

信用评级公告

联合〔2023〕3350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：

二〇二三年六月一日

宁夏嘉泽新能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 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	到期兑付日
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；截至 2023 年 3 月末，债券余额为 2.88 亿元

转股期：2021 年 3 月 1 日—2026 年 8 月 23 日

当前转股价格：3.28 元/股

评级时间：2023 年 6 月 1 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	V4.0.202208
电力企业信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
			经营分析	2
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
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA	

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”）作为民营新能源发电企业，在装机规模、机组利用效率等方面保持一定的竞争优势，并围绕新能源发电业务将产业拓展至屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、资产管理和基金业务。公司已逐步探索出适合自身的业务拓展模式，2022 年，公司完成对宁夏宁柏产业投资基金（有限合伙）（以下简称“宁柏基金”）的收购，新能源发电业务规模扩大，并带动公司营业总收入大幅增长。公司项目储备规模较大，利于新能源发电及电站出售业务的发展。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到可再生能源补贴回款滞后、资产受限比例高、债务负担明显加重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对“嘉泽转债”的覆盖程度高。考虑到未来转股因素，公司对“嘉泽转债”的保障能力或将增强。

伴随在建及待建项目的建成投产，新能源发电及电站出售业务基础将逐步加强，公司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，并维持“嘉泽转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 业务规模扩大，收入大幅增长。**2022 年，公司新能源发电装机容量大幅提升，并实现收入规模的大幅增长。截至 2022 年末，公司新能源发电装机容量为 1926 兆瓦，较上年末增加 810 兆瓦。2022 年，公司实现营业总收入同比增长 27.26% 至 18.41 亿元。
- 项目储备规模较大。**截至 2023 年 3 月末，公司在建项目以及预计在 2023 年完成首台并网的待建项目装机容量合计 630 兆瓦，伴随相关项目的建成投产，公司新能源发电及电站出售业务基础将逐步加强。

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. **应收账款占用公司资金，资产受限比例高。**公司可再生资源补贴回款滞后形成了较大规模的应收账款，截至2023年3月末，公司应收账款占资产总额的14.44%。截至2023年3月末，公司受限资产134.77亿元，占总资产的71.39%，为公司所有者权益的2.25倍。
2. **债务负担明显加重。**截至2022年末，公司全部债务较2021年末增长95.12%至113.97亿元，全部债务资本化比率较2021年末上升13.99个百分点至66.57%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.17	6.42	8.33	3.45
资产总额（亿元）	122.29	120.50	189.67	188.77
所有者权益（亿元）	36.64	52.67	57.24	59.78
短期债务（亿元）	5.50	5.57	26.05	4.75
长期债务（亿元）	71.13	52.84	87.92	103.08
全部债务（亿元）	76.63	58.41	113.97	107.83
营业总收入（亿元）	10.12	14.47	18.41	6.42
利润总额（亿元）	2.15	8.71	5.74	2.60
EBITDA（亿元）	8.92	16.47	15.65	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	5.40	11.57	3.50
营业利润率（%）	51.73	59.39	61.47	64.54
净资产收益率（%）	5.41	14.64	9.36	--
资产负债率（%）	70.04	56.29	69.82	68.33
全部债务资本化比率（%）	67.65	52.58	66.57	64.33
流动比率（%）	152.17	177.10	89.17	165.92
经营现金流动负债比（%）	44.71	36.01	27.97	--
现金短期债务比（倍）	0.58	1.15	0.32	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	3.92	3.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.59	3.55	7.28	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	
资产总额（亿元）	61.85	61.80	71.03	
所有者权益（亿元）	30.08	43.45	42.52	
全部债务（亿元）	29.94	8.16	9.26	
营业总收入（亿元）	3.55	4.76	1.40	
利润总额（亿元）	0.95	16.92	1.72	
资产负债率（%）	51.37	29.69	40.14	
全部债务资本化比率（%）	49.89	15.81	17.88	
流动比率（%）	258.23	115.65	58.15	
经营现金流动负债比（%）	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2023年一季度财务数据未经审计；3. 2021年数据采用2022年财务报表期初数；4. 将长期应付款调整至长期债务核算；5. “--”表示无意义
 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	2022/06/22	王爽 黄露	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	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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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 2023 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”。

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。

公司于2020年公开发行13.00亿元可转换公司债券（债券简称“嘉泽转债”）自2021年3月1日起进入转股期，截至2023年3月末，已有10.12亿元债券完成转股，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。

