

宁夏嘉泽新能源股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3351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**，维持“嘉泽转债”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：

二〇二四年六月十九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

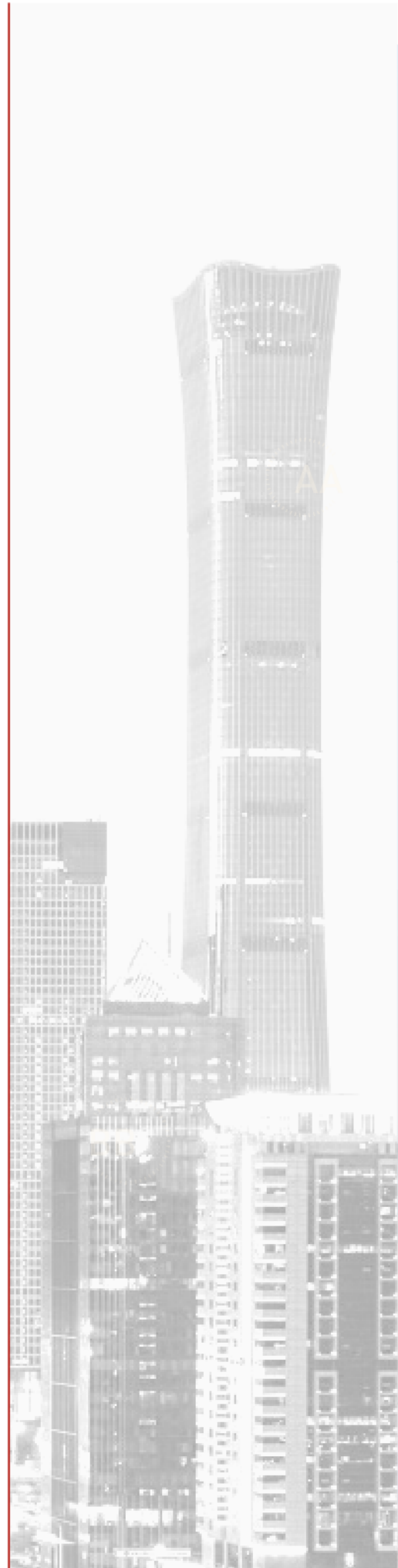
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



宁夏嘉泽新能源股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/19
嘉泽转债	AA/稳定	AA/稳定	

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”）装机容量有所增加，仍保持较强的区域竞争力，电源结构仍以风电为主。2023 年，公司机组运营效率提升，但上网电价有所下降。财务方面，跟踪期内，公司资产总额持续增加，但受限资产规模很大且应收账款对公司资金形成占用，资产流动性不佳。2023 年，随着并网装机规模增加，公司营业总收入同比增长，各项盈利指标表现良好，但收入规模仍较为有限。公司经营活动现金流稳定增长，但收入实现质量较差。公司资本结构表现较强，整体偿债指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着在建及拟建项目投产并网，公司装机规模将扩大，综合竞争力或将有所增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司装机规模明显扩大，发售电量大幅增加，经营获利水平和收入实现水平均得到显著提升，综合市场竞争力显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司债务规模显著扩大，债务负担加重；资产流动性持续减弱，整体偿债指标持续显著恶化。

优势

- 公司经营业绩提升。**2023 年，公司实现营业总收入 24.03 亿元，同比增长 30.53%；利润总额 8.68 亿元，同比增长 40.25%。2023 年，公司营业利润率为 61.54%，同比提高 0.07 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 7.22%、12.50%，同比分别提高 1.23 个百分点、2.40 个百分点。
- 公司机组运营效率高。**截至 2023 年底，公司新能源发电并网装机容量 2032MW，其中风电并网容量 1853MW。2023 年，公司风电平均利用小时数为 2655 小时，高于同期全国并网风电平均利用小时数 2225 小时；风电机组全年发电量 49.20 亿千瓦时，同比增加 11.98 亿千瓦时。

关注

- 应收账款对公司资金形成占用；受限资产规模大。**公司可再生能源补贴回款滞后形成了较大规模的应收账款，截至 2023 年底应收账款账面价值 31.57 亿元，占流动资产的 80.74%。截至 2024 年 3 月底，公司受限资产总额为 152.22 亿元，占资产总额的 72.93%。
- 债务负担重。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 127.08 亿元，较上年底增长 5.98%；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 68.13%、65.64%和 64.11%，较上年底分别提高 0.60 个百分点、0.61 个百分点和 2.16 个百分点。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力企业主体信用评级模型（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	3
			现金流量	5
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
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

