

信用等级公告

联合〔2020〕559号

宁夏嘉泽新能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宁夏嘉泽新能源股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

宁夏嘉泽新能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

宁夏嘉泽新能源股份有限公司拟公开发行的 2020 年可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宁夏嘉泽新能源股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
发行规模：不超过13亿元（含）
债券期限：6年
转股期：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020年3月27日
主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	89.28	87.89	91.28
所有者权益（亿元）	24.32	26.47	33.24
长期债务（亿元）	55.04	50.65	48.76
全部债务（亿元）	58.72	55.42	53.64
营业收入（亿元）	8.32	10.69	11.16
净利润（亿元）	1.65	2.69	2.93
EBITDA（亿元）	7.56	9.51	9.98
经营性净现金流（亿元）	3.06	8.21	6.61
营业利润率（%）	54.43	57.87	56.80
净资产收益率（%）	7.33	10.60	9.82
资产负债率（%）	72.76	69.88	63.59
全部债务资本化比率（%）	70.71	67.67	61.74
流动比率（倍）	1.44	1.50	1.98
EBITDA全部债务比（倍）	0.13	0.17	0.19
EBITDA利息倍数（倍）	2.69	2.90	3.32
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.58	0.73	0.77

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务进行核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宁夏嘉泽新能源股份有限公司（以下简称“公司”或“嘉泽新能”）的评级反映了公司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具有一定的竞争优势。近年来，公司营业收入及盈利水平呈增长态势，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级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、再生能源补贴回款滞后，以及未来公司资本支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着新建项目的完工并网，公司装机规模及收入规模有望继续增长，综合竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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，是国家政策支持的能源供给方式，行业发展前景广阔。

2. **公司风力发电效率提升，收入规模持续增长。**受益于宁夏当地电力消纳能力的提升，以及跨区域电力输送通道的建设，公司风力发电的发电效率有所提升，上网电量及机组利用小时数均持续增加，公司收入规模持续增长。

3. **在建项目规模较大，有利于公司盈利规模的提升。**公司在建风电项目规模较大，且大多数项目均将于2020年底前完成并网，公司盈利规模将进一步提升。

4. 本次可转换公司债券存在转股可能，公司资本实力有望进一步增强。本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

关注

1. 电力输送通道是行业发展的瓶颈。风电并网及外送是制约风电行业发展的重要瓶颈，仍未得到有效解决。

2. 弃风限电及电价下调对公司盈利能力产生不利影响。“三北”地区限电以及未来风力发电的平价上网可能对公司业绩造成一定不利影响。

3. 公司在建项目规模较大，资本支出压力及筹资压力均较大。此外，项目若不能按进度并网，将影响公司盈利规模的增长。截至2019年底，公司在建及拟建风电项目共计560.50MW，除去尚未招标开工项目，公司仍有29.46亿元投资需求，虽然主要在建项目均计划在2020年底前并网，但若并网时间出现滞后，将对公司盈利增长带来不利影响。

4. 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。

5. 受限资产规模大，资产质量一般。截至2019年底，公司受限资产占总资产的72.18%，为公司所有者权益的1.98倍，公司资产受限比例很高，资产质量一般。

分析师

于彤昆

电话：010-85172818

邮箱：yutk@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

于彤昆

王文燕

联合信用评级有限公司

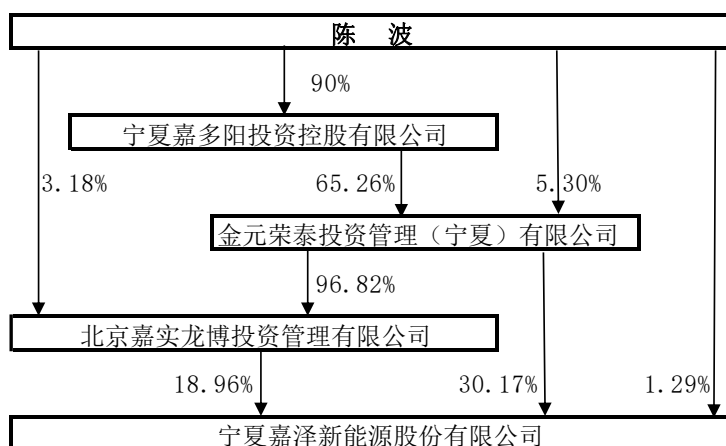


一、主体概况

宁夏嘉泽新能源股份有限公司（以下简称“公司”）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1,000万元。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6,400万元。2011年1月，经过股权转让，嘉荣担保将其持有的嘉泽有限10%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批复》核准，公司首次向社会公众发行人民币普通股A股193,712,341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。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，经中国证监会核准，公司非公开发行人民币普通股14,110万股。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。