截至2023年3月末，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，为公司实际控制人。陈波先生所持公司股份均未质押。

公司布局新能源发电、屋顶分布式光伏、电站开发-建设-出售、资产管理、基金业务五大业务板块，其中新能源发电为公司核心业务。

截至2022年末，公司合并资产总额189.67亿元，所有者权益57.24亿元（含少数股东权益-0.88亿元）；2022年，公司实现营业总收入18.41亿元，利润总额5.74亿元。

截至2023年3月末，公司合并资产总额188.77亿元，所有者权益59.78亿元（含少数股东权益-0.88亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入6.42亿元，利润总额2.60亿元。

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2023年3月末，累计共有10.12亿元“嘉泽转债”已转换成公司股票，累计转股2.91亿股，占本次债券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，自2023年5月26日起转股价格调整为3.28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2022年8月完成跟踪期内的利息支付。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、电力行业分析

电力行业供需整体维持紧平衡状态，在极

端天气、双控限制等特殊情况下局部地区存在电力供应不足的问题。

近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显，在政策导向下，电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，资源优势区域稳步推进大基地项目等，带动风电和太阳能发电新增装机量大幅提升。为保障电力供应稳定性，火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业成本控制压力仍较大。

2023 年，预期中国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将着力保障安全稳定供应及加快清洁低碳结构转型。完整版行业分析详见《2023 年电力行业分析》，报告链接<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3741>。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司总股本为 24.34 亿股。公司实际控制人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

2022 年，公司将宁柏基金纳入合并范围后，带动公司新能源发电装机规模扩大。公司宁夏地区发电项目整体利用小时数保持高水平。

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 4 月 30 日将宁柏基金纳入合并范围，宁柏基金辖下发电资产装机容量 722 兆瓦。截至 2022 年末，公司新能源并网装机容量为 1926 兆瓦（包含智能微电网项目），较上年末增加 810 兆瓦；在建及待建项目装机容量合计 778 兆瓦。2022 年，公司宁夏地区风电机组平均利用小时数为 2488 小时，明显高于宁夏地区风电设备平均利用水平（1887 小时¹）。

¹ 数据来源于 Wind

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2023 年 5 月 9 日，公司无未结清关注类贷款。

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，对安全环保、生产运维和人力资源等方面的制度进行修订及完善。

2022 年以来，公司仅有 1 名董事因工作原因发生变动，监事及高级管理人员未发生变动。董事人员变动未对公司生产经营产生重大影响。

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 月末，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 4 月 30 日将宁柏基金纳入合并范围。

宁柏基金控股装机容量 722 兆瓦，其中符合纳入可再生能源名录的容量为 712 兆瓦，截至 2022 年 3 月末有 150 兆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%，宁柏基金毛利率指标优于公司。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

受益于新能源发电业务规模扩大以及平均上网电价的提升，公司收入规模持续增长，毛利率保持在较高水平。

新能源发电是公司收入及利润的主要来源，屋顶分布式光伏、资产管理和基金业务收入及利润规模目前仍较小。

新能源发电规模扩大带动公司营业总收入持续增长，2022 年公司营业总收入同比增长 27.26%，2023 年一季度同比增长 136.30%；同时受益于新能源发电上网电价提高，公司综合毛利率随之提升，2022 年同比上升 2.02 个百分点，2023 年一季度毛利率较 2022 年上升 3.08 个百分点。

表 2 公司营业总收入及毛利率情况

项目	2021 年			2022 年			2023 年一季度		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
新能源发电	141616.84	97.89	60.14	175035.33	95.08	62.99	62386.58	97.14	65.95
屋顶分布式光伏(智慧能源)	--	--	--	115.08	0.06	53.48	446.97	0.70	56.19
资产管理(运维服务)	2776.43	1.92	51.06	7936.46	4.31	37.98	1332.41	2.07	24.86
基金业务	--	--	--	7.86	0.00	100.00	--	--	--

其他业务	274.08	0.19	30.25	1002.06	0.54	67.12	55.78	0.09	39.23
合计	144667.36	100.00	59.91	184096.78	100.00	61.93	64221.74	100.00	65.01

注：2021年数据经追溯调整

资料来源：公司提供

2. 新能源发电业务

2022年，公司发售电规模大幅提升，同时风电设备平均利用小时数和上网电价亦小幅提升。

截至2022年末，公司新能源发电并网装机容量1926兆瓦，其中风电并网容量1853兆瓦、光伏发电并网容量67兆瓦、智能微网发电并网容量6兆瓦。公司主力电源为风电。

