

信用评级公告

联合〔2022〕4953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，“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：

二〇二二年六月二十二日

宁夏嘉泽新能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 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	2.88 亿元	2026/08/23

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

转股期:2021 年 3 月 1 日—2026 年 8 月 23 日

当前转股价格:3.36 元/股

评级时间:2022 年 6 月 22 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	V3.1.202205
电力企业信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

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
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	5
		资本结构	3	
		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。公司核心业务仍为新能源发电。2021 年,受益于风况较好以及并网风电项目陆续投产,公司营业总收入大幅增长,毛利率有所提升。同时,由于出售部分电站(子公司股权),形成了较大规模的投资收益,公司利润总额大幅增长。随着“嘉泽转债”陆续转股,公司资本实力提升,债务负担大幅下降。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到区域弃风限电及市场化竞争加剧、可再生能源补贴回款滞后、较高的融资成本侵蚀公司利润及资产受限比例高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“嘉泽转债”的保障程度高。考虑到未来的转股因素,公司对“嘉泽转债”的偿还能力或将增强。

2022 年 5 月,公司将宁夏宁柏产业投资基金(有限合伙)(以下简称“宁柏基金”)纳入合并范围,公司整体装机规模得到进一步提升,综合竞争实力有望增强。

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. 公司营业总收入大幅增长,毛利率有所提升。2021 年,受益于风况较好以及并网风电项目陆续投产,公司营业总收入同比大幅增长 40.62%,综合毛利率同比上升 7.40 个百分点至 59.55%。
2. “嘉泽转债”陆续转股,公司资本实力增强,债务负担大幅下降。“嘉泽转债”自 2021 年 3 月 1 日起进入转股期,截至 2022 年 3 月底,累计 10.12 亿元“嘉泽转债”转换为公司股票,公司资本实力增强,加之出售部分子公司股权,公司全部债务资本化比率较 2020 年底下降 15.77 个百分点。

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

3. 宁柏基金被纳入公司合并范围，未来或将带动公司经营业绩提升。宁柏基金控股72万千瓦新能源电力项目，整体毛利率水平及现金流情况较好，于2022年5月被纳入公司合并范围，未来或将带动公司整体业绩提升。

关注

1. 区域弃风限电及市场化竞争加剧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. 公司尚未纳入可再生能源补贴名录的项目规模大。截至2022年3月底，公司及宁柏基金尚未纳入可再生能源补贴目录的项目分别为50.95万千瓦和56.20万千瓦。
3. 财务费用侵蚀公司利润。2021年，公司财务费用3.35亿元，占利润总额的比重达39.37%，较大规模的财务费用侵蚀公司利润。
4. 公司资产受限比例高。截至2022年3月底，公司受限资产占总资产的54.46%，为公司所有者权益的1.22倍。此外，公司持有的部分全资子公司股权用于质押融资。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	2.41	3.17	6.42	1.95
资产总额（亿元）	91.28	122.29	120.31	123.12
所有者权益（亿元）	33.24	36.64	52.48	54.93
短期债务（亿元）	4.87	5.50	5.57	3.40
长期债务（亿元）	48.76	71.13	52.84	55.81
全部债务（亿元）	53.64	76.63	58.41	59.22
营业总收入（亿元）	11.16	10.12	14.23	2.72
利润总额（亿元）	3.10	2.15	8.51	2.28
EBITDA（亿元）	9.98	8.92	16.27	--
经营性净现金流（亿元）	6.61	6.49	5.40	0.34
营业利润率（%）	56.80	51.73	59.02	58.80
净资产收益率（%）	8.82	5.41	14.33	--
资产负债率（%）	63.59	70.04	56.38	55.39
全部债务资本化比率	61.74	67.65	52.68	51.88
流动比率（%）	197.92	152.17	177.10	231.08
经营现金流动负债比（%）	71.26	44.71	36.01	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.58	1.15	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	3.32	2.38	3.87	--

全部债务/EBITDA (倍)	5.37	8.59	3.59	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	46.82	61.85	61.78	63.21
所有者权益 (亿元)	27.79	30.08	43.43	44.90
全部债务 (亿元)	16.76	25.67	2.58	2.60
营业总收入 (亿元)	3.87	3.55	4.73	0.32
利润总额 (亿元)	0.85	0.95	16.90	1.52
资产负债率 (%)	40.65	51.37	29.70	28.97
全部债务资本化比率	37.62	46.05	5.60	5.48
流动比率 (%)	243.53	258.23	115.65	113.99
经营现金流流动负债比 (%)	76.59	42.48	13.14	--

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. 公司 2022 年一季度财务数据未经审计; 3. 合并口径下, 将长期应付款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	2021/06/23	王爽 黄露	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	阅读全文
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受宁夏嘉泽新能源股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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。

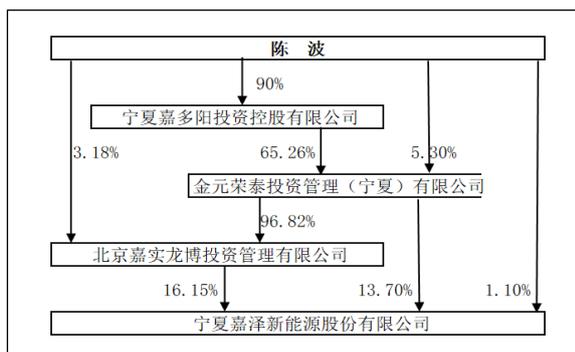
二、企业基本情况

公司于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，证券简称“嘉泽新能”，股票代码“601619.SH”。本次公开发行股票后，公司注册资本增至19.33亿元。2019年，公司完成非公开发行股票，股本增至20.74亿元。

2021年，公司第一大股东金元荣泰投资管理（宁夏）有限公司（以下简称“金元荣泰”）通过转让其持有的嘉泽新能10.4106%股份（合计25178万股），引入战略投资者GLP Renewable Energy Investment I Limited。上述股权过户工作于2022年2月完成。本次交易完成后，公司实际控制人仍为陈波先生。

公司于2020年公开发行13亿元可转换公司债券（债券简称“嘉泽转债”），嘉泽转债自2021年3月1日起进入转股期，其中部分债券已完成转股，截至2022年3月底，公司股本已增至24.34亿元，公司前十名股东情况见附件1-1。

图1 截至2022年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2022年3月底，陈波先生直接持有公司1.10%股份，通过其控制的金元荣泰和北京嘉实龙博投资管理有限公司持有公司29.85%股份，陈波先生直接及间接合计持有公司30.95%股份。其中，质押股份占陈波先生控制股份总数的5.22%。

跟踪期内，公司核心业务仍为新能源发电，并实现了向电站出售、发电资产管理及产业基金业务的拓展。其中，发电业务仍为公司核心业务。

截至2021年底，公司合并资产总额120.31亿元，所有者权益合计52.48亿元（含少数股东权益0.13亿元）。2021年，公司实现营业总收入14.23亿元，利润总额8.51亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额123.12亿元，所有者权益合计54.93亿元（含少数股东权益0.25亿元）。2022年1—3月，公司实现营业总收入2.72亿元，利润总额2.28亿元。