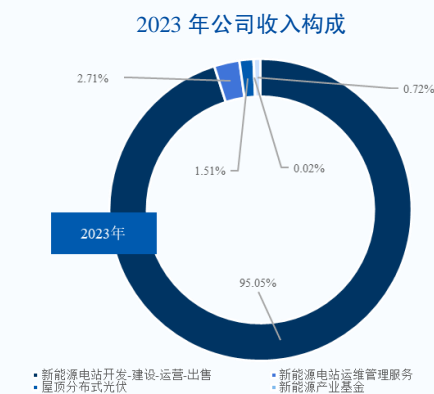
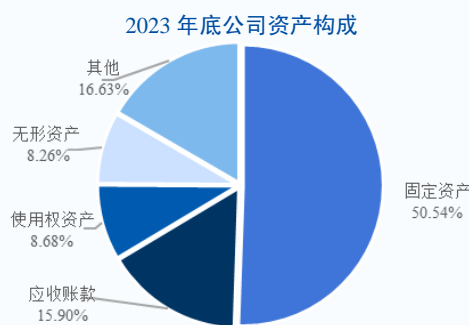
主要财务数据

项目	合并口径		
	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	8.33	5.06	7.68
资产总额（亿元）	190.90	198.57	208.71
所有者权益（亿元）	57.71	64.47	66.51
短期债务（亿元）	26.05	14.98	8.28
长期债务（亿元）	87.92	104.94	118.80
全部债务（亿元）	113.97	119.91	127.08
营业总收入（亿元）	18.41	24.03	5.95
利润总额（亿元）	6.19	8.68	2.23
EBITDA（亿元）	16.09	21.41	--
经营性净现金流（亿元）	11.57	14.83	2.27
营业利润率（%）	61.47	61.54	60.93
净资产收益率（%）	10.10	12.50	--
资产负债率（%）	69.77	67.53	68.13
全部债务资本化比率（%）	66.38	65.03	65.64
流动比率（%）	89.17	151.06	222.77
经营现金流动负债比（%）	27.97	57.27	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.34	0.93
EBITDA利息倍数（倍）	3.18	3.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.08	5.60	--

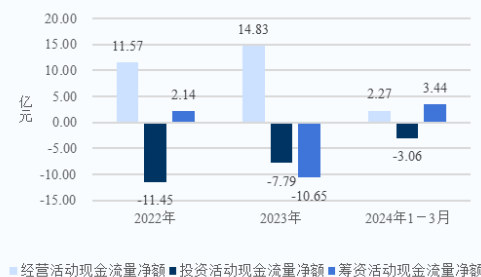
项目	公司本部口径		
	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	71.03	80.76	/
所有者权益（亿元）	42.52	43.32	/
全部债务（亿元）	9.26	9.33	/
营业总收入（亿元）	1.40	1.51	/
利润总额（亿元）	1.72	1.97	/
资产负债率（%）	40.14	46.36	/
全部债务资本化比率（%）	17.88	17.71	/
流动比率（%）	58.15	86.78	/
经营现金流动负债比（%）	-2.82	-2.09	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司2024年一季度财务数据未经审计；3. 2022年数据采用2023年财务报表期初数；4. 本报告已将长期应付款调整至长期债务核算；5. “--”表示数据无意义，“/”表示数据未获取

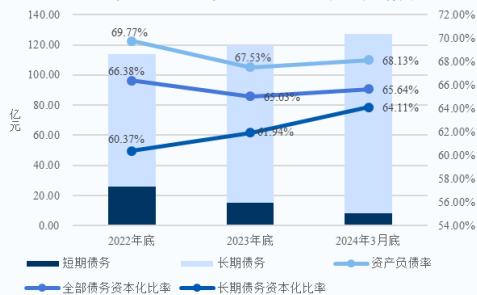
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理



2022—2023年及2024年1—3月公司现金流情况



2022年—2024年3月底公司债务情况



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	特殊条款
嘉泽转债	13.00 亿元	2.8769 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；表中债券余额为截至 2024 年 3 月底尚未转股的可转债余额
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
嘉泽转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/01	王爽 黄露	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
嘉泽转债	AA/稳定	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：黄露 huanglu@lhratings.com

项目组成员：马金星 majx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）及其相关债券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 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。截至 2024 年 3 月底，公司股本为 24.34 亿元。其中，北京嘉实龙博投资管理有限公司直接持有公司 16.15% 股权，为公司控股股东；陈波先生直接持有公司 1.67% 股权，间接持有公司 29.85% 股权，为公司实际控制人；陈波先生及其一致行动人未对所持公司股份进行质押。

公司主营业务为新能源电站开发-建设-运营-出售、新能源电站运维管理服务、屋顶分布式光伏和新能源产业基金等业务。因公司收入及利润主要来源于新能源电站开发-建设-运营-出售业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力企业。

截至 2023 年底，公司本部下设经营管理部、资金管理部、质量安全部等多个职能部门；公司共拥有员工 203 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 198.57 亿元，所有者权益 64.47 亿元（含少数股东权益-0.85 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 24.03 亿元，利润总额 8.68 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 208.71 亿元，所有者权益 66.51 亿元（含少数股东权益-0.84 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.95 亿元，利润总额 2.23 亿元。

