

中国大唐集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新 可续期公司债券（第四期）信用 评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【1147】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

中国大唐集团有限公司2025年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第四期）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	AAAsti
评级日期	2025-7-31

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，经营业绩向好，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公司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、不良类担保，合并报表范围变化对公司盈利能力和杠杆水平产生一定影响，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

发行金额：注册规模为不超过 500 亿元，本期发行总额不超过 10 亿元（含 10 亿元）

发行期限：本期债券基础期限为 10 年，以每 10 个计息年度为 1 个周期，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期（即延长 10 年）；公司不行使续期选择权则全额到期兑付本期债券

偿还方式：若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择在该周期末到期全额兑付本期债券，则本期债券到期一次性偿还本金；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：本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

发行目的：扣除发行费用后，拟将用于生产性支出，包括偿还有息债务、补充流动资金、项目投资及运营等符合法律法规要求的用途

联系方式

项目负责人：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

项目组成员：宁昕
ningx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	9,249.87	9,228.88	8,686.43	8,494.49
归母所有者权益	964.53	973.05	960.99	919.88
总债务	--	6,473.13	6,126.23	6,061.72
营业收入	644.42	2,580.54	2,564.40	2,526.74
净利润	57.15	156.93	90.25	67.08
经营活动现金流净额	166.76	681.52	648.58	657.37
净债务/EBITDA	--	8.39	9.13	10.00
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.09	3.31
总债务/总资本	--	78.47%	79.46%	80.87%
FFO/净债务	--	6.59%	5.35%	4.02%
EBITDA 利润率	--	29.82%	26.07%	23.56%
总资产回报率	--	3.86%	3.53%	3.36%
速动比率	0.62	0.46	0.50	0.48
现金短期债务比	--	0.04	0.06	0.11
销售毛利率	17.55%	17.04%	14.61%	11.74%
资产负债率	70.12%	70.50%	70.53%	71.98%
公司本部	2025.3	2024	2023	2022
总资产	1,919.46	1,932.13	1,915.80	1,861.49
所有者权益	1,210.68	1,226.32	1,257.90	1,199.12
营业收入	7.12	32.20	56.36	25.46
净利润	-2.17	23.70	30.81	12.19
经营活动现金流净额	-3.42	31.01	18.21	-5.85
销售毛利率	20.65%	13.04%	3.74%	-11.19%
资产负债率	36.93%	36.53%	34.34%	35.58%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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，盈利能力提升，融资渠道通畅。**受益于火电燃料成本下降，公司经营业绩向好，经营活动现金流持续净流入，银行授信额度充足，截至 2025 年 3 月末，尚未使用的授信额度规模大，资金调配能力很强，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，2022-2024 年国务院国资委分别向公司增加国有资本金投入 55.00 亿元、31.19 亿元和 6.22 亿元。政府补助方面，2022-2024 年公司分别获得政府补助 19.07 亿元、17.61 亿元和 16.58 亿元。

关注

- **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，截至 2025 年 3 月末公司在建的风电、水电重要项目预算数为 466.39 亿元，尚需投资 322.91 亿元，投资资金需求较高。
- **公司未决诉讼金额较大，存在大额关注类、不良类担保，需关注其后续进展及对经营业绩的影响。**根据公司 2024 年审计报告，公司存在多项未决诉讼或未决仲裁；另外，根据公司提供的企业信用报告（查询日：2025 年 7 月 8 日），存在关注类担保余额 269.44 亿元、不良类余额 4.06 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。
- **中新能化科技有限公司（以下简称“中新能化”）纳入公司合并报表范围对公司盈利能力和杠杆水平产生一定影响。**截至 2024 年末，中新能化资产总额 658.11 亿元、负债总额 1,008.79 亿元、净资产-350.67 亿元，占公司合并口径的比重分别为 7.13%、15.50%和-12.88%；2024 年中新能化实现营业收入 139.77 亿元、净利润-11.29 亿元，占公司合并口径的比重分别为 5.42%和-7.19%。中新能化纳入公司合并报表范围后，对公司利润、债务规模、杠杆水平产生一定影响。
- **本期债券清偿顺序劣后于公司普通债务。**本期债券具有续期选择权、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，若公司选择行使续期权，则票面利率或将跃升，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	12,175.43	17,076.13	18,770.49	9,228.88
营业收入	3,198.34	3,916.11	3,954.68	2,580.54
净利润	329.47	400.24	378.14	156.93
资产负债率	68.38%	68.75%	68.60%	70.50%
可控装机容量（亿千瓦）	2.42	2.43	2.37	1.98

