

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]332 号

中国大唐集团有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“中国大唐集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年五月十七日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]332 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对中国大唐集团有限公司和其拟发行的“中国大唐集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，确定中国大唐集团有限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。

特此公告

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一九年五月十七日



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”）与中国大唐集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与中国大唐集团有限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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚电力企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国大唐集团有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 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，未受中国大唐集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 中国大唐集团有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（第二期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在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。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 5 月 17 日

中国大唐集团有限公司公开发行 2019年可续期公司债券（第二期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】332号

评级结果

主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AAA

债券概况

本期债券发行额：不超过50亿元

发行期限：品种一基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期；品种二基础期限为5年，以每5个计息年度为1个周期。在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将本品种债券期限延长1个周期（即延长3年或5年）

偿还方式：每年付息一次，附递延支付利息条款，赎回时一次还本

发行目的：拟全部用于偿还公司债务

评级时间

2019年5月17日

评级小组负责人

张伟

评级小组成员

张青源 唐骊

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号

兆泰国际中心C座12层100600

评级观点

东方金诚认为，中国大唐集团有限公司（以下简称“公司”）为国务院批准成立的全国性发电集团之一，发电设备装机规模优势突出，电源结构和区域分布多元化程度高，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势，财务实力极强，为到期债务偿还提供了很强的保障。

同时，东方金诚也关注到，2016年以来，全国煤炭价格的大幅上涨并维持高位运行对公司盈利水平造成了较大影响，公司现有债务负担较重，在建和拟建项目投资规模很大导致资金支出压力较大。

东方金诚评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体信用和本期债券偿付保障措施分析和评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	7062.87	7208.06	7458.43	7576.59
所有者权益（亿元）	1305.69	1444.53	1758.28	1766.73
全部债务（亿元）	4777.81	4862.85	4787.00	-
营业总收入（亿元）	1585.83	1709.87	1895.43	470.96
利润总额（亿元）	107.13	64.68	95.98	33.96
EBITDA（亿元）	624.47	580.41	630.38	-
营业利润率（%）	22.63	13.68	15.48	-
净资产收益率（%）	6.40	3.49	3.50	-
资产负债率（%）	81.51	79.96	76.43	76.68
全部债务资本化比率（%）	78.54	77.10	73.14	-
流动比率（%）	36.86	41.43	47.62	57.07
全部债务/EBITDA（倍）	7.65	8.38	7.59	-
EBITDA利息倍数（倍）	3.23	3.08	3.04	-
EBITDA/本期债券发行额（倍）	12.49	11.61	12.61	-

注：表中数据来源于公司2016年~2018年经审计的合并财务报表及2019年1~3月未审计的合并报表；本期债券发行额按50.00亿元计算。

评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

本期债券发行额：不超过 50 亿元

发行期限：品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期。在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年或 5 年）
偿还方式：每年付息一次，附递延支付利息条款，赎回时一次还本

发行目的：拟全部用于偿还公司债务

评级时间

2019 年 5 月 17 日

评级小组负责人

张伟



评级小组成员

张青源 唐 骊



邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号
兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

优势

- 公司作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，发电设备装机规模优势突出，发电量处于行业领先水平，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势；
- 公司电源结构和区域分布多元化程度高，利于降低对单一电源和市场的依赖，近年来机组运营效率保持行业较高水平；
- 随着全国用电量增速的回升，公司近三年发电量及收入规模保持逐年增长趋势；
- 公司经营活动现金流状况良好，同时银行授信额度充足，现金调配能力很强，对到期债务偿还的保障程度很高。

关注

- 受全国煤炭价格的大幅上涨并维持高位运行影响，公司 2016 年以来的盈利处于较低水平；
- 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；
- 公司有息债务规模很大、债务率处于较高水平。

发行主体概况

中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”或“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，由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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。根据国务院国资委、财政部和人力资源和社会保障部于 2018 年 12 月 11 日出具的《关于划转中国华能集团有限公司等企业部分国有资本有关问题的通知》（财资[2018]91 号），国务院国资委将其持有的公司 10% 股权一次性划转给全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）。公司已就该次国有产权无偿划转办理了国有产权变更登记，并于 2019 年 1 月 4 日取得了《国家出资企业产权登记证》。截至本报告出具之日，公司注册资本和实收资本分别为 370.00 亿元和 267.21 亿元，国务院国资委持有公司 90% 股权，社保基金会持有公司 10% 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 2018 年末，公司纳入合并范围的全资及直接控股子公司共 43 家。

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟公开发行 2019 年可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”），发行金额不超过 50 亿元。本期债券分两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期。在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年或 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付。

本期债券采用固定利率计息方式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率根据簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点²。

本期债券附公司递延支付利息权。除非发生强制付息事件，在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；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。上述强制付息事件包括，付息日前 12 个月内，公司向普通股股东分红、向偿付顺序劣后于本期

¹ 初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

² 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，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

债券的证券进行任何形式的兑付、减少注册资本。

同时,本期债券设置利息递延下的限制事项,即公司有递延支付利息的情形时,直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事的行为具体包括向普通股股东分红、向偿付顺序劣后于本期债券的证券进行任何形式的兑付、减少注册资本。

本期债券附公司赎回选择权。除非发生以下情况,公司没有权利也没有义务赎回本期债券:(1)由于法律法规改变或修正,相关法律法规司法解释的改变或修正,公司不得不为本期债券的存续支付额外税费,且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任时,公司有权对本期债券进行赎回;(2)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券计入权益时,公司有权对本期债券进行赎回。

赎回时,公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息(如有)向投资者赎回全部本期债券,支付方式与本期债券到期本息支付相同。若公司不行使赎回选择权,则本期债券将继续存续。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金在扣除相关发行费用后,拟全部用于偿还公司债务。

宏观经济与政策环境

宏观经济

2019年一季度宏观经济运行好于预期,GDP增速与上季持平;随着积极因素逐渐增多,预计二季度GDP增速将稳中有升,上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算,1~3月国内生产总值为213433亿元,同比增长6.4%,增速与上季持平,结束了此前的“三连降”,主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大,净出口对经济增长的拉动力增强,抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是,随着逆周期政策效果显现,中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善,3月投资和消费同步回暖,经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善,企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%,增速较上年全年加快0.3个百分点。其中,3月工业增加值同比增长8.5%,较2月当月同比增速3.4%大幅反弹,这一方面受春节错期影响,同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证,表明制造业景气边际改善,逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响,今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%,结束此前两年高增,但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%,增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看,基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升,1~3月同比增长4.4%,增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下,1~3月房屋施工面积增速加快,推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后,因利润增速下滑、外需前景走弱影响

企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币（M2）余额同比增长8.6%，增速较上年末提高0.5个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3月末，狭义货币（M1）余额同比增长4.6%，增速较上年末提高3.1个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3月财政收入累计同比增长6.2%，增速较上年同期下滑7.4个百分点，体现各项减税政策及PPI涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长5.4%，增速较上年同期下滑11.9个百分点；非税收入同比增长11.8%，增速较上年同期