受益于宁柏基金辖下电力资产纳入合并范围，公司风电项目区域布局得到扩大，已从宁夏、河南地区拓展至河北、山东及内蒙古地区，其中宁夏地区装机容量占比仍较高。公司光伏发电项目在河北地区，智能微网业务在宁夏地区。

表3 截至2022年末公司风电装机分布区域情况统计
(单位：兆瓦、元/千瓦时)

区域	装机容量	占比	平均上网电价
宁夏	1017	54.88%	0.5591
河南	157	8.47%	0.5589
河北	218	11.76%	0.4961
山东	450	24.28%	0.5515
内蒙古	11	0.59%	尚未结算
合计	1853	100.00%	--

资料来源：公司提供

2022年，公司风电装机规模大幅增加，带动发售电规模的增长，平均上网电价同比有所提升，弃风限电情况有所改善，平均利用小时数高于全国风电平均利用小时数(2221小时)。截至2023年3月末，公司符合补贴条件的并网风电项目容量为1792兆瓦，其中756兆瓦风电项目进入补贴名录。

表4 公司风电项目经营指标情况

指标	2021年	2022年	2023年一季度
可控装机规模 (兆瓦)	1110	1853	1853
发电量 (亿千瓦时)	30.81	37.22	13.09

上网电量 (亿千瓦时)	29.58	35.65	12.73
其中：市场化交易电量 (亿千瓦时)	20.60	20.52	6.39
发电设备平均利用小时 (小时)	2399	2407	706
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.5385	0.5511	0.5529
弃风限电量 (亿千瓦时)	3.06	3.06	1.06

注：内蒙古地区新增并网风电项目一季度上网电量暂未结算

资料来源：公司提供

3. 其他业务

公司电站出售、发电资产管理及产业基金业务逐步拓展，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。2022年，公司计划出售宁夏地区2个风电站，装机容量合计200兆瓦，但由于交易决策流程未能按计划，在年底前全部完成。截至本报告出具日，上述项目中的50兆瓦电站交易工作已经完成，另150兆瓦电站预计于2023年内完成交易。

发电资产管理业务方面，公司为新能源发电企业提供安全可靠的生产运维、电力交易(售电)、绿电交易、碳资产交易和综合能源管理等多种服务方式。2022年，公司新能源发电资产管理业务规模为2.57吉瓦；发电资产管理业务实现收入约7936万元，实现净利润约1265万元。

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。公司与合作方共同发起设立的开发型基金整合各方的资源和资金，专注于新能源发电项目的开发和建设；项目建成并网后，出售给公司。公司与合作方共同发起设立的收益型基金主要投资收购新能源电站，并通过长期持有新能源电站资产，获取电站的运行收入。公司既可以将电站出售给收益型基金，也可以为基金持有的发电资产提供资产管理服务。

目前公司基金业务的主要盈利模式包括两类，一是公司作为基金的执行事务合伙人收取基金执行合伙事务报酬和业绩报酬；二是公司作为基金的有限合伙人，按照持有基金的份额比例享有基金的收益。2022 年，公司取得执行合伙事务报酬 7.86 万元。

4. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所提升。

2022 年，公司销售债权周转效率同比有所提升，总资产周转效率保持不变。与同行业公司相比，公司经营效率指标尚可。

表 5 公司经营效率指标情况

公司名称	2020 年	2021 年	2022 年
销售债权周转次数（次）	0.64	0.91	0.92
总资产周转次数（次）	0.09	0.12	0.12

注：公司主业为风力发电，存货主要由原材料、备品备件构成，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：公司财务报告，联合资信整理

表 6 2022 年同行业经营效率对比情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转次数	总资产周转次数
晶科电力科技股份有限公司	0.66	0.10
广东省电力开发有限公司	1.52	0.10
中节能风力发电股份有限公司	1.07	0.13
公司	0.92	0.12

资料来源：公开资料，联合资信整理

5. 在建工程及未来发展

公司待建项目规模较大，未来面临一定的投资压力。伴随项目逐步建成投产，新能源发电及电站出售业务基础将逐步加强，公司综合竞争实力有望增强。

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目为乌拉特中旗 50 兆瓦风电项目，预计于 2023 年 6 月末实现并网。公司预计在 2023 年完成首台并网的待建项目装机容量合计 580 兆瓦，计划投资总额为 30.45 亿元。