股权质押方面，截至本报告出具日，金元荣泰直接持有公司股份数量为62,567.12万股，占公司总股本的30.17%，通过嘉实龙博间接持有39,320.90万股，合计持有公司股份101,888.02万股，占公司总股本的49.12%；实际控制人陈波先生直接持有公司股份数量为2,674.68万股，通过金元荣泰及嘉实龙博间接持有101,888.02万股，合计控制公司股份104,562.70万股，占比50.42%。在陈波控制的上述股份中，合计质押70,814.14万股，占公司总股本的34.14%，占陈波控制股份总数的67.72%，截至本报告出具日，上述股份质押均未触及平仓价格。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：新能源电站(包括太阳能、风能、生物能)和智能微网的投资、建设、运营；电力工程施工总承包（三级）；承装（修、试）电力设施（四级）；与新能源相关的技术开发、技术转让、技术服务、技术咨询（不含法律法规禁止、限制外商投资的行业，涉及配额许可证管理、专项规

定管理的商品按照国家有关规定办理)。

截至 2019 年底, 公司本部内设 15 个职能部门, 主要包括经营管理部、规划发展部、质量安全部、生产运维部、工程管理部、资金管理部、会计管理部和开发部等。公司设宁夏国博新能源有限公司(以下简称“宁夏国博”)、宁夏嘉原新能源有限公司、新疆嘉泽发电有限公司(以下简称“新疆嘉泽”)等子公司。截至 2019 年底, 公司纳入合并范围的子公司为 15 家, 员工总数(合并口径) 93 人。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额 91.28 亿元, 负债合计 58.05 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 合计 33.24 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 33.24 亿元。2019 年, 公司实现营业收入 11.16 亿元, 净利润(含少数股东损益) 2.93 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 2.93 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 6.61 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.42 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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券, 该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。

本次发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过人民币 13 亿元(含)。具体发行数额由股东大会授权的公司董事会及董事会授权人士在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年, 本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元, 按面值发行。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权董事会(或董事会授权人士)根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式, 到期归还本金和最后一年利息。

本次可转换公司债券无担保。

本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

(1) 转股条款

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司 A 股股票交易均价, 具体初始转股价格提请股东大会授权公司董事会(或董事会授权人士)在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

前二十个交易日公司 A 股股票交易均价=前二十个交易日公司 A 股股票交易总额/该二十个交易日公司 A 股股票交易总量。前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后, 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况, 则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下:

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A\times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$ 派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在上海证券交易所网站和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格，公司将在上海证券交易所网站和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度和暂停转股期间等有关信息。从转股价格修正日起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

转股股数确定方式

本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。

可转换公司债券持有人申请转换成的股份须为整数股。转股时不足转换为一股股票的可转换公司债券余额，公司将按照上交所、证券登记机构等部门的有关规定，在本次可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该不足转换为一股股票的本次可转换公司债券余额及该余额所对应的当期应计利息，按照四舍五入原则精确到 0.01 元。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销

商) 协商确定。

有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内, 如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130% (含 130%), 或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时, 公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

当期应计利息的计算公式为:

$$IA=B \times i \times t / 365$$

IA: 指当期应计利息;

B: 指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额; i: 指可转换公司债券当年票面利率;

t: 指计息天数, 即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数 (算头不算尾)。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算, 在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算, 在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不应再行使回售权, 可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下, 可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售, 在回售申报期内不实施回售的, 自动丧失该回售权。

(4) 向公司原股东配售的安排

本次发行的可转换公司债券可向公司原股东实行优先配售, 原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体数量提请股东大会授权董事会 (或董事会授权人士) 根据发行时具体情况确定, 并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。