公司注册地址：宁夏回族自治区吴忠市红寺堡区大河乡埙隘子；法定代表人：陈波。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。“嘉泽转债”自 2021 年 3 月 1 日进入转股期，截至 2024 年 3 月底，“嘉泽转债”转股价格为 3.28 元/股¹，累计转股数 291544123 股（转股金额为 10.12 亿元），占可转债转股前公司股本总额 2074100000 股的 14.06%。截至 2024 年 3 月底，“嘉泽转债”募集资金均按照指定用途使用完毕，且均已正常付息。

图表 1 • 公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
嘉泽转债	13.00	2.8769	2020/08/24	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

¹ 2024 年 5 月 27 日，公司发布《关于“嘉泽转债”转股价格调整的公告》，“嘉泽转债”转股价格调整成 3.17 元/股，生效日期为 2024 年 5 月 31 日。

五、行业及区域环境分析

2023年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，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，国家电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，在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容量大幅提升。为保障电力供应稳定性，目前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。

预计2024年中国电力供需总体平衡，但局部地区高峰时段电力供应或偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见《2024年电力行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至2023年底，公司新能源发电并网装机容量2032MW，其中风电并网容量1853MW，光伏发电并网容量173MW，智能微网发电并网容量6MW；在建及待建风电项目1820MW；公司运维管理服务的电站规模2.86GW；分布式屋顶光伏项目累计并网已达74个，容量143MW。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，跟踪期内，公司本部无新增不良类和关注类信贷记录。截至2024年4月16日，公司无未结清关注类和不良类贷款；已结清信贷中关注类贷款22项，无不良类贷款。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。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司对《独立董事工作制度》等制度进行修订，管理模式及其他管理制度无重大变化。

2023年12月，为满足《上市公司独立董事管理办法》中有关独立董事兼职家数的规定，公司董事会及股东大会同意宗文龙先生不再担任公司第三届董事会独立董事，并提名米文莉女士为公司第三届董事会独立董事候选人。独立董事变化对公司日常经营影响不大。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司发售电量持续增长，2023年公司营业总收入同比大幅增长，毛利率水平仍很高；其他业务收入对公司收入贡献不大。2023年，公司风电机组效率有所提高，但受电网消纳不足影响，公司限电情况有所加重。

跟踪期内，公司收入仍主要来源于新能源电站开发-建设-运营-出售业务。2023年，公司营业总收入同比增长30.53%，主要系售电量增加带动新能源电站开发-建设-运营-出售收入增长所致，综合毛利率水平同比变化不大。2024年1-3月，受部分地区来风情况较差影响，公司发售电量同比减少，使得公司营业总收入同比下降7.30%，毛利率同比小幅下降3.30个百分点，但仍维持高位。

图表2·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
新能源电站开发-建设-运营-出售	17.51	95.12%	62.98%	22.84	95.05%	62.87%	5.67	95.17%	63.08%
新能源电站运维管理服务	0.79	4.31%	37.98%	0.65	2.71%	38.73%	0.17	2.82%	40.24%
屋顶分布式光伏	0.01	0.06%	53.48%	0.36	1.51%	59.40%	0.10	1.72%	42.73%
新能源产业基金	0.00	0.00%	100.00%	0.00	0.02%	100.00%	0.00	0.00%	/
主营业务收入合计	18.32	99.50%	61.89%	23.86	99.28%	62.16%	5.94	99.71%	62.08%

其他业务	0.09	0.50%	69.93%	0.17	0.72%	69.91%	0.02	0.29%	-66.79%
合计	18.41	100.00%	61.93%	24.03	100.00%	62.22%	5.95	100.00%	61.71%

注：1.2022年，公司新能源产业基金业务收入为7.86万元，2023年新能源产业基金业务实现收益38.21万元；2024年一季度新能源产业基金业务收入为0元；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供、公司年报

公司发电机组包含风电和光伏发电，风电装机容量占比高。2023年，公司出售谭庄子50MW风电项目和顺博100MW光伏项目，实现投资收益7062.70万元。截至2023年底，公司风电并网装机规模较上年底未发生变化；受益于分布式光伏电站规模的扩大，公司光伏装机容量较上年底大幅增加。公司机组分布在宁夏、河南、河北、山东及内蒙古地区。其中，宁夏地区装机容量为973.87MW，占比仍较高。