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2022年3月底，累计共有10.12亿元“嘉泽转债”已转换成公司股票，累计转股数2.91亿股，占可转债转股前公司股本总额20.74亿股的14.05%；尚未转股的“嘉泽转债”金额

为 2.88 亿元。

自 2021 年 6 月 11 日起“嘉泽转债”转股价格调整为 3.46 元/股；自 2022 年 6 月 7 日起转股价格调整为 3.36 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的募集资金净额为 12.89 亿元，用于募投项目的建设和补充流动资金，募集资金已全部使用完毕。“嘉泽转债”于 2021 年 8 月完成第一年利息支付。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，

宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017 - 2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社

会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平

(2019 年为 8.00%) 差距仍然较大, 主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面, 2021 年全国固定资产投资(不含农户)54.45 万亿元, 同比增长 4.90%; 两年平均增长 3.90%, 较疫情前水平(2019 年为 5.40%) 仍有一定差距。其中, 房地产开发投资持续走弱; 基建投资保持低位运行; 制造业投资持续加速, 是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面, 海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年, 我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元, 达到历史最高值。其中, 出口金额 3.36 万亿美元, 同比增长 29.90%; 进口金额 2.69 万亿美元, 同比增长 30.10%; 贸易顺差达到 6764.30 亿美元, 创历史新高。

2021 年, CPI 温和上涨, PPI 冲高回落。

2021 年, CPI 同比上涨 0.90%, 扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%, 总体呈现波动上行的态势; 2021 年 PPI 同比上涨 8.10%, 呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位, 而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大, 煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制, 带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年, 社融增速整体呈现高位回落的态势, 货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末, 社融存量余额为 314.13 万亿元, 同比增长 10.30%, 增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看, 人民币贷款是主要支撑项; 政府债券同比大幅下降, 但显著高于 2019 年水平, 发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升; 企业债券融资回归常态; 非标融资规模大幅压降, 是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面, M1 同比增速持续回落, M2 同比增速相对较为稳定, 2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势, 反映了企业融资需求减弱, 投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长, 重点领域支出得到有力保障。2021 年, 全国一般公共预算收入 20.25 万亿元, 同比增长 10.70%, 财政收入

呈现恢复性增长态势。其中, 全国税收收入 17.27 万亿元, 同比增长 11.90%, 主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时, 2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元, 各项减税降费政策得到有效落实。支出方面, 2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元, 同比增长 0.30%。其中, 教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%, 高于整体支出增速, 重点领域支出得到有力保障。2021 年, 全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元, 同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元, 同比增长 3.50%, 增速较上年(15.90%) 明显放缓; 全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元, 同比下降 3.70%, 主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定, 居民收入增幅放缓。

2021 年, 全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%, 低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元, 实际同比增长 8.10%; 两年平均增速 5.06%, 仍未恢复到疫情前 2019 年(5.80%) 水平, 也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”, 宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月, 中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”, 提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进, 政策发力适当靠前, 宏观政策要稳健有效; 积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续; 稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕; 实施好扩大内需战略, 促进消费持续恢复, 积极扩大有效投资, 增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下, 2022 年我国经济或将维持稳定增长, 运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看, 2022 年出口的拉动作用或将有所减弱, 但固定资产投资, 尤其是以政府投资为主

的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、风电行业分析

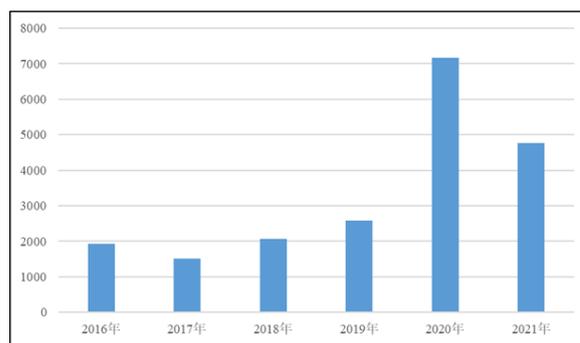
1. 行业概况

近年来，我国新能源发展迅速，国内风电在政策窗口期迎来一波抢装潮，2020年以来，我国风电装机规模出现大幅增长，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。

截至2021年底，我国可再生能源发电装机达到10.63亿千瓦，占总发电装机容量的44.8%。其中，水电装机3.91亿千瓦（其中抽水蓄能0.36亿千瓦）、风电装机3.28亿千瓦、光伏发电装机3.06亿千瓦、生物质发电装机3798万千瓦，分别占全国总发电装机容量的16.5%、13.8%、12.9%和1.6%。非水可再生能源发电中，风力发电以其技术相对成熟、成本相对低廉的优势在近些年取得了高速发展。

2019—2021年，我国风电新增装机增速分别为20.9%、178.7%和14.5%，具体看，由于新增陆上风电于2021年实施新增机组平价上网的要求，引发了陆上风电抢装潮，2020年我国陆上风电装机规模同比增加7167万千瓦，其中仅12月单月新增装机量高达4705万千瓦；2021年以来，虽海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，致使全年风电新增装机容量有限，新增风电并网装机4757万千瓦，为“十三五”以来年投产第二多，其中陆上风电新增装机3067万千瓦、海上风电新增装机1690万千瓦；从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约61%，“三北”地区占39%，风电开发布局进一步优化。截至2021年底，全国风电累计装机3.28亿千瓦，其中陆上风电累计装机3.02亿千瓦、海上风电累计装机2639万千瓦，海上风电装机跃居世界第一。

图2 近年来我国风电新增装机情况（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局

用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年全年我国电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度，全社会用电量同比增长21.2%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后底”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面，2021年，全国风电发电量6526亿千瓦时，同比增长40.5%；利用小时数2246小时，较上年增加149小时，其中利用小时数较高区域包括：福建省2836小时、蒙西区域2626小时、云南省2618小时。2021年，全国风电平均利用率96.9%，同比提升0.4个百分点；其中湖南、甘肃和新疆的风电利用率同比分别提升4.5、2.3、3.0个百分点，提升幅度明显。

2. 风电行业关注和政策调整

伴随电站开发成本的下降以及补贴退坡的逐步推进，风电上网电价逐年下调，2021年起已实现陆上风电平价上网。

(1) 风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关

于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格〔2019〕882号),并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价,新核准的风电项目上网电价通过竞争方式确定。陆上风电方面,2019年I-IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元;2020年分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元;不参与市场化交易的分散式风电项目,执行项目所在资源区指导价,参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成,不享受国家补贴;2018年之前核准,但2020年末前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年末前核准,但2021年末前仍未完成并网的项目,国家不再补贴;2021年1月1日起,新核准的风电项目全面实现平价上网,国家不再补贴。海上风电方面,2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元,2020年调整为每千瓦时0.75元;新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价,不得高于所在资源区陆上风电指导价;对2018年末前已核准,且在2021年末前全部机组完成并网的风电项目,执行核准时的上网电价,2022年及以后全部机组完成并网的风电项目,执行并网年份的指导价。

