

大唐山东发电有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1187】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



大唐山东发电有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
23 大唐山东 MTN001	AA+	AA+

评级观点

■ 本次等级的评定是考虑到：大唐山东发电有限公司（以下简称“大唐山东”或“公司”）主要负责中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”）在山东区域的火电及新能源发电业务，在业务运营、项目补贴等方面仍获得一定的外部支持；公司运营的电力类型仍较为丰富，跟踪期内火电业务盈利状况显著改善，整体净利润显著增加，同时电力业务经营回款表现良好，融资渠道保持畅通。同时中证鹏元也关注到，跟踪期内公司发电量、上网电量有所下降，未来盈利仍可能存在波动，为满足电力项目建设的资金需求，公司仍需借助债务方式进行融资，财务杠杆率仍处于较高水平，债务负担较重，另本期债券设置了次级偿还等条款可能加大债券投资者的投资风险等风险因素。

评级日期

2025 年 07 月 29 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	295.81	303.75	268.35	271.29
归母所有者权益	40.11	37.76	35.86	41.84
总债务	--	241.45	207.97	202.20
营业收入	27.74	118.69	124.79	124.10
净利润	2.58	2.78	-0.65	-12.83
经营活动现金流净额	4.82	25.38	15.62	16.15
净债务/EBITDA	--	7.66	8.33	16.22
EBITDA 利息保障倍数	--	4.65	3.65	1.48
总债务/总资本	--	88.20%	87.51%	86.74%
FFO/净债务	--	7.52%	6.03%	0.01%
EBITDA 利润率	--	23.57%	19.51%	9.74%
总资产回报率	--	3.07%	2.47%	-1.45%
速动比率	0.79	0.82	0.47	0.52
现金短期债务比	--	0.71	0.19	0.27
销售毛利率	15.06%	10.12%	7.15%	-3.91%
资产负债率	84.76%	86.06%	85.20%	83.10%

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

联系方式

项目负责人：郑丽芬
zhenglif@cspengyuan.com

郑丽芬

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

马琳丽

评级总监：

胡皓森

联系电话：0755-82872897

正面

- **跟踪期内公司装机容量小幅增加，火电业务盈利状况显著改善。**2024 年末公司总装机容量 637.49 万千瓦，机组类型仍较为丰富；公司火电机组仍保持较强的能耗优势，且燃料采购单价呈下降趋势，燃煤成本稳中有降，销售毛利率继续提高；新能源装机方面，风电机组较为稳定，光伏机组小幅增加，新能源机组运行效率及发电量整体较为稳定。
- **公司电力业务维持较强的获现能力，融资渠道保持畅通。**跟踪期内公司电力业务经营回款维持良好水平，2024 年经营活动现金净流入规模同比显著扩大。依托经营规模和股东背景等综合优势，公司与较多大型银行保持稳定的合作关系，融资渠道仍较为通畅，且融资成本控制良好；2024 年末公司尚未使用的银行授信额度仍较多，且受限资产规模较小，获取流动性资源的能力非常强，仍可对债务偿付和项目建设的流动性需求形成有力保障。
- **公司继续获得一定的外部支持。**跟踪期内，公司继续在供热、新能源项目补贴方面获得当地政府的有力支持，2024 年计入其他收益的政府补助合计 1.62 亿元；公司控股股东大唐集团综合实力很强，规模优势突出。随着大唐集团加速绿色低碳转型，公司作为大唐集团在山东省清洁能源布局的主要载体，预计未来在资金、项目资源获取等方面可继续获得较大力度的支持。

关注

- **跟踪期内公司发电量、上网电量有所下降，未来盈利仍可能存在波动。**公司装机结构以火电机组为主，营业收入以火力发电业务收入为主，受区域内新能源发电量增加、火电机组调峰次数增多、利用小时数下降等因素影响，2024 年公司火电发电量、上网电量小幅下行，煤炭价格仍可能会在长协价格区间震荡运行，火电业务仍面临一定成本管控压力；山东省开展电力现货市场运行之后，新能源电力入市销售部分价格水平存在波动，新能源发电板块的盈利或将持续受到挤压。
- **跟踪期内公司财务杠杆仍处于较高水平，债务负担仍较重。**公司主要在火的火电、新能源项目尚需投资规模较大，因项目建设的资金需求，公司继续进行外部融资，有息债务规模仍较大，债务负担较重，虽然非标融资规模略有下降，但公司资产负债率水平仍维持高位，自由现金流未能覆盖债务，现金短期债务比仍处于较低水平。
- **本期债券清偿顺序劣后于公司其他待偿还债务。**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，公司在役电力机组运营状况较好，业务经营较为稳健，且跟踪期内盈利显著好转，随着在建拟建项目的投入运营，未来装机容量将有所增加，经营规模有望持续扩大。