图表3·公司新能源发电业务运营情况

主要指标	2022年		2023年	
	风电	光伏	风电	光伏
可控装机容量合计（MW）	1926		2032	
风电及光伏装机容量（MW）	1853	30	1853	30
发电量合计（亿千瓦时，含智能微网及其他业务）	37.60		51.04	
风电及光伏发电量（亿千瓦时）	37.22	0.23	49.20	1.68
上网电量合计（亿千瓦时，含智能微网及其他业务）	36.01		49.54	
风电及光伏上网电量（亿千瓦时）	35.65	0.22	47.74	1.65
市场化交易电量合计（亿千瓦时）	20.52		26.19	
平均利用小时数（小时）	2407	1138	2655	1206
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.5511	0.3916	0.5323	0.3973
限电率	3.06%	/	7.29%	25.29%

注：1.截至2022年底和2023年底，公司智能微网发电并网装机容量均为6MW，发电量分别为1526.41万千瓦时和1625.67万千瓦时；2.上表数据中不含分布式光伏发电数据；3.截至2022年底，公司屋顶分布式光伏项目累计并网达19个，并网容量超过36MW；2022年，分布式光伏结算电量303.85万千瓦时，其中用户就地消纳结算电量183.37万千瓦时，余电上网电量为120.48万千瓦时。截至2023年底，公司分布式屋顶光伏项目累计并网达74个，容量143MW；2023年，分布式光伏结算电量8242.74万千瓦时，其中用户就地消纳结算电量5860.33万千瓦时，余电上网电量为2382.41万千瓦时。
资料来源：公司提供

2023年，公司风电及光伏机组运营效率均有所提升，公司发电量和上网电量均同比大幅增长。其中，受新增分散式风电项目不参与市场化交易影响，公司市场化交易电量占上网电量的比例较上年有所下降，2023年市场化交易电量占比为52.87%。2023年以来，因公司内蒙古区域新增风电项目均为平价项目，公司平均上网电价持续下降，2024年一季度公司风电平均上网电价为0.5172元/千瓦时。限电方面，2023年以来，随着可再生能源装机规模快速扩张，新增项目所属区域消纳及输电能力不足，公司限电情况有所加重。

应收新能源补贴方面，2023年，公司收回新能源补贴款3.76亿元，截至2023年底应收新能源补贴款29.32亿元，较上年底增长25.34%。截至2024年3月底，公司应收新能源补贴款31.80亿元，较上年底增长8.46%。

公司新能源电站运维管理服务专注于电站后服务市场，为新能源发电企业提供生产运维、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。截至2023年底，公司运维管理服务的电站规模已达2.86GW。

经营效率方面，2023年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为0.85次和0.12次，同比变化不大。

2 未来发展

公司在建及拟建装机规模较大，未来并网投产后有利于提升公司综合竞争力，但公司也面临一定投资压力。

跟踪期内，公司未来发展战略未发生明显变化。未来，公司在巩固发展新能源发电业务的基础上，大力发展电站开发-建设-运营-出售、新能源电站运维管理服务、屋顶分布式光伏、新能源产业基金、新能源装备制造产业园区建设，形成五大业务板块之间相互协同、相互促进的协同效应，实现公司持续发展。

公司重要在建项目均为风力发电项目，截至2024年3月底，公司重要在建项目尚需投资金额为20.14亿元。未来，随着在建项目投产并网，公司发电业务规模将进一步扩大，综合竞争力将得到提升，但公司也面临一定投资压力。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月底重要在建项目情况（单位：亿元）

投资项目	核准容量 (MW)	预算金额	开工时间	2024 年 3 月末已投资金额	预计并网时间	资金来源
景县南运河 200MW 风电场工程(二期 150MW)	150	12.95	2023.10	6.35	2024 年底	自筹+融资租赁
鸡东县嘉嵘 200MW 风电项目	200	14.14	2023.08	0.60	2024 年底	自筹+融资租赁
合计	350	27.09	--	6.95	--	--

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2023 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，出具了标准无保留意见的审计结论；2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围内新设 42 家子公司，处置 2 家子公司。公司合并范围内新增及减少的子公司主要为屋顶分布式光伏项目，整体资产规模小，对财务数据影响不显著。因公司于 2023 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 16 号》，属于重要会计政策变更，本报告 2022 年财务数据采用 2023 年期初数。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产总额持续增加，仍以非流动资产为主；受限资产规模很大，资产流动性不佳。公司整体债务负担重，但债务期限长且期限较为分散，集中偿付压力不大。公司财务费用较大，对公司利润形成一定侵蚀，但考虑到公司电站运营成本低，整体盈利指标表现较好，2023 年，公司经营现金流同比增长。但可再生能源补贴回款滞后，公司应收账款占比大，对资金形成占用。