高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

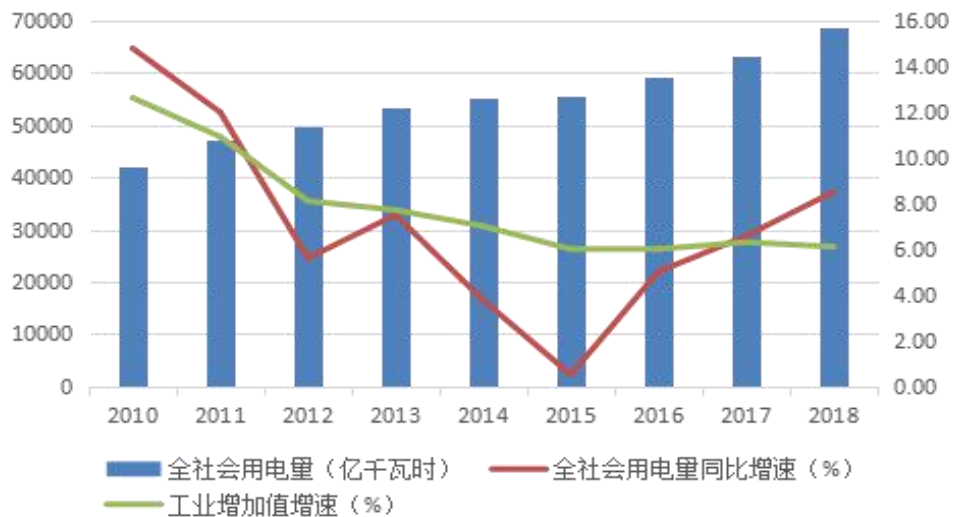
行业及区域经济环境

电力行业

2016 年以来，在工业用电增速回升、第三产业和城乡居民生活用电保持快速增长的带动下，我国全社会用电量增速不断提高，机组利用小时实现增长

2016 年以来，随着宏观经济逐步企稳，我国工业用电增速总体回升，同时第三产业和城乡居民生活用电保持快速增长，带动我国全社会用电量增速不断提高。2016 年~2018 年，我国全社会用电量分别达到 59198 亿千瓦时、63077 亿千瓦时和 68449 亿千瓦时，同比分别增长 5.0%、6.6%和 8.5%。

图 1：我国工业经济与用电量增长情况



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

截至 2018 年末，全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量为 19.00 亿千瓦，同比增长 6.5%。其中，火电机组装机容量为 11.44 亿千瓦，同比增长 3.0%，电源结构以火电为主。从机组利用小时数来看，得益于用电需求增速回升，2018 年全国发电设备利用小时数由上年的 3786 小时增长至 3862 小时。具体来看，火电、水电、核电和风电机组利用小时数分别增加 143 小时、16 小时、95 小时和 146 小时。

2019 年 1~3 月，全社会用电量 1.68 万亿千瓦时，环比上年四季度回落 1.8 个百分点。截至 2019 年 3 月末，全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量为 18.1 亿千

瓦，同比增长 5.9%；全国全口径发电装机容量 19.2 亿千瓦，同比增长 6.4%。

我国电力主管部门出台多项政策，以控制火电产能过快增长和优化电源结构，未来火电新增装机容量将继续保持下降趋势

随着我国当前环境、资源问题的日益凸显以及电力行业整体供给宽松，2016 年以来电力主管部门出台多项控制煤电产能政策。2016 年 3 月，国家发改委发布《关于促进我国煤电有序发展的通知》（发改能源[2016]565 号），明确提出严控煤电新增装机规模，缓核（建）部分电力盈余省（区）煤电项目，同时加大淘汰落后产能力度。随后，国家能源局在全国范围内建立了煤电规划建设预警机制，对全国 32 个省级电网区域³划分不同等级，暂缓核准 28 个预警级别为红色的省级电网区域煤电项目，同时合理安排在建项目投产时序。2016 年和 2017 年，我国火电新增装机容量分别为 4836 万千瓦和 4577.81 万千瓦，同比下降 19.71%和 5.34%。

2016 年 11 月，国家发改委、能源局联合发布《电力发展“十三五”规划》，要求“十三五”时期煤电新增装机容量不超过 2 亿千瓦，并在 2020 年末煤电总装机容量控制在 11 亿千瓦以内。为实现上述目标，2017 年 1 月，国家能源局向甘肃、内蒙古等 13 个省（区）下发新建煤电机组停建或缓建函，共涉及上述地区 85 个煤电项目，合计装机容量为 10245 万千瓦；2018 年 8 月，国家发改委、能源局联合发布《关于加快做好淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组工作暨下达 2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务（第一批）的通知》，确定了北京、河北、山西、山东、内蒙古、广西 17 个省（市、区）的淘汰计划容量为 1190.64 万千瓦。

截至 2018 年末，全国煤电机组累计达到 10.1 亿千瓦，已接近规划的上限目标，未来火电新增装机容量仍将保持继续下降趋势。但是考虑到上述目标仅为预期性，具体执行力度将对未来两年发电企业装机增速产生影响。

2016 年以来，全国煤炭价格大幅上涨，但是在受政府推进“降成本”政策背景下，全国煤电标杆上网电价上调幅度有限，火电企业的盈利空间受到挤压

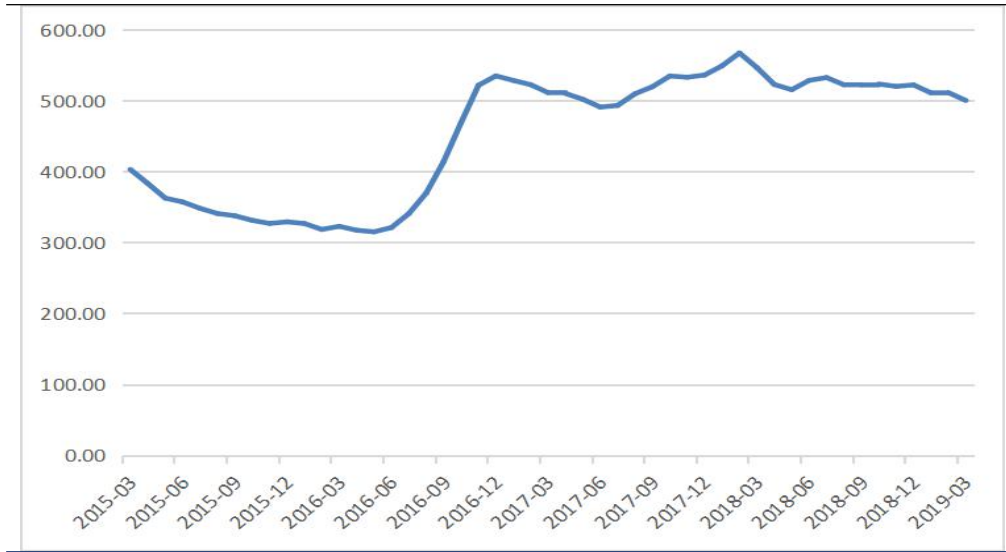
近年来，中央政府大力推进煤炭产业供给侧改革。2018 年，全国电煤供需总体处于“紧平衡”状态，电煤价格指数小幅上涨。供给方面，随着优质产能的释放，全年原煤产量 35.46 亿吨，同比增长 5.2%，增速回升 2.0 个百分点；由于煤炭进口政策的放松，进口煤炭 2.81 亿吨，同比增长 3.9%。从需求来看，全国重点电厂供煤总量平均增长 9.3%，2018 年平均电煤价格指数同比小幅上涨 2.9%，但年末价格同比下降 2.6%，其中新疆、甘肃等地受“去产能”影响价格增幅较大。

