

信用评级公告

联合〔2021〕4569号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏嘉泽新能源股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁夏嘉泽新能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“嘉泽转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二一年六月二十三日

宁夏嘉泽新能源股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
嘉泽转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期日
嘉泽转债	13 亿元	5.58 亿元	2026/08/24

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券;截至 2021 年 6 月 22 日,“嘉泽转债”余额 5.58 亿元,转股价格为 3.46 元/股
资料来源:公司提供

评级时间:2021 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	5
		资本结构	4	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内,宁夏嘉泽新能源股份有限公司(以下简称“公司”或“嘉泽新能”)作为宁夏地区民营风力发电企业,在装机规模、机组利用效率等方面保持一定的竞争优势。2020 年,受疫情及风况波动影响,公司营业收入和毛利率有所下降,但毛利率仍维持较高水平。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到风电并网与外送困难、部分地区仍存在弃风限电现象、可再生能源补贴回款滞后、未来公司资本支出压力较大、出售电力资产及受让宁柏基金股权进展存在一定不确定性等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司 EBITDA 对“嘉泽转债”的保障程度较高。考虑到未来的转股因素,公司对“嘉泽转债”的偿还能力将增强。

2020 年,公司风电补贴项目如期并网,未来盈利规模有望增长。同时,随着宁柏基金股权受让事宜的推进,公司整体装机规模将得到进一步提升,综合竞争实力有望增强。此外,随着“嘉泽转债”后续转股,公司资本实力有望进一步提升。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA,维持“嘉泽转债”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 风力发电未来发展前景广阔。风电等清洁能源作为未来能源发展方向,随着“碳中和”等政策的推进,我国风电行业有望进入快速发展阶段。
2. 公司风电补贴项目如期并网,可对未来经营业绩的提升形成支持。2020 年,公司在建风电补贴项目于年底取得了全容量并网通知书,并网装机容量为 31.70 万千瓦。随着相关在建项目投入运营,将有利于公司未来整体经营业绩的提升。
3. 未来随着“嘉泽转债”转股,公司资本实力有望进一步增强。跟踪期内,“嘉泽转债”部分转股,公司权益规模增长。若后续继续转股,公司的资本实力有望进一步增强。

分析师：王爽

黄露

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **弃风限电及电价下调或对公司盈利能力产生不利影响。**“三北”地区限电、平价上网项目的推进以及市场电量占比的提高可能对公司业绩造成一定不利影响。
2. **公司应收账款规模大，资金占用情况严重。**由于可再生能源补贴存在一定滞后性，公司应收电费补贴款规模较大，资金占用情况严重。
3. **2020 年公司息债务规模大幅增长，债务负担明显加大，较高的融资成本侵蚀公司利润。**公司主要通过融资租赁筹集项目资金，资金成本较高，较大规模的财务费用侵蚀公司利润。截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 42.88% 至 76.63 亿元，全部债务资本化比率上升至 67.65%。
4. **公司资产受限比例很高，股东股权质押比例高。**截至 2021 年 3 月底，公司受限资产占总资产的 67.02%，为公司所有者权益的 2.16 倍。截至 2021 年 4 月底，公司实际控制人直接及间接控制的公司股份质押比率为 76.32%。
5. **公司出售电力资产及受让宁柏基金股权进展存在一定不确定性。**公司通过盘活存量资产以获取新项目，计划出售部分电力资产，并通过受让宁柏基金剩余股份获取其培育的电力项目，上述事项未来进展存在一定不确定性。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.97	2.41	3.17	2.04
资产总额(亿元)	87.89	91.28	122.29	122.80
所有者权益(亿元)	26.47	33.24	36.64	38.13
短期债务(亿元)	4.77	4.87	5.50	5.64
长期债务(亿元)	50.65	48.76	71.13	70.03
全部债务(亿元)	55.42	53.64	76.63	75.67
营业收入(亿元)	10.69	11.16	10.12	3.17
利润总额(亿元)	2.81	3.10	2.15	1.11
EBITDA(亿元)	9.51	9.98	8.92	--
经营性净现金流(亿元)	8.21	6.61	6.49	0.74
营业利润率(%)	57.87	56.80	51.73	59.39
净资产收益率(%)	10.17	8.82	5.41	--
资产负债率(%)	69.88	63.59	70.04	68.95
全部债务资本化比率(%)	67.67	61.74	67.65	66.50
流动比率(%)	150.45	197.92	152.17	161.27
经营现金流动负债比(%)	76.31	71.26	44.71	--

现金短期债务比(倍)	0.83	0.49	0.58	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	3.32	2.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.83	5.37	8.59	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	42.69	46.82	61.85	62.83
所有者权益(亿元)	23.24	27.79	30.08	30.90
全部债务(亿元)	18.60	16.76	25.67	25.38
营业收入(亿元)	4.09	3.87	3.55	1.14
利润总额(亿元)	0.87	0.85	0.95	0.38
资产负债率(%)	45.56	40.65	51.37	50.82
全部债务资本化比率(%)	44.46	37.62	46.05	45.09
流动比率(%)	246.34	243.53	258.23	251.76
经营现金流动负债比(%)	119.99	76.59	42.48	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径, 数据单位除特别说明外均为人民币; 3. 公司 2021 年一季度财务数据未经审计; 4. 合并口径下, 将长期应付款及租赁负债调整至长期债务核算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
嘉泽转债	AA	AA	稳定	2020/03/27	于彤昆 王文燕	电力行业企业信用评级方法	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由宁夏嘉泽新能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合资信评估股份有限公司

宁夏嘉泽新能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏嘉泽新能源股份有限公司（以下简称“公司”或“嘉泽新能”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