跟踪期内，公司资产总额持续增长；资产仍以非流动资产为主。流动资产方面，截至 2023 年底，因偿付较多融资租赁借款，公司货币资金较年初下降 39.26%；公司可再生能源补贴回款滞后形成了大量的应收账款，截至 2023 年底公司应收账款账面价值较年初增长 25.83%，主要为应收电费款 30.59 亿元（含应收可再生能源补贴款 29.32 亿元）。公司应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 0.55 亿元。公司前五名应收账款欠款方分别为国网宁夏电力有限公司、国网山东省电力公司德州供电公司、国网山东省电力公司济南供电公司、国网河南省电力公司和国网冀北电力有限公司，前五名应收账款账面余额合计为 29.67 亿元，占期末余额合计数的比例为 92.38%，集中度很高。非流动资产方面，截至 2023 年底，为降低融资成本，公司将部分风电项目融资由直接租赁置换为较低成本的银行贷款或售后回租，使用权资产较年初大幅减少；固定资产较年初大幅增长 42.63%。公司固定资产主要由机器设备（88.21 亿元）、房屋及建筑物（12.07 亿元）构成，累计计提折旧 24.32 亿元；固定资产成新率 80.50%，成新率高。跟踪期内，随着在建项目持续推进，公司预付工程设备款增加，使得其他非流动资产不断增加。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 5.11%。公司资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2024 年 3 月底，公司受限资产占资产总额的 72.93%，资产受限规模占比很高。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2023 年初		2023 年末		2024 年 3 月末		截至 2024 年 3 月底受限资产情况	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	受限金额	受限原因
流动资产	36.88	19.32%	39.10	19.69%	44.95	21.54%	--	--
货币资金	8.33	4.36%	5.06	2.55%	7.68	3.68%	1.11	土地复垦保证金、偿债准备金、履约保函金、借款质押
应收账款	25.09	13.14%	31.57	15.90%	34.58	16.57%	33.49	融资租赁及借款质押
非流动资产	154.02	80.68%	159.47	80.31%	163.76	78.46%	--	--
固定资产	70.36	36.85%	100.35	50.54%	106.47	51.01%	96.12	融资租赁及借款质押
在建工程	14.81	7.76%	14.70	7.40%	15.51	7.43%	7.12	融资租赁及借款质押
无形资产	16.05	8.41%	16.40	8.26%	16.22	7.77%	1.57	融资租赁及借款质押
使用权资产	43.12	22.59%	17.24	8.68%	12.85	6.15%	12.80	融资租赁及借款质押
其他非流动资产	4.58	2.40%	6.64	3.34%	8.60	4.12%	--	--

资产总额	190.90	100.00%	198.57	100.00%	208.71	100.00%	152.22	--
------	--------	---------	--------	---------	--------	---------	--------	----

注：固定资产包含固定资产清理；在建工程包含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

资本结构方面，截至 2023 年底，受益于利润留存增加，公司所有者权益 64.47 亿元，较年初增长 11.71%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 37.76%、23.95%和 35.33%，权益结构稳定性较强。跟踪期内，公司不断扩大新能源发电业务规模，融资需求增加，截至 2024 年 3 月底公司负债总额较上年底增长 6.04%至 142.20 亿元；公司以非流动负债为主，非流动负债占比提升较快。经营性负债方面，截至 2023 年底，公司根据工程进度支付较多工程设备款，截至 2023 年底应付账款较年初下降 23.82%。有息债务方面，跟踪期内，公司偿还到期融资租赁款和银行借款，使得公司一年内到期的非流动负债持续减少，短期债务规模明显下降；但受项目建设资金需求增加影响，公司长期债务规模持续扩大。截至 2023 年底，公司全部债务 119.91 亿元，较年初增长 5.21%。债务结构方面，短期债务占 12.49%，长期债务占 87.51%。从债务指标来看，截至 2023 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 67.53%、65.03%和 61.94%，较年初分别下降 2.24 个百分点、下降 1.35 个百分点和提高 1.57 个百分点。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 5.98%；长期债务占比进一步提升。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，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分别提高 0.60 个百分点、0.61 个百分点和 2.16 个百分点。

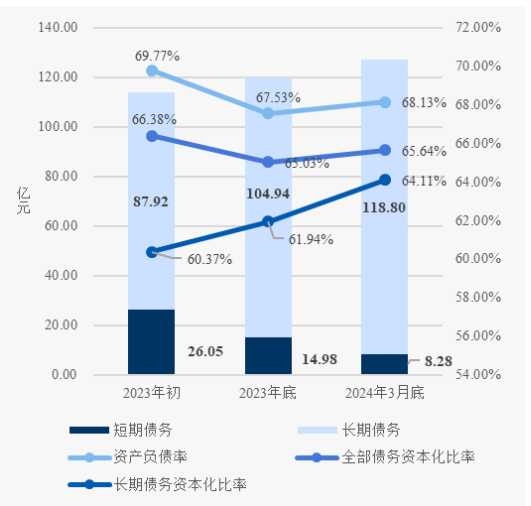
债务期限方面，截至 2024 年 3 月底，公司债务期限主要分布在 1 年及以内（占 6.90%）、1~2 年（占 20.29%）、2~3 年（占 7.93%）和 3 年及以上（占 64.87%），集中偿付压力不大。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023 年初		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	41.36	31.05%	25.89	19.30%	20.18	14.19%
应付账款	12.47	9.36%	9.50	7.08%	10.58	7.44%
一年内到期的非流动负债	26.05	19.56%	14.98	11.17%	8.28	5.82%
非流动负债	91.83	68.95%	108.21	80.70%	122.02	85.81%
长期借款	25.37	19.05%	33.17	24.73%	40.27	28.32%
长期应付款	37.85	28.42%	47.72	35.58%	56.93	40.03%
租赁负债	22.12	16.61%	21.38	15.95%	18.91	13.30%
负债总额	133.19	100.00%	134.10	100.00%	142.20	100.00%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 10 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