(2) 可再生能源前期补贴连续性

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式,补贴资金来源于可再生能源电价附加,但是随着装机规模的不断增长,补贴资金缺口持续扩大,补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号,明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制,并提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易(以下简称“绿证”),企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴,有望缓解应收补贴款的资金占用问题。2020年10月,三部委对该意见进行了补充通知,首次以文件

形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度;并说明补贴到期退出后,绿证将成为增加项目收益的重要途径。

2019年1月,国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。2020年3月12日,财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》,提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录,而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目,由电网企业审核后,直接纳入补贴清单;其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单。

2021年6月7日,国家发改委发布《国家发展改革委关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》,2021年起,对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目,中央财政不再补贴,实行平价上网。

2022年4月8日,国家发改委价格司下发《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》,明确:2022年,对新核准陆上风电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目,延续平价上网政策,上网电价按当地燃煤发电基准价执行;新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价。

3. 风电行业展望

随着碳中和的持续推进,风电行业尤其是海上风电行业增长潜力巨大,未来发展前景良好。

当前,在“碳达峰”“碳中和”目标要求下,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。2021年10月26日,国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》,方案明确:到2030年,中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上,非化石能源占一

次能源消费比重将达到 25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。未来，风电产业将迎来更大的发展空间。

根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，我国将主要在广东、江苏、福建、浙江、山东、辽宁和广西沿海等地区开发海上风电，重点开发 7 个大型海上风电基地，大型基地 2035 年和 2050 年总装机规模分别达到 7100 万千瓦和 1.32 亿千瓦。

2021 年四季度开始，海上项目的密集投产使得行业对于年度海上风电并网容量的预测也由年中的 8-10GW 上升至年末的 18-20GW。在平价压力与机遇下，我国海上风电产业表现出巨大的潜力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司总股本为 24.34 亿股。公司实际控制人为陈波先生，直接及间接持有公司 30.95% 股份。

2. 企业规模及竞争力

2021 年，由于出售部分风电及光伏项目，公司可控装机容量有所下降，宁夏区域发电项目整体利用小时数保持在较高水平。2022 年 5 月，公司将收购的宁柏基金纳入合并范围后，带动公司新能源装机规模扩大。

截至 2021 年底，公司新能源并网装机容量为 111.59 万千瓦（包含智能微电网项目），较上年底减少 30.20 万千瓦（风电及光伏项目），主要系公司出售部分风电及光伏电站所致。公司在建及拟建项目装机容量合计 21.69 万千瓦。截至 2021 年底，公司并网权益装机容量 166.59 万千瓦。2021 年，公司宁夏风电项目机组平均利用小时数为 2402 小时，高于宁夏地区风电设备平均利用小时数（2018 小时）。

公司自 2020 年下半年开始陆续收购宁夏宁柏产业投资基金（有限合伙）（以下简称“宁柏基金”）基金份额，并于 2022 年 5 月 1 日将宁柏基金纳入合并范围。宁柏基金控股新能源项目 72.20 万千瓦，公司将其纳入合并范围后明显

带动装机规模的扩大。

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 2022 年 6 月 1 日，公司无未结清关注类贷款；存在 22 笔已结清关注类贷款，全部为公司 2017 年之前的由国家开发银行宁夏分行提供的贷款，因贷款集中度高等原因，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，相关已结清贷款均为正常偿付。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

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

公司根据经营情况，对《突发事件应急预案》《安全事故调查规程》《采购管理制度》《印章管理制度》等制度进行修订及完善。

2021 年，公司董事、监事及高级管理人员变动未对公司生产经营产生重大影响。

表 2 2021 年公司董事、监事及高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
郑小晨	董事	选举	换届选举
	副总经理	聘任	换届聘任
杨宁	董事	选举	换届选举
	董事会秘书	聘任	换届聘任
张文亮	独立董事	选举	换届选举
宗文龙	独立董事	选举	换届选举
柳向阳	独立董事	选举	换届选举
吴春芳	监事会主席	选举	换届选举
张建军	董事、董事会秘书	离任	换届离任
张平	董事	离任	换届离任
张松	监事会主席	离任	换届离任
汪强	副总经理兼总工程师	离任	换届离任

资料来源：公司 2021 年年度报告

八、重大事项

公司已完成对宁柏基金的收购，并将其纳入合并范围。公司装机规模增长明显，并且宁柏基金项目盈利及现金流情况相对较好，将带动公司整体业绩的提升。

2017年12月，公司以有限合伙人身份投资宁柏基金，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。2020年8月以来，公司陆续收购其他合伙人基金份额，截至2022年4月底，公司累计收购其他合伙人基金份额约99.03%，交易对价合计26.93亿元，另分配绩效收益1.07亿元。公司于2022年5月1日将宁柏基金纳入合并范围。

宁柏基金控股装机容量72.20万千瓦，其中符合纳入可再生能源名录的容量为71.20万千瓦，截至2022年3月底有15.00万千瓦已纳入可再生能源补贴名录。宁柏基金2020年及2021年前三季度毛利率分别为73.34%和69.12%，同期公司毛利率分别为52.14%和61.11%，宁柏基金盈利指标优于公司。宁柏基金下属各风电项目的补贴电价平均在0.08元/千瓦时至0.24元/千瓦时，公司下属各风电项目补贴电价平均在0.14元/千瓦时至0.32元/千瓦时之间。补贴电

价电费收入结算存在一定的滞后性，宁柏基金补贴电价相对较低，宁柏基金项目整体回款情况较好。

九、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。2021年，公司主营业务收入同比增长37.98%，主要系本期风况较好以及并网风电项目陆续投产所致；综合毛利率同比上升7.67个百分点至59.77%，主要系原有机组利用水平上升以及新投产机组装备水平提升所致。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。

2022年一季度，公司主营业务收入同比下降14.24%，主要系公司2021年出售部分风电及光伏项目导致2022年一季度发电量同比下降所致；综合毛利率较2021年变化不大。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年			2021年			2022年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风电	104742.19	93.98	57.26	94048.23	93.22	51.64	132993.32	95.53	59.87	26663.62	98.31	58.99
光伏	5968.21	5.36	54.26	6045.76	5.99	57.22	5343.00	3.84	56.31	--	--	--
智能微网	737.51	0.66	63.16	794.22	0.79	67.31	874.07	0.63	66.68	170.35	0.63	62.55
工程	--	--	--	--	--	--	--	--	--	288.11	1.06	62.85
合计	111447.91	100.00	57.14	100888.21	100.00	52.10	139210.40	100.00	59.77	27122.08	100.00	59.05