公司新能源电力项目主要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。公司待建项目规模较大，未来

面临一定的投资压力。

未来，公司在巩固发展新能源发电业务的基础上，将大力发展分布式光伏、新能源电站的开发—建设—出售、资产管理、产业基金等新业务板块，形成五大业务板块之间相互促进的协同效应，实现公司持续发展。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2023 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。2022 年，公司按照《企业会计准则解释第 15 号》的相关规定，对财务数据进行追溯调整。

表 7 追溯调整对公司 2021 年财务报表数据的影响
（单位：万元）

受影响的项目	调整前	调整金额	调整后
在建工程	141900.98	708.10	142609.08
固定资产	490215.87	1251.47	491467.34
未分配利润	124995.61	1959.57	126955.18
营业总收入	142260.91	2406.45	144667.36
营业成本	57549.45	446.88	57996.33
净利润	75178.51	1959.57	77138.08

资料来源：公司 2022 年年度报告

从合并报表范围看，2022 年，公司将宁柏基金纳入合并范围对财务数据影响大；2023 年一季度，公司合并范围新增及减少子公司规模较小，对财务数据影响不显著。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围一级子公司共 47 家。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 189.67 亿元，所有者权益 57.24 亿元（含少数股东权益 -0.88 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 18.41 亿元，利润总额 5.74 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 188.77 亿元，所有者权益 59.78 亿元（含少数股东权益 -0.88 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 6.42 亿元，利润总额 2.60 亿元。

2. 资产质量

2022年，公司资产规模大幅增加，非流动资产占比依然很高，且公司受限资产规模大。公司流动资产中存在大量应收账款，对资金形成严重的占用。整体看，公司资产流动性较弱。

2020年8月以来，公司陆续收购宁柏基金其他合伙人基金份额，截至2022年4月末，公司累计收购其他合伙人基金份额约99.03%，并于2022年4月30日将宁柏基金纳入合并范围。受此影响，公司新能源发电业务规模扩大，同时流动资产及非流动资产均大幅增长。截至2022年末，公司资产总额较年初增长57.40%，资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产方面，2022年，由于新能源发电业务规模扩大，公司电费结算款、应收电费款、

应收可再生能源补贴及待抵扣进项税均大幅增长，导致期末货币资金、应收账款及其他流动资产随之增长。截至2022年末，公司应收账款账面余额为25.48亿元，较年初增长67.84%；按账龄情况看，1年以内的占45.70%，1至2年的占35.86%，2至3年的占15.34%，3年以上的占3.10%。由于可再生能源补贴款回款周期较长，导致公司应收账款账龄较长。

非流动资产方面，2022年，原计入长期股权投资的宁柏基金纳入公司合并范围，期末公司固定资产、使用权资产和无形资产均较年初大幅增长，长期股权投资则大幅减少。其中，使用权资产系融资租赁形成，无形资产中13.88亿元新能源电力并网收益权系合并宁柏基金形成。

表8 公司资产构成情况

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	26.54	22.02	36.88	19.45	37.85	20.05
货币资金	6.34	23.91	8.33	22.58	3.27	8.65
应收账款	14.96	56.38	25.09	68.03	27.25	71.99
其他流动资产	1.16	4.39	1.86	5.03	1.86	4.90
非流动资产	93.96	77.98	152.78	80.55	150.92	79.95
固定资产	49.15	52.30	70.36	46.05	88.94	58.93
在建工程	14.26	15.18	14.81	9.69	11.14	7.38
使用权资产	4.37	4.66	43.12	28.22	25.19	16.69
无形资产	0.82	0.88	16.05	10.51	15.88	10.52
资产总额	120.50	100.00	189.67	100.00	188.77	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；流动资产明细科目占比为上述科目占流动资产的比重；非流动资产明细科目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

截至2023年3月末，公司资产规模及构成较上年末变化不大。公司原计划在2022年出售的50兆瓦风电项目在2023年一季度取得进展，相关股权转让协议已签署完毕，公司将该电站相关资产计入划分为持有待售的资产（3.78亿元）。

截至2023年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产占总资产的71.39%，为公司所有者权益的2.25倍，资产受限比例高。

表9 截至2023年3月末公司资产受限情况

受限资产科目	账面价值(亿元)	受限原因
固定资产	82.29	土地复垦保证金、偿债准备金、履约保函金
应收账款	27.45	融资租赁质押、银行贷款质押
使用权资产	23.34	融资租赁抵押、借款抵押
无形资产	0.89	融资租赁抵押、借款抵押
货币资金	0.80	融资租赁抵押、借款抵押
合计	134.77	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模扩大，权益结构稳定性较强。