2018 年 12 月，全国 2019 年度“长协煤”协议正式签订，其中下水煤合同基准价仍为 535 元/吨，近三年未发生变化。鉴于年末电价价格指数未出现季节性反弹、且较年初有所下降，同时“长协煤”仍将对稳定电煤价格起到重要作用，预计 2019 年全国平均电煤价格指数总体有所下降。

³ 不含北京市和西藏自治区，上述地区不再发展火电。

图 2：电煤价格指数（全国）变化情况

单位：元/吨



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

根据国家发改委于 2015 年 12 月发布的《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》（发改价格[2015]3169 号），从 2016 年起，我国实施新的煤电联动机制，以年度为周期，按照期间电煤价格（以中国电煤价格指数为准）变动情况，调整下一年度的煤电标杆上网电价。但是，由于中央政府持续推动实体企业“降成本”，该机制能否及时启动，并相应上调煤电标杆上网电价存在一定的不确定性。

2017 年 6 月，国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》（发改价格[2017]1152 号），自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金，并将国家重大水利工程建设资金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高煤电标杆上网电价。但是，此次电价上调幅度较小，对缓解煤价上涨压力作用有限。

2018 年中央政府工作报告提出“降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”，该降价任务基本由中间输配电、基金收费等环节完成，发电企业标杆上网电价几乎未受影响。目前，全国各省级电网区域尚未大范围调整标杆上网电价，仅陕西榆林地区下调燃煤标杆上网电价、湖南省下调装机容量在 2.5 万千瓦及以上水电项目上网电价和广东省下调部分气电企业上网电价。由于经营压力加大及市场化交易机制的成熟，发电企业间的价格竞争动力减弱，市场交易电价也得以理性回归。综合考虑政府为实体经济“降成本”、高煤价现状及市场交易电量占比提高的影响，2019 年全国平均上网电价保持稳定。

综合来看，随着煤炭价格大幅上涨，而煤电标杆上网电价的上调幅度有限，火电企业的盈利空间受到挤压。

随着电力市场化交易的不断推进，以及保障风电、核电等清洁能源优先上网政策的实施，以火电为主的企业未来将面临更大的市场竞争

2015 年 3 月，我国国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发[2015]9 号）（以下简称“9 号文”），提出将有序放开公益性和调节性以

外的发用电计划，并推动电力交易中心的设立和独立、规范运行。根据公开信息，全国 2018 年电力市场交易电量⁴合计 2.07 万亿千瓦时，同比增长 26.5%，占全社会用电量比重为 30.2%，较上年提高 4.3 个百分点。随着电力体制改革的逐步深入，未来市场交易电量规模和占比将继续增加。

2017 年 4 月，国家发改委发布《关于有序放开发用电计划的通知》（发改运行[2017]294 号），鼓励发电企业与售电企业、用户及电网企业签订三方发购电协议，特别是中长期协议，逐步扩大市场化交易电量规模，加快电力体制改革；同时，要求各省级电网区域逐年减少既有煤电企业的计划电量，除公益性和调节性机组外，原则上不安排“9 号文”之后煤电新建项目的计划电量，而且签约交易电量亦不应超过当地年度煤电机组发电小时数最高上限。对于水电、核电等清洁能源机组，除按相关政策安排的优先发电计划外，也应积极参与电力市场交易。

总体来看，随着电力体制改革的逐步深入，未来电力消纳途径将发生较大变化，特别是以火电为主的企业，将面临越来越大的市场竞争。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来自电力及热力生产和销售业务，近年来营业收入持续增长，但受煤炭成本大幅上涨影响，2017 年综合毛利率降幅较大

公司主要从事电力生产和销售、煤炭开采以及燃料经营等业务。

近年来，公司营业收入持续增长。2016 年~2018 年，公司营业收入分别为 1583.61 亿元、1706.68 亿元和 1891.42 亿元，其中电力及热力业务收入分别为 1403.59 亿元、1533.00 亿元和 1685.13 亿元。此外，公司还从事煤炭开采、能源化工以及燃料经营等业务，相关业务收入对营业收入形成了良好补充。

2016 年~2018 年，公司毛利润分别为 383.35 亿元、258.27 亿元和 321.11 亿元，电力及热力业务分别贡献 86.22%、83.03%和 77.80%；综合毛利率分别为 24.21%、15.13%和 16.98%。由于煤炭成本的大幅上涨，公司 2017 年综合毛利率降幅较大。

2019 年 1~3 月，公司营业收入和毛利润分别为 470.05 亿元和 84.26 亿元。

电力业务

公司发电设备装机规模优势突出，电源结构和区域分布多元化程度很高，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势

公司作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，拥有大唐华银电力股份有限公司、广西桂冠电力股份有限公司、大唐国际发电股份有限公司（以下简称“大唐发电”）、中国大唐集团新能源股份有限公司等上市公司，在全国发电市场具有很强的市场竞争地位。

公司装机结构以大容量的火电机组为主，但近年来通过优先发展水电、风电等清洁能源，逐渐降低了对火电机组的依赖。截至 2018 年末，公司控股装机容量 13892

⁴ 含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量。

万千瓦，占全国总装机容量的 7.31%。从装机结构来看，公司火电机组 9445 万千瓦，其中 60 万千瓦及以上机组占比达到 52.66%；水电和风电机组分别为 2704 万千瓦和 1632 万千瓦，清洁能源装机占比提高到 32.01%。

从机组区域分布来看，公司在役发电机组遍布全国 31 个省（市、自治区），包括北京、天津、江苏等电力需求旺盛地区以及内蒙古、山西、宁夏、广西等煤炭、风能、水能资源富集地区，分散的分布区域利于公司降低对单一地区用电需求的依赖。其中，公司在内蒙古拥有全国在役最大火电厂和世界在役最大风电场，分别为内蒙古大唐国际托克托发电公司和内蒙古赤峰赛罕坝风电场。此外，公司位于广西的大唐龙滩水电站，是我国在役的第二大水电站，装机容量为 490 万千瓦。

表 1：2016 年~2018 年公司发电机组情况

单位：万千瓦、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
控股装机容量	13037.47	13775.82	13891.83
其中：火电	9213.18	9470.48	9445.26
水电	2380.23	2685.10	2703.74
风电	1355.19	1519.67	1631.67
其他	88.87	100.57	111.16

资料来源：公司提供，东方金诚整理

得益于全社会用电需求回升及发电机组装机容量的规模优势，公司近年来机组运营效率保持行业较高水平，发电量规模处于行业领先水平，但由于煤炭价格大幅上涨，2017 年该业务毛利率降幅较大

受益于全国用电需求增速回升以及很强的市场竞争优势，2016 年~2018 年，公司火电机组利用小时数分别为 4079 小时、4360 小时和 4545 小时，均高于全国平均水平。同期，公司发电量处于行业领先水平，分别完成发电量 4699.80 亿千瓦时、5147.14 亿千瓦时和 5540.84 亿千瓦时；实现上网电量 4433.94 亿千瓦时、4864.58 亿千瓦时和 5213.11 亿千瓦时。随着全国电力体制改革的不断推进，公司电力消纳面临的市场竞争或将有所增加。

受上网电量大幅增加影响，公司电力及热力业务收入保持快速增长趋势，近三年分别为 1403.59 亿元、1533.00 亿元和 1685.13 亿元；毛利率分别为 23.55%、13.99%和 14.83%。由于煤炭成本的大幅上涨，公司 2017 年该业务毛利率降幅较大。