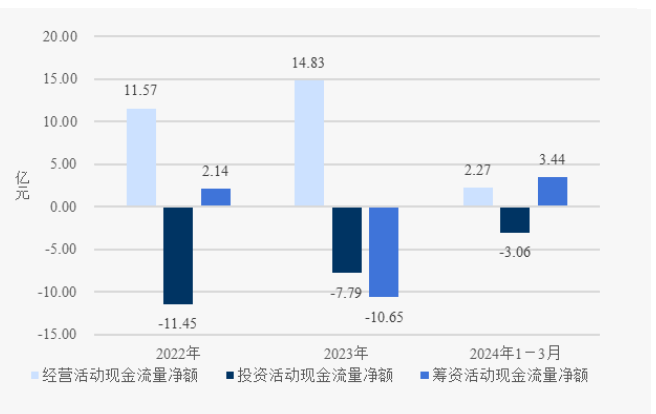
盈利能力方面，2023 年，受益于售电量增加，公司营业总收入同比增长；期间费用同比增长 17.74%至 6.96 亿元，期间费用率为 28.94%，期间费用对公司利润形成较大侵蚀。2023 年，公司期间费用主要由财务费用（5.15 亿元）和管理费用（1.81 亿元）构成，其中财务费用同比增长 24.66%。公司非经营性损益规模较小，对利润影响不大。2023 年，公司利润总额同比大幅增长 40.25%至 8.68 亿元；营业利润率同比提高 0.07 个百分点至 61.54%，总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 1.23 个百分点和 2.40 个百分点至 7.22%和 12.50%。

图表 11 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
营业总收入	18.41	24.03	5.95
营业成本	7.01	9.08	2.28
期间费用	5.91	6.96	1.62
投资收益	0.18	0.67	0.00
利润总额	6.19	8.68	2.23
营业利润率	61.47%	61.54%	60.93%
总资本收益率	5.99%	7.22%	--
净资产收益率	10.10%	12.50%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 12 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

现金流方面，2023年，公司经营活动现金净流入量同比增长28.17%。2023年以来，公司投资活动现金保持净流出态势。2023年，公司筹资活动前现金流量净额为7.03亿元，经营活动现金流量净额可满足公司对外投资需求。2023年，公司偿付较多到期债务，筹资活动现金由净流入2.14亿元转为净流出10.65亿元。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标有所优化，但间接融资渠道有待拓宽。

图表 13 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2022年	2023年	2024年3月
短期偿债指标	流动比率	89.17%	151.06%	222.77%
	速动比率	89.17%	151.06%	222.77%
	经营现金流动负债比	27.97%	57.27%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.44	0.99	--
	现金短期债务比（倍）	0.32	0.34	0.93
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	16.09	21.41	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.08	5.60	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.18	3.87	--

截至2023年底，公司流动比率与速动比率较年初明显提升，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债减少所致，流动资产对流动负债的保障程度很高。2023年，公司偿付较多到期债务，期末短期债务规模明显缩减。公司债务主要以长期债务为主，短期偿债指标表现好。2023年，受益于EBITDA同比增长，公司EBITDA对全部债务本息的保障能力均有所提高。

截至2024年3月底，公司无重大诉讼、仲裁事项；对外担保规模很小（0.04亿元），或有负责风险很低。

银行授信方面，公司银行借款均为项目贷款，无流动资金贷款；同时，公司借款主要通过融资租赁和资产抵质押方式获取，公司受限资产规模很大。截至2024年3月底，公司获得银行及其他金融机构贷款额度171.65亿元（含融资租赁款），其中已使用额度125.42亿元，剩余额度为46.23亿元，公司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。

3 公司本部主要变化情况

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

公司本部对子公司资金计划、账户结算、收付款、存贷款实施集中统一管理，对子公司的控制能力强。截至2023年底，公司本部资产总额80.76亿元，所有者权益43.32亿元。2023年，公司本部实现营业总收入1.51亿元，利润总额1.97亿元（含投资收益1.82亿元）；经营活动现金流量净额-0.59亿元。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2023年底，公司本部全部债务9.33亿元，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17.71%。

