

中国大唐集团有限公司 2024 年度 第十三期中期票据信用评级报告

中鹏信评【2024】第 Z【1636】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中国大唐集团有限公司2024年度第十三期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2024-10-22

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”或“公司”）是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的大型综合性发电集团之一，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势，现金获取能力很强，拥有多家境内外上市公司，融资渠道通畅，且持续获得较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到煤炭价格波动对公司业绩影响较大，在建项目投资资金规模较大，有较大的融资需求，公司财务杠杆水平较高，未决诉讼金额较大、存在大额关注类担保且本期债券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等风险因素。

债券概况

发行规模上限：30亿元

发行期限：5+N（5）年期，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

偿还方式：公司不行使赎回选择权、利息递延支付选择权的情况下，每年付息一次，到期一次还本；附公司赎回选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等

偿付顺序：本期债券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

发行目的：拟全部用于偿还有息债务及补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.6	2023	2022	2021
总资产	8,805.55	8,686.43	8,494.49	8,301.64
归母所有者权益	958.87	960.99	919.88	816.92
总债务	--	6,126.23	6,061.72	6,127.35
营业收入	1,244.46	2,564.40	2,526.74	2,235.65
净利润	100.58	90.25	67.08	-248.06
经营活动现金流净额	209.39	648.58	657.37	333.51
净债务/EBITDA	--	9.13	10.00	16.99
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.31	1.94
总债务/总资本	--	79.46%	80.87%	84.36%
FFO/净债务	--	5.35%	4.02%	0.38%
EBITDA 利润率	--	26.07%	23.56%	15.64%
总资产回报率	--	3.53%	3.36%	-0.53%
速动比率	0.57	0.50	0.48	0.48
现金短期债务比	--	0.06	0.11	0.15
销售毛利率	17.67%	14.61%	11.74%	2.97%
资产负债率	70.50%	70.53%	71.98%	75.77%
公司本部	2024.6	2023	2022	2021
总资产	1,964.04	1,915.80	1,861.49	1,585.85
所有者权益	1,247.10	1,257.90	1,199.12	1,098.04
营业收入	34.13	56.36	25.46	23.06
净利润	8.75	30.81	12.19	10.94
经营活动现金流净额	14.77	18.21	-5.85	-4.87
销售毛利率	4.86%	3.74%	-11.19%	-15.96%
资产负债率	36.50%	34.34%	35.58%	30.76%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：安晓敏
 anxm@cspengyuan.com

项目组成员：王玉婷
 wangyt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。**公司是国务院国资委直接管理的大型综合性发电集团之一，近年装机容量规模逐年扩大，规模优势突出，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。此外，公司在役发电资产区域分布多元化程度高，有利于降低对单一市场的依赖。
- **公司电力业务获现能力很强，融资渠道通畅。**公司电力业务具有很强的获现能力，经营活动现金流持续净流入，银行授信额度充足，截至 2024 年 3 月末，尚未使用的授信额度为 11,659.59 亿元，现金调配能力很强，且拥有多家境内外上市公司，融资渠道通畅。
- **近年公司持续获得较大力度的外部支持。**作为国务院国资委直属企业，公司在全国电力市场具有重要地位，获得了资本金和补贴等方面较大力度的外部支持。国有资本金投入方面，根据财政部 2021-2023 年下达的国家专项资本金预算的批复，国务院国资委分别向公司增加国有资本金投入 40.96 亿元、55.00 亿元和 31.19 亿元。政府补助方面，2021-2023 年公司分别获得政府补助 15.42 亿元、19.07 亿元和 17.61 亿元。

关注

- **公司火电机组占比高，煤炭价格波动对公司业绩影响较大。**公司装机以火电机组为主，2024 年 3 月末，火电装机占比 58.85%，2021 年因煤炭价格快速上涨，公司利润亏损较大，需持续关注煤炭价格波动对公司业绩的影响。
- **公司杠杆水平较高，在建项目投资资金规模较大，有较大的融资需求。**近年公司债务率维持在较高水平，产权比率水平较高，现金短期债务比较低；同时公司在建的风电、水电重要项目预算数为 432.79 亿元，尚需投资 330.94 亿元，投资资金需求较高。
- **公司未决诉讼金额较大，存在大额的关注类担保，需关注其后续进展及对经营业绩的影响。**根据公司 2023 年审计报告，公司存在多项未决诉讼或未决仲裁，其中子公司大唐电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）及其下属山西分公司（以下简称“燃料公司山西分公司”）2022 年发生多起因煤炭贸易纠纷引起的诉讼案件，未决诉讼涉案金额达 33.96 亿元，若最终判决对公司不利，则对公司经营业绩造成较大影响；另外根据公司提供的企业信用报告（查询日：2024 年 10 月 11 日），存在关注类担保余额 151.97 亿元，若未来被担保企业经营困难，出现不能按时偿付到期债务的问题，公司存在一定的代偿风险。
- **本期债券清偿顺序劣后于公司普通债务。**本期债券具有赎回选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点，若公司选择不赎回，则票面利率将跃升，公司利息负担将加重，同时需关注本期债券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。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司装机容量规模逐年扩大，规模优势突出，装机容量和上网电量均保持上升态势，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。同时公司拥有多家境内外上市公司，银行授信额度充足，融资渠道通畅且持续获得较大力度外部支持。

同业比较（单位：亿元）

指标	华电集团	华能集团	国家电投	大唐集团
总资产	10,977.52	15,608.47	17,534.77	8,686.43
营业收入	3,182.94	3,998.19	3,857.10	2,564.40
净利润	256.87	311.92	330.66	90.25
资产负债率	69.30%	70.08%	68.61%	70.53%
可控装机容量（亿千瓦）	2.14	2.43	2.37	1.81