表 2：2016 年~2018 年公司主要发电指标

指标	2016 年	2017 年	2018 年
发电量（亿千瓦时）	4699.80	5147.14	5540.84
其中：火电发电量（亿千瓦时）	3668.45	3963.63	4221.91
水电发电量（亿千瓦时）	803.96	904.72	980.44
风电发电量（亿千瓦时）	216.00	266.37	323.03
上网电量（亿千瓦时）	4433.94	4864.58	5213.11
平均上网电价（元/千千瓦时）	358.38	360.57	-
火电机组利用小时数（小时）	4079	4360	4545
平均供电煤耗标准（克/千瓦时）	306.94	305.27	301.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

相对于公司火电机组对煤炭的需求，公司现有煤炭资源储备规模较小，仍主要通过外部采购满足发电需求。截至 2018 年末，公司控股煤炭项目 16 个，其中已建成 3 个，分别为宝利煤矿、顺兴煤矿、刘园子煤矿。总体来看，公司煤炭项目主要集中在内蒙古、甘肃、湖南、陕西、新疆等地，目前多处于在建及前期准备阶段，未来随着陆续投产，将持续增加煤炭产量、提高煤炭自给率。

公司在建电源项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力

截至 2018 年末，公司重要在建电源项目包括观音岩水电项目、雷州 2×100 万千瓦“上大压小”工程、长河坝水电站和东营火电项目等，预计投资规模合计 988.67 亿元，按预算投资比例计算，尚需投资 212.81 亿元。

观音岩水电站位于云南省丽江市华坪县（左岸）与四川省攀枝花市（右岸）交界的金沙江中游河段，为金沙江中游河段规划八个梯级电站的最末一个梯级。该工程以发电为主，兼顾防洪和供水。观音岩水电站水库正常蓄水位 1134 米，死水位 1122 米，电站装机容量 300（5×60）万千瓦。正常蓄水位以下库容为 20.72 亿立方米，调节库容 5.55 亿立方米，水库具有日周调节能力。观音岩水电站为一等大（1）型工程，挡水、泄水建筑物按 500 年一遇洪水设计，混凝土坝段按 5000 年一遇洪水校核，电站厂房及尾水建筑物按 200 年一遇洪水设计。

长河坝水电站位于四川省甘孜藏族自治州康定县境内，为大渡河干流水电梯级开发的第 11 级电站。长河坝水电站安装 4 台 65 万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量 260 万千瓦，电站水库总库容 10.75 亿立方米，调节库容 4.15 亿立方米，具有不完全年调节能力。长河坝采用砾石土心墙堆石坝，坝高 240 米，河床覆盖层深约 80 米，场区地震基本烈度为 8 度，大坝地震设防烈度为 9 度。

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。

表 3：截至 2018 年末公司重要在建项目情况

单位：亿元、%

项目名称	总投资规模	工程投入占预算比例	尚需投资	资金来源
广东大唐国际雷州发电有限责任公司-雷州 2×100 万千瓦“上大压小”工程	86.61	82.03	15.56	资本金和融资贷款
大唐巩义发电有限责任公司-2*660MW 火电工程	47.90	96.65	1.60	自有资金/融资
四川大唐国际甘孜水电开发有限公司-长河坝水电站	255.19	86.82	33.63	自有资金/融资
大唐观音岩水电开发有限公司-观音岩水电项目	275.48	92.08	21.82	股东资本金、银行及非银行金融机构借款、融资租赁
大唐东营发电有限公司-东营火电项目	87.13	54.98	39.23	资本金银行借款
鄂尔多斯市国源矿业开发有限责任公司-龙王沟煤矿	54.68	41.30	32.10	资本金、外部融资
大唐吉木萨尔五彩湾北一发电有限公司-煤电一体化电厂一期	46.28	48.24	23.95	银行融资
辽宁大唐国际葫芦岛热电有限责任公司-葫芦岛热电项目	29.41	75.52	7.20	自有资金，融资
广东大唐国际肇庆热电有限责任公司-高要金淘天然气热电冷联产项目	24.10	90.79	2.22	资本金、银行贷款
大唐国际发电股份有限公司内蒙古分公司-五间房矿区东一号矿井及选煤厂	54.43	34.80	35.49	自有资金
合计	988.67		212.81	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务主要包括煤炭开采、能源化工、科技环保、燃料经营等。自 2017 年起，公司不再从事能源化工业务。

煤炭产业方面，目前，公司控股煤炭项目 16 个，其中建成项目 3 个，分别为宝利煤矿、顺兴煤矿、刘园子煤矿。受益于煤炭去产能政策的逐步推动，2016 年~2018 年，公司煤炭开采业务分别实现收入 2.13 亿元、2.65 亿元和 6.95 亿元。

能源化工方面，公司主要投资建设了内蒙古多伦煤基烯烃项目、内蒙古克什克腾旗煤制天然气项目、辽宁阜新煤制天然气项目、内蒙古呼伦贝尔化肥项目。但由于项目周期长、投资规模大及缺乏相关技术和管理经验，公司该业务持续亏损。2016 年 6 月，公司通过豁免委托贷款（预计豁免本金不超过 100 亿元）、股权转让等债务重组方式，将相关子公司股权最终转让至国新博远投资（北京）有限公司和北京诚通资本运营有限公司，公司将不再从事该业务。2016 年，公司该业务实现收入 16.70 亿元，毛利润为-8.65 亿元。

公司依托电力和煤炭，开展了科技环保、燃料经营及物流等业务。2016 年~2018 年，公司科技环保业务分别实现收入 31.02 亿元、24.91 亿元和 28.72 亿元；燃料经营收入分别为 16.87 亿元、19.83 亿元和 16.93 亿元；物流业务收入分别为 20.44 亿元、27.34 亿元和 33.10 亿元，对营业收入和毛利润形成了良好的补充。

表 4：公司其他业务收入和毛利润情况

单位：亿元

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润
煤炭开采	2.13	-1.70	2.65	-0.33	6.95	4.51
能源化工	16.70	-8.65	-	-	-	-
科技环保	31.02	25.09	24.91	19.00	28.72	22.38
燃料经营	16.87	6.72	19.83	0.08	16.93	6.69
物流	20.44	3.10	27.34	3.67	33.10	3.60
金融	2.47	-3.10	4.85	-4.82	8.20	0.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

公司作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，近年来在财政补助方面持续得到了政府的有力支持。2016 年~2018 年，公司分别获得财政补助 18.26 亿元、5.54 亿元和 4.88 亿元，主要为节能环保补助、科技奖励、税收优惠等。

企业管理

产权结构

截至本报告出具之日，公司注册资本和实收资本分别为 370.00 亿元和 267.21 亿元，国务院国资委持有公司 90% 股权，社保基金会持有公司 10% 股权，国务院国资委为公司实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由国资委依照《公司法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规，代表国务院对发行人履行出资人职责。公司设立党组，设书记 1 名，其他党组成员若干名。董事长、党组书记原则上由一人担任。符合条件的党组成员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层；并按规定设立纪检组。

同时，公司设董事会、监事会和经理层。公司外部董事人数原则上应当超过董事会全体成员的半数，由国务院国资委委派。职工董事由职工代表担任，经职工代表大会、职工大会或其他民主形式选举产生。截至本报告出具之日，公司董事会成员 8 人，其中外部董事 5 人，职工董事 1 人。