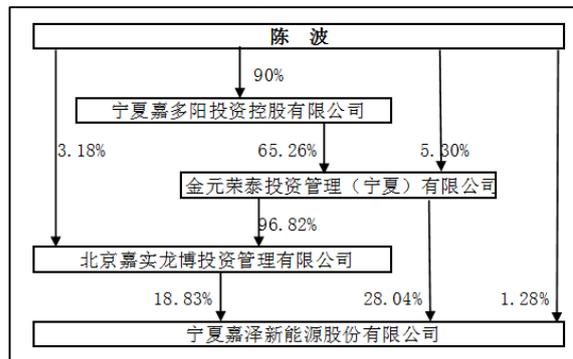
二、企业基本情况

嘉泽新能前身为宁夏嘉泽发电有限公司（以下简称“嘉泽有限”），成立于2010年，注册资本1000万元。嘉泽有限由金元荣泰投资管理（宁夏）有限公司（原金元荣泰投资管理（北京）有限公司，以下简称“金元荣泰”）和宁夏嘉荣创业投资担保有限公司（以下简称“嘉荣担保”）以货币资金形式共同出资设立。2010年10月和11月，经过两次增资，嘉泽有限注册资本增加至6400万元。2011年1月，经过股权转让，嘉荣担保将其持有的嘉泽有限10.00%股权转让给北京嘉实龙博投资管理有限公司（以下简称“嘉实龙博”）。后经多次增资，截至2015年7月底，嘉泽有限注册资本增加至14.29亿元。2015年8月，嘉泽有限完成股份制变更，并更为现名。2015年9月，经过增资，公司注册资本增加至17.39亿元。2017年6月30日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕1099号《关于核准宁夏嘉泽新能源股份有限公司首次公开发行股票的批复》核准，公司首次向社会公众发行人民币普通股A股193712341股，并于2017年7月20日在上海证券交易所（以下简称“上交所”）挂牌上市，股票简称“嘉泽新能”，股票代码601619.SH。本次公开发行股票后，公司注册资本由17.39亿元增至19.33亿元。2019年8月15日，经中国证券监督管理委员会核准，公司非公开发行人民币普通股14110万股。本次非公开发行股票完成后，公司股本增至20.74亿元，金元荣泰直接持有公司

30.17%股权，为公司控股股东，陈波为公司实际控制人。

截至2021年3月底，公司总股本为20.88亿股。金元荣泰直接持有公司股份数量为5.85亿股，占公司总股本的28.04%，通过嘉实龙博间接持有3.93亿股，合计持有公司股份9.79亿股，占公司总股本的46.87%；实际控制人陈波先生直接持有公司股份数量为2674.68万股，通过金元荣泰及嘉实龙博间接持有9.79亿股，合计持有公司股份10.05亿股，占公司总股本的48.15%。在陈波先生控制的上述股份中，截至2021年4月底合计质押7.67亿股，占陈波先生控制股份总数的76.32%。

图1 截至2021年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。公司本部部门设置未发生变化。

截至2020年底，公司合并资产总额122.29亿元，所有者权益合计36.64亿元（含少数股东权益-60.96元）。2020年，公司实现营业收入10.12亿元，利润总额2.15亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额122.80亿元，所有者权益合计38.13亿元（含少数股东权益-3126.71元）。2021年1—3月，公司实现营业收入3.17亿元，利润总额1.11亿元。

公司注册地址：宁夏回族自治区红寺堡区大河乡埡隘子；法定代表人：陈波。

三、债券概况及募集资金使用情况

2020年8月24日，公司公开发行13.00亿元可转换公司债券（以下简称“本次债券”），债券期限为6年。本次债券票面利率第一年为0.3%，第二年为0.5%，第三年为1.0%，第四年为1.5%，第五年为1.8%，第六年为2.0%；转股期为自2021年3月1日至2026年8月23日。本次债券于2020年9月17日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“嘉泽转债”，债券代码“113039.SH”，自2021年3月1日起可转换为公司A股普通股，初始转股价格为3.57元/股。截至2021年6月22日，尚未转股的“嘉泽转债”金额为5.58亿元，转股价格为3.46元/股。

“嘉泽转债”无担保。

“嘉泽转债”扣除承销及保荐费用以及其他相关发行费用后募集资金净额为人民币12.89亿元。截至2020年底，上述募集资金已使用12.89亿元，用于募投项目建设和补充流动资金。

表1 截至2020年底本次债券募集资金使用情况

(单位: 亿元)

承诺投资项目	承诺投资金额	实际投资金额
三道山150MW风电项目	5.60	5.60
苏家梁100MW风电项目	3.70	3.70
补充流动资金	3.59	3.59
合计	12.89	12.89

资料来源: 公司2020年度募集资金年度存放与使用情况鉴证报告

截至本报告出具日，“嘉泽转债”尚未到第一个付息日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支

出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表2 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016	2017	2018	2019	2020
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注: 1. 增速及增幅均为累计同比增长数; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模; 4. 城镇失业率统计中, 2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数
数据来源: 联合资信根据国家统计局和wind数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力, 消费拖累全年经济增长。2020年, 社会消费品零售总额39.20万亿元, 同比下降3.90%, 为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面, 2020年固定资产投资完成额51.89万亿元, 同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%, 为历史同期最低水平; 基础设施建设投资(不含电力)增速为0.90%, 较上年(3.80%)大幅下滑, 处历史低位; 房地产开发投资增速为7.00%,

较上年(9.90%)有所下滑,是投资增长的主要支撑。外贸方面,2020年货物进出口总额32.16万亿元,同比增长1.90%,外贸规模创历史新高。其中,出口额17.93万亿元,同比增长4.00%;进口额14.22万亿元,同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元,较上年(2.91万亿元)大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元,分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%,东盟成为我国最大贸易伙伴,对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升,服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%,在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%,较上年(-3.30%)转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善,其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长16.90%),主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%,较上年同期增幅(9.40%)明显回落,服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%,其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大,对GDP累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降16.20个百分点,主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落,生产者价格指数同比降幅扩大。2020年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨2.50%,涨幅较上年(2.90%)有所回落,其中食品价格上涨10.60%,涨幅比上年回升1.40个百分点;非食品价格上涨0.40%,涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI(不包括食品和能源)温和上涨0.80%,涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.80%,工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下

降2.30%,降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降,M2增速显著上升。截至2020年底,社会融资规模存量284.83万亿元,同比增长13.30%,增速较上年末(10.69%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,2020年新增社会融资规模34.86万亿元,比上年多增9.29万亿元。分季看,各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至2020年底,M2余额218.68万亿元,同比增长10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期M1余额62.56万亿元,同比增长8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年,全国一般公共预算收入18.29万亿元,同比下降3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元,同比下降2.30%;非税收入2.86万亿元,同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元,同比增长2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元,同比增长10.90%;卫生健康支出1.92万亿元,同比增长15.20%;债务付息0.98万亿元,同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元,上年缺口为4.85万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元,同比增长10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出11.80万亿元,同比增长28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

1. 电力行业概况

2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据¹，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额

¹ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调

整上年度期末数据

同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图2 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）

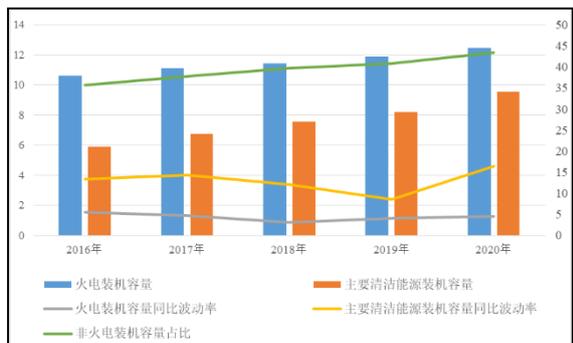


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：亿千瓦、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况