注：（1）“华电集团”为中国华电集团有限公司的简称、“华能集团”为中国华能集团有限公司的简称、“国家电投”为国家电力投资集团有限公司的简称；（2）数据为 2023 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
电力生产企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	7/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	7/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		7/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aaa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）公司为国务院国资委直属大型央企，地位突出，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势，截至 2024 年 3 月末，公司装机规模、营业收入远超过经营规模评分最大值；同时作为国务院国资委直属大型央企，公司负有保民生、保证电力供应的责任重担，综合考虑补充调整+1。

一、 发行主体概况

公司前身为中国大唐集团公司，是于2002年底在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，由国务院国资委履行出资人职责。2017年11月，公司完成全民所有制改革，并更为现名。截至2024年6月末，公司注册资本和实收资本分别为370.00亿元和401.88亿元¹；按注册资本计算，国务院国资委和全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）分别持有公司90.00%和10.00%股权，国务院国资委为公司实际控制人。

公司作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，主要从事电力生产和销售、煤炭开采、能源化工以及燃料经营、物流等业务。

截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共计869家，其中二级子公司46家，拥有大唐国际发电股份有限公司（以下简称“大唐发电”，00991.HK、601991.SH）、中国大唐集团新能源股份有限公司（以下简称“大唐新能源”，01798.HK）、广西桂冠电力股份有限公司（以下简称“桂冠电力”，600236.SH）、大唐华银电力股份有限公司（以下简称“华银电力”，600744.SH）、大唐环境产业集团股份有限公司（以下简称“大唐环境”，01272.HK）等多家境内外上市公司。

表1 公司主要上市子公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
大唐发电	3,039.99	884.66	1,224.04	30.05
大唐新能源	1,016.03	359.58	128.02	30.89
桂冠电力	472.80	211.05	80.91	14.00
华银电力	240.60	18.27	99.39	-1.75
大唐环境	180.45	72.82	57.20	5.01

注：财务数据为2023年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

二、 本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：中国大唐集团有限公司2024年度第十三期中期票据；

发行规模上限：人民币30亿元；

基础发行规模：0亿元；

债券期限：5+N（5）年期，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。

偿付顺序：本期债券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。

¹ 因公司尚未完成工商变更，注册资本与实收资本不一致。

债券利率确定方式:

(1) 初始票面利率确定方式

本期债券前5个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前5个计息年度内保持不变。前5个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。

(2) 票面利率重置日

第5个计息年度末为首个票面利率重置日，自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满5年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的1个工作日，顺延期间不另计息）。

(3) 基准利率确定方式

初始基准利率为集中簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

(4) 票面利率跃升方式

如公司选择不赎回本期债券，则从第6个计息年度开始，每5年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，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的5个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响，导致当期基准利率在利率重置日不可得，则当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

赎回权:

(1) 赎回日：每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，顺延期间不另计息）。①公司按照赎回条款进行赎回：每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。②公司因会计政策变更进行赎回：会计政策变更正式实施日后的首个付息日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

(2) 赎回选择权：每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债券。①公司按照赎回条款进行赎回；②公司因会计政策变更进行赎回：若未来因会计准则的变更或更新而影响公司在合并财务报表中将本期债券计入公司权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

(3) 赎回方式：如公司选择赎回，则于赎回日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

付息方式：本期债券每个付息日前5个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前10个工作日披露《递延支付利息公告》。

利息递延支付选择权：除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前10个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

强制付息事件：本期债券付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司（母公司）不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红，国有独资企业上缴利润除外；（2）减少注册资本。公司承诺不存在隐性强制分红情况。

利息递延下的限制事项：公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红，国有独资企业上缴利润除外；（2）减少注册资本。

持有人救济条款：如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期债券的存续期管理机构自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

会计处理：公司根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，在会计初始确认时拟将本期债券计入所有者权益。

税务处理：公司支付的本期债券利息支出不得在企业所得税税前扣除。

募集资金用途：本期债券发行金额上限为30亿元，基础发行金额为0亿元，拟全部用于偿还有息债务及补充流动资金。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

行业环境

（一）电力行业

2023年全国装机规模及发电量平稳增长，“双碳”目标背景下，装机结构延续清洁化趋势，非化石能源发电装机首次超过火电装机规模，但受制于资源和技术制约以及运行的稳定性，目前火电仍是我国电力安全稳定供应的基础性电源及灵活调节的支撑型电源

从电源投资规模及结构来看，我国电力投资快速增长，重心逐步向新能源和调节型电源转移。2023年电源工程完成投资同比增长30.1%，保持较高增速，其中非化石能源发电投资同比增长31.5%，占电源投资的比重达到89.2%。2023年我国非化石能源发电装机首次超过火电装机规模，电力生产行业绿色低碳转型趋势持续推进。分装机类型来看，2023年末全国火电装机规模为13.9亿千瓦，同比增长4.1%，增速较上年提升1.4个百分点，在电力供需总体偏紧的形势下，火电装机规模有所加速，仍是我国电力安全稳定供应的基础性电源及灵活调节的支撑型电源。

