

信用等级通知书

信评委函字 [2008] 跟踪078号

中国大唐集团公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2007年度经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司2005年30亿元企业债券、2006年20亿元企业债券、2007年12亿元企业债券的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持AAA信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零零八年七月八日

中国大唐集团公司企业债券跟踪评级报告

发行主体	中国大唐集团公司
发行总规模	62 亿元
存续债券简称	05 大唐债 30 亿元
	06 大唐债 20 亿元
	07 大唐债 12 亿元
债券存续期	05/04/29-20/04/29
	06/02/16-26/02/16
	07/10/12-27/10/12
上次评级时间	2007 年 6 月 20 日
上次评级结果	AAA
跟踪评级结果	AAA

概况数据

大唐集团	2005	2006	2007
所有者权益(亿元)	422.33	511.87	616.74
总资产(亿元)	1,829.79	2,271.91	2,949.27
总债务(亿元)	1,184.75	1,466.76	1,948.43
主营业务收入(亿元)	560.88	722.08	866.65
主营业务毛利率(%)	13.52	15.56	18.11
EBITDA(亿元)	157.89	221.00	285.05
所有者权益收益率(%)	6.29	8.92	9.47
资产负债率(%)	76.92	77.47	79.09
总债务/EBITDA(X)	7.50	6.64	6.84
EBITDA 利息倍数(X)	4.53	4.63	4.03
中国工商银行	2005	2006	2007
资产总额(亿元)	64,572.39	75,091.18	86,842.88
不良贷款余额(亿元)	1,544.17	1,377.45	1,117.74
拨备前利润(亿元)	912.41	1,008.26	1,462.46
净利润(亿元)	374.05	480.10	812.56
平均资产收益率(%)	0.65	0.69	1.00
资本充足率(%)	9.89	14.05	13.09
中国建设银行	2005	2006	2007
资产总额(亿元)	45,857.42	54,485.11	65,981.77
不良贷款余额(亿元)	944.69	943.99	851.70
拨备前利润(亿元)	690.70	847.14	1,206.41
净利润(亿元)	471.03	463.22	690.53
平均资产收益率(%)	1.11	0.92	1.15
资本充足率(%)	13.57	12.11	12.58

注：大唐集团 2005~2007 年 EBITDA 利息倍数的计算均未包含资本化利息。

基本观点

2007 年，中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”或“公司”）装机规模在国内电力行业的领先地位继续加强，电源结构稳步优化，主营业务收入稳步增长，融资渠道保持畅通。中诚信国际也关注我国电力行业政策推进、电煤价格上涨以及未来持续投资可能加大公司债务压力等方面的潜在风险。同时，05 大唐债和 06 大唐债的担保主体中国工商银行有限公司，07 大唐债的担保主体中国建设银行股份有限公司，在 2007 年继续保持了极强的担保实力。

综上，中诚信国际维持中国大唐集团公司 AAA 的主体评级，并维持 05 大唐债、06 大唐债、07 大唐债 AAA 的债券评级。

优势

- **突出的行业地位。**作为国资委直接管理的七大发电集团之一，大唐集团资产规模和机组质量均居于行业领先地位。截至 2007 年底公司可控装机容量达 6,482.34 万千瓦，稳居全国第二位。截至 2007 年底，大唐集团共有在建项目 32 个，在建容量为 1,455.70 万千瓦，目前各在建工程均顺利进行，规模优势将继续保持。
- **电价的调升和电煤的最高限价在一定程度上缓解了公司的成本压力。**自 2008 年 7 月 1 日起，全国上网电价平均上调 1.73 分/千瓦时；同时从即日起至 2008 年 12 月 31 日，对电煤出厂价进行临时价格干预。此举将在一定程度上缓解公司不断上涨的成本压力，提升盈利空间。
- **机组质量提高，电源结构稳步优化。**2007 年公司单机容量在 60 万千瓦以上的机组占公司直属控股火电装机总容量的 37.91%，公司平均火电单机容量达到 27.01 万千瓦，机组质量提高。随着大机组的陆续投产，公司煤耗水平逐步下降。同时，公司持续开展了水电、风电、核电等清洁能源项目的建设，电源结构进一步优化。
- **公司对煤炭、铁路等控制力度有所加强。**公司近期加大了对煤炭、铁路等产业的投资，投产后有望进一步缓解上游煤、运带来的成本压力。