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）华能集团和国家电投的可控装机容量为 2023 年数据；表中其余数据为 2024 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
科技创新债券评级方法	cspy_ffmx_2025V1.0

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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	3/9
	行业风险状况	盈利状况	非常强
	经营状况	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，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，并变更为现名。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本分别为370.00亿元和408.11亿元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。根据公司于2025年7月29日发布的《中国大唐集团有限公司关于合并范围变动导致净资产减少的公告》，根据公司董事会决议，公司将中新能化纳入公司合并报表范围，截至2025年7月29日，公司持有中新能化35%股权。截至2024年末，中新能化资产总额658.11亿元、负债总额1,008.79亿元、净资产-350.67亿元，占公司合并口径的比重分别为7.13%、15.50%和-12.88%；2024年中新能化实现营业收入139.77亿元、净利润-11.29亿元，占公司合并口径的比重分别为5.42%和-7.19%。中新能化纳入公司合并报表范围后，公司合并范围内煤化工业务规模将进一步扩张，但同时公司负债总额增加，净资产规模下降，对公司盈利能力、杠杆水平产生一定影响。

截至2024年末，公司纳入合并报表范围的子公司共计974家，其中二级子公司50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	3,226.02	934.84	1,234.74	68.58
大唐新能源	1,155.74	375.74	125.76	26.18
桂冠电力	502.08	219.40	95.98	26.36
华银电力	280.68	17.63	83.48	-1.03
大唐环境	153.48	75.10	57.71	5.52

注：财务数据为2024年数据。

资料来源：Wind，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2025年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第四

¹ 因公司尚未完成工商变更，注册资本与实收资本不一致。

期)。

发行金额：注册规模为不超过500亿元，本期债券发行金额为不超过10亿元（含10亿元）。

债券期限：本期债券基础期限为10年，以每10个计息年度为1个周期，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期（即延长10年）；公司不行使续期选择权则全额到期兑付本期债券。

债券利率及其确定方式：本期债券采用固定利率形式，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将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

本期债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前250个交易日由中国债券信息网（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10年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为首个周期票面利率与初始基准利率之间的差值，并在后续重置票面利率时保持不变。

重新定价周期适用的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。如果公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期当期的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。当期基准利率为重新定价周期起息日前250个交易日由中国债券信息网（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10年的国债收益率算术平均值（四舍五入到0.01%）。

付息方式：在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，本期债券采用单利计息，付息频率为按年付。

兑付金额：若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择在该周期末到期全额兑付本期债券，则本期债券到期一次性偿还本金。

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。

续期选择权：本期债券以每10个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长10年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。

递延支付利息选择权：本期债券附设公司递延支付利息选择权，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或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的行为。公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日发布递延支付利息公告。

强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定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。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（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。

赎回选择权：除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。公司如果进行赎回，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。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

1、公司因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而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的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

2、公司因会计准则变更进行赎回。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。

募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将用于生产性支出，包括偿还有息债务、补充流动资金、项目投资及运营等符合法律法规要求的用途。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议

的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

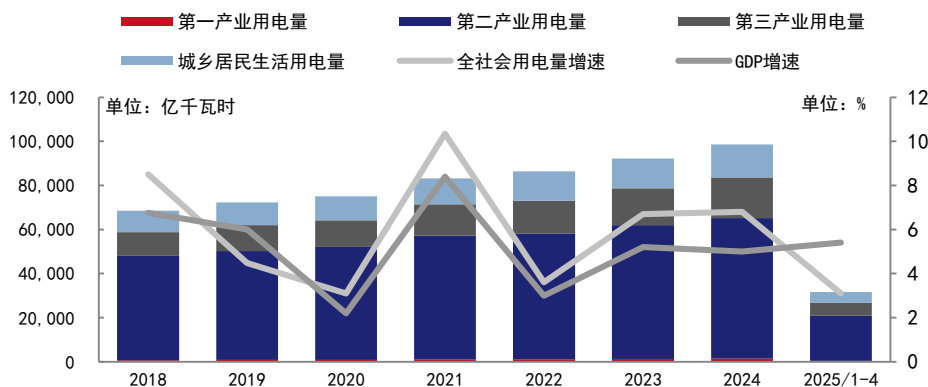
行业环境

电力行业

2025 年，预计电力供需形势总体紧平衡，在电力市场化改革深入推进以及“双碳”战略目标背景下，煤电机组维持其“保供兜底”重要电源地位，电力供给稳步向调峰电源转型，风电及太阳能发电仍为新能源电力快速发展的主要推动力，“风光”比例将持续提高，水电仍有一定发展空间