近年我国电力市场化改革深化推进，2023年出台煤电容量电价政策，按比例回收煤电机组固定成本，伴随煤炭价格中枢理性回归，火电企业综合电价以及盈利能力有望企稳

近年来我国电力体制改革不断深化，新型电力系统建设持续推进。根据2023年6月2日国家能源局发布的《新型电力系统发展蓝皮书》以及7月11日中央深改委会议审议通过的《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》，新型电力系统主要着眼于解决在高比例新能源供给消纳体系发展趋势下，满足电力保供与系统稳定运行，增加系统调节与支撑能力，以保障国家能源安全。电力市场是新型电力系统建设的重要支撑，随着燃煤发电量及工商业用户全面进入电力市场，以及国家稳妥推进新能

源参与电力市场交易的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比增速较快。

电价机制方面，随着新型电力系统建设推进，新能源装机占比提升，火电继续发挥“压舱石”作用，而单一电量电价机制难以充分体现煤电的支撑调节价值，容量电价政策应运而生。2023年11月10日国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501号），自2024年1月1日起实施煤电容量电价机制，将煤电单一制电价调整为“容量电价+电量电价”的两部制电价，容量电价主要回收机组固定成本，电量电价主要回收变动成本。容量电价机制的施行，将部分保障煤电机组固定成本的收回、稳定煤电行业预期，在发挥煤电支撑调节价值的同时激励市场主体自主优化扩建技术方案。

2023年以来煤炭价格中枢回落，同时容量电价重塑煤电盈利模式，火电企业成本和盈利趋于稳定可控。

（二）煤炭行业

2023年国内煤炭保供与安监再平衡，受产地供给约束影响，全国原煤产量增速有所放缓，但煤炭进口量超预期，预计2024年供给增量空间有限

保供压力逐步缓解，2023年以来煤炭行业安监力度加码。随着核增产能有效释放，2022年全国原煤日均产量基本维持在1,200万吨以上的历史高位水平，2023年以来相关部门虽仍强调增产保供稳价，但保供压力逐步缓解。由于煤矿长期高强度生产，2023年国内煤矿安全事故频发，引发安全监管力度升级。2023年9月，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，2024年2月国务院公布了《煤矿安全生产条例》，于5月1日起实施。

受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。预计2024年我国煤炭供应端增长空间有限。一方面，此前一轮保供政策下的核增产能已陆续释放，在煤炭供需结构持续改善至基本平衡的环境下，煤炭新增产能或将减少。存量产能利用方面，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，再加上安全事故影响下安监常态化，使产能利用率难以在高位长期保持。此外，2024年我国恢复煤炭进口关税，同时海外主要煤炭出口国产量、出口量难以大幅增长，但印度等国需求较为旺盛；预计进口煤价格优势减弱，进口煤高增长难以为继。

2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小；预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持高位运行

2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移。中证鹏元预计2024年煤炭价格将继续维持高位。随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解；国内新建产能规模有限，中东部地区产能继续衰竭并退出；再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动；预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依

然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，煤炭价格将继续维持高位。长协煤方面，2023年11月，国家发改委发布了《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相较于2023年，方案将需求方范围缩小且签约量要求有所降低，预计2024年长协煤供应量将有所下降。2024年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体而言，2024年煤炭中长期合同价格仍维持稳定，预计市场煤供应或将提高。

四、经营与竞争

公司收入主要来源于公司及其下属子公司的电力及热力销售收入，近年该业务收入的占比均在90%左右，其中火电业务是电力及热力收入的主要部分，其他业务包括金融业务、科技环保等，但规模均相对较小。得益于电力及热力业务收入的增长，近年公司营业收入保持上涨态势。毛利率方面，公司火电装机占比较高，2021年燃煤成本的大幅上涨，导致公司整体销售毛利率同比大幅下降；2022年煤价略下降，火电毛利亏损减少；2023年以来煤炭价格中枢回落，火电毛利率回正，公司整体毛利率水平提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-6月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	1,230.09	98.85%	17.03%	2,540.58	99.07%	13.95%
其中：电力及热力	1,145.80	92.07%	15.44%	2,336.43	91.11%	11.88%
非电力及热力	84.29	6.77%	38.66%	204.15	7.96%	37.73%
其他业务收入	14.37	1.15%	72.23%	23.82	0.93%	85.04%
合计	1,244.46	100.00%	17.67%	2,564.40	100.00%	14.61%
项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	2,485.66	98.37%	10.72%	2,201.73	98.48%	1.87%
其中：电力及热力	2,278.00	90.16%	7.34%	1,968.12	88.03%	-2.34%
非电力及热力	207.66	8.22%	47.84%	233.61	10.45%	37.30%
其他业务收入	41.07	1.63%	73.46%	33.92	1.52%	74.17%
合计	2,526.74	100.00%	11.74%	2,235.65	100.00%	2.97%

注：其他业务包括金融业务、科技环保等。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

公司是国务院国资委直接管理的大型综合性发电集团之一，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势和重要的市场地位，近年公司装机容量规模逐年扩大，规模优势突出，装机容量保持上升态势，其中大容量火电机组占比高，火电机组质量较好；公司在役发电资产区域分布多元化程度高，同时清洁能源占比逐年提升，电源结构进一步优化

作为国务院国资委直接管理的大型综合性发电集团之一，公司在役发电资产分布在北京、天津、河北、山西、内蒙古、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、河南、湖南、广东、广西、四川、云南、

陕西、甘肃等31个省（自治区、直辖市），区域分布多元化程度高。近年来，随着在建项目、收并购的持续推进及区域资产的整合划入，公司的装机容量规模逐年扩大，规模优势突出。

表3 公司可控装机容量（单位：万千瓦）

项目	2024年3月	2023年	2022年	2021年
可控装机容量	18,135.87	18,074.22	17,015.46	16,006.15

资料来源：公司提供

电源结构方面，公司装机以火电机组为主，近年优先发展大容量、高参数机组，大力发展清洁能源和可再生能源，电源结构在发展中得到进一步优化，水电、风电等新能源领域快速发展。截至2024年3月末，火电装机容量占公司可控装机容量的比例降至60%以下。