（五）ESG 方面

公司安全环保方面表现良好，ESG表现尚可。

环境方面，公司作为新能源发电公司，运营过程中产生的污染物较少。随着全球气候变化的加剧，公司对运营所面临的气候相关风险和机遇进行全面梳理。公司在风电项目开发过程中严格遵守各项环保法律法规，确保项目不对周边生态环境及居民造成严重负面影响。2023年，公司根据最新的法律法规要求，结合公司最新的组织架构情况，对《环境保护工作管理规定》《危险化学品管理规定》等制度规范进行了更新优化。

社会责任方面，公司纳税情况较为良好。公司制定有《质量工作管理规定》《质量安全标准化指导手册》等一系列质量管理体系与标准，确保质量安全检查、工程建设、电场运维等各项工作均严格遵循制度标准执行。同时，公司定期组织生产运维检查，并针对发现的问题提出切实可行的整改建议，以持续提高质量管理水平。同时，公司坚持“安全第一、预防为主、综合治理”的安全生产方针。2023年，公司对核

心管理制度进行了全面修订和完善；公司未发生一般事故以上的安全生产事故。公司深耕教育公益领域，2023年7月向银川外国语实验学校捐赠了100万元。

公司重视社会责任，每年定期披露社会责任/ESG报告，ESG信息披露质量较高。

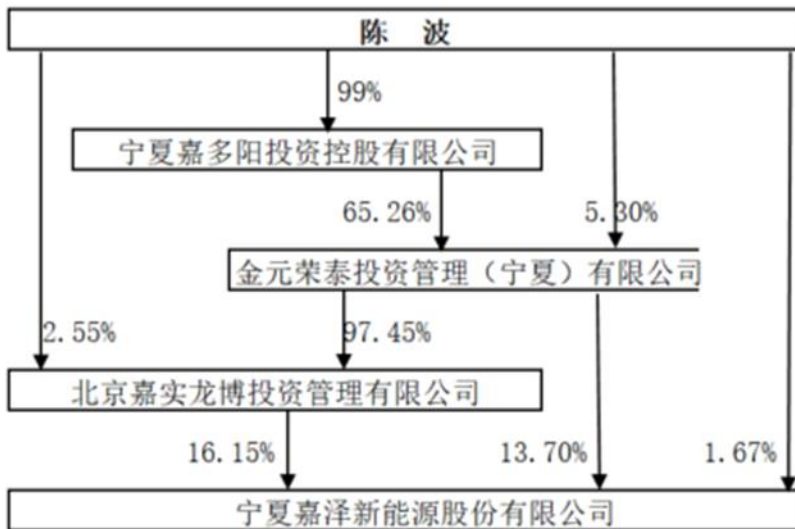
七、债券偿还能力分析

截至2024年3月底，公司存续债券“嘉泽转债”余额共2.8769亿元，现金类资产为债券余额的2.67倍，现金类资产对债券余额覆盖程度很高。2023年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对债券余额的保障倍数分别为7.27倍、5.15倍和7.44倍，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对存续债券余额的保障能力均很强。此外，考虑到“嘉泽转债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻。

八、跟踪评级结论

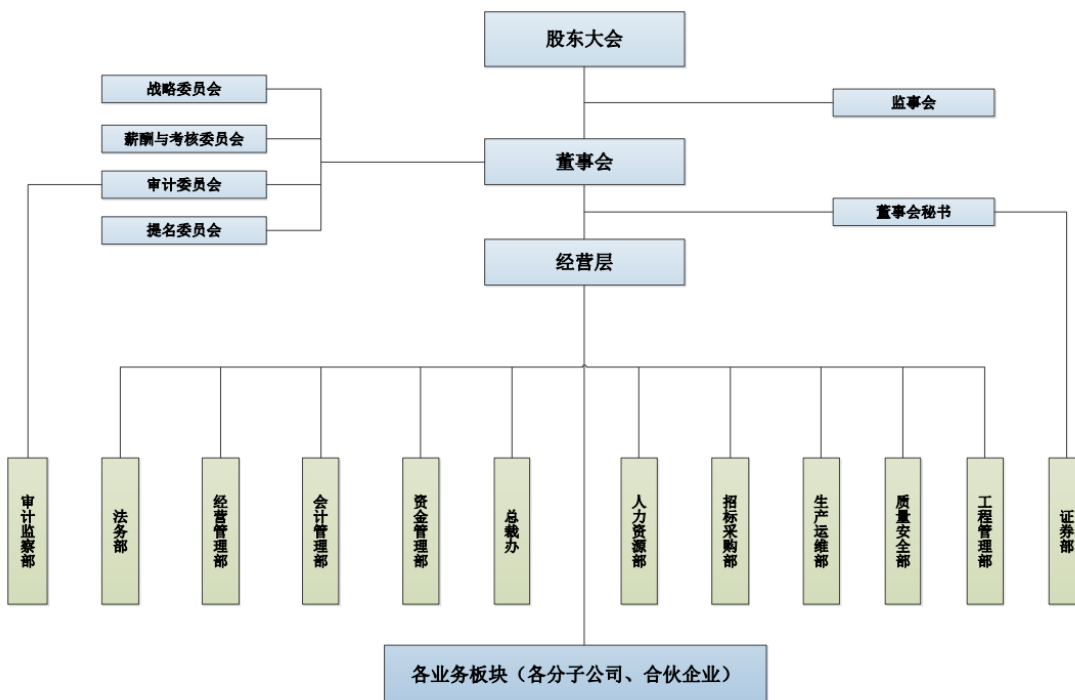
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“嘉泽转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	注册资本 (万元)	注册地	业务性质	持股比例	直接或间接
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%	直接+间接
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	75.00%	直接
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%	直接
黑龙江省嘉泽分布式智慧能源有限公司	1000.00	黑龙江鸡冠市	新能源发电	100.00%	直接
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%	间接