随着国民经济回稳向好，预计 2025 年全国电力需求将保持平稳增长。需求端看，2025 年以来，我国电力消费延续较快增长势头，1-4 月全国规上工业增加值同比增长 6.4%，全社会用电量 3.16 万亿千瓦时，同比增长 3.1%；其中，第一产业用电量 0.04 万亿千瓦时，同比增长 10.0%；第二产业用电量 2.05 万亿千瓦时，同比增长 2.3%；第三产业用电量 0.59 万亿千瓦时，同比增长 6.0%；城乡居民生活用电量 0.48 万亿千瓦时，同比增长 2.5%。

图 1 我国全社会用电量

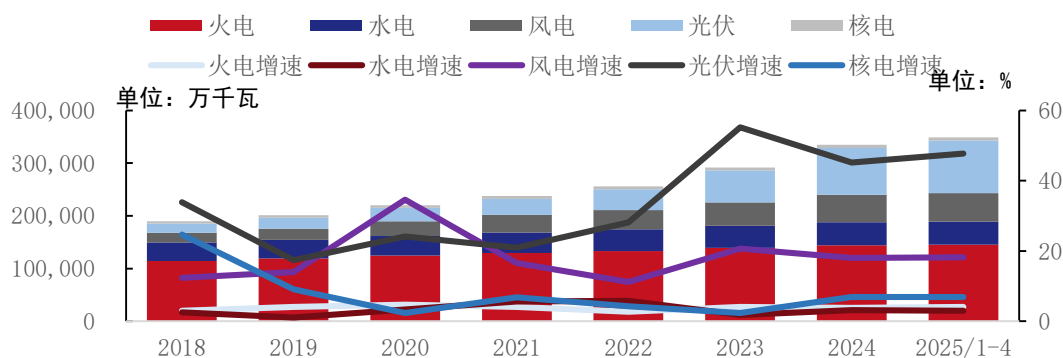


注：图中 2025/1-4 的 GDP 增速数据为 2025 年一季度我国 GDP 总量同比增速

资料来源：Wind，中证鹏元整理

预计 2025 年风电和太阳能发电是新增装机的主力，火电在维持支撑性、基础性电源地位的同时稳步向调峰电源转型，水电发展仍有一定空间，核电处于加快核准的突破期。从电力供应来看，截至 2025 年 4 月末，我国并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量分别为 1,455.00GW、992.05GW、541.19GW、437.72GW、60.83GW，占比分别为 41.7%，28.5%，15.5%，12.6%，1.7%，其中新能源装机容量占比为 44.0%，电力行业绿色低碳转型成效显著。

图 2 近年我国各品类电源装机情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

分电源看，火电方面，逐步完成“低碳转型”和“基础性、调节性电源转型”。进入 2024 年后火电装机核准及建设节奏明显放缓，2024 年 1-9 月，火电装机核准量为 24.13GW，同比降低 61.37%；火电机组开工量为 66.8GW，同比降低 21.6%；火电机组投产量为 31.7GW，同比降低 18.8%。结合国家新核准的火电项目情况，未来我国火电投资仍将主要集中于大型煤电一体化、风光火储一体化、特高压外送及淘汰落后产能后的同规模置换等项目。随着在建项目稳步推进，叠加 2023 年 11 月出台的煤电容量电价机制，未来火电仍作为我国电力安全稳定供应的基础电源及灵活调节及容量支撑型电源，未来一段时间内仍将维持主力电源地位。

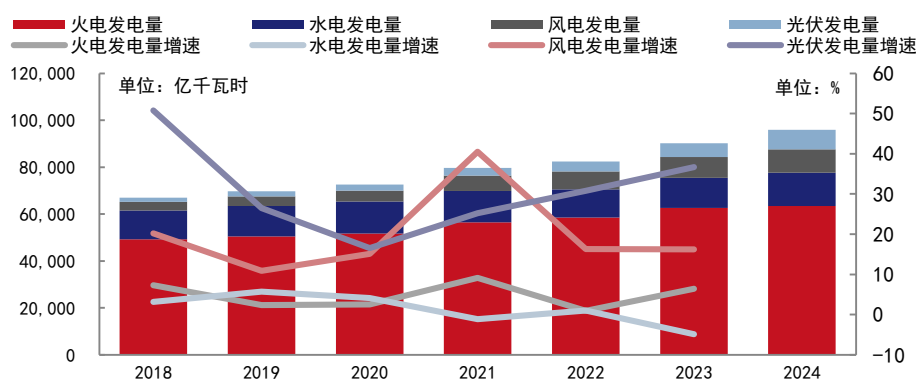
水电方面，我国水电投资额、水电及抽水蓄能装机规模将保持增长。2024 年，我国水电装机规模新增 1,378 万千瓦，其中常规水电 625 万千瓦，抽水蓄能 753 万千瓦。截至 2024 年 12 月末，全国水电累计装机容量达 4.36 亿千瓦，其中常规水电 3.77 亿千瓦，抽水蓄能 5869 万千瓦。整体看，川滇黔桂及西藏部分流域水电装机仍有增量，预计“十四五”期间，我国水电投资额、水电及抽水蓄能装机规模将保持增长。