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&经营风险状况	6/7		杠杆状况	3/9

业务状况评估结果	行业风险状况	4/5	盈利状况	强
	经营状况	6/7	流动性状况	6/7
	ESG 因素	6/7	财务状况评估结果	6/9
	调整因素			
	重大特殊事项			0
	补充调整			0
个体信用状况				aa
外部特殊支持				1
主体信用等级				AA+

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）本次评级中，由于 2024 年公司盈利状况显著好转，净利润扭亏为盈，主要盈利指标提升较为明显，公司财务状况评分提升，公司个体信用状况上升 1 个级别，使得公司个体信用状况与支持方大唐集团之间的等级差减少 1 个级别，控股股东大唐集团对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+1”。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
23 大唐山东 MTN001	5.00	5.00	2024-7-29	2025-11-28

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年11月发行2（2+N）年期5亿元中期票据，募集资金计划用于偿还公司有息债务。截至2025年6月30日，募集资金专户余额为0元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人未变化。截至2025年3月末，公司注册资本仍为66.00亿元，实收资本仍为65.99亿元，控股股东为大唐集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。2024年公司新增3家子公司，注销2家子公司，截至2024年末纳入合并范围的子公司共计33家。2025年5月，公司总经理变更为梁金明，新任命白雪梅、赵海军担任公司董事，赵永力、赵群、燕海增不再担任公司董事，庄元不再担任公司监事。

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

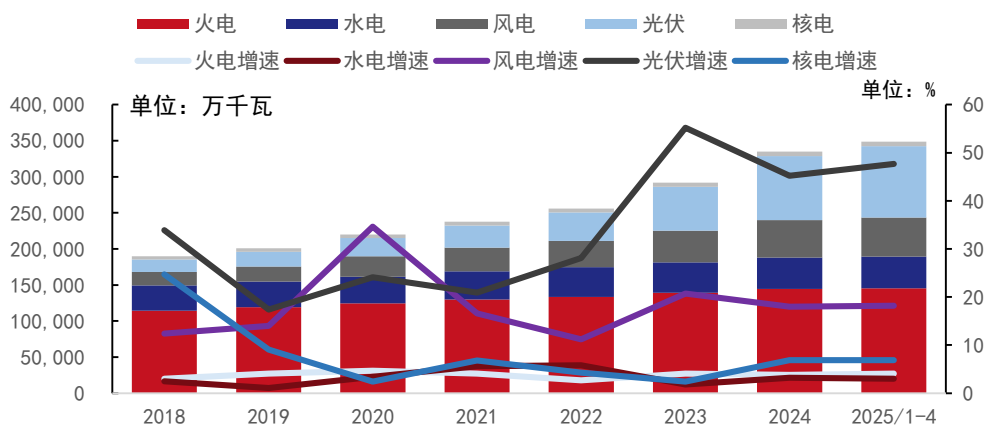
2025 年预计电力供需形势总体紧平衡，在电力市场化改革深入推进以及“双碳”战略目标背景下，

煤电机组维持其“保供兜底”重要电源地位，并稳步向调峰电源转型

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，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。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%。

从电力供应来看，截至 2025 年 6 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 1,474.52GW、1,100.03GW、572.60GW、439.96GW、60.91GW，其中新能源装机容量占比为 45.85%，电力行业绿色低碳转型成效显著。

图 1 近年我国各品类电源装机情况

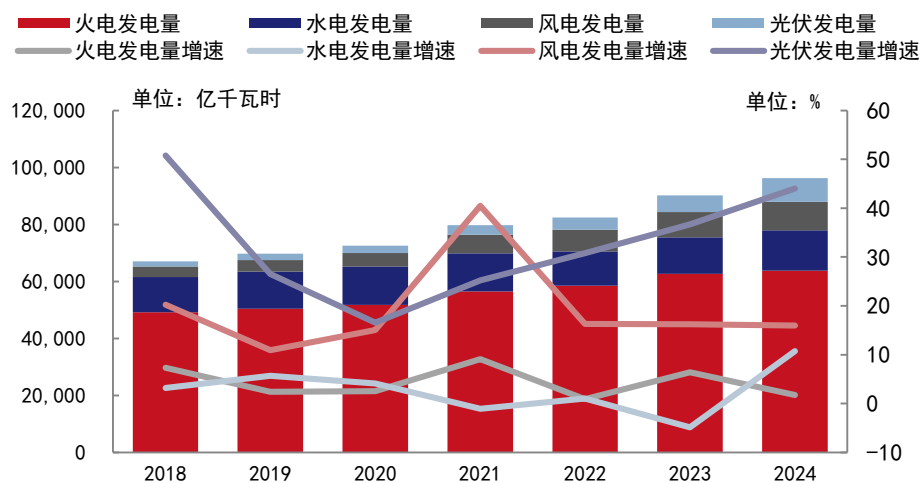


资料来源：Wind，中证鹏元整理

分电源类型看，火电将逐步完成“低碳转型”和“基础性、调节性电源转型”，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