原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上发行相结合的方式, 余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会 (或董事会授权人士) 与保荐机构 (主承销商) 在发行前协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 13 亿元（含），扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：

表 1 本次公开发行可转换公司债券募投项目（单位：万元）

序号	投资项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	三道山150MW风电项目	110,000.00	56,000.00
2	苏家梁100MW风电项目	72,000.00	37,000.00
3	补充流动资金	37,000.00	37,000.00
	合计	219,000.00	130,000.00

资料来源：公司提供

本次发行募集资金到位前，公司可根据项目的实际付款进度，通过自有资金或自筹资金先行支付项目款项。募集资金到位后，可用于支付项目剩余款项及置换前期自有资金或自筹资金投入。若本次发行实际募集资金净额低于上述项目的募集资金拟投入总额，募集资金不足部分由公司自筹解决。

三道山 150MW 风电项目的建设主体为公司的全资子公司宁夏泽恺新能源有限公司，该项目位于宁夏吴忠市盐池县惠安堡镇境内，拟用地面积 245,600.00 平方米，项目装机容量为 150MW，拟安装 46 台 3.3MW 的风力发电机组。该项目投资总额为 11.00 亿元，拟使用募集资金 5.60 亿元。该项目已于 2019 年 12 月开工建设，建设周期为 12 个月，预计于 2020 年 12 月底前并网发电。项目投资回收期为 9.04 年，项目全部投资内部收益率 9.11%。项目达产后，该项目预计实现营业收入 1.53 亿元，预计实现发电量 3.75 亿度。

苏家梁 100MW 风电项目的建设主体为嘉泽新能，该项目位于宁夏吴忠市红寺堡区，用地面积为 22,719.00 平方米。项目装机容量为 100MW，拟安装 40 台 2.5MW 风力发电机组。该项目投资总额 7.20 亿元，拟使用募集资金 3.70 亿元。该项目已于 2019 年 4 月开工建设，建设周期为 20 个月，预计于 2020 年 12 月底前并网发电。项目投资回收期为 10.18 年，项目全部投资内部收益率 8.43%。项目达产后，该项目预计实现营业收入 0.99 亿元，预计实现发电量 2.20 亿度。

此外，公司拟将募集资金中的 37,000 万元用于补充流动资金，以满足公司日常运营资金需要。

三、行业分析

公司主营业务为风力发电。

1. 行业概况

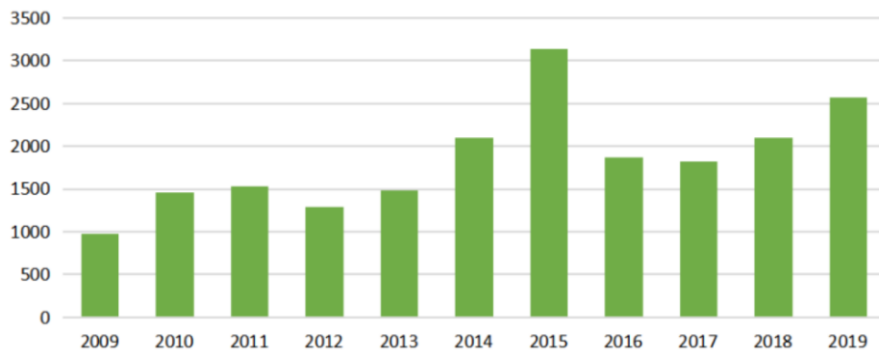
国内风电发展空间大，近年来风电装机及发电规模快速增长，成为继火电和水电之后的第三大主力电源。

我国陆地风能资源丰富，根据第四次全国风能资源详查和评价工作的有关成果，在适度剔除一些不适合风电开发的区域后，我国陆上 70 米高度风功率密度 ≥ 300 瓦/平方米的区域风能资源技术可开发量约为 26 亿千瓦。海上风能方面，根据中国气象局详查初步成果，在我国 5 到 25 米水深的海域内、50 米高度风电可装机容量约 2 亿千瓦，5 到 50 米水深、70 米高度风电可装机容量约 5 亿千瓦。截至 2019 年底，全国发电装机容量 20.11 亿千瓦，较上年底增长 5.8%。其中，火电装机 11.91 亿千瓦，占总装机容量的 59.2%；水电（3.56 亿千瓦）、核电（4.87 亿千瓦）、风电（2.10 亿千瓦）、太