资料来源：公司提供

2. 风电业务

2021年，受益于有效发电装机容量的增加，以及新增投产项目装备水平提升等因素，公司发电规模及机组利用水平有所提升。同时，受益于电价政策调整，公司上网电价有所提升。

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，公司主要合作供应商包括北京天源科创风电技术有限责任公司（以下简称“天源科创”）和中国电建集团山东电力建设有限公司等企业。其中，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，在相关风机技术开发、设备安装施工方面具备丰富的实际操作经验，可为公司提供较强的技术支持。目前公司对天源科创的合作依赖程度高。

表 4 2021 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	采购内容	金额	占采购总额的比例	是否为关联方
1	北京天源科创风电技术有限责任公司	工程设备款	15476.03	43.29	否
		运维费	8460.12		
2	中国电建集团山东电力建设有限公司	工程设备款	10869.72	19.66	否
3	中车株洲电力机车研究所有限公司	工程设备款	5239.25	9.48	否
4	陕西博辰建设工程有限公司	工程设备款	4613.95	8.35	否
5	民权县知行建设工程有限公司	工程设备款	1104.82	2.00	否
合计			45763.89	82.78	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司风电项目装机容量合计 110.95 万千瓦，较上年底减少 25.20 万千瓦，主要系公司出售部分风电项目所致，出售项目于 2021 年 9 月及 2021 年 11 月不再纳入合并范围。公司风电项目主要布局宁夏地区，并逐步拓展至河南及天津地区。

表 5 截至 2021 年底公司风电装机分布区域情况统计（单位：万千瓦、%、元/千瓦时）

分布区域	装机规模	占比	平均上网电价
宁夏	101.70	91.66	0.5281
河南	7.50	6.76	0.5417
天津	1.75	1.58	未结算
合计	110.95	100.00	0.5290

资料来源：公司提供

公司 2020 年抢装风电项目均在当年底投产，并于 2021 年陆续发电。此外，2020 年底及 2021 年新增项目采用的新型风机在可利用率、发电能力等方面，均比原有项目有较大幅度提升。2021 年，受益于有效发电机组规模扩大、部分项目所在地区平均风速有所提升以及投产机组装备水平提升，公司发电量及上网电量随之增长；机组利用小时数同比增加 319 小时，并高于全国风电设备平均利用小时数（2232 小时），

公司机组利用水平高。2021 年，全国各省市陆续发布电价调整政策，取消工商业目录销售电价，并将电价浮动上下限比例由 10% 调整为 20%，受此影响，公司 2021 年及 2022 年一季度平均上网电价有所提升。截至 2022 年 3 月底，公司已有 60.64 万千瓦风电项目进入补贴名录，尚有 50.31 万千瓦项目未纳入补贴名录。2021 年，公司弃风限电率约 9.03%，同比上升 1.07 个百分点。

表 6 公司风电项目经营指标情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年一季度
可控装机规模（万千瓦）	104.45	136.15	110.95	110.95
发电量（亿千瓦时）	23.37	21.73	30.81	5.35
上网电量（亿千瓦时）	22.16	20.60	29.58	5.03
其中：市场化交易电量（亿千瓦时）	13.43	13.75	20.60	3.89
发电设备平均利用小时（小时）	2237	2080	2399	543
平均上网电价（元/千瓦时）	0.5327	0.5161	0.5385	0.5328
弃风限电量（亿千瓦时）	1.71	1.88	3.06	0.38

注：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. 其他业务

2021年，公司实现了向电站出售、发电资产管理及产业基金业务的拓展，从而与新能源发电核心业务形成产业协同效应。

电站出售业务方面，公司已基本形成“电站开发—建设—出售”的业务循环。2021年，公司累计出售新疆和宁夏地区11个风电和光伏电站¹，出售装机容量合计49.45万千瓦，实现投资收益3.93亿元。

发电资产管理业务方面，公司为新能源发电企业提供生产运维、电力交易（售电）、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式，通过提供“全生命周期、全业务范围、全供应链条”的综合资产管理解决方案，为客户提升发电资产运营效率、降低运营成本，增加发电收入。2021年，公司新能源发电资产管理业务规模为243万千瓦，其中对外服务规模136万千瓦；发电资产管理业务实现收入2735.74万元，实现净利润1286.18万元。此外，公司下属售电公司具备电力、电量、绿证等方式在内的多种交易能力，并且售电业务已经从宁夏扩展至山东、新疆、天津、河北等区域。

新能源产业基金业务方面，公司以投资人或基金管理人的身份，发起、参与或管理投资于新能源发电领域的产业基金。公司既可以将新能源电站出售给基金，也可以为基金持有的新能源发电资产提供资产管理服务。除宁柏基金外，公司分别与中车资本控股有限公司、中国电建集团山东电力建设有限公司、保利（天津）股权投资基金管理有限公司等企业开展合作，分别成立了产业基金。

4. 经营效率

跟踪期内，经营效率有所提升。

2021年，由于风况较好以及并网风电项目陆续投产，公司营业总收入同比大幅增长，并且公司出售子公司股权导致应收账款以及资产总额减少，公司销售债权周转率和总资产周转率由2020年的0.64次和0.09次分别提升至2021年的0.90次和0.12次。与同行业公司相比，公司经营效率指标尚可。

表7 2021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
鲁能新能源(集团)有限公司	0.92	0.11
江苏省新能源开发股份有限公司	1.15	0.14
中节能风力发电股份有限公司	0.87	0.10
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	0.90	0.12

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. 在建工程及未来发展

公司在建及拟建项目未来投资压力较小。未来，公司将加快四个业务板块的发展。

截至2022年3月底，公司在建及拟建风电项目共计11.10万千瓦，总投资规模8.60亿元，已投资规模1.99亿元，未来公司仍有6.61亿元投资需求。公司在建项目采取融资租赁方式进行融资，项目建设的自有资金及融资资金比例一般为3:7，未来投资压力较小。

表8 截至2022年3月底公司主要在建及拟建风电工程情况统计（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计投资	开工时间	预计并网时间	2022年4—12月计划投资金额
河南民权城北50MW风电场项目	3.03	1.03	2021.05.25	2022.08.31	2.00
苏尼特左旗11MW分散式风力发电项目	0.77	0.00	2022.05.01	2022.08.30	0.77
乌拉特中旗嘉能50MW分散式风电项目	4.80	0.96	2022.04.10	2022.12.20	3.84

¹ 公司将一级全资子公司宁夏恺阳新能源有限公司和宁夏博阳新能源有限公司的100%股权分别以38064万元和107240万元转让给北京京能清洁能源电力股份有限公司，转让的电力资产包括364.50MW风电项目和50.00MWp项目；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能源化工集团哈密有限公司，转让的电力资产包括98.00MW风电项目以及大唐220kV升压站