截至 2024 年末，全国全口径火电装机 14.4 亿千瓦，其中煤电 11.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 35.7%，同比降低 4.2 个百分点。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。2024 年我国总发电量突破 10 万亿千瓦时，其中，以燃煤发电为核心的火力发电量为 63,743 亿千瓦时，同比上涨 1.7%；水力发电量为 14,239 亿千瓦时，同比增长 10.7%；风力发电量为 9,916 亿千瓦时，同比增长 16%；太阳能发电量为 8,341 亿千瓦时，同比增长 44%。

图 2 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

山东省地区生产总值保持稳定增长，全社会用电量继续增加，全省电力供需仍存在一定缺口，新能源发电市场空间或将继续扩大

山东省地区生产总值排名全国前列，2024年实现地区生产总值(GDP)98,565.8亿元，增速为5.7%，经济总量居全国第三位。山东省电力装机规模继续增长，2024年全省火电装机规模（6,000千瓦及以上电厂发电设备容量）11,847.2万千瓦；火电机组利用效率方面，2024年山东省火电机组平均利用小时数为4,271.27小时，落后于全国平均水平（4,400小时）。用电量方面，2024年山东省全社会用电量、发电量均有所增长，但全省电力供需仍存在一定缺口。截至2024年末，山东全省新能源和可再生能源装机达1.25亿千瓦，占比超过51%，其中光伏装机8,514万千瓦，居全国首位；风电装机2,669万千瓦，居全国第五；新型储能装机约15.5吉瓦时，位列全国第三，省内电力企业的发展环境仍较好，且新能源发电市场空间或将继续扩大。

四、 经营与竞争

公司是大唐集团在山东省内主要的电力经营主体，主要从事发电和热力业务，2024年发电业务收入占比仍在80%以上，是公司的主要收入和利润来源，因火电板块上网电量及上网电价小幅下降，2024年公司发电收入略有下降；同时公司还开展电力检修、燃料销售等其他业务，规模尚小。毛利率方面，随着燃煤价格继续回落，2024年公司电力业务毛利率升至11.08%，同时热力销售毛利率扭亏，带动公司整体销售毛利率显著提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务小计	116.77	98.38	9.39	122.89	98.48	6.23

电力销售	98.15	82.70	11.08	106.12	85.04	7.92
热力销售	17.03	14.35	2.32	15.63	12.53	-2.59
其他	1.58	1.33	-19.23	1.14	0.92	-30.21
其他业务小计	1.92	1.62	54.71	1.89	1.52	66.49
合计	118.69	100.00	10.12	124.79	100.00	7.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 发电业务

因光伏装机容量小幅增加，截至 2024 年末，公司在役装机总容量小幅增加至 637.49 万千瓦，其中燃煤火电机组、风电机组容量保持稳定。公司在役发电机组具有机组类型多、区位优势明显等特点。2024 年公司发电机组整体平均利用小时数为 3,717.04 小时，同比有所下降，但仍高于行业均值。

表2 公司电力业务整体运营情况（单位：万千瓦、亿千瓦时）

项目	2024 年	2023 年
期末可控装机容量	637.49	635.04
其中：火电	542.00	542.00
风电	84.05	84.05
光伏	11.44	8.99
发电量	236.19	247.73
其中：火电	219.66	231.47
风电	15.82	15.49
光伏	0.71	0.77
上网电量（售电量）	220.61	232.00
发电设备平均利用小时数	3,717.04	3,901.01
行业平均	3,442.00	3,592.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，得益于上游燃煤价格回落，公司火电业务的盈利状况显著改善，火电机组仍保持较强的能耗优势，但受区域内新能源发电量增加、火电机组调峰次数增多、利用小时数下降等因素影响，发电量、上网电量小幅下行；风电、光伏机组运行效率及发电量整体较为稳定，但山东省开展电力现货市场运行之后，入市销售部分价格水平存在波动，新能源发电板块的盈利或将持续受到挤压

1、火电板块

2024年末，公司投入运营的火电机组装机规模未发生变化，仍为542.00万千瓦，除东营公司火电机组外，全部为热电联产机组。东营公司运营的2*100万千瓦机组为目前国内较为先进的机组，能耗水平较低，2024年公司发电标准煤耗为268.46克/千瓦时，同比继续下降，同期全国6,000千瓦及以上火电厂供电标准煤耗302.4克/千瓦时。