(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，2020年一季度，受新冠肺炎疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村

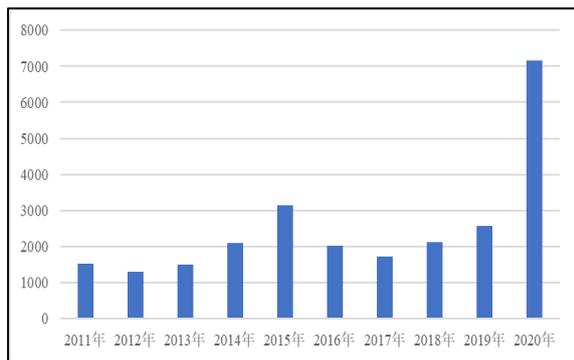
发展，促进第一产业用电潜力释放。

2. 风电行业概况

近年来，我国风电装机规模稳定增长。2020年，我国风电装机规模出现大幅增长，风电机组运营稳定，未来随着碳中和等政策的推进，我国风电行业有望进入快速发展阶段。

近年来，全球风电产业获得了长足的发展，全球风电装机总量持续攀升。2020年，全国风电新增并网装机7167万千瓦，其中陆上风电新增装机6861万千瓦、海上风电新增装机306万千瓦。据全球风能理事会（GWEC）2021年2月25日发布的数据，中国海上风电新增装机连续三年领跑全球，新增容量占全球新增一半以上。市场与政策共同向平价上网驱动，行业项目建设加速。风电建设整体呈现出平价前的冲刺期，新增并网装机增幅明显。2019年和2020年风电新增装机增速分别为20.9%和178.7%。从空间分布看，中东部和南方地区占比约40%，“三北”地区占60%。到2020年底，全国风电累计装机2.81亿千瓦，其中陆上风电累计装机2.71亿千瓦、海上风电累计装机约900万千瓦。

图6 2011-2020年风电新增装机情况
(单位: 万千瓦)



资料来源：北极星电力网

2020年，我国弃风电量约166亿千瓦时，平均利用率96.5%，较上年同期提高0.5个百分点。全国平均弃风率3%，较去年同比下降1个百分点，尤其是新疆、甘肃和蒙西弃风率同比显著下降，新疆弃风率10.3%、甘肃弃风率6.4%、蒙西弃风率7%，同比分别下降3.7、1.3和1.9

个百分点。全国弃光电量52.6亿千瓦时，平均利用率98%，与上年持平。

3. 电力行业关注及政策调整

伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019-2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019-2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

4. 电力行业展望

预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020-2021年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2021年全

国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司总股本为 20.88 亿股。金元荣泰直接持有公司股份数量为 5.85 亿股，占总股本的 28.04%，为第一大股东。公司实际控制人为陈波先生。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司新能源装机规模扩大，宁夏项目整体利用小时数保持在较高水平。

截至 2020 年底，公司新能源发电并网装机容量为 1417.88MW，较上年底增加 317MW。其中，风力发电并网容量为 1361.50MW（宁夏地区为 1213.50MW），光伏发电并网容量为 50.00MW_p，智能微电网并网容量为 6.38MW。公司在建及拟建项目装机容量合计 342.50MW，其中风电项目 242.50MW。2020 年，公司宁夏项目整体平均发电小时数为 2070 小时。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2021 年 5 月 18 日，公司存在 74 笔未结清关注类贷款，涉及金额 14.66 亿元，存在 21 笔已结清关注类贷款，上述未结清及已结清贷款的关注原因如下：公司 2017 年之前的银行贷款全部为国家开发银行宁夏分行的贷款，因贷款集中度高原因，根据国家开发银行的内部风控制度要求，公司被国家开发银行列入重点风险管控名单，资产质量分类被调至关注类，相关已结清贷款均已正常偿付。

根据过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度无重大变化。个别高级管理人员发生变动，未对公司生产经营产生重大影响。

公司根据经营情况，对部分管理制度进行修订及优化，并新增《供应商准入评估机制》，对合格供应商的确定、评价过程实施控制，选择符合公司业务要求的合格供应商。

公司管理层人员变动方面，2020 年 1 月，财务总监安振民先生因个人原因辞去财务总监职务。经董事会审议通过，同意聘任杨宁先生为公司财务总监。

杨宁先生，1971 年出生，中国国籍，无永久境外居留权，硕士研究生，曾先后在中国电信、海通证券北京投资银行总部、新加坡 ICH 资本集团、联创策源投资咨询（北京）有限公司任职；历任宁波理工环境能源科技股份有限公司副总经理、董事会秘书，上海岱美汽车内饰件股份有限公司副总裁、董事会秘书、财务总监，上海盈嘉信资产管理有限公司总经理；自 2020 年 1 月 6 日起担任公司财务总监。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入规模持续增长，其来源主要为风电电力销售业务，主营业务突出。公司毛利率

保持在较高水平。

跟踪期内，公司主营业务仍为新能源电力的开发、投资、建设、经营和管理。公司主要收入来源仍为风电销售收入。2020 年，公司主营业务收入同比下降 9.48% 至 10.09 亿元，主要系受 2020 年疫情影响下游电力需求下降，以及当期风况同比降低所致。毛利率方面，受风电业务毛利率下降影响，主营业务毛利率同比下降 5.04 个百分点至 52.10%。光伏发电板块及智慧微网板块收入占比较低，对公司收入及利润贡献不大。

2021 年一季度，公司营业收入同比增长 28.68% 至 3.17 亿元；综合毛利率较 2020 年提升 7.51 个百分点至 59.61%。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年一季度		
	收入	占比	毛利率									
风电	99923.99	93.54	58.13	104742.19	93.98	57.26	94048.23	93.22	51.64	29840.60	94.36	59.59
光伏	6198.36	5.80	56.32	5968.21	5.36	54.26	6045.76	5.99	57.22	1484.55	4.69	55.97
智能微网	700.64	0.66	66.30	737.51	0.66	63.16	794.22	0.79	67.31	299.32	0.95	80.06
合计	106823.00	100.00	58.08	111447.91	100.00	57.14	100888.21	100.00	52.10	31624.47	100.00	59.61

资料来源：公司提供

2. 风电业务

2020 年，受疫情及风况下降影响，公司发电量及上网电量有所下降。由于市场交易电量占比提升，公司平均上网电价有所下降。公司补贴风电项目如期并网，整体装机规模扩大。

跟踪期内，公司对新能源发电项目仍采取全程控制下的供应商一站式服务的模式。即在完成项目开发、方案规划、设备选型和电场大数据分析应用的基础上，选定并要求合格供应商按照公司管理、监督和控制的标准，完成工程建设、生产运维和质量安全等各环节的具体执行工作。生产运维方面，公司与合格供应商建立了以发电量为基础的考核体系，使得合格供应商必须及时、有效地解决电场维护、部件维修、信息技术产品支持等方面出现的突发问题，保障电场的发电量；对于设备质保期外的大部件更