- **主营业务收入稳步增长，盈利能力和现金获取能力增强。**2007 年，大唐集团分别实现主营业务收入 850.45 亿元，呈快速增长态势。全年完成净利润总额达到 14.39 亿元，EBITDA 284.82 亿元，经营活动净现金流 233.62 亿元，均较上年实现较大增长。
- **融资渠道畅通。**公司拥有三家境内外上市公司，银行授信达 3,400 亿元，融资渠道畅通，为其持续快速发展提供了有力支持。
- **担保实力继续保持。**05 大唐债和 06 大唐债的担保主体中国工商银行有限公司，07 大唐债的担保主体中国建设银行股份有限公司，在 2007 年继续保持了极强的担保实力。

关 注

- **我国电力行业政策推进及影响具有一定不确定性。**如环保要求的提高将加大火电机组运行成本，新近出台的节能用电调度办法的试行可能对某些火电机组构成不利影响。
- **电煤成本压力依然较大。**作为以火电为主的发电企业，电煤价格上涨对盈利能力影响较大。煤电联动政策和近期的电价上调仅能抵消部分成本上涨，火电企业依然承担电煤价格上涨带来的成本压力。
- **资金压力较大。**未来持续的大规模投资规划将使大唐集团的资金需求和负债水平继续保持高位运行，公司面临一定的资金压力。

分析师

李 敏 mli@ccxi.com.cn

孙 蕴 ysun@ccxi.com.cn

Tel : (010)66428877

Fax: (010)66426100

2008 年 7 月 8 日

募集资金项目

中国大唐集团公司发行的 05 大唐债募集资金 30 亿元,用于广西红水河龙滩水电站等 5 个电源基本建设项目;06 大唐债募集资金 20 亿元主要用于山西阳城电厂二期、湖南湘潭电厂二期等 7 个火电项目和福建漳浦六鳌等 2 个风电项目的基本建设或技术改造工程;07 大唐债募集资金 12 亿元,用于山西阳城发电厂二期工程和陕西韩城第二发电厂二期工程等 4 个大中型电力建设项目。

表 1: 募集资金项目情况

项目名称	装机规模 (万千瓦)	总投资 (亿元)
05 大唐债		
1 龙滩水电站工程	7×60	243.00
2 未阳电厂二期扩建工程	2×30	28.50
3 韩城第二发电厂	2×60	47.80
4 汉江喜河水电站	3×6	12.00
5 汉江喜河水电站	2×20	18.00
06 大唐债		
1 户县热电厂技改工程	2×30	27.40
2 双鸭山热电工程	2×20	17.60
3 漳浦六鳌风电工程	3	3.10
4 洛阳热电厂热电联产改扩建	2×30	26.11
5 三门峡电厂二期工程	2×60	46.40
6 湘潭电厂二期工程	2×60	46.40
7 珙春电厂二期工程	2×30	46.80
8 阳城电厂二期工程	2×60	53.70
9 玉门低窝铺风电场	4.9	4.90
07 大唐债		
1 阳城电厂二期工程	2×60	53.70
2 太原第二热电厂六期扩建工程	2×30	28.10
3 韩城第二发电厂二期	2×60	43.80
4 保定电热厂八期工程	2×20	18.40

基本分析

电力行业快速发展, 全国电力供需基本平衡

2007 年我国经济增速达到 11.4%, 全社会固定资产投资完成 137,239 亿元, 较上年增长 24.8%, 增幅比上年提高 0.9 个百分点。在宏观经济持续保持高位运行的背景下, 2007 年中国工业生产增长加快, 企业效益提高, 39 个工业行业全部实现盈利,

其中, 电力行业增长 39%。

在经济持续高速增长的拉动下, 我国电力行业取得了快速发展。2007 年全社会用电量达到 32,458 亿千瓦时, 同比增长 14.42%。由于电力消费需求持续增长, 2007 年全国发电量达到 32,559 亿千瓦时, 同比增长 14.44%; 其中, 水电发电量 4,867 亿千瓦时, 火电发电量 26,980 亿千瓦时。总体来看, 随着大批电源项目的相继建成投产, 电力供需形势进一步缓和, 全国供需总体基本平衡, 2007 年发电设备利用小时数继续回落, 电煤价格波动及供应不足、区域性、时段性供电不足及电源或电网结构性问题等成为新的矛盾。

我国电力行业政策推进及影响具有一定的不确定性

2006 年我国调整了发电调度规则, 将长期以来按计划平均分配发电时间的调度办法, 改为按照“节能、环保、经济”的要求确定发电次序, 以保证可再生能源按申报能力实现满发。不同容量发电机组的发电顺序是, 优先考虑 20 万千瓦以上的大机组发电, 13.5 万千瓦以下机组将限制发电直至取缔, 对于达到关停期限或违反国家有关规定的机组, 将不允许进入电力市场交易。对环境污染大、能耗高的小火电机组的电力销纳将受到一定限制。2007 年 8 月, 国家发改委、环保总局、电监会、能源办联合发布了《节能发电调度办法(试行)》。依据该办法, 按照节能、环保、经济的原则, 以保障电力可靠供应为前提, 优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能、核能等清洁能源发电, 对火电机组, 按照煤耗水平调度发电, 煤耗低的多发、满发, 煤耗高的机组少发或不发。节能发电调度适用于所有并网运行的发电机组, 将按照分省排序、区域内优化、区域间协调的方式, 实施优化调度, 努力做到单位电能生产中能耗和污染物排放最少。该办法将首先在部分省开展试点, 取得经验后在全国推广。这项制度的实施, 意味着高耗能高污染的发电机组能够获得的发电小时数将越来越少, 客观上有利于低效小火电机组加快关停, 优化电力工业结构和布局。