表4 公司装机容量情况表（单位：万千瓦、%）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	装机容量	占比	装机容量	占比	装机容量	占比	装机容量	占比
火电	10,672.60	58.85	10,672.60	59.05	10,709.15	62.94	10,500.19	65.60
水电	2,773.24	15.29	2,773.24	15.34	2,770.77	16.28	2,721.33	17.00
风电	3,120.02	17.20	3,074.35	17.01	2,675.97	15.73	2,382.27	14.88
其他	1,570.01	8.66	1,554.03	8.6	859.58	5.05	402.36	2.51
合计	18,135.87	100	18,074.22	100	17,015.46	100.00	16,006.15	100.00

资料来源：公司提供

机组容量方面，公司大容量火电机组占比高，火电机组质量较好，60万千瓦及以上煤电机组台数和容量继续保持全行业领先地位。2023年公司火电机组装机容量有所下降，但大容量、高参数机组占比持续提升，利用小时数有所增加。同时，随着电力体制改革的不断深化，特别是扩大燃煤发电市场交易电价浮动范围政策的实施，近年公司火电上网电价有所上升。

表5 公司火电机组综合指标情况

项目	2024年3月	2023年	2022年	2021年
60万千瓦以上机组占比（%）	56.19	55.51	55.14	52.66
30万千瓦及以上机组占比（%）	94.34	94.32	94.21	88.93
供电煤耗（克/千瓦时）	280.19	295.06	295.85	296.3
火电利用小时数（小时）	1,062.43	4,142.16	4,004.69	4,174.31

资料来源：公司提供

机组运营方面，近年来公司整体发电量呈逐年增长态势，其中2023年火电及风电发电量同比增长，而受水电机组所在主要流域来水偏弱影响，公司水电发电量同比大幅下降。另外，2023年公司上网电量有所下降，需关注公司后续发电项目并网情况。

表6 公司各电机组综合指标情况（单位：亿千瓦时、元/千瓦时）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
发电量	1,489.61	5,967.18	5,884.62	5,829.52
其中：火电机组	1,135.08	4,410.88	4,245.08	4,331.90

水电机组	122.05	793.61	985.64	946.37
风电机组	190.89	629.02	573.92	507.86
上网电量	1,376.29	5,547.96	5,558.84	5,503.85
平均上网电价（含税）	-	0.4519	0.4456	0.3829
其中：火电	-	0.4846	0.4834	0.3949
水电	-	0.2556	0.2490	0.2451

注：“-”表示数据未获得。

资料来源：公司提供

公司在建项目主要包括风电、水电等领域，投资资金规模较大，有较大的融资需求

根据规划，公司将按照“电为核心、煤为基础”的方针，做强做优电力板块和煤炭板块等主营业务，加快发展清洁能源，提高非化石能源装机比重，实现从传统电力企业向绿色低碳能源企业转型。截至2023年末，公司主要在建工程项目预算数为432.79亿元，主要包括西藏扎拉水电站、山东郓城火电创新示范项目等，已完成投资101.85亿元，投资资金规模较大，有较大的融资需求。

表7 截至 2023 年末公司主要在建工程情况（单位：万元、年）

工程名称	计划总投资	累计投资	自有资金比例	资本金到位情况	建设周期	建设进度
西藏扎拉水电站	1,231,348.00	234,093.34	20%	37,209.00	7	19.01%
山东郓城火电创新示范项目	923,439.00	102,301.00	20%	41,897.00	2.25	11.08%
株洲 2×100 万千瓦扩能升级改造	849,804.00	120,426.80	20%	56,499.00	2.25	14.17%
新余二期异地扩建火电项目	841,180.00	472,403.03	30%	82,881.15	2.25	56.16%
陡河发电厂 2×660MW 燃煤热电联产	482,162.00	89,310.78	30%	26,669.00	2	18.52%
合计	4,327,933.00	1,018,534.95	-	245,155.15	-	-

资料来源：公司提供

公司海外投资规模较大，需关注公司海外投资项目风险

截至2023年末，公司在役的境外投资项目主要有7个，包括缅甸太平江水电站项目、柬埔寨斯登沃代水电站项目、柬埔寨金边-菩萨-马德望230kv电网输变电项目及2020年底从印尼金光集团收购的苏姆赛项目、肯达里及卡尔登项目75%的股权。另外，印尼米拉务2×22.5万千瓦煤电项目于2023年投产，该项目是印尼国家电力公司（以下简称“PLN”）公开招标的IPP项目，是北苏门答腊地区重要的电源支撑点，是保障区域电网稳定、保证电力供应、促进工业发展、改善当地民生的重要基础设施，同时也是亚齐特别行政区第一个中资投资建设的电力项目和第一个外资投资建设的大型基础设施项目。海外项目将对公司的生产经营和管理能力提出更高的要求，而如果当地政府经济政策变化、政治局势发生变化可能会对所在地项目产生较大影响，需持续关注公司海外投资项目风险。

表8 截至 2023 年末公司主要海外投资项目情况

项目名称	总投资（亿元）	总装机（万千瓦）	目前是否投产
缅甸太平江水电站项目	16.48	24	是

柬埔寨登沃代水电站项目	26.1	12	是
柬埔寨金边-菩萨-马德望 230kv 电网输变电项目	9.52	-	是
苏姆赛项目	4.2 亿美元	35	是
卡尔登项目	3.3 亿美元	23	是
肯达里项目	2 亿美元	11	是
印尼米拉务 2×22.5 万千瓦煤电项目	34.7	45	是