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.33	5.06	7.68
应收账款（亿元）	25.09	31.57	34.58
其他应收款（亿元）	1.55	0.72	/
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	2.12	2.42	2.42
固定资产（亿元）	70.36	100.35	106.47
在建工程（亿元）	14.81	14.70	15.51
资产总额（亿元）	190.90	198.57	208.71
实收资本（亿元）	24.34	24.34	24.34
少数股东权益（亿元）	-0.88	-0.85	-0.84
所有者权益（亿元）	57.71	64.47	66.51
短期债务（亿元）	26.05	14.98	8.28
长期债务（亿元）	87.92	104.94	118.80
全部债务（亿元）	113.97	119.91	127.08
营业总收入（亿元）	18.41	24.03	5.95
营业成本（亿元）	7.01	9.08	2.28
其他收益（亿元）	0.24	0.47	0.21
利润总额（亿元）	6.19	8.68	2.23
EBITDA（亿元）	16.09	21.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	15.51	20.30	3.80
经营活动现金流入小计（亿元）	15.95	20.91	3.95
经营活动现金流量净额（亿元）	11.57	14.83	2.27
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.45	-7.79	-3.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.14	-10.65	3.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.92	0.85	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	84.24	84.48	63.84
营业利润率（%）	61.47	61.54	60.93
总资本收益率（%）	5.99	7.22	--
净资产收益率（%）	10.10	12.50	--
长期债务资本化比率（%）	60.37	61.94	64.11
全部债务资本化比率（%）	66.38	65.03	65.64
资产负债率（%）	69.77	67.53	68.13
流动比率（%）	89.17	151.06	222.77
速动比率（%）	89.17	151.06	222.77
经营现金流动负债比（%）	27.97	57.27	--
现金短期债务比（倍）	0.32	0.34	0.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.18	3.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.08	5.60	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；2. 2022 年数据采用 2023 年财务报表期初数；3. 本报告已将长期应付款调整至长期债务核算；4. “--”表示数据无意义，“/”表示数据未获取，“*”表示数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	1.70	1.29
应收账款（亿元）	1.59	2.87
其他应收款（亿元）	7.93	20.41
存货（亿元）	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	53.57	50.36
固定资产（亿元）	5.91	5.60
在建工程（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	71.03	80.76
实收资本（亿元）	24.34	24.34
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	42.52	43.32
短期债务（亿元）	0.05	0.22
长期债务（亿元）	9.21	9.11
全部债务（亿元）	9.26	9.33
营业总收入（亿元）	1.40	1.51
营业成本（亿元）	0.42	0.38
其他收益（亿元）	0.03	0.15
利润总额（亿元）	1.72	1.97
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.74	0.87
经营活动现金流入小计（亿元）	0.92	1.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.54	-0.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.50	2.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.97	-1.88
财务指标		
销售债权周转次数（次）	1.13	0.68
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	0.02	0.02
现金收入比（%）	52.83	57.41
营业利润率（%）	69.03	71.93
总资本收益率（%）	3.20	4.49
净资产收益率（%）	3.04	4.53
长期债务资本化比率（%）	17.80	17.37
全部债务资本化比率（%）	17.88	17.71
资产负债率（%）	40.14	46.36
流动比率（%）	58.15	86.78
速动比率（%）	58.15	86.78
经营现金流动负债比（%）	-2.82	-2.09
现金短期债务比（倍）	31.43	5.89
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1.公司未披露本部 2024 年一季度财务数据；2. 2022 年数据采用 2023 年财务报表期初数；3. 本报告已将长期应付款调整至长期债务核算；4. “*”表示数据过大或过小；5.公司本部固定资产包含固定资产清理

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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