表 2：节能发电调度的机组发电排序一览

发电机组类型	
1	无调节能力的可再生能源发电机组：风能、太阳能、海洋能、无调节能力的水电机组
2	有调节能力的可再生能源发电机组：水电、生物质能、地热能等机组
3	核能发电机组
4	按“以热定电”方式运行的燃煤热电联产机组、资源综合利用发电机组
5	天然气、煤层气、煤气化发电机组
6	其他燃煤发电机组，包括未带热负荷的热电联产机组
7	燃油发电机组

资料来源：《节能发电调度办法（试行）》征求意见稿

同时，2006 年 1 月 1 日起《中华人民共和国可再生能源法》正式实施，新能源政策下核电、水电、风电等清洁能源将获得相对更多的政策扶持和更优越的发展空间。2006 年 1 月发布的《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》，规定可再生能源发电价格高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的差额部分，在全国省级及以上电网销售电量中分摊，这一定价机制有力地加强了清洁电力的价格竞争力。随后发布的《可再生能源中长期发展规划》，指出要加快发展水电、风电等清洁能源，并提出了我国中长期可再生能源的发展目标。

此外，2006 年 10 月，国家出台《鼓励的资源综合利用认定办法》，对于合规“资源综合利用”电力项目给予税收优惠政策，其中包括城市垃圾发电享受增值税即征即退，对于煤矸石、油母页岩、煤泥以及风力发电项目享受增值税减半。该项政策的推行，表明国家对于资源综合利用电力项目的鼓励和扶持，节能环保型电厂将从中受益。这些环保政策措施的出台，提升了水电、核电等清洁能源的竞争力，对以火电为主的电力企业造成一定不利影响，而对电源结构多元化的企业更加有利。

电煤供应持续偏紧，价格高位运行，挤压发电企业盈利空间。近期电价上调，煤价上涨受限，成本压力得到缓解

近年来电煤价格一直处于高位运行，尤其是 2007 年年末以来，电力需求加大而电煤转运困难，电煤价格加速上行，全国多个省区的火电企业出现

缺煤停机现象。2007 年 12 月，2008 年全国电煤重点合同基本签订完毕，主要电煤价格平均每吨进一步上涨 30~40 元，涨幅达 10% 左右，而在市场煤价持续上涨的情况下，已签重点合同煤的兑现率较低，火电行业出现了大面积亏损。

为缓解电力行业困境，2008 年 6 月 19 日，国家发改委发布《关于提高电力价格有关问题的通知》，以及关于对全国发电用煤实施临时价格干预措施的公告。明确规定，自 2008 年 7 月 1 日起，将全国除西藏自治区之外的省级电网销售电价平均每千瓦时提高 0.025 元；而全国煤炭生产企业供发电用煤，包括重点合同电煤和非重点合同电煤，自即日起至 2008 年 12 月 31 日，其出矿价（车板价）均以 2008 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价；当日没有交易的，以前最近一次实际结算价格作为最高限价。临时价格干预期间，煤炭生产企业供发电用煤出矿价（车板价）一律不得超过最高限价；煤炭供需双方已签订合同的，要严格按照合同约定的数量、质量和价格履行电煤合同。6 月 29 日，发改委公布各地区电网上网电价调整的通知，全国上网电价平均上调 1.73 分/千瓦时。

尽管电价上调并不能完全覆盖近年来煤价上涨给火电企业带来的成本增加，但本次电价上调将在一定程度上提升火电企业的盈利空间。对电煤价格实行的临时干预措施，不仅将缓解火电企业不断上涨的成本压力，也打破了近年来计划电与市场煤之间不匹配的价格传导机制，电力生产企业单方承受能源价格上涨压力的局面有望改变。

装机规模继续保持行业领先，发电资产分布较为合理，部分地区机组利用小时小幅下滑。未来，随着在建工程的陆续投产，公司规模优势有望保持

从发电资产规模上看，目前五大发电集团中，华能集团、大唐集团、华电集团和国电集团可控装机容量均超过了 6,000 万千瓦。其中，华能集团在可控装机容量和发电量具有相对优势，居全国首位。但近两年大唐集团发展迅速，2007 年底公司发电量及装机容量分别达到 3,047.57 亿千瓦时、

