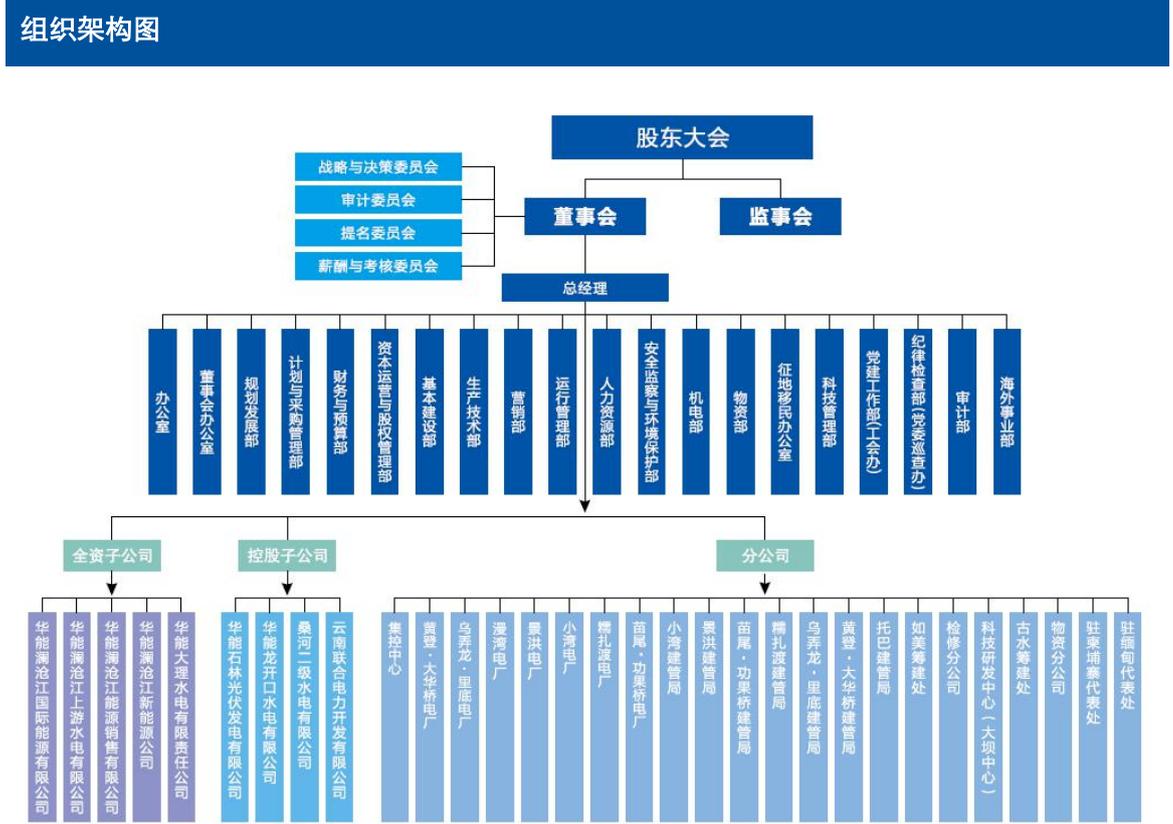
东方金诚认为，公司在澜沧江干流流域的水电资源开发领域具有专营地位，为全国第二大的流域水电企业和云南省内最大的发电企业，装机规模优势突出；公司发电机组运营效率处在全国水电行业的较高水平，近三年发电量和营业收入持续增长；公司经营活动现金流状况良好、银行授信额度充足，现金调配能力很强；公司控股股东华能集团综合财务实力极强，可在流动性保障、水电项目资源获取和注入等方面给予强有力的支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；公司有息债务占比很高，债务率处于较高水平。

综上所述，公司抗风险能力极强，基本不受不利经济环境的影响，本期债券到期不能偿付的风险极小。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图					
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	907200.00	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
香港中央结算有限公司	20826.10	1.16	-	未知	境外法人
摩根士丹利投资管理公司-摩根士丹利中国 A 股基金	4453.11	0.25	-	未知	境外法人
兴业证券股份有限公司	2500.00	0.14	-	未知	国有法人
香港金融管理局-自有资金	2320.49	0.13	-	未知	境外法人
艾红安	2020.00	0.11	-	未知	境内自然人
关芸菁	1600.03	0.09	-	未知	境内自然人
吴华军	1098.16	0.06	-	未知	境内自然人



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年3月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1679.80	1683.65	1674.60	1654.13
其中：流动资产	92.30	85.25	75.38	65.20
负债总额	1269.79	1225.85	1107.07	1086.98
全部债务	1126.31	1120.20	1000.42	985.55
其中：短期有息债务	258.44	334.44	172.31	181.11
所有者权益	410.02	457.81	567.53	567.15
营业收入	128.48	155.16	208.01	31.03
利润总额	27.96	68.80	62.70	0.37
经营活动产生的现金流量净额	85.74	109.22	161.64	29.54
投资活动产生的现金流量净额	-84.59	-35.56	-36.58	-8.75
筹资活动产生的现金流量净额	6.22	-75.70	-116.40	-25.22
主要财务指标				
综合毛利率（%）	47.54	50.92	56.08	-
总资本收益率（%）	3.82	6.46	6.66	-
净资产收益率（%）	5.78	13.22	10.46	-
现金收入比率（%）	97.27	106.17	109.18	129.61
资产负债率（%）	75.59	72.81	66.11	65.71
长期债务资本化比率（%）	67.91	63.19	59.34	58.65
全部债务资本化比率（%）	73.31	70.99	63.80	63.47
流动比率（%）	23.35	19.71	27.25	23.33
速动比率（%）	23.26	19.65	27.15	23.22
经营现金流动负债比率（%）	21.69	25.25	58.43	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	3.06	3.53	-
全部债务/EBITDA（倍）	10.32	6.88	5.99	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	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

注：除 AAA 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“华能澜沧江水电股份有限公司2020年公开发行短期公司债券（第一期）（面向合格投资者）”的存续期内密切关注华能澜沧江水电股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在华能澜沧江水电股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向华能澜沧江水电股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，华能澜沧江水电股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如华能澜沧江水电股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年7月6日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。