公司设监事会，由国务院国资委代表国务院向公司派出。职工监事经发行人职工代表大会、职工大会或其他民主形式选举产生。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。公司设副总经理、总会计师，经总经理提名，由董事会聘任或解聘。

管理水平

公司本部设党组与董事会办公室（政策研究室）、办公厅、规划发展部、计划

营销部、人力资源部、财务管理部等职能部门。同时，公司建立了健全的制度管理体系，包括《中国大唐集团有限公司工作规则》、《中国大唐集团有限公司重大事项报告制度》、《中国大唐集团有限公司档案管理制度》、《中国大唐集团有限公司投资管理办法》、《中国大唐集团有限公司财务制度》等，从制度上加强和细化了发展战略规划、人力资源、资金财务、安全生产、市场营销、工程建设、下属公司治理以及监督审计等方面的管理。

综合看来，公司初步构建了规范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 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月合并财务报表。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年~2018 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。由于公司 2017 年审计报告对期初数据进行差错更正，本报告以调整前数据为准。公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2018 年末，公司纳入合并范围的全资及直接控股子公司共 43 家。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，构成以发电机组、设备等固定资产为主

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总资产分别为 7062.87 亿元、7208.06 亿元、7458.43 亿元和 7576.59 亿元。公司资产以非流动资产为主，占比 85%左右。

公司流动资产主要为货币资金、应收账款和存货。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 847.08 亿元、947.04 亿元、1128.88 亿元和 1220.97 亿元。2018 年末，公司货币资金为 233.86 亿元，其中受限规模 45.50 亿元，主要为央行存款保证金；应收票据及应收账款 392.71 亿元，主要为应收各省级电网公司的上网电费，账龄基本集中于 1 年以内；存货为 107.29 亿元，包括燃料、原材料和土地使用权等；其他流动资产 212.46 亿元，其中委托贷款余额 112.09 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 6215.79 亿元、6261.02 亿元、6329.55 亿元和 6355.61 亿元，主要由固定资产、在建工程和长期股权投资等构成。其中，固定资产是资产的最重要组成部分，2018 年末账面价值为 4628.83 亿元，主要为已投产发电机组、机械设备以及厂房建筑物等；在建工程为 841.77 亿元，主要为观音岩水电项目、雷州 2×100 万千瓦“上大压小”工程等。

公司长期股权投资规模较大，被投资对象主要包括煤炭、电力、银行等行业企业。截至 2018 年末，公司长期股权投资账面价值为 248.38 亿元，投资对象主要包括同煤大唐塔山煤矿有限公司、云南金沙江中游水电开发公司、内蒙古锡多铁路股份有限公司、富滇银行股份有限公司、福建宁德核电有限公司等，账面价值分别为 32.40 亿元、17.66 亿元、12.41 亿元、31.84 亿元和 61.56 亿元。

截至 2018 年末，公司受限资产为 454.94 亿元，主要包括受限的货币资金、应收账款、固定资产等。

资本结构

近年来，公司所有者权益增长较快，以实收资本、其他权益工具、资本公积和少数股东权益等为主

2016年~2018年末及2019年3月末，公司所有者权益分别为1305.69亿元、1444.53亿元、1758.28亿元和1766.73亿元。由于2017年发行永续中期票据规模较大，公司当年所有者权益有所增长。

公司所有者权益主要由实收资本、其他权益工具、资本公积等组成。2016年~2018年末及2019年3月末，公司实收资本分别为244.77亿元、267.21亿元、267.21亿元和267.21亿元；资本公积分别为143.14亿元、116.50亿元、168.99亿元和163.73亿元。2017年，公司完成全民所有制企业改革，并以2016年12月31日为基准日，将22.44亿元的资本公积转增实收资本；由于将直接持有大唐黑龙江发电有限公司等三家公司股权全部溢价转让至下属子公司大唐发电，且同年向大唐发电增资（持股比例由34.71%升高至53.09%），公司2018年增加资本公积57.94亿元。

截至2018年末，公司其他权益工具余额为628.49亿元，全部为已发行的永续债；少数股东权益为830.34亿元，规模较大主要系公司并表的控股子公司较多，且包括多家上市公司所致。

公司负债规模较为稳定，其中有息债务占比较高，债务率维持在较高水平且面临一定的短期偿债压力

2016年~2018年末及2019年3月末，公司负债总额分别为5757.18亿元、5763.53亿元、5700.15亿元和5809.86亿元，其中非流动负债占比分别为60.09%、60.33%、58.41%和63.17%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等构成，近年来相对保持稳定。2016年~2018年末及2019年3月末，公司流动负债分别为2297.80亿元、2286.16亿元、2370.83亿元和2139.56亿元。2018年末，公司短期借款为533.57亿元；应付票据及应付账款为585.77亿元，主要为应付工程款、燃料费和设备购置款等；一年内到期的非流动负债为670.21亿元；其他流动负债为248.79亿元，主要为已发行的短期应付债券。

公司非流动负债以长期借款、应付债券和长期应付款为主，近年来保持稳定。2016年~2018年末及2019年3月末，公司非流动负债分别为3459.38亿元、3477.38亿元、3329.32亿元和3670.29亿元。2018年末，公司长期借款为2826.09亿元；应付债券为355.23亿元，为已发行的中期票据、公司债等长期应付债券；长期应付款为98.28亿元，其中应付融资租赁款91.46亿元。

2016年~2018年末，公司全部债务分别为4777.81亿元、4862.85亿元和4787.00亿元，占负债总额比重分别为82.99%、84.37%和83.98%。2018年末，公司短期和长期有息债务分别为1514.22亿元和3272.78亿元，短期债务占比达到31.63%。考虑到已发行的永续债务融资工具规模较大，公司实际债务规模很大。

债务负担方面，2016年~2018年末及2019年3月末，公司资产负债率分别为81.51%、79.96%、76.43%和76.68%，处于较高水平；若将公司计入权益的账面价值628.49亿元永续债调整为债务后，则2018年末及2019年3月末，公司资产负

债率将分别上升至 84.85%和 84.97%，对公司债务结构影响较大。

2016 年~2018 年末，公司全部债务资本化比率分别为 78.54%、77.10%和 73.14%。

或有事项

1. 对外担保

截至 2018 年末，公司对参股企业及集团外企业担保余额合计 256.70 亿元，担保事项主要包括为大唐内蒙古多伦煤化工有限责任公司等参股企业银行贷款提供的连带责任保证，总体代偿风险一般。

2. 未决重大诉讼、仲裁情况

截至 2018 年末，公司涉诉讼案件 116 件，金额共计 52.91 亿元，涉诉主体包括子公司北京大唐燃料有限公司、大唐桂冠莱阳电力投资有限公司等。尽管涉讼案件数量较多，但单笔案件金额较小，预计不会对公司财务造成较大影响。2018 年末，公司针对诉讼案件已计提应收账款坏账准备 12.42 亿元，预付账款坏账准备 2.37 亿元，其他应收款坏账准备 13.34 亿元，预计负债 0.14 亿元。