风电和太阳能发电方面，在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，装机规模目标超前完成，已成为装机增量的主体。2024 年，风电和太阳能发电合计新增装机 3.6 亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到 82.6%。其中新增太阳能装机 2.78 亿千瓦；新增风电装机 7,982 万千瓦。截至 2024 年年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到 14.5 亿千瓦，首次超过火电装机规模。近年来，政府部门持续出台各类政策鼓励风电等新能源行业持续健康发展，目前我国风电和光伏的装机规模已超额完成国内《2030 年前碳达峰行动方案》提出的“2030 年 12 亿千瓦”目标。另一方面，我国风电产业链的快速发展、风电技术持续进步以及风电度电成本的不断降低等诸多因素为整个风电市场扩容打下坚实基础。整体来看，风电和太阳能发电是我国能源转型的主要推力，未来装机规模将持续增长。

受益于机组规模提升及全社会用电量的增长，各类机组发电量同比增长，其中风光发电量占比逐渐提高以及来水偏丰，对火电发电形成一定挤压。2024 年我国总发电量 9.42 万亿千瓦时，同比增长

4.6%，其中，以燃煤发电为核心的火力发电量为 63,437.7 亿千瓦时，同比增长 1.5%，占比下降至 67.36%；水力发电量为 12,742.5 亿千瓦时，同比增长 10.7%，占我国总发电量的比例提升至 13.53%。风力发电量为 9,360.5 亿千瓦时，同比增长 11.1%，占比升至 9.94%；太阳能发电量为 4,190.8 亿千瓦时，同比暴增 28.2%，占我国总发电量的比例扩张至 4.45%；核能发电量为 4,449 亿千瓦时，同比增长 2.7%，占比降至 4.72%。

图3 近年我国各品类电源发电量情况

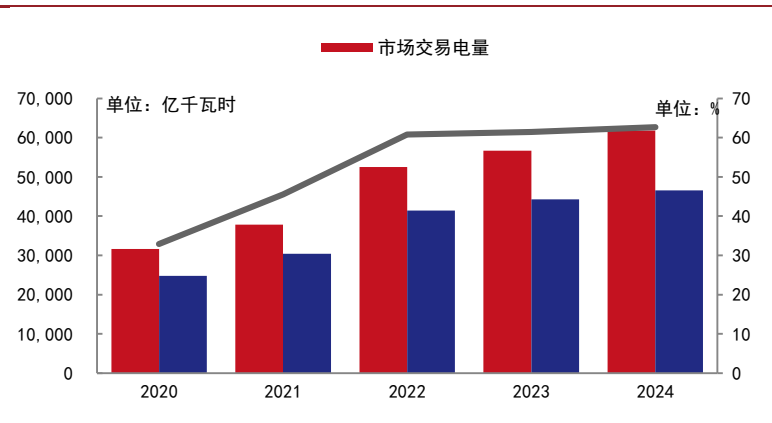


资料来源：Wind，中证鹏元整理

全国发电设备平均利用小时数继续走低，各类电源运行效率有所分化，风光利用小时数整体承压，部分地区新能源消纳压力凸显。设备利用小时方面，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用 3,442 小时，比上年同期减少 157 小时。分类型看，火电 4,400 小时，同比降低 76 小时，其中煤电 4,628 小时，同比降低 62 小时；并网风电 2,127 小时，同比降低 107 小时；并网太阳能发电 1,211 小时，同比降低 81 小时。风电和太阳能发电设备利用小时同比下降，一方面是由于 2024 年全国平均风速、全国水平面辐照量均同比下降，另一方面是部分地区风电和太阳能发电利用率同比下降所致。

随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度不断加深，电价竞争压力或将进一步加大。2024 年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量 61,795.7 亿千瓦时，同比增长 9.0%，占全社会用电量比重为 62.7%，占电网售电量比重为 76%，同比增长 1 个百分点。2024 年全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 46,535.9 亿千瓦时，同比增长 5.1%。2025 年 2 月 9 日，国家发改委与国家能源局联合发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，主要包含三方面内容：一是推动新能源上网电价全面由市场形成，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成；二是建立支持新能源可持续发展的价格结算机制；三是区分存量和增量项目分类施策，2025 年 6 月 1 日以前投产的存量项目，通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接；2025 年 6 月 1 日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。