太阳能发电(2.05 亿千瓦)等清洁能源装机总容量已达 8.20 亿千瓦, 占总装机容量的 40.8%。截至 2019 年底, 中国风电累计并网装机容量较 2018 年底增长约 14%; 占全部发电装机容量的 10.44%。2019 年, 全国基建新增发电装机容量 10,173 万千瓦, 其中, 水电 417 万千瓦、火电 4,092 万千瓦、核电 409 万千瓦、风电 2,574 万千瓦、太阳能发电 2,681 万千瓦。

2006 年以来, 国家大力鼓励风机制造业的发展, 在政策支持鼓励下, 中国风力发电产业迅速发展, 带动了风电装机规模显著扩张, 我国成为世界范围内风电产能最大、增速最快的国家之一; 但受制于电网建设以及技术水平, 弃风现象凸显, 2015 年以后, 我国风电建设速度有所放缓。

图 2 2009 - 2019 年我国风电新增装机情况 (万千瓦)



资料来源: 中电联

随着风电装机规模的快速提升, 其发电量也逐步增长。根据国家统计局数据显示, 2019 年全国规模以上电厂发电量 71,422.1 亿千瓦时, 同比增长 3.5%。其中, 风电 3,577.4 亿千瓦时, 同比增长 7.0%。2012 年后, 风力发电量超过核电发电量, 成为继火电和水电之后的第三大主力电源。随着风电占比继续提升, 第三大主力电源的地位得到进一步巩固。《风电发展“十三五”规划》提出, 到 2020 年, 风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦以上, 风电年发电量达 4,200 亿千瓦时以上, 约占全国总发电量的 6%。风电行业发展前景良好。

海上风电方面, 我国目前是全球第四大海上风电国, 占据全球海上风电 8.4% 的市场份额。虽然海上风电在可开发总量上仅为陆上风电的 1/5, 但从可开发比例以及单位面积来看, 海上风电的发展潜力更大。在国家发展改革委和国家能源局印发的《能源技术革命创新行动计划(2016—2030 年)》及行动路线图中, 研发大型海上风机也在列。“十三五”时期, 国家将大力推动海上风电跨越式发展, 海上风电将从技术、质量、政策等方面实现高速发展。

2. 行业供需

近年来我国电力装机规模及发电量持续增长, 我国多数省份风力发电量实现正增长, 且利用小时数有所增加, 弃风情况有所缓解。此外, 随着宏观经济的好转, 近年来我国电力消费稳健增长, 且主要以第二产业用电为主。

风电行业作为电力行业的一部分, 一方面受到传统火电以及水电、光伏等清洁能源的供给影响; 另一方面与传统火电一样, 都受到下游用电需求的影响。

电力生产方面, 2017—2019 年, 我国全口径发电量分别为 64,171 亿千瓦时、69,940 亿千瓦时和 71,422 亿千瓦时, 持续增长, 其中, 2019 年, 我国实现全口径发电量同比增长 3.5%。2019 年, 全国规模以上风电电厂发电量 3,577.4 亿千瓦时, 同比增长 7.0%。2019 年, 全国风电发电量排行前十的省份分别是: 内蒙古 612.8 亿千瓦时、新疆 391.4 亿千瓦时、河北 277.3 亿千瓦时、云南 245.3 亿千

瓦时、甘肃 226.9 亿千瓦时、山西 188.1 亿千瓦时、宁夏 173 亿千瓦时、山东 162.4 亿千瓦时、江苏 158.6 亿千瓦时、辽宁 153.1 亿千瓦时。从风电发电量同比增长情况看，除江苏、宁夏、山西、山东、海南、安徽、上海、北京和西藏外，全国各省份风电发电量均实现正增长。其中，风电发电量同比增长超过全国平均水平（7.0%）的省份有 16 个，依次为：青海（79.6%）、广西（40.1%）、天津（40.0%）、四川（36.2%）、湖南（17.0%）、新疆（14.1%）、福建（13.9%）、广东（13.3%）、贵州（13.2%）、重庆（12.4%）、江西（12.3%）、云南（11.7%）、吉林（11.6%）、陕西（10.1%）、湖北（8.1%）和黑龙江（7.6%）。