截至2022年末，公司所有者权益较年初增长8.68%，权益结构变化不大。公司资本公积较年初增长9.31%，主要系公司处置子公司部分股权所致。跟踪期内，公司利润累积增多，带动未分配利润持续增长。

表 10 公司所有者权益构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
股本	24.34	46.21	24.34	42.53	24.34	40.72
资本公积	13.92	26.42	15.21	26.58	15.21	25.45
未分配利润	12.70	24.10	16.42	28.69	18.87	31.56
所有者权益合计	52.67	100.00	57.24	100.00	59.78	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(2) 负债

受合并范围扩大影响，公司负债和有息债务规模大幅增加，债务负担明显加重。

截至 2022 年末，公司负债总额较年初大幅增长 95.23%，负债结构仍以非流动资产为主。受合并范围扩大影响，公司应付工程设备款大幅增加，带动应付账款大幅增长 92.19%。公司融资方式以项目贷款和融资租赁为主，合并范围的增加导致有息债务（长期借款、长期应付款和租赁负债）大幅增长。公司根据自身资金需求情况，择机开展融资置换及债务偿还，将计划于 2023 年一季度置换的相关融资计入一年内到期的非流动负债，导致 2022 年末一年内到期的非流动负债较年初大幅增加 20.48 亿元，伴随融资置换及债务偿还的实施，2023 年 3 月末一年内到期的非流动负债较 2022 年末大幅下降 81.77%，同时受此影响，2023 年 3 月末长期借款和长期应付款较 2022 年末呈现不同程度的增长。

表 11 公司负债构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	14.98	22.09	41.36	31.23	22.81	17.69
应付账款	6.49	43.29	12.47	30.14	12.22	53.55
一年内到期的非流动负债	5.57	37.15	26.05	62.99	4.75	20.82
非流动负债	52.84	77.91	91.06	68.77	106.18	82.31
长期借款	22.72	43.00	25.37	27.86	33.07	31.15
长期应付款	18.60	35.21	37.85	41.57	45.84	43.17
租赁负债	9.03	17.08	22.12	24.29	21.59	20.34
负债总额	67.83	100.00	132.42	100.00	128.99	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；流动负债科目占比为上述科目占流动负债的比重；非流动负债科目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

受融资置换及债务偿还计划影响，截至 2022 年末，公司有息债务结构发生较大变化，短期债务占比大幅提升，但随着融资置换及债务偿还的实施，2023 年 3 月末短期债务占比降至 4.41%。总体看，公司债务结构与资产结构匹配较好。公司 2021 年可转债转股以及处置部分子公司股权导致当年年末全部债务资本化比率降至 52.58%，但受 2022 年合并范围扩大、有息债务大幅增加影响，截至 2022 年末，

公司全部债务资本化比率较年初上升 13.99 个百分点。

表 12 公司有息债务构成情况

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期债务（亿元）	5.57	26.05	4.75
长期债务（亿元）	52.84	87.92	103.08
全部债务（亿元）	58.41	113.97	107.83
短期债务占全部债务比重（%）	9.53	22.86	4.41

资产负债率(%)	56.29	69.82	68.33
全部债务资本化比率(%)	52.58	66.57	64.33
长期债务资本化比率(%)	50.08	60.57	63.29

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司长期债务占比很高，在 2025 年以后兑付规模较大，公司 2023 年集中兑付压力较小。

表 13 截至 2023 年 3 月末公司主要有息债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	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	4.75	--	--	--	4.75
长期借款	--	3.59	3.96	25.52	33.07
长期应付款	--	15.93	22.81	7.10	45.84
租赁负债	--	1.18	3.80	16.61	21.59
合计	4.75	20.69	30.57	49.24	105.25
占比	4.51%	19.66%	29.04%	46.78%	100.00%

注：有息债务统计不含“嘉泽转债”

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入增长明显，盈利指标维持较高水平，但由于未实现电站出售收益，公司利润总额有所下降，并且较大规模的财务费用侵蚀公司利润。