图4 近年全国市场交易电量及占比



资料来源：中电联，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

公司收入主要来源于电力及热力销售收入，近年该业务收入占比均超过90%，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。毛利率方面，随着煤炭价格回落，以及煤电容量电价机制的实施，公司销售毛利率逐步提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	639.27	99.20%	17.23%	2,561.48	99.26%	16.79%
其中：电力及热力	589.98	92.29%	16.85%	2,386.59	92.48%	15.41%
非电力及热力	49.29	7.71%	21.77%	174.89	6.78%	35.59%
其他业务收入	5.15	0.80%	57.86%	19.06	0.74%	51.10%
合计	644.42	100.00%	17.55%	2,580.54	100.00%	17.04%

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	2,540.58	99.07%	13.95%	2,485.66	98.37%	10.72%
其中：电力及热力	2,331.42	90.91%	11.93%	2,274.24	90.01%	7.33%
非电力及热力	209.16	8.16%	36.52%	211.42	8.37%	47.17%
其他业务收入	23.82	0.93%	85.04%	41.07	1.63%	73.46%
合计	2,564.40	100.00%	14.61%	2,526.74	100.00%	11.74%

注：其他业务包括金融业务、科技环保等。

资料来源：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，公司在役发电资产广泛分布在全国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	2023 年	2022 年
可控装机容量	19,799.32	18,074.22	17,015.46

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

电源结构方面，公司装机以火电机组为主，近年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，风电等新能源领域快速发展。截至2024年末，火电装机容量占公司可控装机容量的比例降至55.17%。

表4 公司装机容量情况（单位：万千瓦、%）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	装机容量	占比	装机容量	占比	装机容量	占比
火电	10,923.72	55.17	10,672.60	59.05	10,709.15	62.94
水电	2,773.24	14.01	2,773.24	15.34	2,770.77	16.28
风电	3,623.40	18.30	3,074.35	17.01	2,675.97	15.73
其他	2,478.96	12.52	1,554.03	8.6	859.58	5.05
合计	19,799.32	100.00	18,074.22	100	17,015.46	100.00

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

机组容量方面，近年公司优先发展大容量、高参数机组。截至2024年末，公司火电机组结构继续优化，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。

表5 公司火电机组综合指标情况

项目	2024 年	2023 年	2022 年
60 万千瓦以上机组占比（%）	56.94	55.51	55.14
30 万千瓦及以上机组占比（%）	94.70	94.32	94.21
供电煤耗（克/千瓦时）	295.38	295.06	295.85
火电利用小时数（小时）	4,123.00	4,142.16	4,004.69

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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。上网电价方面，因电源结构调整，上网电价水平较低的新能源上网电量占比提升；叠加煤炭价格下降，2024年公司火电上网电价同比下降，带动公司平均上网电价（含税）有所下降。

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	2023 年	2022 年
发电量	6,251.93	5,967.18	5,884.62
其中：火电机组	4,445.68	4,410.88	4,245.08

水电机组	915.16	793.61	985.64
风电机组	683.47	629.02	573.92
上网电量	5,903.33	5,547.96	5,558.84
平均上网电价（含税）	0.4386	0.4519	0.4456
其中：火电	0.4765	0.4846	0.4834
水电	0.2562	0.2556	0.2490

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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；同时也需关注项目建成后的电力消纳情况

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2025年3月末，公司主要在建工程项目预算数为466.39亿元，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143.48亿元，投资资金规模较大，有较大的融资需求。同时，随着全国电力体制改革的不断推进，未来电力消纳将持续面临较大的市场竞争。

表7 截至 2025 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

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	435,570	20%	67,509	7 年	35%
山东郓城火电创新示范项目	923,439	366,898	20%	41,897	2.25 年	40%
株洲 2×100 万千瓦扩能升级改造	849,804	381,218	20%	59,199	2.25 年	45%
大唐吕四港 2×100 万千瓦扩建项目	819,936	105,528	20%	7,889	2.25 年	13%
大唐潮州电厂 5-6 号机组项目	839,413	145,614	20%	24,452	2.33 年	17%
合计	4,663,940	1,434,828	-	200,946	-	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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，2022-2024年国务院国资委分别向公司增加国有资本金投入55.00亿元、31.19亿元和6.22亿元。政府补助方面，2022-2024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）19.07亿元、17.61亿元和16.58亿元。

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2022年、2023年、2024年审计报告及2025年1-3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）2023年会计政策变更及其他调整情况