资料来源：公司提供

公司获得了较大力度的外部支持

作为国务院国资委直属企业，公司资产规模雄厚，发电实力强大，在全国电力市场具有重要地位，获得了较大力度的外部支持。国有资本金投入方面，根据财政部2021-2023年下达的国家专项资本金预算的批复，国务院国资委分别向公司增加国有资本金投入40.96亿元、55.00亿元和31.19亿元。政府补助方面，2021-2023年公司分别获得政府补助（计入其他收益和营业外收入科目）15.42亿元、19.07亿元和17.61亿元。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年、2022年、2023年审计报告及2024年1-6月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制，本评级报告均采用各期期末数。

（一）会计政策变更情况

执行《企业会计准则解释第16号》“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”。

对于在首次施行解释第16号的财务报表列报最早期间的期初因适用解释第16号的单项交易而确认的租赁负债和使用权资产，以及确认的弃置义务相关预计负债和对应的相关资产，产生应纳税暂时性差异和可抵扣暂时性差异的，企业应当按照解释第16号和《企业会计准则第18号——所得税》的规定，将累积影响数调整财务报表列报最早期间的留存收益及其他相关财务报表项目。

（二）其他调整情况

公司将以前年度多记电费补贴收入冲销、将大唐贵州发耳发电有限公司、大唐长春第二热电有限责任公司纳入合并范围、将煤炭代理业务收入由总额法调整为净额法核算，追溯调整2022年同期数据。

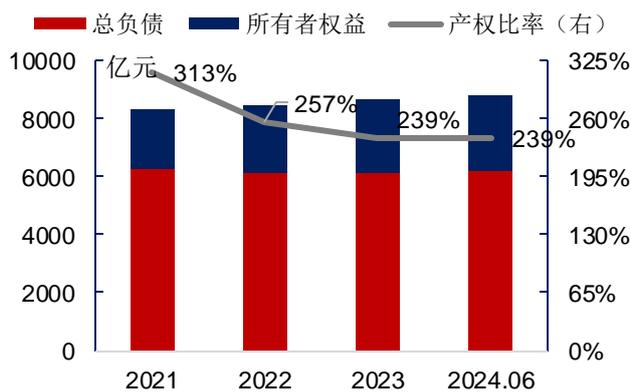
上述调整对 2023 年期初合并财务报表数据影响的相关项目情况见附录三。

资本实力与资产质量

债务推动下公司资产规模呈增长趋势，公司资产构成以发电机组、设备等固定资产为主，近年公司装机容量规模逐年扩大，固定资产规模有所增加

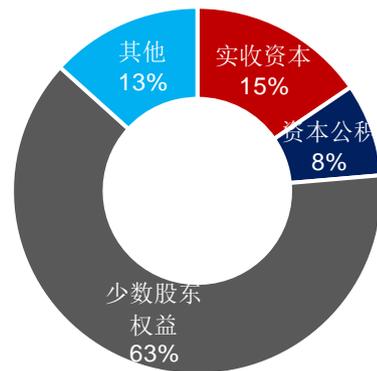
近年公司债务规模持续增长，产权比率保持较高水平。公司所有者权益以少数股东权益、实收资本及其他权益工具等为主。随着股东增资，公司实收资本有所增加；公司资本公积有所波动，其中2021年增加资本公积62.58亿元，主要系按照国资委煤电区域整合要求，国家能源投资集团有限责任公司、中国华能集团有限公司、中国华电集团有限公司、国家电力投资集团有限公司将下属共计13家子公司无偿划入子公司大唐陕西发电有限公司。公司未分配利润持续为负，累计亏损大幅扩大。由于并表的控股子公司较多，公司形成了较大规模的少数股东权益。此外，公司其他权益工具主要为已发行的永续债，永续债的发行及少数股东权益的增加带动了所有者权益增长。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2024 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以发电机组、机械设备等固定资产为主，近年随着公司投资规模增加，在建工程完工转固，公司固定资产规模逐年增加，近年固定资产占总资产比重 60% 左右。公司在建工程主要为电力及煤矿项目，随着项目投资及完工转固，在建工程账面价值有所波动。

近年公司货币资金有所波动，2023 年末受限规模 32.71 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和央行准备金。公司应收账款主要为应收各省级电网公司的上网电费，账龄以 2 年以内为主，2023 年末坏账准备金额为 12.40 亿元。公司长期股权投资主要为对联营企业投资，被投资对象主要包括煤炭、电力、银行等行业企业，2023 年末公司长期股权投资对象主要包括中新能化科技有限公司、同煤大唐塔山煤矿有限公司、福建宁德核电有限公司、广西北部湾银行股份有限公司、中核辽宁核电有限公司、富滇银行股份有限公司等。2023 年公司处置部分长期股权投资获得 2.42 亿元投资收益，同时按照权益法确认投资收益 28.84 亿元，同比大幅提升。