公司于 2022 年 4 月 30 日将控股装机容量 722 兆瓦的宁柏基金纳入合并范围，2022 年，公司营业总收入同比大幅增长。由于新能源发电业务上网电价的提升，公司营业利润率有所上升，但由于利润规模减少以及债务规模增加，导致总资本收益率较 2021 年下降 4.23 个百分点。由于 2022 年电站出售计划未顺利实施，所以未确认相关投资收益，公司利润总额同比下降 34.03%，进而导致净资产收益率较 2021 年下降 5.28 个百分点。

表 14 公司盈利情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	14.47	18.41	6.42
营业成本（亿元）	5.80	7.01	2.25
费用总额（亿元）	4.68	5.91	1.55

管理费用（亿元）	1.33	1.78	0.17
财务费用（亿元）	3.35	4.13	1.39
投资收益（亿元）	4.77	-0.16	-0.01
利润总额（亿元）	8.71	5.74	2.60
营业利润率(%)	59.39	61.47	64.54
总资本收益率(%)	9.97	5.74	--
净资产收益率(%)	14.64	9.36	--
期间费用率(%)	32.34	32.09	24.21

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与同行业所选公司相比，公司盈利指标表现较好。

表 15 2022 年同行业公司盈利指标情况

企业名称	营业收入（亿元）	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
晶科电力科技股份有限公司	31.96	48.28	3.21	1.80
广东省电力开发有限公司	16.31	43.70	3.19	5.26
中节能风力发电股份有限公司	52.40	58.00	6.62	10.53
公司	18.41	61.93	5.38	9.36

资料来源：公开资料，联合资信整理

5. 现金流

2022 年，公司经营获现规模大幅增加，收入质量有所提升，并且能够覆盖投资支出，但伴随待建项目的逐步建设，公司未来存在一定的投资压力。

2022 年，公司非同一控制下合并宁柏基金，导致电费收入增加，并且公司收到可再生能源补贴款 1.54 亿元，同时资产管理业务回款增加，共同导致公司经营活动净现金流同比大幅增加 6.17 亿元。从投资活动来看，公司未产生电站出售收益，以及仍保持着较大规模的工程投入，导致公司投资活动现金净流出规模扩大。公司筹资活动现金由净流出转为净流入，主要系本期融资增加所致。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	7.35	15.95	4.69
经营活动现金流出小计	1.96	4.38	1.18
经营活动现金流量净额	5.40	11.57	3.50
投资活动现金流入小计	18.05	1.15	0.01
投资活动现金流出小计	18.69	12.60	2.09

投资活动现金流量净额	-0.64	-11.45	-2.09
筹资活动前现金流量净额	4.76	0.12	1.42
筹资活动现金流入小计	20.05	31.11	19.55
筹资活动现金流出小计	21.62	28.97	26.10
筹资活动现金流量净额	-1.57	2.14	-6.55
现金收入比	48.14%	84.24%	69.89%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司债务结构调整，短期偿债指标波动较大，整体债务规模扩大，长期偿债指标有所减弱，考虑到风电装机持续盈利能力及获现能力强，公司整体偿债指标表现依然较好，但随着公司杠杆水平的上升，间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债指标看，截至 2022 年末，公司流动负债大幅增长，导致公司短期偿债指标均较年初有所下降，但该变动系公司融资置换及债务偿还安排所致，截至 2023 年 3 月末短期偿债指标有所回升。整体看，公司短期偿债指标表现良好。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比下降 4.99%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 30.87%）、计入财务费用的利息支出（占 28.54%）、利润总额（占 36.71%）构成。全部债务/EBITDA 和 EBITDA/利息支出均有所转弱。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

表 17 公司偿债指标情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标			
流动比率（%）	177.1	89.17	165.92
速动比率（%）	177.1	89.17	165.92
经营现金流动负债比（%）	36.01	27.97	--
现金短期债务比（倍）	1.15	0.32	0.73
长期偿债指标			
EBITDA（亿元）	16.47	15.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.55	7.28	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.92	3.09	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 430.00 万元，系对合营电力项目提供的担保。

公司融资均为项目贷款，无流动资金贷款。截至 2023 年 3 月末，公司获得的授信总额 130.06 亿元，其中未使用额度 24.27 亿元，间接融资渠道有待拓宽。公司为上市公司，具备直接融资条件。

截至 2023 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

公司业务经营主体主要为下属子公司，本部盈利能力较弱，子公司对本部利润贡献大。公司本部债务负担较轻，同时本部对子公司控制能力强，资金的统筹安排有利于加强本部的偿债保障。