换、备件供应、消耗品的供应均由合格供应商负责采购并承担费用，有效锁定了产品在质保期外的坏损风险，减少了后期运营成本。

供应商方面，公司与主要供应商的合作包括工程施工、设备采购（主要以风机为主）及运营维护。此外，公司主要采用融资租赁形式进行项目资金筹措，公司主要供应商还包含融资租赁公司。

公司一站式服务供应商为北京天源科创风电技术有限责任公司（以下简称“天源科创”）。天源科创系新疆金风科技股份有限公司（“金风科技”）的全资子公司，金风科技在国内风电市场属龙头企业，主营风机制造、风电服务、风电场投资与开发业务。相关风机技术开发、设备安装施工方面，具备丰富的实际操作经验，在项目开发方面可为公司提供较强的技术支持。

2020年，公司与新增供应商中国电建集团山东电力建设有限公司合作开发红寺堡谭庄子50MW风电项目和三道山150MW风电项目。

此外，公司也在积极寻找其他合作供应商。未来，公司会逐步增加合作供应商，但目前对天源科创的合作依赖性仍较强。

表4 2020年公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

供应商名称	合作内容	采购金额	占总采购额比重
中国电建集团山东电力建设有限公司	工程设备款	97862.52	41.43
北京天源科创风电技术有限责任公司	工程设备款、运维费	71546.10	30.29
三峡融资租赁有限公司	运维费	42699.12	18.08
陕西博辰建设工程有限公司	工程设备款	7455.54	3.16
中国电建集团租赁有限公司	发电权转售	5309.73	2.25
合计	--	224873.01	95.20

资料来源:公司提供

结算方式方面，公司执行具体电站所在区域的风力发电标杆电价，标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，电价补贴的结算周期须视政府财政资金的安排而定。公司相关电站并网发电至补贴首次回流的周期较长，一般为一年半至两年左右。目前公司并网发电的风电项目约有60%左右已纳入可再生能源电价附加补助名录，相关补贴均已开始陆续发放。公司仍有317MW电站项目属于符合可再生能源发电补助条件的项目。相关电价补助款由公司向国家电网申报后，再由国家电网向财政部申报并下发。

截至2020年底，公司集中式风电项目装机容量合计136.15万千瓦，较上年底增加31.70万千瓦。从装机区域分布表来看，公司装机区域以宁夏地区为主，2020年拓展至河南地区。公司2020年全力抢工和协调各方资源确保了补贴风电项目如期并网，并取得全容量并网运行通知书。

表5 截至2020年底公司风电装机分布区域情况统计
(单位:兆瓦、%、元/千瓦时)

分布区域	装机规模	占比	平均上网电价
宁夏	121.35	89.13	0.5159
新疆	9.80	7.20	0.4747
河南	5.00	3.67	0.5700
合计	136.15	100.00	--

注:表中数据为公司集中式风电项目相关数据
资料来源:公司提供

2020年，受疫情影响下游电力需求下降，加之风况同比下降，公司发电量、上网电量及设备利用小时数均同比减少，弃风限电率小幅上升；受市场交易电量占比提升影响，平均上网电价有所下降。由于2020年新增装机于年底投产，对公司当年发电规模的贡献小。未来可对公司总体发电规模的提升形成有效支持。

表6 公司风电项目经营指标情况

指标	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
可控装机规模(万千瓦)	104.45	104.45	136.15	136.15
发电量(亿千瓦时)	22.24	23.37	21.73	6.88
上网电量(亿千瓦时)	21.04	22.16	20.60	6.57
其中:市场化交易电量(亿千瓦时)	13.13	13.43	13.75	1.80
发电设备平均利用小时(时)	2129.62	2237.38	2080.42	601.13
平均上网电价(元/千瓦时)	0.5516	0.5327	0.5161	0.5347
弃风限电量(亿千瓦时)	1.94	1.71	1.88	0.86

注:表中数据为公司集中式风电项目相关数据;2020年新增机组于年底投产,全年发电机组容量为104.45万千瓦
资料来源:公司提供

3. 光伏发电业务板块

2020年，公司光伏发电并网装机容量无变化，上网电量小幅增长，业务毛利率维持较高水平。

截至2020年底，公司光伏发电并网容量为50.00MWp，全年上网电量为7278万千瓦时(同

比增长 2.84%)，平均上网电价 926.79 元/兆瓦时。2020 年，光伏发电收入 6045.76 万元，同比变化不大；毛利率同比上升 2.96 个百分点至 57.22%。公司光伏电站规模较小，对收入及利润的增长贡献不大。

4. 经营效率

跟踪期内，经营效率指标较低。

2020 年，公司销售债权周转次数为 0.64 次，较 2019 年有所下降，主要系发电补贴规模持续增加以及营业收入同比下降所致；总资产周转次数为 0.09 次，较 2019 年有所下降，主要系公司资产规模增长，但营业收入下降所致。与同行业公司相比，公司经营效率指标较低。

表 7 2020 年同行业公司经营效率情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	总资产周转率
宁夏银星能源股份有限公司	0.80	0.13

表 8 截至 2021 年 3 月底公司主要在建及拟建风电工程情况统计（单位：元/kwh、亿元、%）

项目	核准电价	核准时间	总投资规模	已投资规模	开工时间	预计并网时间	项目工程进度
宁河镇 17.5MW 分散式风电项目	0.57	2019.7.15	1.48	0.95	2020.4	2021.12.31	25
三道山 150MW 风电项目	0.46	2019.6.24	11.00	8.59	2020.4	2022.6.30	98
城北恒风 50MW 风电项目	0.57	2019.12.26	4.11	0.09	--	--	--
商水县张民乡 25MW 风电项目	0.52	2019.12.17	2.05	0.08	--	--	--
合计	--	--	18.64	9.71	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

“十四五”期间，公司将坚持“电为核心、多能互补、两翼齐飞、提质增效”的发展方针，精准对接国家“十四五”新能源战略规划，以“集中式”电站为主，拓展分布式电站，多措并举获取资源，开展售电、项目 BT、后服务咨询业务，实现企业新的利润增长点；着力提升资本运作能力，优化存量资产结构，提高产融协同能力；加强内控管理，提高精细化管理水平，夯实安全生产基础。到“十四五”末，实现公司资产规模突破 300 亿元，新能源发电容量达到 400 万千瓦。

鲁能新能源（集团）有限公司	0.94	0.09
江苏省新能源开发股份有限公司	1.24	0.16
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	0.64	0.09