目前公司上网电量全部为市场直接交易电量，因区域内新能源发电量增加、火电机组调峰次数增多、利用小时数下降等因素影响，2024 年公司火电发电量 219.66 亿千瓦时，上网电量 204.62 亿千瓦时，同比均小幅减少；火电利用小时亦有降低，且低于山东区域及全国的平均水平。

销售模式方面，公司火电销售主要分为一般模式及大客户直供交易，随着电力市场化改革推进，公司大客户直购电量有所上升，对于火电上网电价，仍执行山东省发改委、山东省物价局、山东省能源局、国家能源局山东监管办公室指导的《关于全面放开燃煤发电上网电价有序推进销售电价市场化改革的通
知》¹。2024 年公司平均火电上网电价 497.23 元/兆瓦时，同比有小幅下降，主要是市场化交易以来电力市场竞争加剧，新能源成交电量占比提升，对火电上网电价形成向下压力。

表3 公司火电发电量及上网电量情况

指标	2024 年	2023 年
发电量（亿千瓦时）	219.66	231.47
上网电量（亿千瓦时）	204.62	216.25
发电标准煤耗（克/千瓦时）	268.46	271.42
发电平均利用小时	4,052.77	4,270.66
火电平均利用小时-全国	4,400.00	4,466.00
火电平均利用小时-山东	4,271.27	4,332.00
平均上网电价（含税，元/兆瓦时）	497.23	514.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司煤炭全部来自于外购，分为长协合同采购和市场化采购。2024 年公司煤炭采购量较上年小幅减少，长协煤供给占比有所提高；单价方面，2024 年公司天然煤到厂价平均值下降至 670.18 元/吨，受益于此，火电业务毛利率显著提高。

表4 公司燃料采购主要指标

指标	2024 年	2023 年
煤炭采购量（万吨）	1,150.93	1,170.27
其中：长协煤	767.37	566.00
市场煤	383.56	604.27
天然煤到厂价平均值（元/吨）	670.18	746.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供应商方面，公司前五大燃料供应商主要为大型能源集团的煤炭销售公司或山东、山西区域的地方国有企业。整体来看，公司供应商集中度仍较低。同时需要关注的是，虽然煤炭价格预计稳中有降，但仍可能会在长协价格区间震荡运行，火电业务仍面临一定成本管控压力。此外，山东省内新能源装机将继续保持高速增长态势，火电机组在电网中的地位将逐渐向支撑型、调节型转变，火电机组发电空间还

¹ 山东燃煤发电基准价保持稳定，继续按照每千瓦 0.3949 元（含税）标准执行，最高价格调整为 0.4739 元（上浮 20%）最低价格调整为 0.3159（下浮 20%）。燃煤发电企业与高耗能企业开展交易的，交易电价不受上浮 20%的限制。

将持续受到挤压；同时电力体制改革快速推进，山东省内现货市场的长周期结算运行、新能源逐渐参与市场交易，电力市场竞争或加剧。

2、风电板块

跟踪期内，公司风电装机容量保持稳定，截至 2024 年末，公司风电装机规模仍为 84.05 万千瓦，主要位于青岛、烟台、济南、济宁和泰安等地。

2024 年公司风电发电量、上网电量整体较为稳定。从风电利用小时数来看，2024 年公司发电设备平均利用小时同比有所提升，但需关注的是，由于公司的风电设备投产时间较早，老旧风场偏多，单位容量收益差别较大，对公司风电板块运营效率影响较大。

公司风电价格仍执行国家发改委批准、山东省物价局指导的基准上网电价，同时山东省开展电力现货市场运行之后，风电执行发电量 10%入市销售，90%仍维持标杆电价的价格政策²，根据山东省相关政策，2025 年到 2026 年间山东省新增风电项目（含分散式风电）可自主选择全电量或 30% 发电量参与电力市场，原有项目暂按现行规定执行，公司存量项目仍按照现有政策执行；由于入市销售部分整体价格水平存在波动，2024 年因入市销售部分电价提升，风电上网电价有小幅提升。

表5 公司风电业务主要经营指标

指标	2024 年	2023 年
发电量（亿千瓦时）	15.82	15.49
上网电量（亿千瓦时）	15.30	15.01
平均上网电价（含税，元/兆瓦时）	567.52	545.71
综合厂用电率（%）	3.60	3.43
风电设备平均利用小时数	1,882.21	1,842.95