合计	8.60	1.99	--	--	6.61
----	------	------	----	----	------

资料来源：公司提供

未来，公司在巩固发展新能源发电业务的基础上，大力发展新能源电站的开发—建设—出售、发电资产管理、新能源产业基金等业务板块，增加电力交易、绿证交易和碳交易等业务，实现公司持续创新发展。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 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 2022 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表遵照财政部最新的企业会计准则的规定编制。

从合并报表范围看，2021 年，公司合并范围新增子公司 48 家，减少子公司 2 家；2022 年一季度，公司合并范围新增子公司 9 家，减少子公司 3 家。2022 年 3 月底，公司合并范围子公司共 70 家。公司于 2021 年处置全资子公司新疆嘉泽发电有限公司、宁夏博阳新能源有限公司和宁夏恺阳新能源有限公司（3 家子公司 2020 年底资产总额合计占公司合并口径资

产总额的 26.24%），对财务数据影响较大。2021 年及 2022 年一季度，公司合并范围新增子公司主要为电力项目公司和科技推广及服务公司，初始规模较小。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 120.31 亿元，所有者权益合计 52.48 亿元（含少数股东权益 0.13 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 14.23 亿元，利润总额 8.51 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 123.12 亿元，所有者权益合计 54.93 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）。2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.72 亿元，利润总额 2.28 亿元。

2. 资产质量

2021 年，公司转让部分子公司股权，以致资产总额小幅减少，虽资产变化不大，但部分资产科目金额变动幅度较大。公司流动资产中应收账款占比高，虽然回收风险低，但仍对资金形成严重的占用；非流动资产以固定资产为主，固定资产成新率高。公司受限资产规模大。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 120.31 亿元，较上年底小幅下降，资产结构较上年底变化不大。

表 9 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	18.37	20.13	22.09	18.06	26.54	22.06	28.61	23.24
货币资金	2.22	12.06	3.09	14.01	6.34	23.91	1.91	6.69
应收账款	14.77	80.38	16.66	75.42	14.96	56.38	16.60	58.00
预付款项	0.00	0.02	1.01	4.57	1.84	6.95	6.31	22.04
其他应收款	0.20	1.09	0.30	1.37	2.15	8.09	1.90	6.64
非流动资产	72.91	79.87	100.20	81.94	93.77	77.94	94.51	76.76
长期股权投资	0.00	0.00	6.70	6.69	22.12	23.59	22.33	23.63
固定资产	64.59	88.58	64.24	64.11	49.02	52.28	52.63	55.69
在建工程	2.65	3.63	25.68	25.63	14.19	15.13	15.07	15.94
资产总额	91.28	100.00	122.29	100.00	120.31	100.00	123.12	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为上述科目占资产总额的比重；货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款占比为上述科目占流动资产的比重；长期股权投资、固定资产、在建工程占比为上述科目占非流动资产的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底增长 20.15%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。截至 2021 年底，公司货币资金较 2020 年底增加 3.25 亿元，主要系公司收到股权转让款所致，其中受限货币资金为 1.09 亿元。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，应收账款较 2020 年底下降 10.18%，主要系公司出售的子公司不再纳入合并范围所致；应收账款中含 14.64 亿元应收电费及可再生能源补贴款，占应收账款的 97.79%，由于可再生能源补贴款回款周期较长，公司应收账款账龄分布较分散，账龄在 1 年以内的应收账款余额占 47.86%，账龄在 1 至 2 年的占 25.74%，账龄在 2 至 3 年的占 23.78%，3 年以上的占 2.62%，但总体看，公司应收账款回收风险较小。

截至 2021 年底，公司预付款项较 2020 年底增长 82.77%，主要系公司收购上海电气投资有限公司持有的宁柏基金合伙份额支付保证金所致。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底下降 6.42%，主要系固定资产减少所致。截至 2021 年底，公司长期股权投资较 2020 年底增加 15.42 亿元，主要系公司收购宁柏基金合伙份额，对宁柏基金的投资增加所致。公司固定资产较 2020 年底减少 15.22 亿元，主要系公司出售的子公司不再纳入合并范围所致；固定资产累计计提折旧 11.01 亿元，成新率 81.32%，成新率高。公司在建工程较 2020 年底减少 11.49 亿元，主要系红寺堡苏家梁 10 万千瓦风电项目、同心焦家畔 10 万千瓦风电项目和红寺堡谭庄子 5 万千瓦风电项目等建成转入固定资产所致。公司其他非流动资产 2.43 亿元，较 2020 年增长 38.32%，主要系预付项目工程设备款增加所致。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 123.12 亿元，规模及结构较 2021 年底变化不大。其中，公司货币资金较 2021 年底下降

69.84%，主要系支付宁柏基金合伙受让款所致，受此影响，预付款项较 2021 年底增加 4.46 亿元；使用权资产同比减少 4.27 亿元，主要系本期偿还融资租赁款所致。公司所有权或使用权受到限制的资产共计 67.05 亿元，占总资产的 54.46%，为公司所有者权益的 1.22 倍，公司资产受限比例高。此外，公司持有的全资子公司宁夏国博新能源有限公司、兰考熙和风力发电有限公司、宁夏泽华新能源有限公司的股权质押比例分别为 75.99%、100.00% 和 100.00%。

表 10 截至 2022 年 3 月底公司资产受限情况

(单位: 亿元)

科目	受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	土地复垦保证金	0.99	未恢复土地复垦
无形资产	土地使用权	0.15	融资租赁抵押
固定资产	机器设备	35.62	融资租赁抵押
应收账款	电费收费权	16.04	融资租赁质押
在建工程	工程设备款	14.25	融资租赁抵押
合计		67.05	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年，受益于“嘉泽转债”转股，公司所有者权益规模扩大，权益结构稳定性较好。

截至 2021 年底，公司所有者权益 52.48 亿元，较上年底增长 43.22%，主要系“嘉泽转债”转股导致股本及资本公积增加，同时未分配利润增加所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的 46.39%、26.52% 和 23.82%。所有者权益结构稳定性较好。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 54.93 亿元，较上年底增长 4.67%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益构成较 2021 年底变化不大。

(2) 负债

2021 年，受益于所有者权益规模扩大以及出售子公司股权导致有息债务的减少，公司债务负担明显减轻。

截至 2021 年底，公司负债总额 67.83 亿元，较上年底下降 20.81%，负债结构仍以非流动负债为主。

表 11 公司负债构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	9.28	15.99	14.51	16.95	14.98	22.09	12.38	18.16
应付账款	3.29	35.42	7.99	55.03	6.49	43.29	6.47	52.22
应交税费	0.66	7.08	0.65	4.46	0.92	6.13	1.12	9.02
其他应付款	0.19	2.06	0.04	0.28	1.62	10.84	1.14	9.18
一年内到期的非流动负债	4.87	52.51	5.50	37.90	5.57	37.15	3.40	27.49
非流动负债	48.76	84.01	71.13	83.05	52.84	77.91	55.81	81.84
长期借款	39.39	80.79	39.60	55.67	22.72	43.00	29.69	53.19
长期应付款	9.37	19.21	20.77	29.20	18.60	35.21	18.39	32.94
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	9.03	17.08	5.23	9.36
负债总额	58.05	100.00	85.65	100.00	67.83	100.00	68.20	100.00