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；由于公司主业为风力发电，存货主要由原材料、备品备件构成，且规模很小，无法有效反应公司经营效率情况，故该部分不测算存货周转次数情况

资料来源：Wind

5. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目未来投资压力较小。

截至 2021 年 3 月底，公司在建及拟建风电项目共计 310MW，总投资规模 18.64 亿元，已投资规模 9.71 亿元。除去尚未招标开工项目，未来公司仍有 2.94 亿元投资需求。公司在建项目已采取融资租赁方式进行融资，未来投资压力小。公司项目建设的自有资金及融资资金比例一般为 3:7，拟建项目自有资金比例约为 1.85 亿元，投资压力较小。

2021 年，公司将结合当前形势及时调整战略方向，制定新的战略目标。在安全管理、成本控制、工作执行力、项目开发和运营管理等方面，克服薄弱环节，夯实内部管理基础，挖掘内部潜力，防范风险，提升企业经济效益和可持续发展能力。2021 年公司重点工作主要包括：充分利用资本市场优势，挖掘资源，整合资源，加大资本运作力度，盘活资产，在融资上做好优化存量、注入增量；做好资源和项目储备，持续加大与基金公司的合作模式，及时把握投资机会，拓展投资渠道，通过互联、互通、互助搭建多渠道合作模式，提升公司盈利能力和综合竞争力；不断提高检修质量，保

证检修效果，持续提升系统质量和运行效率，在计划少、调度调控力度大的情况下，想方设法提高机组发电效能，通过交易方式等多种措施，拓展创新消纳空间。

九、重大事项

1. 签订资产转让框架协议

公司拟出售部分电力资产，以盘活存量资产，获取新项目。

根据嘉泽新能2020年12月28日发布的公告，公司计划出售部分风电、光伏项目及升压站资产，其中，风电项目装机容量合计444.50MW，光伏项目装机容量合计50MWp。

根据嘉泽新能2021年6月10日发布的公告，公司与中电投新疆能源化工集团哈密有限公司（以下简称“中电投新疆哈密公司”）签署了《中电投新疆能源化工集团哈密有限公司与宁夏嘉泽新能源股份有限公司关于新疆嘉泽发电有限公司100%股权转让协议》，公司将一级全资子公司新疆嘉泽发电有限公司全部股权以48861.73万元对价转让给中电投新疆哈密公司。新疆嘉泽公司拥有新疆鄯善楼兰风电场一期49MW项目、新疆鄯善楼兰风电场二期49MW项目以及大唐220kV升压站等资产。

公司计划通过盘活资产，不断开发新项目，形成循环盈利模式。联合资信将持续关注上述事项进展。

2. 受让宁柏基金股权

公司计划收购宁柏基金合伙份额。待收购完成，公司电力资产规模将进一步扩大，综合竞争力将得到提升。

根据嘉泽新能于2020年8月31日和2020年12月26日发布的公告，公司拟以自有资金受让交易对手持有的宁夏宁柏产业投资基金（有限合伙）（以下简称“宁柏基金”）的合伙份额，具体情况见下表。待上述事项完成后，嘉泽新能持有宁柏基金的合伙份额由0.927%增至29.396%。

表9 公司受让宁柏基金份额情况（单位：万元、%）

交易对手	交易金额	受让基金份额占比
宁波源旭投资有限公司	54000	20.732
宁夏开弦投资有限公司	10860	4.170
苏州工业园区国创宁柏股权投资合伙企业（有限合伙）	5000	1.780
浙江巽能科技有限公司	5000	1.780
合计	74860	28.469

注：数据计算尾差系四舍五入所致
资料来源：公司公告，联合资信整理

公司连同其他企业设立了宁柏基金，以寻求符合公司战略发展方向的投资机会以及为公司储备和培育优质项目资源。截至2020年底，宁柏基金培育项目已有72万千瓦风电装机并网发电。公司将继续受让剩余的宁柏基金70.604%合伙份额。待受让完成，公司电力资产规模将大幅提升。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报告。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围看，截至2020年底，公司合并范围内子公司为19家，新设子公司5家，处置子公司1家。2021年一季度，公司合并范围内子公司新增加13家，2021年3月底合并范围内子公司共32家。公司合并范围内新增和减少子公司均为风电业务项目公司，主营业务不变，主要会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额122.29亿元，所有者权益合计36.64亿元（含少数股东权益-60.96元）。2020年，公司实现营业收入10.12亿元，利润总额2.15亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额122.80亿元，所有者权益合计38.13亿元（含少数股东权益-3126.71元）。2021年1—3月，公司实现营业收入3.17亿元，利润总额1.11亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产规模同比明显扩大，资产构成仍以非流动资产为主。公司流动资产中应收账款占比高，虽然回收风险低，但仍对资金形成较为严重的占用；公司非流动资产以固定资产为主，固定资产成新率较高。公司受限资产规模大。

截至2020年底，公司合并资产总额122.29亿元，较上年底增长33.97%。其中，流动资产占18.06%，非流动资产占81.94%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产22.09亿元，较上年底增长20.22%，主要系应收账款和预付款项增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占14.01%）和应收账款（占75.42%）构成。

截至2020年底，公司货币资金3.09亿元，较上年底增长39.68%，主要系本期收到可转换公司债券募集资金所致。货币资金中受限金额为1.03亿元，受限比例为33.33%，主要为偿债准备金和土地复垦保证金，受限比例较高。

公司应收账款主要由应收脱硫煤标杆电费及可再生能源补贴构成。截至2020年底，公司应收账款账面价值为16.66亿元，较上年底增长12.81%，主要系已列入国家可再生能源补贴名录的项目未及时下发补贴款所致。公司按组合计提坏账准备的应收账款余额为16.88亿元，主要为应收电费收入，计提坏账准备0.22亿元，计提比例1.33%。由于应收电费收入的欠款方主要为电网公司，回收风险较小，因此公司未进行大额坏账计提。从账龄来看，公司应收账款账龄主要集中在2年以内，其中半年以内占比22.05%，七个月至一年占比21.44%，一年至两年占比44.59%，整体账龄尚属合理。

截至2020年底，公司预付款项1.01亿元，较上年底增加1.01亿元，主要系主要系本期对宁柏基金投资份额增加所致。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产100.20亿元，较上年底增长37.43%，主要系在建工程投入增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占6.69%）、固定资产（占64.11%）和在建工程（占25.63%）构成。

截至2020年底，公司固定资产64.24亿元，较上年底下降0.54%，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占7.05%）和机器设备（占92.87%）构成，累计计提折旧21.34亿元；成新率78.32%。