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、光伏发电板块

跟踪期内，公司光伏发电装机规模小幅增加，截至 2024 年末增加至 11.44 万千瓦，主要位于青岛、潍坊、聊城、内蒙古阿拉善等地，整体装机规模仍较小。

2024 年公司光伏发电量和上网电量小幅下降。2024 年公司仍执行光伏发电 10%电量参与市场交易的政策³，根据山东省相关政策，2025 年到 2026 年间山东省新增光伏发电项目（含分布式光伏）可自主选择全电量或 15% 发电量参与电力市场，原有项目暂按现行规定执行，公司存量项目仍按照现有政策

² 2025 年到 2026 年，山东省新增风电项目（含分散式风电）可自主选择全电量或 30% 发电量参与电力市场。未选择全电量参与电力市场的新能源项目，若风电项目上网电量小于发电量 30%，则全部上网电量参与电力市场结算。原有项目暂按现行规定执行。

³ 2025 年到 2026 年，山东省新增光伏发电项目（含分布式光伏）可自主选择全电量或 15% 发电量参与电力市场。未选择全电量参与电力市场的新能源项目，若光伏发电项目上网电量小于发电量 15%，则全部上网电量参与电力市场结算。原有项目暂按现行规定执行。

执行；由于入市交易电价下降，2024年平均上网电价有所下降，导致发电收入有所下降。同时光伏发电对国家补贴依赖较大，需持续关注其盈利情况。

表6 光伏发电业务主要指标

指标	2024 年	2023 年
发电量（亿千瓦时）	0.71	0.77
上网电量（亿千瓦时）	0.69	0.73
平均上网电价（含税，元/兆瓦时）	707.32	735.36
综合厂用电率（%）	4.35	5.50
光伏发电设备平均利用小时数	757.33	859.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

发展规划方面，公司已入围山东省首批海上光伏项目-黄岛 HG38 海上光伏 40 万千瓦项目、山东省鲁北盐碱滩涂地风光储输一体化基地牵头开发企业等。

跟踪期内，公司持续推进火电、热力项目建设，作为大唐集团在山东区域发展的重要沿海战略支撑点，公司以东营百万机组、山东鄒城火电创新示范项目为突破口，加快大型百万千瓦级清洁高效煤电、热电联产项目建设，2025 年 3 月末，公司重要在建火电项目为山东鄒城火电创新示范项目，项目建成投产后，公司的发电以及供热能力将进一步提高； 新能源项目方面，在建光伏项目为金能棋子湾光伏发电项目；上述两个在建项目计划投资规模为 103.59 亿元，已累计完成投资额 38.77 亿元，尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

表7 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目简称	装机容量	项目总投资	现状	自有资本出资比例	资本金到位	已投资
1	山东鄒城火电创新示范项目	2*100 万千瓦	93.29	在建	20%	是	36.69
2	金能棋子湾光伏发电项目	直流侧 264.74MW；交流侧 200MW	11.24	在建	20%	是	2.09
合计			103.59				38.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 供热业务

公司下属供热企业仍主要有 6 家，包含工业供热和居民供热。2024 年公司售热量 3,004.26 万吉焦，同比增长 12.79%；售热单价 61.80 元/吉焦，同比小幅下降 3.41%，当期完成供热业务收入 17.03 亿元，同比有所增加。但需关注的是，公司供热业务的毛利率 2024 年由负转正，但煤炭价格仍可能存在较大波动，居民供热价格受政府管控影响，该业务盈利仍可能继续承压。

➤ 外部支持

跟踪期内，公司继续在供热、新能源项目补贴方面获得当地政府的有力支持，且作为大唐集团加速绿色低碳转型的重要载体，公司预计将继续获得股东在资金、项目资源等方面的支持

大唐集团是中央直接管理的国有特大型能源企业，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。截至2024年末，大唐集团总资产达9,228.88亿元，装机容量和上网电量均保持上升态势，规模优势突出，综合实力很强。大唐集团在服务“碳达峰”“碳中和”目标下，加速绿色低碳转型，公司作为大唐集团在山东省清洁能源布局的主要载体，预计未来在资金、项目资源获取等方面可继续获得较大力度的支持。

2024年公司继续获得当地政府给予的供热、新能源项目相关补贴资金，当期计入其他收益的政府补助合计1.62亿元。

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

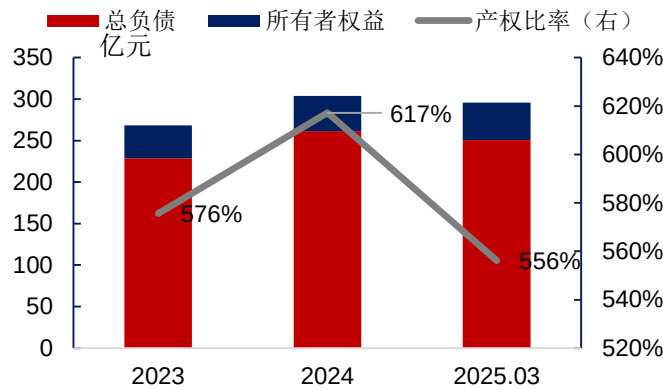
跟踪期内，因火电盈利显著改善，公司利润继续增加，未弥补亏损收窄，EBITDA利息保障倍数显著提升，对利息保障程度较好，但公司财务杠杆水平仍很高，债务负担较重