注: 流动负债和非流动负债占比为上述科目占负债总额的比重; 应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债占比为上述科目占流动负债的比重; 长期借款、长期应付款、租赁负债占比为上述科目占非流动负债的比重
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

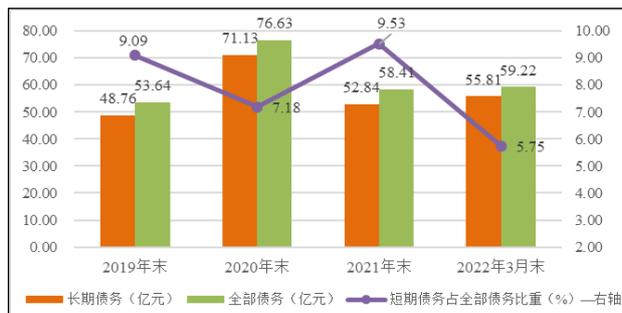
截至 2021 年底, 公司流动负债较 2020 年底小幅增长 3.23%。截至 2021 年底, 公司应付账款较 2020 年底下降 18.78%, 主要系应付工程设备款减少所致。公司其他应付款较 2020 年底增加 1.58 亿元, 主要系限制性股票回购义务计入其他应付款所致。公司一年内到期的非流动负债较 2020 年变化不大, 其中, 一年内到期的长期借款及利息 2.54 亿元, 一年内到期的租赁负债 3.03 亿元。

截至 2021 年底, 公司非流动负债较 2020 年底下降 25.71%, 主要系长期借款及应付债券减少所致。截至 2021 年底, 公司长期借款较 2020 年底下降 42.61%, 主要系本期出售子公司股权导致长期借款减少所致。公司应付债券较 2020 年底减少 8.27 亿元, 主要系“嘉泽转债”转股所致; 公司应付债券全部为“嘉泽转

债”。公司执行新会计准则, 将长期应付款中符合准则规定的部分调整至租赁负债, 长期应付款和租赁负债合计 27.63 亿元, 较 2020 年底增加 6.86 亿元, 主要系项目融资增加所致。

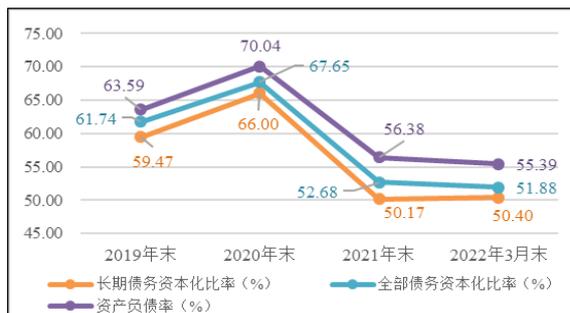
从有息债务来看, 截至 2021 年底, 公司全部债务 76.63 亿元, 较上年底下降 23.78%, 主要系本期出售子公司股权导致长期借款减少所致; 有息债务结构以长期债务为主。从债务指标来看, 截至 2021 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底下降 13.66 个百分点、14.98 个百分点和 15.83 个百分点, 主要系有息债务减少以及“嘉泽转债”转股导致所有者权益规模扩大所致。公司整体债务负担明显减轻, 债务结构与资产端匹配较好。

图 3 公司债务结构



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 4 公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 68.20 亿元，规模及结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 59.22 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较 2021 年底变化不大。

从债务期限结构来看，如下表所示，公司有息债务主要集中在 2024 年以后偿还。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。

表 12 截至 2022 年 3 月底公司主要有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	2022 年到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年到期	2026 年及以后到期	合计
一年内到期的非流动负债	3.40	--	--	--	--	3.40
长期借款	0.40	3.00	3.35	3.71	19.24	29.69
长期应付款	--	0.65	7.40	6.10	4.81	18.97
租赁负债	0.25	0.44	3.16	0.33	2.63	6.81
合计	4.05	4.09	13.91	10.14	26.68	58.87

注：长期应付款和租赁负债与财务报表数据差异为未确认融资费用；“嘉泽转债”在转股期内
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入增长明显，盈利指标维持较高水平，同时出售子公司股权形成了较大规模的投资收益，带动利润规模大幅增加，但不具备可持续性。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。

2021 年，公司实现营业总收入 14.23 亿元，同比增长 40.62%，主要由于上网电价提高以及本期风况较好和并网风电项目陆续投产带动发电量的提升；营业成本 5.75 亿元，同比增长 18.87%。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 4.68 亿元，同比增长 49.21%，主要系本期限性股票在等待期内按照授予日公允价值计入管理费用导致管理费用大幅增加以及财务费

用增加所致。从构成看，公司管理费用和财务费用占比分别为 28.46% 和 71.54%。2021 年，公司期间费用率为 32.89%，同比提高 1.89 个百分点。公司有息债务以融资租赁为主，融资成本高，财务费用对整体利润侵蚀明显。

2021 年，公司投资收益 4.77 亿元，较 2020 年增加 4.71 亿元，主要系公司出售子公司股权获得投资收益 3.93 亿元。公司投资收益不具备可持续性。

受上述因素影响，2021 年，公司利润总额同比增加 6.37 亿元至 8.51 亿元。

从盈利指标看，2021 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 59.02%、9.81% 和 14.33%，同比分别上升 7.29 个百分点、5.59 个百分点和 8.92 个百分点。与同行业相比，公司盈利能力处于较高水平。

表 13 2021 年同行业公司盈利情况

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
鲁能新能源(集团)有限公司	53.15%	6.77%	10.93%
江苏省新能源开发股份有限公司	49.10%	3.92%	5.67%
中节能风力发电股份有限公司	55.21%	4.13%	7.06%
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	59.55%	9.87%	14.33%

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
资料来源：Wind

2022 年一季度，公司营业总收入同比下降 14.21% 至 2.72 亿元，主要系公司 2021 年出售部分风电及光伏项目导致 2022 年一季度发电量同比下降所致；营业利润率 58.80%，同比变化不大。

5. 现金流

2021 年，公司经营获现规模下降，但足以覆盖投资支出；由于偿还债务规模增加，公司筹资活动现金流体现为净流出。受补贴拖欠影响，公司收入实现质量较差。

2021 年，公司经营活动现金净流入量同比下降 16.85%，主要系当期收到的可再生能源补贴款大幅下降所致。公司收入实现质量较差。

2021年，从投资活动来看，公司投资活动现金流量净额同比增加12.76亿元，主要系本期出售子公司股权收到现金17.67亿元所致。2021年，公司筹资活动现金流量净额为-1.57亿元，由净流入转为净流出，主要系本期偿还债务增加所致。