6,482.34 万千瓦，列国内第二。而其他区域性和地方性发电公司的装机容量与五大集团相比还有较大差距。

表 3：2007 年底五大发电集团发电资产及规模对比

	全国	华能集团	大唐集团	华电集团	国电集团	中电投集团
装机容量(万千瓦)	71,329.00	7,157.60	6,482.34	6,302.41	6,006.00	4300.00
装机容量占全国比例(%)	100	10.03	9.09	8.84	8.42	6.03
发电量(亿千瓦时)	32,559	3,270.40	3,047.57	2,581.58	2,652.80	1,911.00
发电量占全国比例(%)	100	10.04	9.36	7.93	8.15	5.87

资料来源：中诚信国际整理

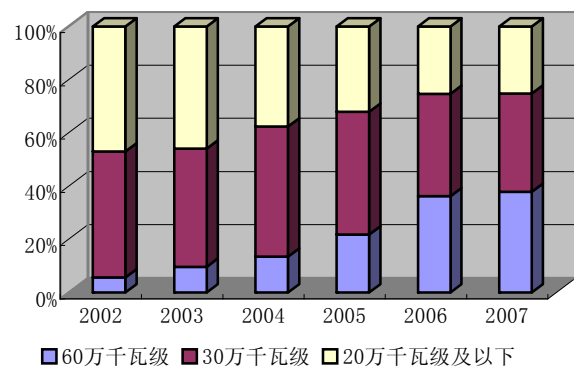
公司发电资产集中分布在京津塘、华南及华中等经济发达地区及用电负荷中心，电力需求旺盛，电价承受能力较强。2007 年末，公司在京津唐电网的装机容量约占京津唐电网总装机容量的 50%，是京津唐电网最大的发电企业。京津唐地区旺盛的电力需求为公司发电业务的持续发展提供了良好的市场空间。此外，2007 年湖南、山西两地仍处于季节性紧张的用电供需状况，也为公司现有发电机组能效的发挥提供了有利条件。但是我们也注意到，公司发电资产分布较多的内蒙古、安徽、河南等地区电量呈现一定程度富余，导致发电机组利用小时呈现出逐年下降的趋势。

截至 2007 年底，大唐集团公司共有在建项目 32 个，在建容量为 1,455.70 万千瓦。按照公司电力发展计划，2008 年公司新投产装机容量将达到 1,413.90 万千瓦，大唐集团可控装机容量将进一步增加，规模优势将继续保持。

公司机组质量提高，电源结构逐步优化，水电、风电、核电占比逐年提升

从发电机组资产质量看，近年来大唐集团加大对大型机组的投资力度，公司发电资产质量提高。2007 年公司单机容量在 60 万千瓦以上的机组占公司直属控股火电装机总容量的 37.91%，公司平均火电单机容量达到 27.01 万千瓦。

图 1：2002~2007 年公司电力机组结构变化情况



从煤耗指标来看，随着大机组的陆续投产，公司煤耗水平逐步下降。2007 年，公司平均供电煤耗 342.94 克/千瓦时，同比降低了 6.93 克/千瓦时。从上网电价来看，由于 2006 年 6 月第二次煤电联动的实行，2007 年公司平均电价为 0.3309 元/千瓦时，较 2006 年有所提高，公司盈利能力随之提升。

2006 年，大唐集团进入了“大唐集团三阶段”发展的第二阶段。在此阶段，公司主要以大型高效机组为重点优化发展煤电，建设大型电源基地及大型煤电一体化基地。在水电方面，随着公司在建的龙滩、戈兰滩、重庆彭水等水电项目的陆续投产，公司水电装机容量有望逐步增加。其中龙滩水电站是目前国内在建水电项目中仅次于三峡工程、溪洛渡水电站的第三大水电站，建成之后将承担“西电东送”电源的任务，同时发挥防洪、航运等综合效益。未来公司还将在嘉陵江、金沙江、大渡河等流域积极开展水电开发。截至 2007 年底，大唐集团可控装机容量中，火电装机容量占 87.08%，水电装机容量占 11.25%，水电装机容量比例逐年上升。在风电方面，公司制定了《风电“十一五”发展规划》，计划“十一五”末实现风电装机达 170 万千瓦。2007 年公

司风电装机规模从 34.85 万千瓦增加到 108.27 万千瓦。此外，公司参股投资的福建宁德 2 台 100 万千瓦级核电机组项目前期进展顺利。从公司在建项目来看，“十一五”期间还将投产约 800 万千瓦的水电机组以及 50 万千瓦左右的风电机组，公司电源结构有望逐步优化。