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

截至 2022 年末，公司本部资产总额 71.03 亿元，所有者权益 42.52 亿元；2022 年，公司本部实现营业总收入 1.40 亿元，利润总额 1.72 亿元，投资收益 2.04 亿元，经营活动现金流量净额-0.54 亿元。

有息债务方面，公司有息债务主要集中在电站项目公司。截至 2022 年末，公司本部全部债务 9.26 亿元，主要为应付可转换公司债券及应付融资租赁款；全部债务资本化比率为 17.88%。

十一、本次跟踪债券偿还能力分析

公司现金类资产、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”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 2023 年 3 月末，“嘉泽转债”余额为 2.88 亿元。公司现金类资产、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，本期债券偿付压力或将进一步减轻。

表 18 债券偿付指标情况

项目	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产/“嘉泽转债”余额 (倍)	2.89	1.20
经营活动现金流入量/“嘉泽转债” 余额(倍)	5.54	--
经营活动现金流量净额/“嘉泽转 债”余额(倍)	4.02	--
EBITDA/“嘉泽转债”余额(倍)	5.43	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、结论

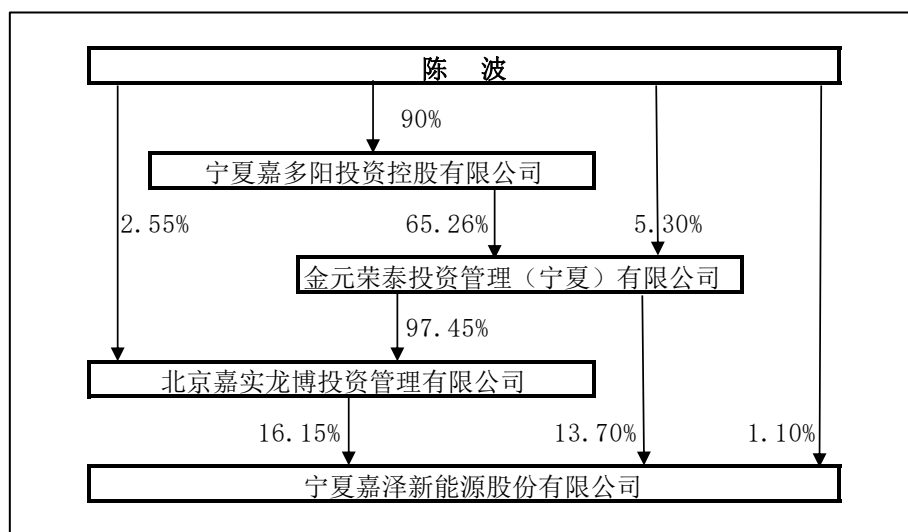
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“嘉泽转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末公司前十名股东情况

股东名称	持股数量（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）	190000000	7.81
百年人寿保险股份有限公司—传统自营	98305944	4.04
中国长江电力股份有限公司	73504550	3.02
山东国瑞能源集团有限公司	68109338	2.80
陈波	26746788	1.10
杨列军	26054986	1.07
宁夏金融资产管理有限公司	19202500	0.79