资本实力与资产质量

2024年公司净利润回正，未分配利润有所增加，所有者权益有所增加，但由于债务规模维持高位，公司产权比率仍处于很高水平，所有者权益对负债的覆盖程度很弱。公司所处电力行业为资本密集型行业，资产构成仍以发电机组、设备等为主；随着郓城火电项目投资的推进，2024年末在建工程继续大幅增加。受折旧增加影响，固定资产有所减少；此外，因预付长期资产购置款包括山东郓城火电创新示范项目基建工程款增加，其他非流动资产有所增加。公司应收账款主要系应收国网山东地方供电公司的电费款项，截至2024年末为22.32亿元，同比基本持平，该部分款项回收风险不大，但存在一定账期，另有部分应收新能源补贴款，整体对营运资金形成一定占用；此外，应收账款中存在单项计提坏账准备的应收账款余额1.27亿元（已全额计提坏账准备），多为对山东当地商贸公司、中小企业的应收款项，仍需关注回收风险情况。2024年因燃料价格下降、经营付现减少以及对外筹资增加，现金流入增加，公司货币资金大幅增加。

截至2024年末，公司受限资产合计24.84亿元，包括因贷款质押的应收账款6.38亿元、因借款抵押的固定资产17.35亿元、在建工程0.19亿元以及履约保证金0.92亿元，对资产流动性产生一定影响。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 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

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.83	8.06%	29.79	9.81%	7.61	2.83%
应收账款	22.65	7.66%	22.32	7.35%	21.23	7.91%
存货	3.80	1.28%	7.89	2.60%	6.40	2.39%
流动资产合计	57.28	19.36%	65.62	21.60%	41.04	15.29%
投资性房地产	5.32	1.80%	5.38	1.77%	6.77	2.52%
固定资产	175.01	59.16%	178.88	58.89%	189.42	70.58%
在建工程	22.46	7.59%	21.57	7.10%	11.37	4.24%
其他非流动资产	18.39	6.22%	15.14	4.99%	5.59	2.08%
非流动资产合计	238.53	80.64%	238.13	78.40%	227.32	84.71%
资产总计	295.81	100.00%	303.75	100.00%	268.35	100.00%

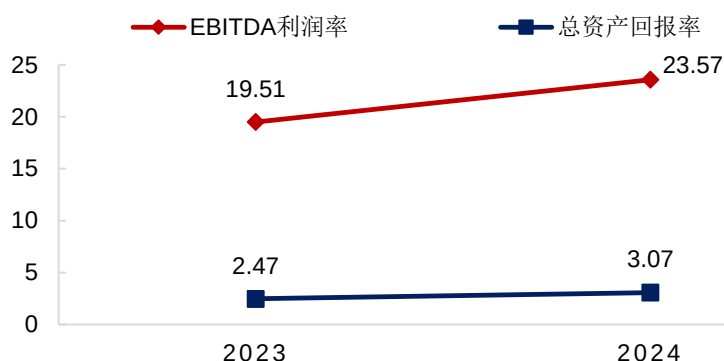
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司主要盈利指标表现向好。2024年发电业务收入占比仍在80%以上，是公司的主要收入和利润来源；同时公司还开展电力检修、燃料销售等其他业务。毛利率方面，随着燃煤价格的回落，2024年公司电力业务毛利率增至11.08%，带动公司整体销售毛利率显著提高，营业利润和净利润亦显著恢复，EBITDA利润率及总资产回报率也同步有所提升。

未来随着在建电站投产等，公司装机规模、供电能力将进一步提升，营业收入有望继续提升。但考虑到煤炭价格波动较大，火电板块的盈利仍可能存在波动；山东省开展电力现货市场运行之后，入市销售的新能源电力价格水平存在波动，新能源发电板块的盈利或将持续受到挤压；居民供热价格受政府管控影响，供热业务毛利率水平较低，整体来看，公司未来仍面临一定的盈利波动风险。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司所处电力行业为重资产行业，电力项目建设资金需求较大，跟踪期内公司有息债务仍保持较大规模。从债务构成来看，仍以政策性商业银行、大型国有银行、大唐集团、大唐集团财务公司等长期借款为主，短期借款规模不大；截至2024年末，公司待偿还直接债务融资工具账面余额为10.05亿元（均计入所有者权益），为2023年发行的两期永续中票。此外，公司还存在部分来自大唐融资租赁有限公司、国新融资租赁有限公司等机构的融资租赁借款，2024年上述非标融资规模略有压降。