公司对煤炭控制力度有所加强，未来成本压力有望减轻，但资金压力有所加大

在电煤价格持续上涨的情况下，近年来公司加大了对上游铁路、煤化工及煤炭产业的投资力度。截至 2007 年底，公司开发的铁路项目包括：多丰铁路内蒙段、河北段分别获得核准，核准铁路长度 134 公里；开发的煤炭项目包括：已获得位于内蒙的“东胜利煤田二号露天矿”“长滩煤矿”及“孔兑沟煤矿”探矿权及“五间房煤矿”开发权；此外，公司还控股建设位于内蒙的多伦煤化工项目，预计建成后将生产 46 万吨聚丙烯及其他副产品。我们认为，对煤炭、铁路等上游资源控制力度的加强，将在一定程度上缓解电煤供应对公司经营的影响，但我们也将关注由此带来的较大规模的资金压力。

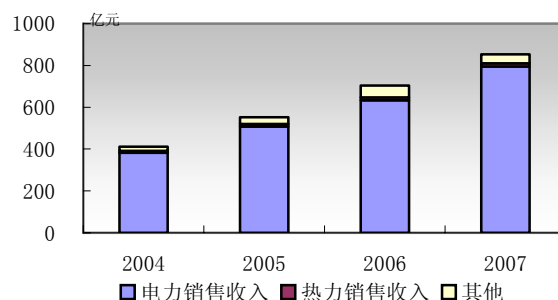
财务分析

以下关于公司财务实力的分析基于经天职国际会计师事务所审计并出具的标准无保留意见的公司 2005~2007 年度财务报告。

盈利能力

2007 年，在电力需求持续增长的拉动以及公司装机规模增加的共同作用下，2005~2007 年公司分别实现售电收入 507.42 亿元、633.66 亿元和 793.67 亿元。在电力主业快速发展的带动下，公司营业总收入实现较快增长，2005~2007 年分别实现营业总收入 560.88 亿元、722.08 亿元和 866.65 亿元，2006 和 2007 年分别较上年增长 28.74% 和 20.02%。

图 2：公司主营业务收入构成

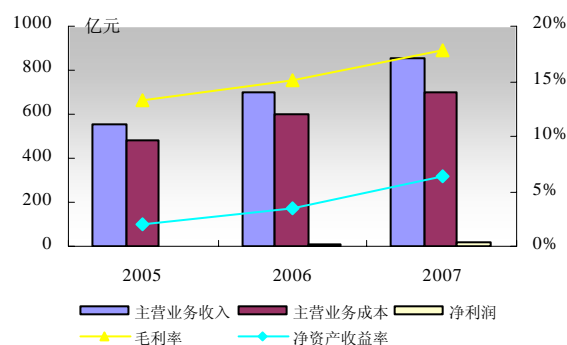


资料来源：根据公司财务报表整理

由于公司发电机组以火电为主，因此受电煤价格波动的影响较大。受电煤采购成本持续上涨影响，公司 2006 和 2007 年主营业务成本本年增长率分别为 25.71% 和 16.40%。近年来，公司逐步加大了煤炭资源的投资力度，电煤自给比例逐步上升，有效的缓解了电煤价格上升带来的成本压力，加之大型机组的投产，单位供电煤耗下降，主营业务成本增速低于主营业务收入增长率。2007 年末，公司主营业务毛利率达到 18.11%，较 2006 年上升 2.55 个百分点。

2007 年，公司实现利润总额 75.62 亿元，同比增长 29.26%；实现净利润 58.42 亿元，较上年增加 27.91%。随着净利润的持续走高，所有者权益收益率也保持了稳定的增长趋势。

图 3：近三年公司盈利能力情况

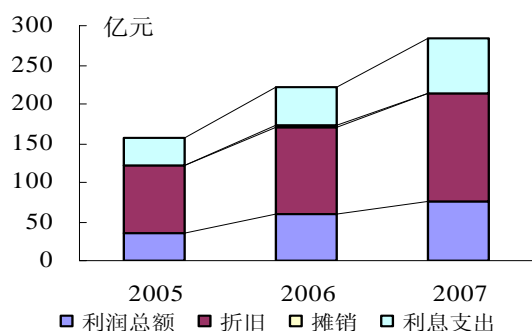


资料来源：根据公司财务报表整理

随着新建机组的陆续投产，固定资产折旧、财务利息支出及利润总额均呈增长态势。2007 年，利润总额、折旧和财务利息支出继续保持快速增长，当年实现 EBITDA 285.05 亿元，比上年增长 28.98%，高于主营业务收入增长速度。2007 年公司 EBITDA 占主营业务收入的比例为 32.89%，较 2005