（1）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。

（2）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。

（二）2024年其他调整情况

公司将以前年度不符合其他权益工具核算的债券本金及利息调整至应付债券及一年内到期的非流动负债，同时将上述债券于 2023 年计提的利息追溯调整至财务费用。

表8 2024 年涉及调整的项目如下（单位：亿元）

受影响的报表项目	对 2024 年 1 月 1 日/2023 年度的合并及母公司报表影响金额
一年内到期的非流动负债	0.14
应付债券	30.00
其他权益工具	-30.14
其中：永续债	-30.14
财务费用	1.69
其中：利息费用	1.69
净利润	-1.69

资料来源：公司 2024 年审计报告

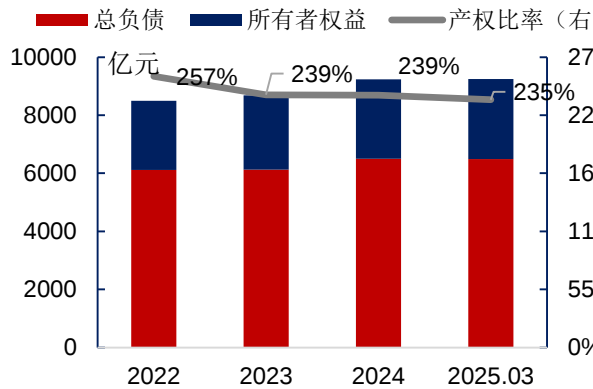
资本实力与资产质量

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投资等为主。随着股东增资，公司实收资本有所增加；随着公司资产划转及按权益法核算联营及合营企业其他权益变动导致公司资本公积略有增加，公司未分配利润持续为负，2024年累计亏损有所下降。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

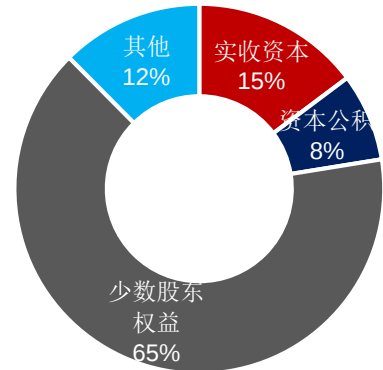
工具投资主要为已发行的永续债，永续债的发行及少数股东权益的增加带动了所有者权益增长。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 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，随着项目建设投资，近年在建工程账面价值呈增长态势。

近年公司货币资金有所波动，2024 年末受限规模 33.34 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，2024 年末坏账准备金额为 14.75 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，2024 年公司按照权益法确认投资收益 31.64 亿元。

截至2024年末，公司受限资产为594.09亿元，占资产总额的比例为6.44%，主要包括受限的固定资产126.92亿元、应收账款256.01亿元、长期应收款77.81亿元和货币资金33.34亿元。另外，公司直接和间接合计持有大唐发电53.04%股权，其中17.70%的股权受限，占公司持有大唐发电股权总数的33.37%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	144.71	1.56%	100.07	1.08%	100.39	1.16%	161.55	1.90%
应收账款	731.57	7.91%	720.10	7.80%	653.68	7.53%	558.10	6.57%
流动资产合计	1,480.94	16.01%	1,404.27	15.22%	1,337.08	15.39%	1,365.31	16.07%
债权投资	388.78	4.20%	388.78	4.21%	378.95	4.36%	419.32	4.94%
长期股权投资	320.74	3.47%	320.94	3.48%	296.22	3.41%	267.09	3.14%
固定资产	5,534.94	59.84%	5,538.19	60.01%	5,299.82	61.01%	5,077.13	59.77%
在建工程	815.31	8.81%	874.63	9.48%	712.73	8.21%	674.84	7.94%
非流动资产合计	7,768.93	83.99%	7,824.61	84.78%	7,349.35	84.61%	7,129.18	83.93%
资产总计	9,249.87	100.00%	9,228.88	100.00%	8,686.43	100.00%	8,494.49	100.00%