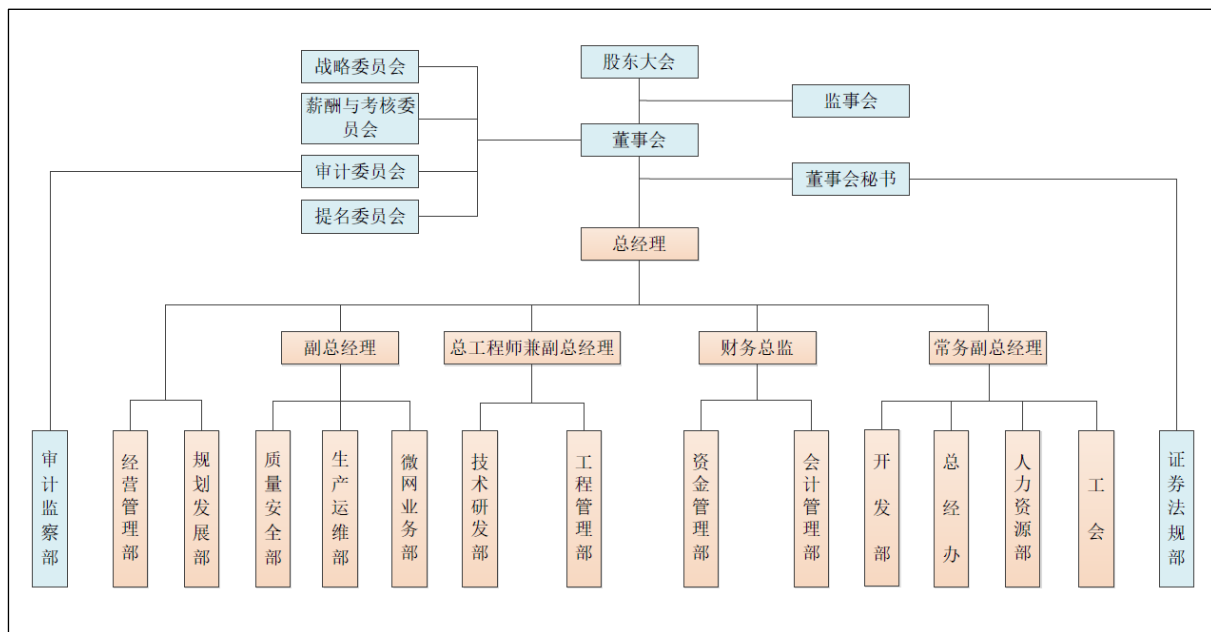
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2023 年 3 月末公司合并范围重要子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	注册地	业务性质	持股比例
宁夏宁柏产业投资基金（有限合伙）	215950.00	宁夏吴忠市	其他金融	99.95%
宁夏嘉隆新能源运营管理有限公司	5000.00	宁夏银川市	新能源发电技术服务	100.00%
宁夏国博新能源有限公司	116990.00	宁夏同心县	新能源发电	100.00%
北京嘉泽智慧能源有限公司	1000.00	北京市海淀区	新能源发电	100.00%
宁夏泽诚新能源有限公司	1000.00	宁夏吴忠市	新能源发电	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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.17	6.42	8.33	3.45
资产总额（亿元）	122.29	120.50	189.67	188.77
所有者权益（亿元）	36.64	52.67	57.24	59.78
短期债务（亿元）	5.50	5.57	26.05	4.75
长期债务（亿元）	71.13	52.84	87.92	103.08
全部债务（亿元）	76.63	58.41	113.97	107.83
营业总收入（亿元）	10.12	14.47	18.41	6.42
利润总额（亿元）	2.15	8.71	5.74	2.60
EBITDA（亿元）	8.92	16.47	15.65	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	5.40	11.57	3.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.64	0.91	0.92	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	79.53	48.14	84.24	69.89
营业利润率（%）	51.73	59.39	61.47	64.54
总资本收益率（%）	4.22	9.97	5.74	--
净资产收益率（%）	5.41	14.64	9.36	--
长期债务资本化比率（%）	66.00	50.08	60.57	63.29
全部债务资本化比率（%）	67.65	52.58	66.57	64.33
资产负债率（%）	70.04	56.29	69.82	68.33
流动比率（%）	152.17	177.10	89.17	165.92
速动比率（%）	152.15	177.10	89.17	165.92
经营现金流动负债比（%）	44.71	36.01	27.97	--
现金短期债务比（倍）	0.58	1.15	0.32	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.38	3.92	3.09	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.59	3.55	7.28	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 2021 年数据采用 2022 年财务报表期初数；3. 将长期应付款调整至长期债务核算；4. “*”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（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.86	5.09	1.70
资产总额（亿元）	61.85	61.80	71.03
所有者权益（亿元）	30.08	43.45	42.52
短期债务（亿元）	2.02	0.03	0.05
长期债务（亿元）	27.92	8.12	9.21
全部债务（亿元）	29.94	8.16	9.26
营业总收入（亿元）	3.55	4.76	1.40
利润总额（亿元）	0.95	16.92	1.72
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.64	1.34	-0.54
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.66	1.44	1.13
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.07	0.08	0.02
现金收入比（%）	67.04	47.14	52.83
营业利润率（%）	47.88	56.88	69.03
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	2.89	37.12	3.05
长期债务资本化比率（%）	48.14	15.75	17.80
全部债务资本化比率（%）	49.89	15.81	17.88
资产负债率（%）	51.37	29.69	40.14
流动比率（%）	258.23	115.65	58.15
速动比率（%）	258.18	115.65	58.15
经营现金流动负债比（%）	42.48	13.14	-2.82
现金短期债务比（倍）	0.92	152.99	31.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 2021 年数据采用 2022 年财务报表期初数；2. 将长期应付款调整至长期债务核算；3. “*” 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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