年上升了 2.29 个百分点，体现了公司主业获取现金的能力有所提高。

图 4：公司近三年 EBITDA 构成



资料来源：根据公司财务报表整理

总体来看，公司主业突出，整体盈利能力较为稳定，利润额持续走高。虽成本受电煤价格持续上涨影响较大，但公司加强了集中采购力度，有利于提高议价能力、降低采购成本；而且受惠于煤电联动政策，电煤价格波动的风险有所削弱。同时，随着大容量、高参数的发电机组的陆续投产，公司资产质量将逐渐提高，随着资产布局和电源结构逐步合理化，可以预期未来一段时期公司整体规模优势将逐渐释放，其盈利能力有望进一步提升。

偿债能力

公司 2005~2007 年债务融资规模增长较快，2006 年和 2007 年总债务分别比上年增长 23.80% 和 32.84%，2007 年底达到 1,948.43 亿元，其中长期债务 1,378.54 亿元。

由于 EBITDA 的较大涨幅，近三年总债务/EBITDA 整体呈下降趋势；经营活动现金流对总债务的覆盖程度也有所提升。

表 4：近三年公司主要偿债能力指标

	2005	2006	2007
长期债务（亿元）	910.11	1,174.83	1,378.54
总债务（亿元）	1,184.75	1,466.76	1,948.43
总债务/EBITDA	7.52	6.65	6.84
经营净现金流/总债务	0.08	0.12	0.12
EBITDA 利息倍数	4.53	4.63	4.03
经营净现金流利息倍数	2.74	3.59	3.31

注：表中所列 2005~2007 年 EBITDA 利息倍数、经营净现金流利息倍数的计算均未包含资本化利息，

按照大唐集团发展规划，2010 年前每年新增装机容量 600~700 万千瓦，相应年均投资额为 250 亿左右，按照电力建设项目 20% 权益资本的要求测算，每年需要约 50 亿的项目资本金。我们注意到，大唐集团拥有大唐国际、广西桂冠、湖南华银三家境内外上市公司，境内、境外融资渠道较为畅通；同时公司银企关系良好，截至 2007 年底，国家开发银行和其他商业银行给予的授信额度合计达 3,400 亿元，其中未使用额度 1,526 亿元。预计公司未来在信贷方面仍将得到银行强有力的支持，可基本满足公司资金需求。

综上，随着在建项目陆续投运，公司发电能力显著增强，在电力需求满足的情况下，公司盈利能力将明显加强，对其债务具有更强有力的保障。

担保实力

中国工商银行股份有限公司

05、06 大唐债担保主体中国工商银行股份有限公司（以下简称“工行”）是中国第一大商业银行，拥有整个银行体系资产约 16.51% 左右的市场份额。就客户数量和存贷款规模来看，工行也是国内最大的公司银行和零售银行。截至 2007 年底，工行资产总额、存款总额和贷款总额分别达到 8.68 万亿元、6.9 万亿元和 4.07 万亿元。因拥有广泛的营业网点以及领先的电子银行网络，工行在银行卡、结算、代理和托管等业务方面具有比较明显的优势，是国内最大的中间业务提供商。

2005 年，工行开始了财务重组和股份制改革，获得政府注资及剥离不良资产等支持，随后引入了高盛集团、安联保险集团和美国运通公司三家境外战略投资者，并于 2006 年 10 月 27 日以 A+H 股形式在上海和香港两地同时上市。

经过上述改革，工行的资本实力、盈利能力和资产质量等显著改善，财务素质明显提升。截至 2007 年底，工行的资本充足率达到 13.09%，核心资本充足率达到 10.99%，资本水平处于同业前列。2007 年全年工行实现拨备前利润 1,462.46 亿元，净利润 812.56 亿元，拨备前利润/平均总资产及平均

资产收益率分别达到 1.81% 和 1%，属同业较好水平。2007 年底，工行的不良贷款率降至 2.74%，拨备覆盖率为 103.5%，与同业相比，其拨备覆盖率相对较低。另一方面，股份制改革和引入境外战略投资者有望使工行的公司治理、内部控制及风险管理进一步完善，成功上市为其拓宽了资本补充渠道，同时信息披露和市场监管的加强将促使其进一步提高经营管理水平。

股份制改革后，工行已由国有独资银行转变为国家控股的股份制商业银行，中央汇金投资有限责任公司和财政部共持有工行总股本的 70.7%，加之工行在国家金融体系中的重要地位，政府对工行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信国际认为，工行综合财务实力极强，能够为 05、06 大唐债的偿还提供强有力的保障。