截至2023年末，公司受限资产为587.90亿元，占资产总额的比例为6.77%，主要包括受限的固定资

产159.31亿元、应收账款216.36亿元、长期应收款82.96亿元和货币资金32.71亿元。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	171.12	1.94%	100.39	1.16%	161.55	1.90%	213.54	2.57%
应收账款	689.10	7.83%	653.68	7.53%	558.10	6.57%	598.05	7.20%
流动资产合计	1,508.07	17.13%	1,337.08	15.39%	1,365.31	16.07%	1,442.57	17.38%
债权投资	378.75	4.30%	378.95	4.36%	419.32	4.94%	317.92	3.83%
长期股权投资	302.85	3.44%	296.22	3.41%	267.09	3.14%	235.33	2.83%
固定资产	5,352.16	60.78%	5,299.82	61.01%	5,077.13	59.77%	5,001.76	60.25%
在建工程	611.49	6.94%	712.73	8.21%	674.84	7.94%	652.54	7.86%
非流动资产合计	7,297.48	82.87%	7,349.35	84.61%	7,129.18	83.93%	6,859.07	82.62%
资产总计	8,805.55	100.00%	8,686.43	100.00%	8,494.49	100.00%	8,301.64	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

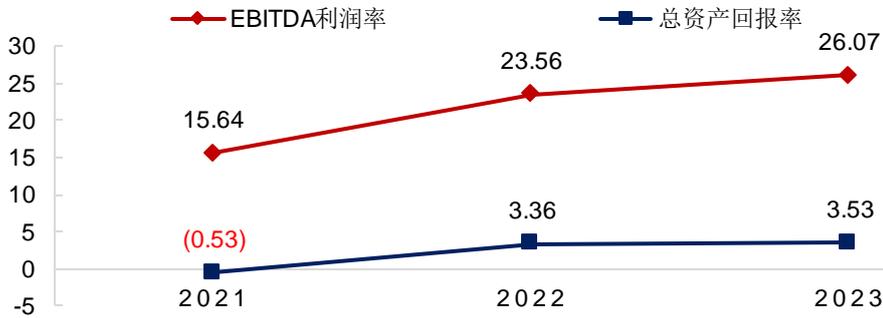
盈利能力

随着煤炭价格下降，公司利润扭亏为盈，盈利能力提升，预计未来公司盈利趋势和波动性将保持中等

公司火电装机占比较高，煤炭价格波动对公司利润影响较大，2022年以来随着上网电价升高及煤炭价格略有下降，公司经营业绩扭亏为盈，盈利能力指标表现向好。同时，近年投资收益对公司利润影响较大，公司投资收益主要来自参股的发电、煤炭等企业，2021年煤价高企使得大部分参股煤电企业亏损；2022年以来上网电价升高及煤炭价格下降，公司参股企业盈利有所好转，投资收益表现较好。近年公司计提了规模较大的资产减值损失²，对利润形成了较大侵蚀。期间费用方面，近年公司加强对融资成本的管控力度，财务费用逐年下降，带动期间费用率逐年下降。展望未来，随着煤电容量电价政策的出台实施及煤炭价格中枢理性回归，预计公司未来盈利趋势和波动性将保持中等。

² 2021年，由于项目经济效益指标不佳，公司对鄂尔多斯年产50万吨氧化铝、大唐贵州兴仁电厂新建工程及文江口水电站等项目计提了减值；2023年公司计提资产减值损失23.04亿元，主要包括在建工程的减值损失18.16亿元（主要对五间房东一号煤矿项目、平潭海上风电、华能延安电厂2*660MW工程等项目计提了减值）、固定资产减值损失2.64亿元，长期股权投资减值损失1.38亿元（主要对大唐财富投资管理有限公司的股权投资）。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营活动净现金流表现较好，业务获现能力很强，近年公司负债规模有所波动，债务率维持在较高水平，但考虑到融资渠道通畅，融资成本低，公司偿债能力极强

公司总债务规模较大，2023年末公司总债务³达6,126.23亿元，以银行借款为主，近年综合融资成本逐年下降，低于同期的5年期LPR，财务费用逐年下降。从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主。公司经营性负债主要为应付工程款、燃料费和设备购置费，近年应付账款规模波动增长。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年6月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	816.83	13.16%	733.99	11.98%	704.79	11.53%	807.05	12.83%
应付账款	611.82	9.86%	604.30	9.86%	601.41	9.84%	632.19	10.05%
流动负债合计	2,421.87	39.01%	2,448.35	39.97%	2,625.66	42.94%	2,677.05	42.56%
长期借款	3,398.58	54.75%	3,390.18	55.34%	3,103.92	50.76%	3,018.08	47.98%
应付债券	225.47	3.63%	125.39	2.05%	211.13	3.45%	356.83	5.67%
非流动负债合计	3,786.06	60.99%	3,677.78	60.03%	3,488.95	57.06%	3,612.92	57.44%
负债合计	6,207.94	100.00%	6,126.13	100.00%	6,114.61	100.00%	6,289.97	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司电力业务获现能力很强，经营活动现金流持续净流入。2022年以来随着公司业绩扭亏为盈，经营活动净现金流大幅增加；公司盈利能力提升，长期偿债指标表现向好。而近年公司货币资金持续下降，导致现金短期债务比指标较弱。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年6月	2023年	2022年	2021年
------	---------	-------	-------	-------

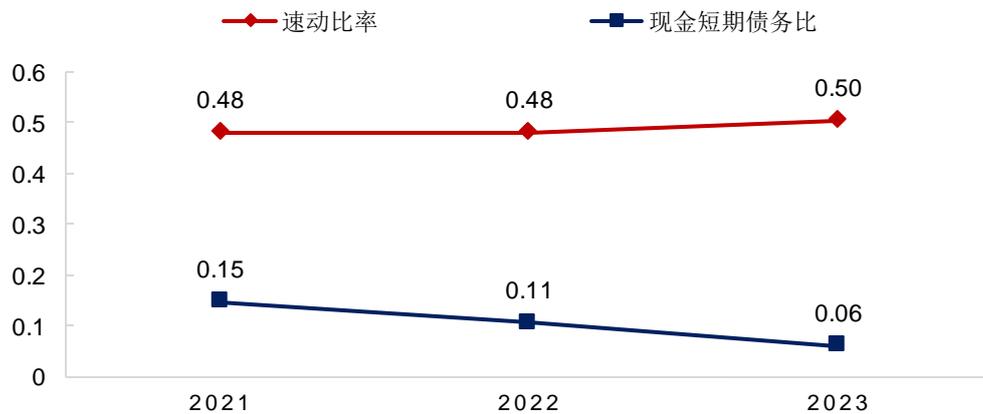
³ 总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+永续债+长期应付款中租赁债务等