截至2020年底，公司在建工程25.68亿元，较上年底增加23.03亿元，主要系随着在建工程推进，工程投入增加所致。

截至2020年底，公司长期股权投资6.70亿元，主要系本期对宁柏基金投资份额增加，由其他非流动金融资产科目转为长期股权投资所致。

截至2020年底，公司其他非流动资产1.76亿元，较上年底下降55.42%，主要系预付工程设备款转入在建工程所致。由于融资租赁相关设备尚未到货，因此公司将相关费用计入预付工程款列入其他非流动资产。

截至2021年3月底，公司合并资产总额122.80亿元，规模及构成较2020年底变化不大。公司货币资金1.56亿元，较2020年底下降49.60%，主要系当期偿还债务本息所致；公司在建工程14.49亿元，较2020年底下降43.57%，主要系当期200MW风电项目达到预定可使用状态，转入固定资产所致所致。公司所有权或使用权受到限制的资产共计82.30亿元，具体情况如下表所示。公司受限资产占总资产的67.02%，为公司所有者权益的2.16倍，公司资产受限比例很高。

表10 截至2021年3月底公司资产受限情况
(单位: 亿元)

科目	账面价值	受限原因
货币资金	1.03	偿债准备金、土地复垦保证金
无形资产	0.14	长期借款质押
固定资产	50.59	长期借款抵押、融资租赁设备抵押
应收账款	19.00	长期借款质押、融资租赁质押

在建工程	11.53	长期借款抵押、融资租赁设备抵押
合计	82.30	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020年，公司所有者权益规模扩大，权益结构稳定性较好。

截至2020年底，公司所有者权益36.64亿元，较上年底增长10.24%，主要系其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.00%²。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占56.61%、14.12%和21.53%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2020年底，公司其他权益工具2.31亿元，系公司发行可转换公司债券纳入权益核算的部分。

截至2021年3月底，公司所有者权益38.13亿元，较上年底增长4.05%，规模及构成较2020年底变化不大。

(2) 负债

2020年，公司有息债务大幅增长，债务负担重。公司债务以长期债务为主，债务结构与资产结构较为匹配。公司债务期限分布较为合理，目前尚不存在集中偿付风险。

截至2020年底，公司负债总额85.65亿元，较上年底增长47.55%，主要系非流动负债增长所致。公司负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占83.05%。

截至2020年底，公司流动负债14.51亿元，较上年底增长56.37%，主要系应付账款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占55.03%）和一年内到期的非流动负债（占37.90%）构成。

截至2020年底，公司应付账款7.99亿元，较上年底增长142.95%，主要系本期应付工程设备款增加所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债5.50亿元，其中一年内到期的长期借款

4.59亿元、长期应付款0.83亿元、长期借款利息856.63万元。

截至2020年底，公司非流动负债71.13亿元，较上年底增长45.87%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占55.67%）、应付债券（占15.13%）和长期应付款（占29.20%）构成。

截至2020年底，公司长期借款39.60亿元，较上年底变化不大；长期借款全部为质押借款。从期限分布看，2022年到期的占12.88%，2023年到期的占13.23%，2024年到期的占13.64%，2025年及以后到期的占60.25%，长期借款到期期限均衡，集中偿付压力较小。

公司长期应付款主要为应付融资租赁设备款。截至2020年底，公司长期应付款20.77亿元，较上年底增长121.71%，主要系当期新增融资租赁款大幅增加所致。

公司以融资租赁形式进行借款的资金成本较高。但相比于长期借款，相关贷款的申请流程更为简单，周期更短，便于公司在抢装电站扩充规模中提升效率。未来，公司计划以低融资成本的银行借款和融资租赁对现存的融资租赁款进行置换，以降低融资成本。

从有息债务来看，截至2020年底，公司全部债务76.63亿元，较上年底增长42.88%，主要系当期在建项目资金投入规模大，融资规模增加所致。债务结构方面，短期债务占7.18%，长期债务占92.82%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.04%、67.65%和66.00%，较上年底分别提高6.45个百分点、5.91个百分点和6.54个百分点。公司整体债务负担重，但债务结构与资产端匹配较好。从债务期限结构来看，如下表所示，公司有息债务未来到期分布较为均匀。公司有息债务均为项目融资，还款期和项目的收入回收周期较为匹配。若发电项目可按预期获得收入，则公司无明显集中偿付压力。

² 截至2020年底，少数股东权益为-60.96元

表 11 截至 2020 年底公司有息债务期限结构
(单位: 亿元、%)

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期	合计
一年内到期的非流动负债	5.50	-	-	-	-	5.50
长期借款	-	5.10	5.24	5.40	23.86	39.60
应付债券	-	-	-	-	10.76	10.76
长期应付款	-	1.21	1.49	1.74	16.33	20.77
合计	5.50	6.31	6.73	7.13	50.95	76.63
占比	7.18	8.24	8.79	9.31	66.49	100.00

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 3 月底, 公司负债总额 84.67 亿元, 规模及结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底, 公司全部债务 75.67 亿元, 有息债务规模及结构较上年底变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.95%、66.50% 和 64.75%, 较 2020 年底分别下降 1.09 个百分点、1.16 个百分点和 1.25 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年, 下游用电需求受疫情影响下降以及风况同比下降影响, 公司营业收入明显减少。公司有息债务以融资租赁为主, 融资租赁成本高, 财务费用对整体利润侵蚀明显。公司利润规模同比大幅减少。

2020 年, 公司实现营业收入 10.12 亿元, 同比下降 9.31%, 主要系下游电力需求下降及风况下降使得发电量下降共同影响所致; 营业成本 4.84 亿元, 同比增长 1.19%。

从期间费用看, 2020 年, 公司费用总额为 3.14 亿元, 同比下降 3.91%。从构成看, 公司管理费用和财务费用占比分别为 10.90% 和 89.10%。2020 年, 公司期间费用率为 31.00%, 同比提高 1.74 个百分点。公司财务费用对整体利润侵蚀较大。

受上述因素影响, 2020 年, 公司利润总额同比下降 30.85% 至 2.15 亿元。

从盈利指标看, 2020 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.22%、5.41%, 同比分别下降 2.52 个百分点、下降 3.41 个百分点。与同行业相比, 公司盈利能力属较高水平。

表 12 2020 年同行业公司盈利情况 (单位: %)

证券简称	销售毛利率	净资产收益率
宁夏银星能源股份有限公司	29.09	1.30
鲁能新能源(集团)有限公司	45.09	4.04
江苏省新能源开发股份有限公司	39.91	3.33
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	52.14	5.67

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资料来源: Wind

2021 年一季度, 公司营业收入同比增长 28.68% 至 3.17 亿元; 营业利润率同比上升 8.02 个百分点至 59.39%。

5. 现金流分析

2020 年, 公司保持较大规模的经营现金净流入。但受补贴拖欠影响, 公司收入实现质量较差; 由于在建项目投资规模较大, 经营活动现金流无法满足投资需求; 公司发行可转换公司债券, 筹资活动现金流由净流出转为净流入。