中国建设银行股份有限公司

07 大唐债担保主体中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）是中国第三大商业银行，拥有整个银行体系资产约 12.54% 左右的市场份额。截至 2007 年末，建行资产总额、存款总额和贷款总额分别达到 6.598 万亿元、5.34 万亿元和 3.27 万亿元。建行在中长期项目融资和不动产融资领域内拥有比较明显的市场优势，同时在个人住房贷款领域也拥有领先的市场地位。

2004 年，建行在政府主导下进行了财务重组和股份制改革，引入了美国银行和亚洲金融控股两家国际战略投资者，并于 2005 年 10 月在香港联合交易所上市，成为四大银行中首家实现境外上市的银行。由此，建行的资本状况、盈利能力、资产质量显著改善，财务素质显著提升；同时，其公司治理结构、内部控制和风险管理也有望进一步完善。2007 年末，建行的资本充足率为 12.58%，核心资本充足率达到 10.37%，资本充足水平位于国内银行前列。2007 年建行实现拨备前利润 1206.41 亿元，净利润 690.53 亿元，净利差达到 3.23%，拨备前利润/平均资产达到 2%，平均资产回报率达到 1.15%，盈利能力亦在全国性商业银行中处于前列。2007 年末建行的不良贷款率降至 2.60%，拨备覆盖率提高

至 104.41%。2005 年至 2007 年三年，建行不良贷款余额逐年下降，其中关注类贷款占比从 2006 年的 9.25% 下降到 6.95%，与其他上市股份制商业银行相比仍然偏高。

股份制改革后，建行已由国有独资商业银行转变为国有控股的股份制商业银行，其控股股东为中央汇金投资有限责任公司，持有建行 59.12% 的股份；另外，建行在中国金融体系中仍然具有重要的地位，因此，政府对建行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信国际认为，建行综合财务实力极强，能够为 07 大唐债的偿还提供强有力的保障。

结 论

总体来看，大唐集团正处于快速发展的阶段，持续增长的电力需求使得公司在电力项目上投资、建设的发展空间很大，行业成长性较高，具有良好的增长前景。未来随着新建机组的陆续投产，公司资产规模将进一步增强，收入和现金流入水平也将稳步增长。此外我们也关注国家电力体制改革进程、电煤价格上涨、持续大规模资本支出等因素对公司未来发展可能产生的影响。同时，05 大唐债和 06 大唐债的担保主体中国工商银行有限公司，07 大唐债的担保主体中国建设银行股份有限公司，在 2007 年继续保持了极强的担保实力。

根据对公司自身运营实力和担保主体担保实力的综合分析，中诚信国际认为债券安全性极强，违约风险极低。

附一：中国大唐集团公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2005 年	2006 年	2007 年
货币资金	309,460.46	575,032.54	763,705.11
应收账款净额	693,212.90	950,146.81	1,245,435.47
存货净额	438,650.07	497,409.87	514,737.67
流动资产	2,098,818.98	2,651,735.24	3,515,348.05
长期投资	266,923.62	467,503.73	966,504.02
固定资产	15,561,540.32	19,397,354.31	24,687,212.00
总资产	18,297,904.14	22,719,138.68	29,492,656.37
短期债务	2,746,385.73	2,919,229.63	5,698,959.89
长期债务	9,101,103.67	11,748,324.84	13,785,378.04
总债务（短期债务+长期债务）	11,847,489.40	14,667,554.46	19,484,337.93
总负债	14,074,622.59	17,600,423.87	23,325,291.21
所有者权益（不含少数股东权益）	4,223,281.55	5,118,714.81	6,167,365.16
主营业务收入净额	5,608,824.43	7,220,804.11	8,666,538.45
主营业务利润	709,474.33	1,055,876.66	1,484,246.87
投资收益	10,810.40	14,159.24	46,721.16
净利润	265,772.71	456,716.43	584,168.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,578,875.12	2,210,022.52	2,850,541.06
经营活动产生现金净流量	955,227.78	1,709,678.10	2,336,201.37
投资活动产生现金净流量	-4,073,686.51	-3,632,495.09	-5,786,786.67
筹资活动产生现金净流量	2,570,592.44	2,195,732.10	3,638,834.45
现金及现金等价物净增加额	-550,781.10	272,337.71	187,367.92
财务指标	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务毛利率（%）	13.52	15.56	18.11
所有者权益收益率（%）	6.29	8.92	9.47
EBITDA/主营业务收入（%）	28.15	30.61	32.89
速动比率（X）	0.34	0.38	0.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.12	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.59	0.41
经营活动净现金/利息支出（X）	2.74	3.59	3.31
EBITDA 利息倍数（X）	4.53	4.64	4.04
总债务/EBITDA（X）	7.50	6.64	6.84
资产负债率（%）	76.92	77.47	79.09
总债务/总资本（%）	73.72	74.13	75.96
长期资本化比率（%）	68.30	69.65	69.09