盈利能力

随着平均上网电价回升及煤炭价格相对稳定运行，2018 年以来，公司盈利能力有所回升，但仍处在近三年的较低水平

2016 年~2018 年，公司分别实现营业收入 1583.61 亿元、1706.68 亿元和 1891.42 亿元，保持增长态势。同期，公司营业利润率分别为 22.63%、13.68%和 15.48%。2018 年以来，随着平均上网电价回升及煤炭价格相对稳定运行，公司营业利润率小幅回升。

2016 年~2018 年，公司期间费用分别为 251.33 亿元、232.59 亿元和 255.66 亿元，其中财务费用占比为 74.11%、78.30%和 77.34%，占比很高。同期，公司期间费用占营业收入的比重总体稳定下降，分别为 15.85%、13.60%和 13.49%。

表 5：2016 年~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	6.52	3.26	3.04
管理费用	58.55	47.21	54.89
财务费用	186.26	182.13	197.74
期间费用总额	251.33	232.59	255.66
期间费用占营业收入的比重	15.85	13.60	13.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年以来，公司利润总额大幅回升，盈利水平企稳。2016 年~2018 年，公司实现利润总额分别为 107.13 亿元、64.68 亿元和 95.98 亿元。同期，公司总资产收益率分别为 4.36%、3.66%和 3.92%；净资产收益率分别为 6.40%、3.49%和 3.50%。

2019 年 1~3 月，公司营业收入和利润总额分别为 470.05 亿元和 33.96 亿元，其中营业收入较上年同期基本持平，利润总额同比增长 103.71%。

现金流

公司现金获取能力很强，近年来经营活动现金流状况良好，投资活动现金流持续净流出

2016年~2018年，公司经营活动现金流入分别为1897.96亿元、1974.39亿元和2112.98亿元，基本为电力及热力等业务收入形成的现金流入；经营活动现金流出分别为1406.55亿元、1559.08亿元和1718.15亿元，以购买煤炭等原材料支出为主；经营性净现金流分别为491.40亿元、415.31亿元和394.83亿元。同期，公司现金收入比分别为107.98%、109.34%和106.53%，现金获取能力很强。

2016年~2018年，公司投资活动现金流入分别为199.17亿元、170.97亿元和665.65亿元，主要来自收回投资形成的现金；投资活动现金流出分别为694.18亿元、653.39亿元和929.23亿元，为建设电站及对外投资的现金支出；投资性净现金流分别为-495.01亿元、-482.42亿元和-263.58亿元，现金需求很大。

由于经营性净现金流可基本满足投资活动需求，同时加强了债务管理力度，公司近年来筹资活动净现金流很小。2016年~2018年，公司筹资活动现金流入分别为3009.43亿元、3068.01亿元和2706.03亿元，主要为通过债务性融资形成的现金流入；筹资活动现金流出分别为3014.90亿元、3023.66亿元和2709.46亿元，为偿还债务、分配股利形成的现金流出；筹资性净现金流分别为-5.47亿元、44.35亿元和-3.43亿元。

2016年~2018年，公司期末现金及现金等价物净增加额分别为-8.72亿元、-23.90亿元和127.43亿元，2018年同比大幅改善。

2019年1~3月，公司经营性净现金流103.21亿元，投资性净现金流-70.82亿元，筹资性净现金流为-76.77亿元。

偿债能力

公司在国内电力市场具有很强的竞争优势，近三年经营活动现金流状况良好，同时银行授信额度充足，具有很强的现金调配能力，综合偿债能力极强

从短期偿债能力来看，2016年~2018年末及2019年3月末，公司流动比率分别为36.86%、41.43%、47.62%和57.07%，速动比率分别为29.70%、34.57%、43.09%和52.16%，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，2016年~2018年末，公司长期债务资本化比率为72.23%、70.28%和65.05%，长期偿债压力较大。2016年~2018年，公司全部债务/EBITDA分别为7.65倍、8.38倍和7.59倍，EBITDA利息倍数分别为3.23倍、3.08倍和3.04倍，EBITDA对债务和利息支出的保障程度较高。公司经营性现金流状况良好，主要来自经营稳定的电力业务，对到期债务偿还具有较好的保障作用。

同时，公司银行授信额度充足，现金调配能力很强。截至2019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折合人民币为11170.45亿元，已使用授信总额折合人民币为4408.03亿元，剩余额度为6762.42亿元。

本期债券拟发行额为不超过50.00亿元，扣除相关发行费用之后，拟全部用于偿还公司债务，预计对公司现有资本结构影响很小。

总体来看，尽管流动资产对流动负债的保障程度很低，但公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，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。东方金诚认为，公司综合偿债能力极强，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 2019 年 4 月 2 日，公司本部无不良类贷款。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。

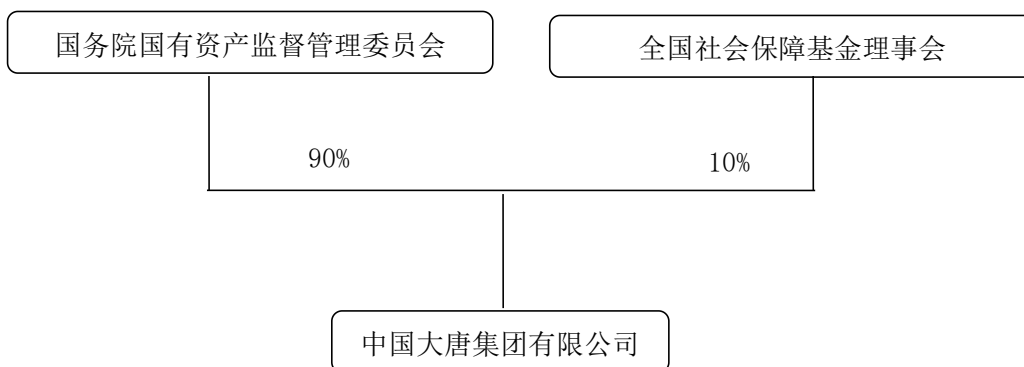
结论

东方金诚认为，公司作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，发电设备装机规模优势突出，发电量处于行业领先水平，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势；公司电源结构和区域分布多元化程度高，利于降低对单一电源和市场的依赖，近年来机组运营效率保持行业较高水平；随着全国用电量增速的回升，公司近三年发电量及收入规模保持逐年增长趋势；公司经营活动现金流状况良好，同时银行授信额度充足，现金调配能力很强，对到期债务偿还的保障程度很高。