从经营活动来看, 2020 年, 公司经营活动现金净流入 6.49 亿元, 同比变化不大。受新能源发电补贴款未结算规模增加影响, 公司收入实现质量较差。

从投资活动来看, 2020 年, 公司投资活动现金净流出 13.39 亿元, 同比净流出规模增长 9.13 亿元, 主要系股权投资增加所致。2020 年, 公司在建项目资金投入规模较大, 经营活动现金流无法满足投资需求, 对外融资压力加大。

2020 年, 公司筹资活动现金流量净额为 7.74 亿元, 由净流出转为净流入, 主要系当期发行可转换债券所致。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	8.75	7.63	8.17
经营活动现金流出小计	0.54	1.02	1.68
经营活动现金流量净额	8.21	6.61	6.49

投资活动现金流入小计	0.01	0.01	0.04
投资活动现金流出小计	0.76	4.28	13.44
投资活动现金流量净额	-0.74	-4.27	-13.39
筹资活动前现金流量净额	7.47	2.35	-6.90
筹资活动现金流入小计	1.11	7.08	19.54
筹资活动现金流出小计	8.22	10.85	11.80
筹资活动现金流量净额	-7.11	-3.77	7.74
现金收入比	81.66	67.79	79.53

资料来源：公司提供

2021 年一季度，公司经营活动、投资活动、筹资活动现金流量净额分别为 0.74 亿元、-0.67 亿元和-1.60 亿元，

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现一般。考虑到风电行业发展前景较佳，公司风力发电效率较高，未来补贴款陆续回流等因素，公司整体偿还能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 197.92%和 197.89%分别下降至 152.17%和下降至 152.15%，但流动资产对流动负债的保障程度仍高；公司经营现金流动负债比率为 44.71%，同比下降 26.54 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.49 倍提高至 0.58 倍，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债能力指标表现较好。

2020 年，公司 EBITDA 为 8.92 亿元，同比下降 10.60%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 43.84%）、计入财务费用的利息支出（占 31.37%）、利润总额（占 24.04%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.32 倍下降至 2.38 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的 5.37 倍提高至 8.59 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

公司融资均为项目贷款，无流动资金贷款。截至 2021 年 3 月底，公司获得的授信总额

94.04 亿元，其中未使用额度 3.93 亿元。由于公司为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

截至 2020 年底，母公司资产规模有所增长。可转债发行使得母公司负债规模大幅增加，债务负担加重。

资金管理和财务管理方面，母公司对子公司账户结算、收付款、存贷款实施集中统一管理；母公司统一安排资金计划。母公司对子公司的控制能力强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 61.85 亿元，较上年底增长 32.10%。其中，流动资产 9.95 亿元（占 16.08%），非流动资产 51.91 亿元（占 83.92%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 18.75%）、应收账款（占 57.59%）、预付款项（占 10.09%）和其他应收款（占 13.28%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 50.44%）、固定资产（占 38.31%）和在建工程（占 10.85%）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 31.78 亿元，较上年底增长 66.94%。其中，流动负债 3.85 亿元（占 12.12%），非流动负债 27.92 亿元（占 87.88%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占 11.31%）、其他应付款（占 17.83%）和一年内到期的非流动负债（占 52.42%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 46.17%）、应付债券（占 38.54%）和长期应付款（占 15.30%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 51.37%，较 2019 年底提高 10.72 个百分点。

2020 年，母公司实现营业收入为 3.55 亿元，利润总额为 0.95 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 1.64 亿元，投资活动现金流净额-12.58 亿元，筹资活动现金流净额 11.36 亿元。

十一、本次跟踪债券偿还能力分析

考虑到未来的转股因素，公司对“嘉泽转债”的偿还能力将增强。

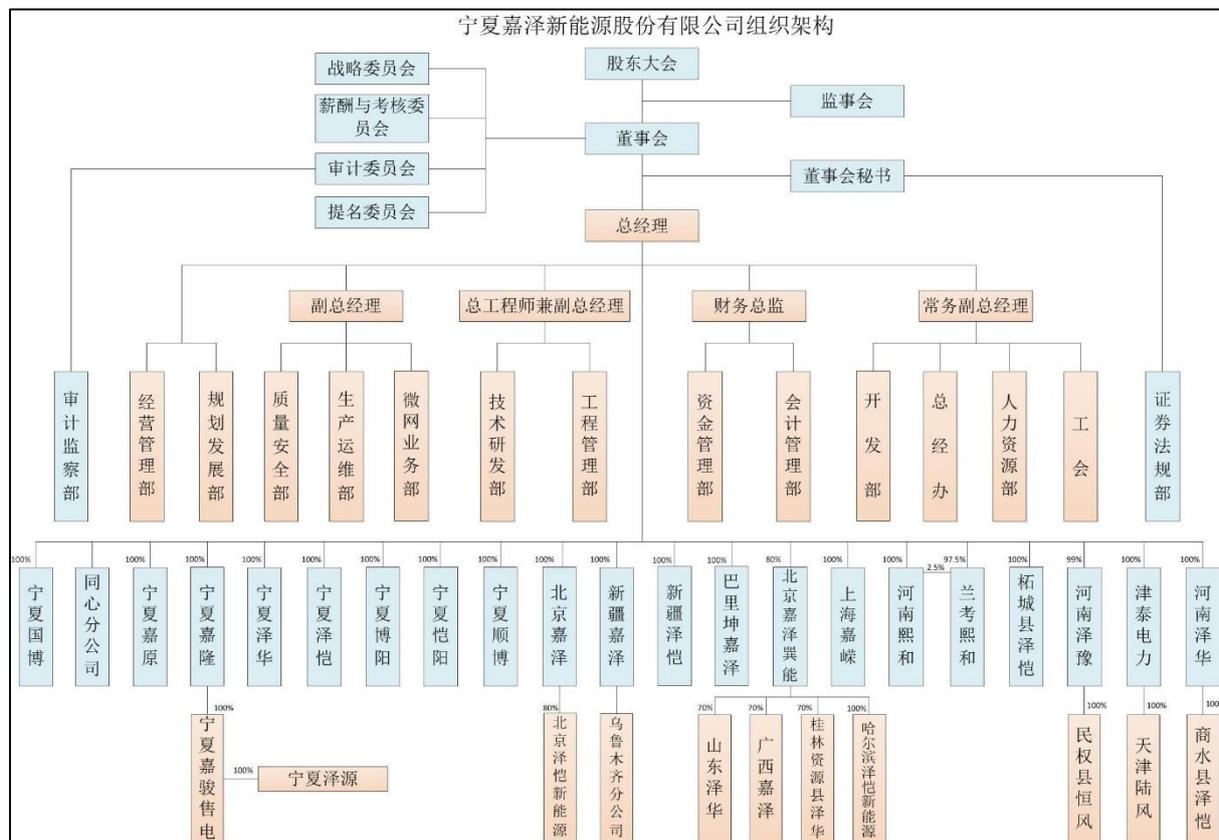
2020年,公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为8.17亿元、6.49亿元、8.92亿元,为“嘉泽转债”余额(5.58亿元)的1.46倍、1.16倍和1.60倍。