注：大唐集团 2005~2007 年 EBITDA 利息倍数、经营活动净现金/利息支出的计算均未包含资本化利息，

附二：中国工商银行股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2005 年	2006 年	2007 年
贷款总额	3,289,553.00	3,631,171.00	4,073,229.00
贷款损失准备	83,692.00	97,193.00	115,687.00
关注贷款	301,283.00	327,840.00	232,879.00
不良贷款（五级分类）	154,417.00	137,745.00	111,774.00
总资产	6,457,239.00	7,509,118.00	8,684,288.00
风险加权资产	3,152,206.00	3,779,170.00	4,405,345.00
存款总额	5,736,866.00	6,351,423.00	6,898,413.00
总负债	6,196,255.00	7,037,685.00	8,140,036.00
总资本	260,984.00	471,433.00	544,252.00
净利息收入	147,993.00	163,118.00	224,465.00
手续费及佣金净收入	10,546.00	16,344.00	34,384.00
汇兑净损益	-2,209.00	-2,418.00	-6,881.00
证券交易净收入	0.00	0.00	-128.00
投资净收益	387.00	43.00	2,040.00
其他净收入	5,661.00	1,802.00	277.00
非利息净收入	14,385.00	15,771.00	29,692.00
净营业收入合计	162,378.00	178,889.00	254,157.00
业务及管理费用（含折旧）	61,293.00	64,469.00	-89,055.00
拨备前利润	91,241.00	100,826.00	146,246.00
贷款损失准备支出	26,589.00	30,014.00	-33,061.00
税前利润	62,876.00	70,812.00	115,114.00
净利润	37,405.00	48,010.00	81,256.00
财务指标	2005 年	2006 年	2007 年
核心资本充足率	8.11	12.23	10.99
资本充足率	9.89	14.05	13.09
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	4.69	3.79	2.74
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	13.85	12.82	8.46
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	54.20	70.56	103.50
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	44.80	24.22	16.94
净利差（净利息收入/平均盈利资产）	2.49	2.36	2.80
拨备前利润/平均总资产	1.58	1.44	1.81
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	-30.72	13.11	15.99
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.65	0.69	1.00
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	8.86	8.82	11.68
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	43.81	43.64	42.46
总贷款/总存款	57.34	57.17	59.05

附三：中国建设银行股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2005 年	2006 年	2007 年
贷款总额	2,458,398.00	2,873,609.00	3,272,157.00
贷款损失准备	63,085.00	77,633.00	88,928.00
关注贷款	290,960.00	265,888.00	227,434.00
不良贷款（五级分类）	94,469.00	94,399.00	85,170.00
总资产	4,585,742.00	5,448,511.00	6,598,177.00
风险加权资产	2,558,956.00	3,091,089.00	3,683,123.00
存款总额	4,006,046.00	4,721,256.00	5,340,316.00
总负债	4,298,065.00	5,118,307.00	6,175,896.00
总资本	287,677.00	330,204.00	422,281.00
净利息收入	116,551.00	140,368.00	192,775.00
手续费及佣金净收入	8,455.00	13,571.00	31,313.00
汇兑净损益	-1,306.00	-6,068.00	-7,820.00
证券交易净收入	455.00	619.00	659.00
投资净收益	2,473.00	1,436.00	2,200.00
其他净收入	2,086.00	1,667.00	332.00
非利息净收入	12,163.00	11,225.00	26,684.00
净营业收入合计	128,714.00	151,593.00	219,459.00
业务及管理费用（含折旧）	50,691.00	57,685.00	-78,992.00
拨备前利润	69,070.00	84,714.00	120,641.00
贷款损失准备支出	13,706.00	18,997.00	-20,106.00
税前利润	55,364.00	65,717.00	100,816.00
净利润	47,103.00	46,322.00	69,053.00
财务指标	2005 年	2006 年	2007 年
核心资本充足率	11.08	9.92	10.37
资本充足率	13.57	12.11	12.58
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	3.84	3.29	2.60
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	15.68	12.54	9.55
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	66.78	82.24	104.41
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	26.93	23.15	16.66
净利差（净利息收入/平均盈利资产）	2.79	2.83	3.23
拨备前利润/平均总资产	1.63	1.69	2.00
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	19.50	14.99	18.35
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.11	0.92	1.15
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	9.45	7.40	12.16
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	46.34	44.12	45.03
总贷款/总存款	61.37	60.87	61.27

附四：评级报告基本财务指标的计算公式

主营业务毛利率 = (主营业务收入净额 - 主营业务成本) / 主营业务收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益 + 少数股东权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 应付短期融资券 + 一年内到期的长期借款

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他付息债务

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。