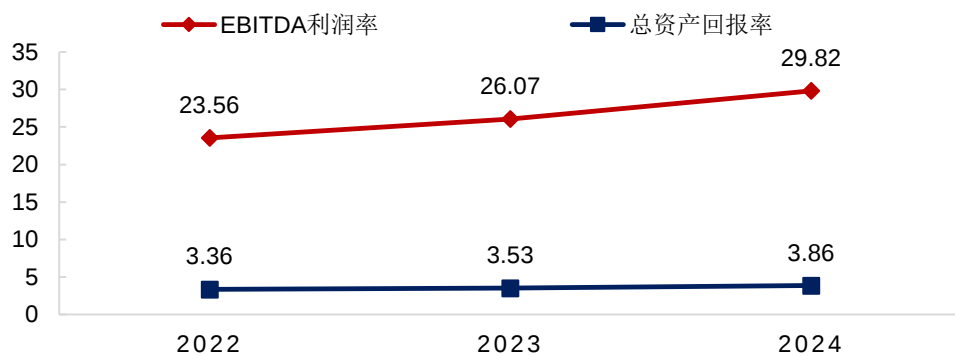
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于煤炭价格下降，公司经营业绩向好；随着煤电容量电价政策的实施，公司未来盈利水平有望维持稳定

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年以来随着煤炭价格下降，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，2022年以来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，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实施，公司未来盈利水平将维持稳定。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 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，2024年末公司总债务²达6,473.13亿元，以银行借款为主，近年综合融资成本逐年下降，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	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	805.10	12.41%	839.17	12.90%	733.99	11.98%	704.79	11.53%
应付账款	559.90	8.63%	606.94	9.33%	604.30	9.86%	601.41	9.84%

² 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

一年内到期的非流动负债	570.53	8.80%	823.88	12.66%	703.58	11.48%	755.82	12.36%
流动负债合计	2,244.20	34.60%	2,777.51	42.69%	2,448.35	39.97%	2,625.66	42.94%
长期借款	3,817.23	58.85%	3,395.83	52.19%	3,390.18	55.34%	3,103.92	50.76%
应付债券	230.39	3.55%	178.99	2.75%	125.39	2.05%	211.13	3.45%
非流动负债合计	4,241.81	65.40%	3,729.10	57.31%	3,677.78	60.03%	3,488.95	57.06%
负债合计	6,486.01	100.00%	6,506.61	100.00%	6,126.13	100.00%	6,114.61	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 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。近年公司盈利能力提升，长期偿债指标表现向好，但货币资金有所下降，同时短期债务波动上升，导致现金短期债务比指标较弱且持续下降。

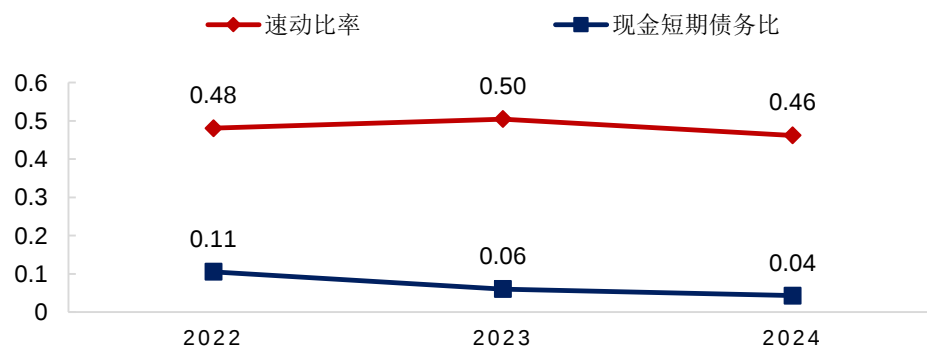
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	166.76	681.52	648.58	657.37
FFO（亿元）	--	425.55	326.27	239.05
资产负债率	70.12%	70.50%	70.53%	71.98%
净债务/EBITDA	--	8.39	9.13	10.00
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.09	3.31
总债务/总资本	--	78.47%	79.46%	80.87%
FFO/净债务	--	6.59%	5.35%	4.02%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.55%	10.63%	11.05%
自由现金流/净债务	--	-3.02%	-1.71%	0.29%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司银行授信额度充足，资金调配能力很强。截至2025年3月末，公司本部获得主要贷款银行授信额度合计2,391.75亿元，已使用额度599.44亿元，尚未使用的授信额度为1,792.31亿元；子公司获得主要贷款银行授信额度合计16,112.47亿元，已使用额度5,729.76亿元，尚未使用的授信额度为10,382.71亿元。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8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 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，公司本部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。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	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
债权投资	395.03	390.03	375.80	386.56
长期股权投资	1,386.59	1,385.29	1,350.37	1,310.39
资产总计	1,919.46	1,932.13	1,915.80	1,861.49
所有者权益	1,210.68	1,226.32	1,257.90	1,199.12
营业收入	7.12	32.20	56.36	25.46
净利润	-2.17	23.70	30.81	12.19
销售毛利率	20.65%	13.31%	3.74%	-11.19%
经营活动现金流净额	-3.42	31.01	18.21	-5.85
资产负债率	36.93%	36.53%	34.34%	35.58%
总资产/合并口径总资产	20.75%	20.94%	22.06%	21.91%
营业收入/合并口径营业收入	1.10%	1.25%	2.20%	1.01%
净利润/合并口径净利润	-3.80%	15.10%	34.14%	18.17%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 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。根据公司于 2025 年 2 月 18 日发布的《中国大唐集团有限公司董事长发生变动的公告》，上级决定吕军同志任公司董事长、党组书记，吕军曾任中粮期货经纪有限公司副总经理、总经理；中国粮油食品进出口（集团）有限公司总裁助理；中粮集团有限公司副总经理、党组成员；中国储备粮管理总公司董事、总经理、党组成员，董事长、党组书记；中粮集团有限公司董事长、党组书记。2024 年 4 月 18 日，张传江同志任公司董事、总经理、党组副书记；根据公司于 2025 年 6 月 9 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》，张传江同志不再担任公司董事、总经理、党组副书记；根据公司于2025年7月3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》，李向良同志任公司董事、总经理、党组副书记，其曾任北方联合电力有限责任公司总经理、党委副书记、董事长、党委书记；中国华能集团有限公司副总经理、党组成员、董事、党组副书记。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2022年1月1日至报告查询日（2025年7月8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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至查询日（2025年7月25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2024年末，公司对合并范围外企业担保金额为392.52亿元，占期末净资产的比例为14.42%。根据公司提供的企业信用报告（查询日：2025年7月8日），存在关注类担保余额269.44亿元、不良类余额4.06亿元，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2024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，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33.95亿元，其中部分涉诉案件与燃料公司山西分公司原总经理刘鹏涉嫌合同诈骗案相关，涉案金额31.72亿元。根据《最高人民法院关于在审理经济纠纷案件中涉及经济犯罪嫌疑若干问题的规定》第十一条：“人民法院作为经济纠纷受理的案件，经审理认为不属经济纠纷案件而有经济犯罪嫌疑的，应当裁定驳回起诉，将有关材料移送公安机关或检察机关”。目前，太原市公安局小店分局正在就该刑事案件立案侦查。需关注后续案件进展。