经营活动现金流净额（亿元）	209.39	648.58	657.37	333.51
FFO（亿元）	--	326.27	239.05	22.32
资产负债率	70.50%	70.53%	71.98%	75.77%
净债务/EBITDA	--	9.13	10.00	16.99
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.31	1.94
总债务/总资本	--	79.46%	80.87%	84.36%
FFO/净债务	--	5.35%	4.02%	0.38%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.63%	11.05%	5.61%
自由现金流/净债务	--	-1.71%	0.29%	-4.25%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司银行授信额度充足，现金调配能力很强。截至2024年3月末，公司及其子公司在国内主要合作商业银行获得的银行授信总额折合人民币为17,262.37亿元，已使用授信总额折合人民币为5,602.78亿元，剩余额度为11,659.59亿元。同时，公司在全国电力市场具有很强的竞争优势，拥有大唐发电、大唐新能源、桂冠电力、华银电力、大唐环境等多家境内外上市公司，融资渠道通畅，偿债能力极强。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司本部财务情况

大唐集团本部资产以长期股权投资和债权投资为主，资产负债率水平较低

作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，旗下子公司数量众多，集团本部资产以长期股权投资和债权投资为主，母公司总资产及营业收入占合并口径总资产及营业收入比重较小，利润主要来源于投资收益，近年经营活动净现金流波动较大，但公司合并口径债务主要分布在下属子公司，公司本部资产负债率水平较低。

表12 公司本部主要财务指标（单位：亿元）

项目	2024年6月	2023年	2022年	2021年
债权投资	391.78	375.80	386.56	345.45

长期股权投资	1,352.31	1,350.37	1,310.39	1,101.55
资产总计	1,964.04	1,915.80	1,861.49	1,585.85
所有者权益	1,247.10	1,257.90	1,199.12	1,098.04
营业收入	34.13	56.36	25.46	23.06
净利润	8.75	30.81	12.19	10.94
销售毛利率	4.86%	3.74%	-11.19%	-15.96%
经营活动现金流净额	14.77	18.21	-5.85	-4.87
资产负债率	36.50%	34.34%	35.58%	30.76%
总资产/合并口径总资产	22.30%	22.06%	21.91%	19.10%
营业收入/合并口径营业收入	2.74%	2.20%	1.01%	1.03%
净利润/合并口径净利润	8.70%	34.14%	18.17%	-4.41%

注：2021年合并口径净利润亏损，导致同期净利润/合并口径净利润为负值。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司下属子公司数量众多、债务规模较大，需关注可能由此带来的公司治理管控和债务管理压力

公司根据《中华人民共和国公司法》和相关法律法规制定了《中国大唐集团有限公司章程》、《党组会议事规则》、《总经理工作规则》等内部制度，建立了较为完善的法人治理结构。公司管理层行业经验丰富。公司党组书记、董事长邹磊历任哈尔滨电站设备集团公司哈尔滨锅炉厂有限责任公司董事长、总经理、党委副书记，哈尔滨电气集团公司总经理，哈尔滨电气集团公司董事长、党委书记，中国东方电气集团有限公司董事长、党组书记。根据公司于 2024 年 4 月 18 日发布的《中国大唐集团有限公司关于董事、总经理发生变动的公告》，张传江同志任中国大唐集团有限公司董事、总经理、党组副书记，张传江先生曾任中国神华煤制油化工公司董事长、党委书记，国家能源投资集团有限责任公司化工产业运营管理中心主任，国家能源集团宁夏煤业有限责任公司董事长、党委书记，中国大唐集团有限公司副总经理、党组成员。

公司下属子公司数量众多，其中部分为上市公司，且公司整体债务规模较大，需关注可能带来的公司治理管控和债务管理压力。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 10 月 11 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年10月21日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2023年末，公司对合并范围外企业担保金额为36.53亿元，占公司所有者权益的比例为1.43%，另外，根据公司提供的企业信用报告（查询日：2024年10月11日），存在关注类担保余额151.97亿元，若未来被担保企业经营困难，出现不能按时偿付到期债务的问题，公司存在一定的代偿风险。