利用小时数方面，2018 年，我国风力发电设备平均利用小时数为 2,095 小时，较上年同比增加 147 小时；2019 年，我国风力发电设备平均利用小时数为 2,082 小时，较上年同比减少 13 小时。从弃风电量来看，2018 年，我国风电全年弃风电量为 277 亿千瓦时，同比减少 142 亿千瓦时；2019 年，弃风电量 169 亿千瓦时，同比减少 108 亿千瓦时，平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点，弃风限电状况进一步得到缓解。

电力消费方面，2017—2019 年，随着宏观经济的好转，以及 2018 年“煤改电”政策的实施，全国全社会用电量分别为 63,094 亿千瓦时、69,144 亿千瓦时和 72,255 亿千瓦时，逐年增长。其中，2019 年全社会累计用电量同比增长 4.5%，增速同比下降约 5 个百分点。分产业看，第一产业累计用电量 780 亿千瓦时，同比增加 4.5%，第二产业累计用电量 49,362 亿千瓦时，同比增长 3.1%，占全部用电量的 68.32%（上年为 69%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 11,863 亿千瓦时和 10,250 亿千瓦时，分别同比增长 9.5% 和 5.7%。

3. 行业政策

近年来随着中国用电需求的持续增长以及环保问题的频现，风电作为较为成熟的清洁能源行业受到政策扶持的力度很大，相关政策可确保风电的消纳，有效减少弃风限电问题。但随着补贴缺口的增加，我国逐渐降低对风电的电价补贴，预计 2021 年可实现全面平价上网。

《风电发展“十三五”规划》提出，到 2020 年，风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量达 4,200 亿千瓦时以上，约占全国总发电量的 6%。此外，为促进风电行业的持续发展，我国陆续发布了系列支持政策，从电价，电量，费用分摊机制、税收政策等方面进行了规范，为包括风电在内的可再生能源发电行业的发展创造了良好的政策环境。

（1）风电消纳

根据《中华人民共和国可再生能源法》（以下简称“《可再生能源法》”）的规定，电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议，全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量，并为可再生能源发电提供上网服务。2019 年 1 月 29 日，国家发改委、国家能源局联合发布《关于规范优先发电优先购电计划管理的通知》，强调优先风电、太阳能等清洁能源保障性收购，确保核电、大型水电等清洁能源按基荷满发和安全运行，促进调峰调频等调节性电源稳定运行。

（2）上网电价

2014 年 6 月，国家发改委发布《关于海上风电上网电价的通知》，2017 年以前（不含 2017 年）投运的近海风电项目上网电价为每千瓦时 0.85 元，潮间带风电项目上网电价为每千瓦时 0.75 元。第 I 类、II 类、III 类和 IV 类资源区分别实施每度电 0.51 元、0.54 元、0.58 元和 0.61 元（含税价）的电价政策。2014 年 12 月，国家发展改革委发布《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格〔2014〕3008 号），对陆上风电继续实行分资源区标杆上网电价政策，将第 I 类、II 类和 III

类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时 0.49 元、0.52 元和 0.56 元；第 IV 类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时 0.61 元不变。2016 年 12 月 26 日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低 2018 年 1 月 1 日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为每度电 0.40 元、0.45 元、0.49 元和 0.57 元。2019 年 5 月 30 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），2019 年四类资源区符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准陆上风电指导价分别调整为每度电 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元；2020 年指导价分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元、0.47 元。指导价低于当地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱销、除尘电价）的地区，以燃煤机组标杆上网电价作为指导价。此外，该通知明确了 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

风电上网电价按上述政策执行，其对全国风电领域资源的开发和利用起到了重要的引导作用，进一步规范了风电价格管理，有利于引导投资方向，改变了过去盲目投资的现象，减少了投资的不确定性。