公司的经营性负债主要为应付账款，系项目建设中形成的应付工程款，随着项目建设的开展存在波动，2025年3月末随着部分款项的逐渐支付下降至11.24亿元。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.60	3.03%	7.56	2.89%	3.90	1.71%
应付账款	11.24	4.48%	21.38	8.18%	22.24	9.73%
一年内到期的非流动负债	38.07	15.18%	29.12	11.14%	41.30	18.06%
其他流动负债	5.74	2.29%	6.43	2.46%	0.37	0.16%
流动负债合计	67.50	26.92%	70.26	26.88%	73.17	32.00%
长期借款	170.66	68.07%	178.75	68.38%	142.62	62.38%
长期应付款	7.24	2.89%	7.02	2.69%	9.77	4.27%
非流动负债合计	183.23	73.08%	191.14	73.12%	155.46	68.00%
负债合计	250.73	100.00%	261.40	100.00%	228.63	100.00%
总债务	--	--	241.45	92.37%	207.97	90.97%
其中：短期债务	--	--	43.03	17.82%	45.54	21.90%
长期债务	--	--	198.42	82.18%	162.44	78.10%

资料来源：公司 2023-2024 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

公司主营业务回款较为及时，经营现金流表现仍较好；因盈利显著提升，2024年FFO显著增加，

EBITDA利息保障倍数亦显著提升，对利息保障程度较好。

从杠杆水平来看，由于电力行业投融资模式的固有影响，公司财务杠杆率持续处于较高水平，2024年末，公司资产负债率继续小幅攀升至86.06%，资本结构有待优化，且2024年公司自由现金流由正转负，自由现金流难以覆盖债务，偿债压力仍较大。

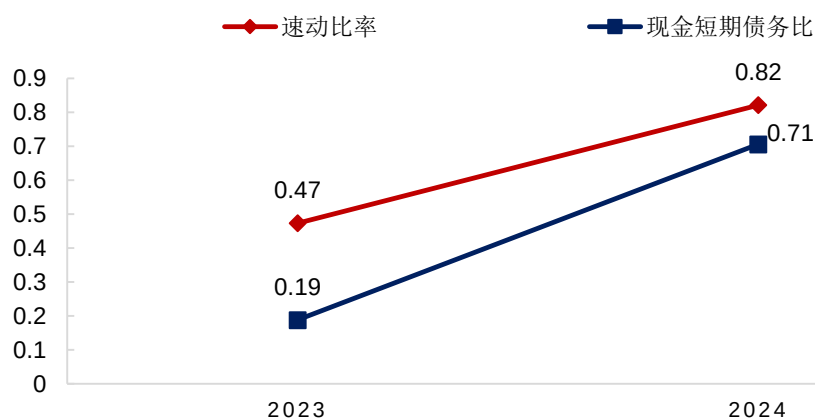
表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	4.82	25.38	15.62
FFO（亿元）	--	16.11	12.22
资产负债率	84.76%	86.06%	85.20%
净债务/EBITDA	--	7.66	8.33
EBITDA 利息保障倍数	--	4.65	3.65
总债务/总资本	--	88.20%	87.51%
FFO/净债务	--	7.52%	6.03%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.85%	7.70%
自由现金流/净债务	--	-0.64%	1.49%

资料来源：公司 2023-2024 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

从流动性指标来看，得益于账面现金类资产增加，2024年末公司现金短期债务比提升至0.71。公司作为大唐集团全资子公司，可获得来自大唐集团在融资方面的支持，2024年末公司尚未使用的银行授信额度仍较多，且受限资产规模较小，公司获取流动性资源的能力非常强。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

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5月9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，截至查询日（2025年7月17日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、 外部特殊支持分析

公司是大唐集团的重要子公司，大唐集团直接持有公司100%股权。大唐集团是中央直接管理的国有特大型能源企业，主要业务覆盖电力、煤炭煤化工、金融、环保、商贸物流和新兴产业等，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。中证鹏元认为公司对大唐集团的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，大唐集团提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司所从事的电力、热力生产及销售等业务是大唐集团战略规划的核心业务之一。

（2）公司在大唐集团的山东省战略布局中扮演了非常重要的角色。山东区域市场在大唐集团中具有重要的战略意义，公司为大唐集团在山东区域发展的重要沿海战略支撑点，运营的东营百万机组为大型百万千瓦级清洁高效煤电、热电联产机组，且作为大唐集团在山东省清洁能源布局的主要载体，公司目前拟建的新能源项目较多，符合大唐集团加速绿色低碳转型的战略定位，预计未来在资金、项目资源获取等方面可继续获得较大力度的支持。