另外，根据公司2023年审计报告，子公司燃料公司及燃料公司山西分公司2022年发生多起因煤炭贸易纠纷引起的诉讼案件，燃料公司及燃料公司山西分公司均为被告，未决诉讼涉案金额达33.96亿元。未决诉讼金额较大，占2023年公司净利润的37.63%，若最终判决对公司不利，则对公司经营业绩造成较大影响。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年6月	2023年	2022年	2021年
货币资金	171.12	100.39	161.55	213.54
流动资产合计	1,508.07	1,337.08	1,365.31	1,442.57
固定资产	5,352.16	5,299.82	5,077.13	5,001.76
非流动资产合计	7,297.48	7,349.35	7,129.18	6,859.07
资产总计	8,805.55	8,686.43	8,494.49	8,301.64
短期借款	816.83	733.99	704.79	807.05
一年内到期的非流动负债	619.44	703.58	755.82	565.18
流动负债合计	2,421.87	2,448.35	2,625.66	2,677.05
长期借款	3,398.58	3,390.18	3,103.92	3,018.08
应付债券	225.47	125.39	211.13	356.83
长期应付款	82.82	80.18	96.53	152.11
非流动负债合计	3,786.06	3,677.78	3,488.95	3,612.92
负债合计	6,207.94	6,126.13	6,114.61	6,289.97
所有者权益	2,597.61	2,560.31	2,379.88	2,011.67
营业收入	1,244.46	2,564.40	2,526.74	2,235.65
营业利润	124.65	147.83	96.64	-217.95
净利润	100.58	90.25	67.08	-248.06
经营活动产生的现金流量净额	209.39	648.58	657.37	333.51
投资活动产生的现金流量净额	-203.30	-737.44	-621.75	-701.98
筹资活动产生的现金流量净额	73.08	60.58	-76.31	399.89
财务指标	2024年6月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	668.47	595.32	349.74
FFO（亿元）	--	326.27	239.05	22.32
净债务（亿元）	--	6,099.87	5,951.68	5,943.48
销售毛利率	17.67%	14.61%	11.74%	2.97%
EBITDA 利润率	--	26.07%	23.56%	15.64%
总资产回报率	--	3.53%	3.36%	-0.53%
资产负债率	70.50%	70.53%	71.98%	75.77%
净债务/EBITDA	--	9.13	10.00	16.99
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.31	1.94
总债务/总资本	--	79.46%	80.87%	84.36%
FFO/净债务	--	5.35%	4.02%	0.38%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.63%	11.05%	5.61%
自由现金流/净债务	--	-1.71%	0.29%	-4.25%
速动比率	0.57	0.50	0.48	0.48
现金短期债务比	--	0.06	0.11	0.15

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公开资料

附录三 会计政策变更及其他调整对 2023 年期初合并数据的影响情况（单位：亿元）

项目	2022 年 12 月 31 日	2023 年 1 月 1 日	调整数
流动资产			
货币资金	161.55	162.69	1.14
应收票据	6.45	6.95	0.50
应收账款	558.10	561.75	3.66
预付款项	184.75	186.57	1.82
其他应收款	97.55	97.23	-0.32
其中：应收股利	13.05	12.32	-0.72
存货	102.39	106.34	3.95
其中：原材料	88.27	92.21	3.95
一年内到期的非流动资产	22.86	22.80	-0.06
其他流动资产	89.96	90.12	0.16
流动资产合计	1,365.31	1,376.14	10.84
非流动资产			
债权投资	419.32	351.62	-67.70
长期应收款	100.29	100.55	0.26
其他权益工具投资	22.77	22.88	0.11
固定资产	5,077.13	5,133.93	56.80
其中：固定资产原价	9,475.77	9,608.71	132.93
累计折旧	4,350.57	4,424.46	73.88
固定资产减值准备	48.10	50.34	2.25
在建工程	674.84	675.02	0.18
使用权资产	22.94	26.58	3.65
无形资产	227.40	227.53	0.13
长期待摊费用	25.73	26.19	0.46
递延所得税资产	54.41	56.36	1.94
其他非流动资产	128.41	128.55	0.14
非流动资产合计	7,129.18	7,125.16	-4.03
资产总计	8,494.49	8,501.30	6.81
流动负债			
短期借款	704.79	705.48	0.69
应付票据	76.54	79.19	2.65
应付账款	601.41	608.28	6.87
合同负债	45.82	48.40	2.58
吸收存款及同业存放	7.77	3.90	-3.87

应付职工薪酬	10.60	10.73	0.12
应交税费	42.37	42.74	0.37
其中：应交税金	33.06	33.41	0.35
其他应付款	202.13	203.58	1.45
其中：应付股利	20.28	20.33	0.06
一年内到期的非流动负债	755.82	764.66	8.84
其他流动负债	177.48	177.81	0.33
流动负债合计	2,625.66	2,645.70	20.05
非流动负债			
长期借款	3,103.92	3,116.80	12.88
租赁负债	19.00	20.08	1.08
长期应付款	96.53	98.59	2.06
递延收益	29.59	29.90	0.31
递延所得税负债	21.03	22.90	1.87
非流动负债合计	3,488.95	3,507.15	18.20
负债合计	6,114.61	6,152.85	38.24
所有者权益			
资本公积	196.79	208.65	11.86
其他综合收益	-5.93	-5.86	0.08
未分配利润	-599.63	-624.87	-25.25
归属于母公司所有者权益合计	919.88	906.57	-13.31
少数股东权益	1,460.00	1,441.87	-18.12
所有者权益合计	2,379.88	2,348.45	-31.43
负债及所有者权益合计	8,494.49	8,501.30	6.81
项目	2022年度（调整前）	2022年度（调整后）	调整数
一、营业总收入	2,529.67	2,525.52	-4.16
其中：营业收入	2,526.74	2,522.58	-4.16
二、营业总成本	2,502.21	2,498.14	-4.07
其中：营业成本	2,230.08	2,226.01	-4.07
投资收益（损失以“-”号填列）	51.08	29.57	-21.51
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	96.64	75.04	-21.60
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	108.56	86.95	-21.60
减：所得税费用	41.48	41.44	-0.04
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	67.08	45.52	-21.56
归属于母公司所有者的净利润	12.22	-9.37	-21.59
*少数股东损益	54.85	54.88	0.03
持续经营净利润	67.08	45.52	-21.56

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) /[(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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，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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号