公司EBITDA对“嘉泽转债”的保障程度较高。虑到未来转股因素,公司偿付债券的能力将增强。

十一、结论

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA,维持“嘉泽转债”信用等级为AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例(%)		级次
			直接	间接	
宁夏国博新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏嘉原新能源有限公司	宁夏吴忠市	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏泽华新能源有限公司	宁夏吴忠市	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏泽恺新能源有限公司	宁夏盐池县	新能源发电	100.00	--	一级
新疆嘉泽发电有限公司	新疆吐鲁番	新能源发电	100.00	--	一级
巴里坤嘉泽发电有限公司	新疆哈密地区	新能源发电	100.00	--	一级
兰考熙和风力发电有限公司	河南兰考县	新能源发电	97.50	2.50	一级
河南熙和风力发电有限公司	河南郑州市	新能源发电	100.00	--	一级
河南泽豫新能源有限公司	河南商丘市	新能源发电	99.00	--	一级
河南泽华新能源有限公司	河南周口市	新能源发电	100.00	--	一级
津泰(天津)电力有限公司	天津市	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏博阳新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏恺阳新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00	--	一级
宁夏顺博新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00	--	一级
北京嘉泽新能源有限公司	北京市海淀区	新能源发电	100.00	--	一级
北京嘉泽巽能新能源有限责任公司	北京市朝阳区	新能源发电	80.00	--	一级
宁夏嘉隆新能源运营管理有限公司	宁夏银川市兴庆区	电力、热力生产和供应业	100.00	--	一级
上海嘉嵘新能源有限公司	上海自由贸易试验区	科技推广和应用服务业	100.00	--	一级
柘城县泽恺新能源有限公司	河南省商丘市柘城县	电力、热力生产和供应业	100.00	--	一级
新疆泽恺新能源有限公司	乌鲁木齐天山区	电力、热力生产和供应业	100.00	--	一级
天津陆风新能源科技有限公司	天津市	新能源发电	--	100.00	二级
民权县恒风能源有限公司	河南商丘市	新能源发电	--	100.00	二级
商水县泽恺新能源有限公司	河南周口市	新能源发电	--	100.00	二级
广西嘉泽新能源有限责任公司	广西自由贸易试验区	电力、热力生产和供应业	--	70.00	二级
山东泽华新能源有限公司	山东省聊城市东昌府区	批发业	--	70.00	二级
桂林市资源县泽华能源发展有限公司	广西桂林市资源县	电力、热力生产和供应业	--	70.00	二级
宁夏嘉骏售电有限公司	宁夏银川市兴庆区	电力、热力生产和供应业	--	100.00	二级
北京泽恺新能源有限公司	北京市大兴区	电力、热力生产和供应业	--	100.00	二级
哈尔滨泽恺新能源有限公司	黑龙江省哈尔滨市平房区	电力、热力生产和供应业	--	100.00	二级
涞源县泽恺新能源有限公司	河北省保定市涞源县	电力、热力生产和供应业	--	100.00	二级
宁夏泽源新能源有限公司	宁夏吴忠红寺堡	电力、热力生产和供应业	--	100.00	三级
绥化博阳新能源有限公司	黑龙江省绥化市北林区	电力、热力生产和供应业	--	100.00	三级

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.97	2.41	3.17	2.04
资产总额 (亿元)	87.89	91.28	122.29	122.80
所有者权益 (亿元)	26.47	33.24	36.64	38.13
短期债务 (亿元)	4.77	4.87	5.50	5.64
长期债务 (亿元)	50.65	48.76	71.13	70.03
全部债务 (亿元)	55.42	53.64	76.63	75.67
营业收入 (亿元)	10.69	11.16	10.12	3.17
利润总额 (亿元)	2.81	3.10	2.15	1.11
EBITDA (亿元)	9.51	9.98	8.92	--
经营性净现金流 (亿元)	8.21	6.61	6.49	0.74
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.02	0.84	0.64	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.12	0.12	0.09	--
现金收入比 (%)	81.66	67.79	79.53	26.41
营业利润率 (%)	57.87	56.80	51.73	59.39
总资本收益率 (%)	6.90	6.74	4.22	--
净资产收益率 (%)	10.17	8.82	5.41	--
长期债务资本化比率 (%)	65.67	59.47	66.00	64.75
全部债务资本化比率 (%)	67.67	61.74	67.65	66.50
资产负债率 (%)	69.88	63.59	70.04	68.95
流动比率 (%)	150.45	197.92	152.17	161.27
速动比率 (%)	150.43	197.89	152.15	161.26
经营现金流动负债比 (%)	76.31	71.26	44.71	--
现金短期债务比 (倍)	0.83	0.49	0.58	0.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.03	3.32	2.38	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.83	5.37	8.59	--

注：公司 2021 年一季度财务数据未经审计；将长期应付款及租赁负债调整至长期债务核算；“*”为数据过大或过小
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.69	1.52	1.86	0.46
资产总额 (亿元)	42.69	46.82	61.85	62.83
所有者权益 (亿元)	23.24	27.79	30.08	30.90
短期债务 (亿元)	1.85	1.89	2.02	2.03
长期债务 (亿元)	16.76	14.87	23.65	23.35
全部债务 (亿元)	18.60	16.76	25.67	25.38
营业收入 (亿元)	4.09	3.87	3.55	1.14
利润总额 (亿元)	0.87	0.85	0.95	0.38
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	3.23	3.19	1.64	0.12
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.04	0.82	0.66	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.09	0.09	0.07	--
现金收入比 (%)	88.21	96.92	67.04	21.94
营业利润率 (%)	54.33	51.57	47.88	58.23
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	3.38	2.64	2.89	--
长期债务资本化比率 (%)	41.90	34.86	44.02	43.04
全部债务资本化比率 (%)	44.46	37.62	46.05	45.09
资产负债率 (%)	45.56	40.65	51.37	50.82
流动比率 (%)	246.34	243.53	258.23	251.76
速动比率 (%)	246.27	243.48	258.18	251.71
经营现金流动负债比 (%)	119.99	76.59	42.48	--
现金短期债务比 (倍)	0.92	0.81	0.92	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计；“*”为数据过大或过小，“/”为计算指标使用的数据无法获取

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