表14 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	7.63	8.17	7.35	1.15
经营活动现金流出小计	1.02	1.68	1.96	0.81
经营活动现金流量净额	6.61	6.49	5.40	0.34
投资活动现金流入小计	0.01	0.04	18.05	0.00
投资活动现金流出小计	4.28	13.44	18.69	5.29
投资活动现金流量净额	-4.27	-13.39	-0.64	-5.29
筹资活动前现金流量净额	2.35	-6.90	4.76	-4.95
筹资活动现金流入小计	7.08	19.54	20.05	5.28
筹资活动现金流出小计	10.85	11.80	21.62	4.47
筹资活动现金流量净额	-3.77	7.74	-1.57	0.82
现金收入比	67.79	79.53	48.96	41.43

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2022年一季度,公司经营现金流量净额同比下降53.49%,主要系本期营业总收入同比下降,销售回款随之下降所致;投资活动现金流量净额同比增加4.62亿元,主要系支付宁柏基金合伙受让款所致;筹资活动现金流量净额同比增加2.42亿元,主要系公司融资获现增加所致。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司偿债能力指标表现较好,但间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债能力指标看,截至2021年底,公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有所提升,经营现金/流动负债指标有所下降,但仍处于高水平。整体看,公司短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债能力指标看,2021年,公司EBITDA为16.27亿元,同比增长82.36%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占26.71%)、计入财务费用的利息支出(占20.63%)、利润总额(占52.32%)构成。全部债务/EBITDA和

EBITDA/利息支出均有所改善。整体看,公司长期债务偿债能力指标表现较好。

表15 公司偿债能力指标情况

项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	197.92	152.17	177.1
速动比率(%)	197.89	152.15	177.1
经营现金/流动负债(%)	71.26	44.71	36.01
现金短期债务比(倍)	0.49	0.58	1.15
长期偿债能力指标			
EBITDA(亿元)	9.98	8.92	16.27
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	8.59	3.59
EBITDA/利息支出(倍)	3.32	2.38	3.87

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2022年3月底,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2022年3月底,公司获得的授信总额70.59亿元,其中未使用额度4.42亿元,间接融资渠道有待拓宽。公司为上市公司,具备直接融资渠道。

截至2021年底,公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部(母公司)财务分析

跟踪期内,随着“嘉泽转债”陆续转股,母公司资本实力增强,债务负担大幅下降。

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2021年底,母公司资产总额61.78亿元,较上年底变化不大。其中,流动资产11.83亿元(占19.14%),非流动资产49.96亿元(占80.86%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占43.05%)、应收账款(占7.55%)、预付款项(占15.51%)和其他应收款(占33.46%)构成;非流动资产主要由长期股权投资(占86.69%)和固定资产(占12.40%)构成。截至2021年底,母公司货币资金为5.09亿元。

截至2021年底,母公司负债总额18.35亿元,较上年底下降42.25%。其中,流动负债10.23亿元(占55.73%),非流动负债8.12亿

元（占 44.27%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 85.54%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 30.65%）和长期应付款（合计）（占 68.70%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 29.70%，较 2020 年下降 21.67 个百分点。

2021 年，母公司实现营业总收入 4.73 亿元，投资收益 16.18 亿元，利润总额 16.90 亿元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 1.34 亿元，投资活动现金流净额-3.49 亿元，筹资活动现金流净额 5.37 亿元。

十一、本次跟踪债券偿还能力分析

公司现金类资产对“嘉泽转债”保障能力一般，经营活动现金流和 EBITDA 对“嘉泽转债”保障能力强，考虑到“嘉泽转债”存在未来的转股因素，公司对“嘉泽转债”的偿还能力或将进一步增强。

截至 2022 年 5 月 26 日，公司“嘉泽转债”余额为 2.88 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司现金类资产为 1.95 亿元，为“嘉泽转债”的 0.68 倍。

2021 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 7.35 亿元、5.40 亿元和 16.27 亿元，分别为“嘉泽转债”余额的 2.55 倍、1.87 倍和 5.64 倍。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对“嘉泽转债”的保障程度高。考虑到未来转股因素，公司偿付债券的压力或将进一步减轻。

十二、结论

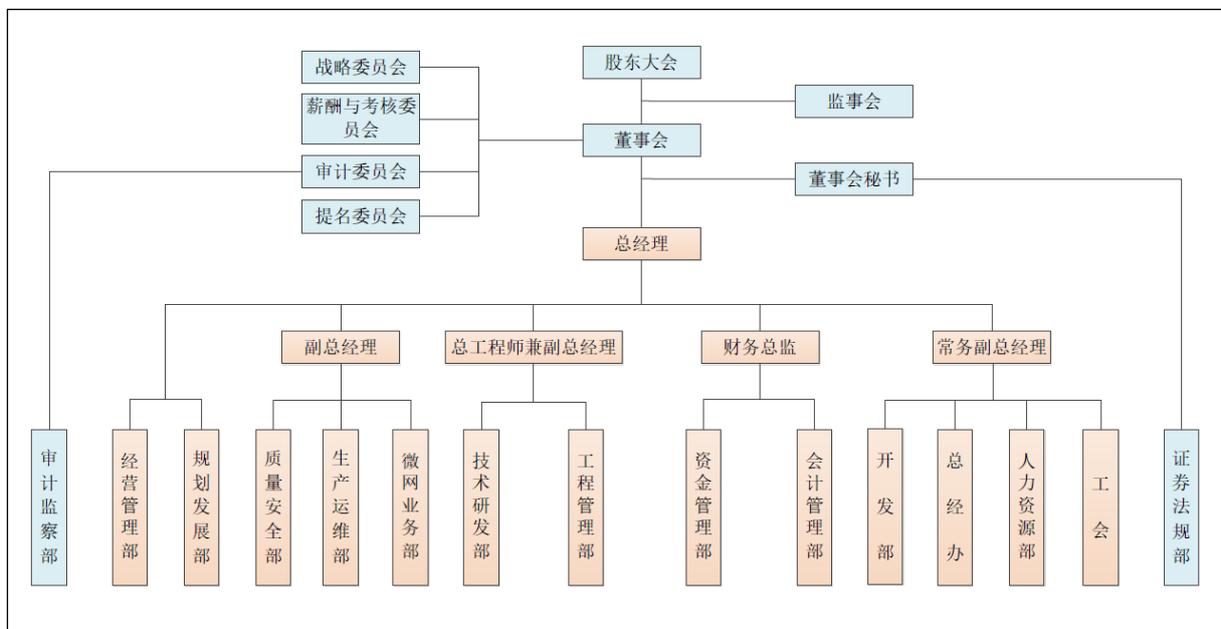
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“嘉泽转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司前十名股东情况