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。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

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。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

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）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	144.71	100.07	100.39	161.55
流动资产合计	1,480.94	1,404.27	1,337.08	1,365.31
固定资产	5,534.94	5,538.19	5,299.82	5,077.13
非流动资产合计	7,768.93	7,824.61	7,349.35	7,129.18
资产总计	9,249.87	9,228.88	8,686.43	8,494.49
短期借款	805.10	839.17	733.99	704.79
一年内到期的非流动负债	570.53	823.88	703.58	755.82
流动负债合计	2,244.20	2,777.51	2,448.35	2,625.66
长期借款	3,817.23	3,395.83	3,390.18	3,103.92
应付债券	230.39	178.99	125.39	211.13
长期应付款	82.38	54.53	80.18	96.53
非流动负债合计	4,241.81	3,729.10	3,677.78	3,488.95
负债合计	6,486.01	6,506.61	6,126.13	6,114.61
总债务	--	6,473.13	6,126.23	6,061.72
其中：短期债务	--	1,885.72	1,563.36	1,698.03
长期债务	--	4,587.41	4,562.87	4,363.69
所有者权益	2,763.86	2,722.27	2,560.31	2,379.88
营业收入	644.42	2,580.54	2,564.40	2,526.74
营业利润	71.03	206.22	147.83	96.64
净利润	57.15	156.93	90.25	67.08
经营活动产生的现金流量净额	166.76	681.52	648.58	657.37
投资活动产生的现金流量净额	-76.36	-886.60	-737.44	-621.75
筹资活动产生的现金流量净额	-38.12	204.03	60.58	-76.31
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	769.64	668.47	595.32
FFO（亿元）	--	425.55	326.27	239.05
净债务（亿元）	--	6,458.12	6,099.87	5,951.68
销售毛利率	17.55%	17.04%	14.61%	11.74%
EBITDA 利润率	--	29.82%	26.07%	23.56%
总资产回报率	--	3.86%	3.53%	3.36%
资产负债率	70.12%	70.50%	70.53%	71.98%
净债务/EBITDA	--	8.39	9.13	10.00
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	4.09	3.31
总债务/总资本	--	78.47%	79.46%	80.87%
FFO/净债务	--	6.59%	5.35%	4.02%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.55%	10.63%	11.05%

速动比率	0.62	0.46	0.50	0.48
现金短期债务比	--	0.04	0.06	0.11

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 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

中长期科技创新债券信用等级符号及定义

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

注：除 AAA_{sti} 级，CCC_{sti} 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”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