（3）公司是已发债企业，违约会使得大唐集团的声誉或品牌形象受到重创，或者导致大唐集团的融资渠道受限或融资成本显著上升。

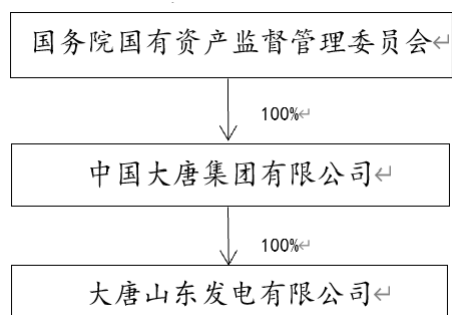
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	23.83	29.79	7.61	9.62
应收账款	22.65	22.32	21.23	22.60
其他应收款	1.29	1.41	1.52	0.91
存货	3.80	7.89	6.40	6.88
流动资产合计	57.28	65.62	41.04	43.99
投资性房地产	5.32	5.38	6.77	7.01
固定资产	175.01	178.88	189.42	195.34
在建工程	22.46	21.57	11.37	8.68
使用权资产	3.24	3.28	0.00	0.05
商誉	5.93	5.93	5.93	5.93
其他非流动资产	18.39	15.14	5.59	2.22
非流动资产合计	238.53	238.13	227.32	227.31
资产总计	295.81	303.75	268.35	271.29
短期借款	7.60	7.56	3.90	9.87
合同负债	0.93	2.43	1.95	2.15
其他应付款	3.30	2.83	2.85	4.70
一年内到期的非流动负债	38.07	29.12	41.30	27.34
其他流动负债	5.74	6.43	0.37	0.06
流动负债合计	67.50	70.26	73.17	72.02
长期借款	170.66	178.75	142.62	138.23
租赁负债	2.63	2.60	0.00	0.00
长期应付款	7.24	7.02	9.77	11.82
非流动负债合计	183.23	191.14	155.46	153.42
负债合计	250.73	261.40	228.63	225.44
总债务	--	241.45	207.97	202.20
其中：短期债务	--	43.03	45.54	37.21
长期债务	--	198.42	162.44	164.99
所有者权益	45.08	42.35	39.73	45.86
营业收入	27.74	118.69	124.79	124.10
营业利润	2.67	2.97	-0.21	-12.76
净利润	2.58	2.78	-0.65	-12.83
经营活动产生的现金流量净额	4.82	25.38	15.62	16.15
投资活动产生的现金流量净额	-10.00	-26.79	-12.59	-7.46
筹资活动产生的现金流量净额	-0.78	23.59	-4.64	-6.71
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	27.98	24.35	12.08
FFO（亿元）	--	16.11	12.22	0.02

净债务（亿元）	--	214.29	202.90	196.01
销售毛利率	15.06%	10.12%	7.15%	-3.91%
EBITDA 利润率	--	23.57%	19.51%	9.74%
总资产回报率	--	3.07%	2.47%	-1.45%
资产负债率	84.76%	86.06%	85.20%	83.10%
净债务/EBITDA	--	7.66	8.33	16.22
EBITDA 利息保障倍数	--	4.65	3.65	1.48
总债务/总资本	--	88.20%	87.51%	86.74%
FFO/净债务	--	7.52%	6.03%	0.01%
经营活动现金流净额/净债务	--	11.85%	7.70%	8.24%
速动比率	0.79	0.82	0.47	0.52
现金短期债务比	--	0.71	0.19	0.27

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：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

企业名称	持股比例 (%)	注册地	业务性质
青岛唐韵房地产开发有限公司	100.00	山东黄岛	房地产开发经营
大唐山东烟台电力开发有限公司	100.00	山东烟台	其他能源发电
大唐山东清洁能源开发有限公司	100.00	山东青岛	其他能源发电
大唐青岛热力有限公司	100.00	山东黄岛	热力供应
大唐鲁北发电有限责任公司	70.00	山东无棣	火力发电
大唐临清热电有限公司	100.00	山东临清	火力发电
大唐黄岛发电有限责任公司	80.00	山东黄岛	火力发电
大唐滨州发电有限公司	100.00	山东滨州	火力发电
大唐东营发电有限公司	100.00	山东东营	火力发电
大唐郓城发电有限公司	70.00	山东郓城	火力发电
大唐郓城新能源有限公司	100.00	山东郓城	其他能源发电
大唐济南长清清洁能源开发有限公司	100.00	济南市长清区	风力发电
大唐平阴清洁能源开发有限公司	100.00	济南市平阴县	风力发电

资料来源：公司 2024 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

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com