股东名称	总持有数量（股）	持股比例（%）
北京嘉实龙博投资管理有限公司	393209043	16.15
金元荣泰投资管理（宁夏）有限公司	333591237	13.70
GLP Renewable Energy Investment I Limited	251780000	10.34
宁夏比泰投资合伙企业（有限合伙）	194600000	7.99
百年人寿保险股份有限公司—传统自营	98305944	4.04
山东国瑞能源集团有限公司	68109338	2.80
陈波	26746788	1.10
宁夏金融资产管理有限公司	25421400	1.04
杨列军	23129586	0.95
国金鼎兴通汇（厦门）股权投资合伙企业（有限合伙）	18225000	0.75

注：截至 2022 年 3 月底，金元荣泰投资管理（宁夏）有限公司质押股份数量为 39341470 股
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 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 2022 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
宁夏国博新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00%
嘉原新能源有限公司	宁夏吴忠市	新能源发电	100.00%
巴里坤嘉泽发电有限公司	新疆哈密地区	新能源发电	100.00%
兰考熙和风力发电有限公司	河南兰考县	新能源发电	100.00%
河南熙和风力发电有限公司	河南郑州市	新能源发电	100.00%
津泰（天津）电力有限公司	天津市	新能源发电	100.00%
宁夏泽华新能源有限公司	宁夏吴忠市	新能源发电	100.00%
宁夏泽恺新能源有限公司	宁夏盐池县	新能源发电	100.00%
河南泽豫新能源有限公司	河南商丘市	新能源发电	99.975%
河南泽华新能源有限公司	河南周口市	新能源发电	100.00%
宁夏顺博新能源有限公司	宁夏同心县	新能源发电	100.00%
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%
北京嘉泽智慧能源有限公司	北京市海淀区	新能源发电	100.00%
宁夏嘉隆新能源运营管理有限公司	宁夏银川市	新能源发电技术服务	100.00%
上海嘉嵘新能源有限公司	上海自由贸易试验区	新能源发电技术服务	100.00%
宁夏泽源新能源有限公司	吴忠市红寺堡区	新能源发电	100.00%
柘城县泽恺新能源有限公司	河南省商丘市	新能源发电	100.00%
新疆泽恺新能源有限公司	乌鲁木齐市天山区	新能源发电	100.00%
吉林省嘉嵘新能源有限责任公司	长春市绿园区	新能源发电	100.00%
鸡西泽诚新能源有限公司	黑龙江省鸡西市	新能源发电技术服务	100.00%
宁夏嘉元新能源有限公司	银川市兴庆区	新能源发电	100.00%
东营市嘉嵘新能源技术有限公司	东营市开发区	新能源发电技术服务	90.00%
甘肃泽恺新能源有限公司	兰州市安宁区	新能源发电技术服务	100.00%
宁夏泽瑞新能源有限公司	吴忠市同心县	新能源发电技术服务	100.00%
吉林泽恺新能源有限公司	长春市朝阳区	新能源发电技术服务	70.00%
临沂嘉泽熙和新能源有限公司	临沂市莒南县	新能源发电技术服务	50.00%
巴彦淖尔嘉巽新能源有限公司	巴彦淖尔市经济开发区	新能源发电技术服务	100.00%
鸡西泽恺新能源有限公司	黑龙江省鸡西市	新能源发电技术服务	100.00%
北京泽恺新能源有限公司	北京市大兴区	新能源发电技术服务	80.00%
柳州嘉泽新能源有限公司	柳州市阳和工业新区	新能源发电技术服务	100.00%
聊城泽恺新能源技术有限公司	聊城经济技术开发区	新能源发电技术服务	100.00%
陕西嘉泽恺阳新能源有限公司	西安曲江新区	新能源发电技术服务	60.00%
北京嘉泽博阳新能源有限责任公司	北京市经济技术开发区	新能源发电技术服务	51.00%
保新嘉泽（宁夏）新能源产业开发基金（有限合伙）	宁夏银川市	投资管理	99.50%
广西嘉泽新能源投资有限公司	南宁市青秀区	商务服务业	100.00%
嘉泽（北京）能源有限公司	北京市朝阳区	商务服务业	51.00%
宁夏泽诚新能源有限公司	宁夏吴忠市	科技推广和应用服务业	100.00%

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.41	3.17	6.42	1.95
资产总额 (亿元)	91.28	122.29	120.31	123.12
所有者权益 (亿元)	33.24	36.64	52.48	54.93
短期债务 (亿元)	4.87	5.50	5.57	3.40
长期债务 (亿元)	48.76	71.13	52.84	55.81
全部债务 (亿元)	53.64	76.63	58.41	59.22
营业总收入 (亿元)	11.16	10.12	14.23	2.72
利润总额 (亿元)	3.10	2.15	8.51	2.28
EBITDA (亿元)	9.98	8.92	16.27	--
经营性净现金流 (亿元)	6.61	6.49	5.40	0.34
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.84	0.64	0.90	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.12	0.09	0.12	--
现金收入比 (%)	67.79	79.53	48.96	41.43
营业利润率 (%)	56.80	51.73	59.02	58.80
总资本收益率 (%)	6.74	4.22	9.81	--
净资产收益率 (%)	8.82	5.41	14.33	--
长期债务资本化比率 (%)	59.47	66.00	50.17	50.40
全部债务资本化比率 (%)	61.74	67.65	52.68	51.88
资产负债率 (%)	63.59	70.04	56.38	55.39
流动比率 (%)	197.92	152.17	177.10	231.08
速动比率 (%)	197.89	152.15	177.10	231.08
经营现金流动负债比 (%)	71.26	44.71	36.01	--
现金短期债务比 (倍)	0.49	0.58	1.15	0.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.32	2.38	3.87	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.37	8.59	3.59	--

注：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；公司 2022 年一季度财务数据未经审计；将长期应付款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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.52	1.86	5.09	0.31
资产总额 (亿元)	46.82	61.85	61.78	63.21
所有者权益 (亿元)	27.79	30.08	43.43	44.90
短期债务 (亿元)	1.89	2.02	0.03	0.04
长期债务 (亿元)	14.87	23.65	2.54	2.57
全部债务 (亿元)	16.76	25.67	2.58	2.60
营业总收入 (亿元)	3.87	3.55	4.73	0.32
利润总额 (亿元)	0.85	0.95	16.90	1.52
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	3.19	1.64	1.34	-0.10
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.82	0.66	1.43	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.09	0.07	0.08	--
现金收入比 (%)	96.92	67.04	47.43	38.29
营业利润率 (%)	51.57	47.88	56.81	66.98
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	2.64	2.89	37.09	--
长期债务资本化比率 (%)	34.86	44.02	5.53	5.41
全部债务资本化比率 (%)	37.62	46.05	5.60	5.48
资产负债率 (%)	40.65	51.37	29.70	28.97
流动比率 (%)	243.53	258.23	115.65	113.99
速动比率 (%)	243.48	258.18	115.65	113.99
经营现金流动负债比 (%)	76.59	42.48	13.14	--
现金短期债务比 (倍)	0.81	0.92	152.99	8.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：母公司 2022 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持