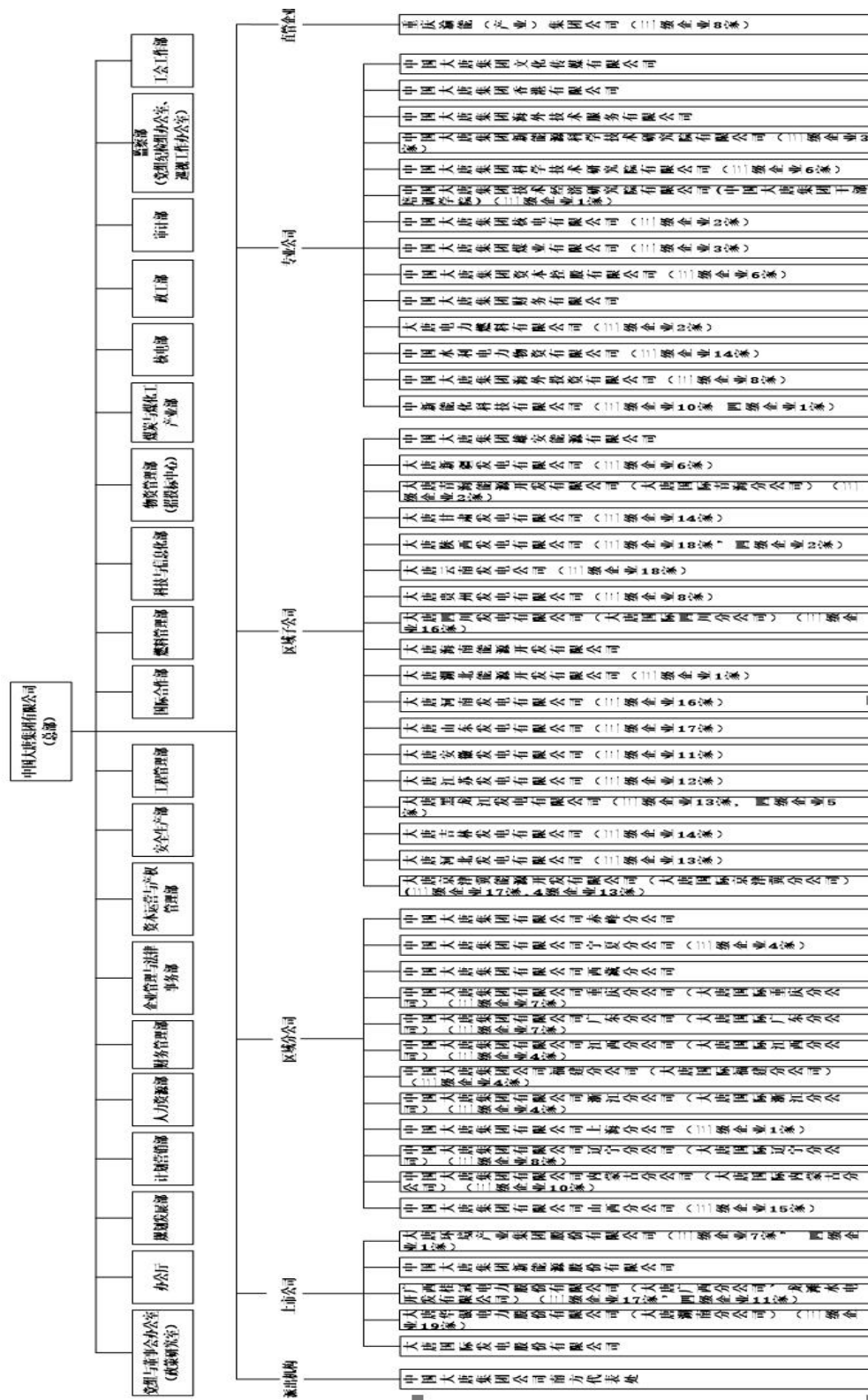
同时，东方金诚也关注到，受全国煤炭价格的大幅上涨并维持高位运行影响，公司 2016 年以来的盈利处于较低水平；公司在建和拟建项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；公司有息债务规模很大、债务率处于较高水平。

综上所述，公司的主体信用风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至本报告出具日公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表（单位：亿元）

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
货币资金	107.62	88.82	233.86	183.20
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.02	10.36	10.66	13.39
应收票据	29.37	33.21	392.71	35.79
应收账款	299.67	327.13		399.89
预付款项	52.29	57.25	47.97	73.01
应收保费	-	-	-	0.00
应收利息	0.34	1.88	99.49	133.42
应收股利	2.23	2.23		
其他应收款	39.31	45.72		
买入返售的金融资产	0.00	5.00	0.00	15.00
存货	164.65	156.61	107.29	105.02
合同资产	-	-	2.42	6.11
持有待售的资产	0.00	0.06	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	1.77	9.06	22.01	23.31
其他流动资产	149.80	209.73	212.46	232.82
流动资产合计	847.08	947.04	1128.88	1220.97
发放委托贷款及垫款	6.55	14.29	14.26	22.49
可供出售金融资产	100.58	103.59	62.15	88.94
长期应收款	35.25	54.53	33.07	48.98
长期股权投资	226.99	229.74	248.38	253.52
其他权益工具投资	-	-	13.89	0.41
其他非流动金融资产	-	-	42.73	0.00
投资性房地产	11.56	13.32	19.03	24.18
固定资产	4371.92	4656.84	4628.83	4644.19
在建工程	1023.21	733.68	841.77	830.82
工程物资	23.11	29.28		
无形资产	222.39	218.56	226.80	224.62
开发支出	1.20	0.94	1.42	1.53
商誉	22.20	22.20	20.99	21.49
长期待摊费用	6.54	9.93	18.37	20.19
递延所得税资产	38.80	58.90	58.42	58.00
其他非流动资产	125.48	115.24	99.45	116.25
非流动资产合计	6215.79	6261.02	6329.55	6355.61
资产总计	7062.87	7208.06	7458.43	7576.59

附件三：公司合并资产负债表（续表）（单位：亿元）

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期借款	478.08	745.44	533.57	581.31
吸收存款及同业存款	8.38	4.80	21.62	0.53
拆入资金	20.00	5.00	0.00	0.00
衍生金融负债	0.00	0.09	0.00	0.00
应付票据	64.53	48.58	585.77	63.53
应付账款	565.29	530.78		634.86
预收款项	56.88	33.87	12.86	24.55
合同负债	-	-	13.64	4.96
应付职工薪酬	12.57	11.79	10.42	11.31
应交税费	27.77	38.34	46.23	41.95
应付利息	18.04	20.31	227.72	186.17
应付股利	15.44	13.94		
其他应付款	191.96	176.80		
持有待售的负债	0.00	0.00	0.00	0.40
一年内到期的非流动负债	352.71	489.07	670.21	342.83
其他流动负债	486.15	167.35	248.79	247.15
流动负债合计	2297.80	2286.16	2370.83	2139.56
长期借款	2865.85	2893.62	2826.09	3106.66
应付债券	411.92	393.67	355.23	375.32
长期应付款	127.94	137.45	98.28	118.74
专项应付款	2.11	1.64		
长期应付职工薪酬	0.03	0.03	0.23	0.19
预计负债	1.82	2.19	1.64	1.37
递延收益	41.05	40.79	38.88	35.05
递延所得税负债	7.05	6.51	7.47	7.12
其他非流动负债	1.59	1.48	1.52	25.84
非流动负债合计	3459.38	3477.38	3329.32	3670.29
负债合计	5757.18	5763.53	5700.15	5809.86
实收资本（股本）	244.77	267.21	267.21	267.21
其他权益工具	263.51	368.49	628.49	627.85
资本公积	143.14	116.50	168.99	163.73
其他综合收益	-4.08	-4.00	-6.68	-5.01
专项储备	1.07	1.03	1.04	1.19
盈余公积	0.00	0.00	1.90	1.90
一般风险准备	0.00	4.25	7.53	6.97
未分配利润	-136.14	-136.65	-140.54	-132.08
归属于母公司所有者权益	512.27	616.83	927.93	931.76
少数股东权益	793.42	827.70	830.34	834.97
所有者权益合计	1305.69	1444.53	1758.28	1766.73

负债和所有者权益总计	7062.87	7208.06	7458.43	7576.59
------------	---------	---------	---------	---------

附件四：公司合并利润表（单位：亿元）

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
一、营业总收入	1585.83	1709.87	1895.43	470.96
其中：营业收入	1583.61	1706.68	1891.42	470.05
利息收入	1.94	2.99	3.85	0.90
手续费及佣金收入	0.28	0.21	0.16	0.01
二、营业总成本	1477.37	1719.84	1865.39	450.42
其中：营业成本	1200.27	1448.41	1570.31	385.79
利息支出	0.90	1.47	1.14	0.03
手续费及佣金支出	0.00	0.00	0.05	0.01
税金及附加	25.05	24.76	28.23	7.41
销售费用	6.52	3.26	3.04	0.70
管理费用	58.55	47.21	54.89	7.71
研发费用	-	-	0.70	0.08
财务费用	186.26	182.13	197.74	49.05
资产减值损失	-0.18	12.61	7.17	-0.27
信用减值损失	-	-	2.13	0.00
加：公允价值变动收益	-0.02	8.48	4.04	0.00
投资收益	-24.69	38.43	50.17	11.38
资产处置收益	0.00	0.00	1.05	0.00
汇兑损益	0.00	0.00	0.01	0.00
其他收益	0.00	15.03	13.42	1.68
三、营业利润	83.76	51.97	98.72	33.60
加：营业外收入	27.05	16.64	9.39	0.76
减：营业外支出	3.68	3.93	12.12	0.40
四、利润总额（亏损总额为“-”）	107.13	64.68	95.98	33.96
减：所得税费用	23.57	14.27	34.37	8.75
五、净利润（净亏损以“-”）	83.56	50.41	61.61	25.21
归属于母公司所有者的净利润	16.20	23.09	21.39	14.13
少数股东损益	67.36	27.31	40.22	11.08

附件五：公司合并现金流量表（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1709.95	1866.07	2015.00	503.69
客户存款和同业存放款项净增加额	-2.70	-2.35	16.82	-3.73
向其他金融机构拆入资金净增加额	20.00	-15.00	-5.00	0.00
收取利息、手续费及佣金的现金	2.40	2.52	3.74	0.94
回购业务资金净增加额	0.00	2.09	-2.09	0.00
收到的税费返还	7.59	8.75	6.92	0.54
收到的其他与经营活动有关的现金	160.73	112.32	77.58	54.29
经营活动现金流入小计	1897.96	1974.39	2112.98	555.74
购买商品、接受劳务支付的现金	896.90	1169.81	1221.44	300.77
客户贷款及垫款净增加额	1.41	1.35	3.84	0.66
存放中央银行和同业款项净增加额	2.33	1.15	7.39	1.47
支付利息、手续费及佣金的现金	1.07	0.70	0.77	0.03
支付给职工以及为职工支付的现金	148.49	142.52	160.16	37.65
支付的各项税费	217.27	153.98	164.37	49.22
支付的其他与经营活动有关的现金	139.08	89.56	160.18	62.72
经营活动现金流出小计	1406.55	1559.08	1718.15	452.52
经营活动产生的现金流净额	491.40	415.31	394.83	103.21
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	118.38	149.55	616.81	110.98
取得投资收益收到的现金	15.76	15.49	18.58	1.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	16.91	1.49	0.37	0.36
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1.03	0.00	29.30	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	47.09	4.45	0.59	2.19
投资活动现金流入小计	199.17	170.97	665.65	115.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	436.97	339.96	332.57	55.38
投资所支付的现金	254.51	308.03	595.68	129.97
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.97	0.31	0.00	0.00
支付的其他与投资有关的现金	1.74	5.09	0.98	0.71
投资活动现金流出小计	694.18	653.39	929.23	186.06
投资活动产生的现金流量净额	-495.01	-482.42	-263.58	-70.82
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	26.07	79.09	54.14	0.98
取得借款所收到的现金	2894.29	2866.18	2525.34	356.93
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	89.07	122.73	126.55	10.69
筹资活动现金流入小计	3009.43	3068.01	2706.03	368.60
偿还债务所支付的现金	2678.41	2732.43	2414.38	388.28

分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金	305.99	270.87	273.01	53.66
支付其他与筹资活动有关的现金	30.51	20.35	22.06	3.43
筹资活动现金流出小计	3014.90	3023.66	2709.46	445.37
筹资活动产生的现金流量净额	-5.47	44.35	-3.43	-76.77
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.35	-1.14	-0.38	-0.09
五、现金及现金等价物净增加额	-8.72	-23.90	127.43	-44.46

附件六：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

将净利润调节为经营活动现金流量	2016年	2017年	2018年
1、净利润	83.56	50.41	61.61
减：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
信用资产减值损失	0.00	0.00	2.13
资产减值准备	-0.18	12.61	7.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	331.57	316.17	328.19
无形资产摊销	4.26	6.27	4.27
长期待摊费用的摊销	1.79	2.78	2.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-4.30	-0.62	-1.08
固定资产报废损失	0.12	0.06	2.07
公允价值变动损失	0.02	-8.48	-4.04
财务费用	186.45	181.51	194.64
投资损失	24.69	-38.43	-50.17
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-22.97	-19.94	0.37
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-0.49	-0.54	-0.27
存货的减少(增加以“-”号填列)	-8.76	3.97	52.01
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-213.56	-37.40	-106.12
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	109.23	-53.08	-98.14
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00
预提费用增加	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	491.40	415.31	394.83
2、现金与现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	86.91	60.93	188.36
减：现金的期初余额	95.63	84.84	60.93
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-8.72	-23.90	127.43

附件七：公司主要财务指标

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年3月
盈利能力				
营业利润率(%)	22.63	13.68	15.48	-
总资本收益率(%)	4.36	3.66	3.92	-
净资产收益率(%)	6.40	3.49	3.50	-
偿债能力				
资产负债率(%)	81.51	79.96	76.43	76.68
长期债务资本化比率(%)	72.23	70.28	65.05	-
全部债务资本化比率(%)	78.54	77.10	73.14	-
流动比率(%)	36.86	41.43	47.62	57.07
速动比率(%)	29.70	34.57	43.09	52.16
经营现金流流动负债比(%)	21.39	18.17	16.65	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.23	3.08	3.04	-
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	8.38	7.59	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	-0.01	0.03	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-0.02	-0.36	0.63	-
经营效率				
销售债权周转次数	-	4.95	5.02	-
存货周转次数(次)	-	9.02	11.90	-
总资产周转次数(次)	-	0.24	0.26	-
现金收入比(%)	107.98	109.34	106.53	107.16
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	2.06	2.76	-
营业收入年平均增长率(%)	-	7.77	9.29	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-39.62	-5.34	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期债券发行额(倍)	12.49	11.61	12.61	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	37.96	39.49	42.26	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	9.83	8.31	7.90	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.07	-1.34	2.62	-

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
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	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资产收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
流动比率	$\text{流动资产}/\text{流动负债}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n 年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 n 年}}\right]^{1/(n-1)}-1 \times 100\%$
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券发行额	$\text{EBITDA}/\text{本期债券发行额}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券发行额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券发行额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券发行额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+长期应付款（付息项）

短期有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债+其他流动负债（付息项）

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件九：企业主体及长期债券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。

关于中国大唐集团有限公司公开发行 2019年可续期公司债券（第二期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“中国大唐集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券（第二期）”的存续期内密切关注中国大唐集团有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等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，在中国大唐集团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，东方金诚将向中国大唐集团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，中国大唐集团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。如中国大唐集团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

2019年5月17日