（3）可再生能源补贴

根据《可再生能源法》，电网公司按相关规定确定的上网电价收购可再生能源发电量所发生的费用，高于按照常规能源发电平均上网电价计算所发生的费用之间的差额，在全国范围对销售量征收可再生能源电价附加补偿并由国家财政设立可再生能源发展基金，其资金来源包括国家财政年度安排的专项资金和依法征收的可再生能源电价附加收入等，可再生能源电价随电费收取。因此，风电与火电之间的电价差额，连同风电的并网费用，实际上是由电力用户承担。成本分摊机制让电网企业将可再生能源电力收购及并网中的额外费用予以转嫁，以鼓励发展可再生能源。

但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，根据统计，已经进入前七批补贴名录的光伏及风电项目每年所需补贴约为 880 亿元，其中光伏 400 亿元，风电 480 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。根据财政部、国家发展改革委、国家能源局 2020 年 2 月联合发布的《可再生能源电价附加资金管理办法》，按流程经电网企业审核后纳入补助项目清单并进行补贴，不再实行目录管理。符合可再生能源发电补助条件的项目，相关补助电费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。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。如上文所述，近年来我国风力发电电价多次下调，且 2021 年起可实现平价上网，届时我国风电补贴缺口压力将得到一定缓解。

（4）享受税收优惠

根据财政部和国家税务总局《关于资源综合利用及其他产品整治水政策的通知》，风电企业销售风电而产生的增值税享受即征即退 50% 的优惠政策；根据财政部和国家税务总局《关于执行公共基础设施项目企业所得税优惠目录有关问题的通知》，2008 年 1 月 1 日后批准的风力发电新建项目的投资经营所得，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

4. 行业关注

目前行业面临一定的供需区域分布错位，发电上网效率存在局限性等情况，且由于风力发电价格不断下行，或影响相关企业的利润水平。

(1) 风电能源储备区与能源需求区分布错位

全国年平均风功率密度大值区主要分布在我国的“三北”地区、东部沿海地区以及青藏高原、云贵高原和华南山脊地，其中年平均风功率密度超过 300 瓦/平方米的区域主要分布在“三北”地区、青藏高原和云南的山脊地区。然而，从我国电力需求区域结构来看，华东、华南、华北是电力需求较高的地区，西北、东北、西南的电力消纳能力有限，导致风力发电仍存在弃风限电现象。

(2) 风力发电具有不稳定等特性，电网规划、承载、输送、调度能力有限，配套设施不完善，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的瓶颈。

风电不同于常规电源，其发电出力由来风情况决定，具有间歇性、波动性、随机性等特点，导致其上网效率面临着一定的局限性，机组负荷也显著弱于火电。

风电项目规划周期短、核准快、建设周期短，而电网规划周期长、核准程序复杂、建设周期也长。因此，电网的建设往往滞后于风电项目的建设，形成风电场建成后，不能及时并网发电的现象。近年来，随着风电产业的快速发展，行业的主要矛盾已经由如何争取和建设风电装机容量转向为如何吸收消纳风电产能，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的主要瓶颈。

(3) 平价上网对风电企业利润水平造成影响

上文已经提到，近年来我国风力发电上网电价已多次下调，且 2021 年将全面实现平价上网，电价的持续下降可能会对风电公司利润水平造成一定影响。

5. 未来发展

国家鼓励风电项目有规划的稳健施行，且政策对风电行业的扶持力度较大；目前中国风能可开发空间很大，国家也为风电在电力中的整体地位做出规划，并为行业发展制定了详细的战略目标，行业未来发展前景良好。

国家发改委发布的《中国风电发展路线图 2050》提出了中国风电发展的战略目标：

2020 年前，考虑到电网基础条件和可能存在的约束，每年风电新增装机达到 1,500 万千瓦左右，到 2020 年，力争风电累计装机达到 2 亿千瓦，且在不考虑跨省区输电成本的前提下，使风电的技术成本达到与常规能源发电（煤电）技术相持平的水平，风电在电源结构中具有一定的显现度，占电力总装机的 11%，风电电量满足 5% 的电力需求。

2020—2030 年，不考虑跨省区输电成本的前提下，风电的成本低于煤电，风电在电力市场中的经济性优势开始显现；如果考虑跨省区输电成本以及煤电的资源环境成本，风电的全成本将低于煤电的全成本。风电市场规模进一步扩大，陆海并重发展，每年新增装机在 2,000 万千瓦左右，全国新增装机中，30% 左右来自风电。到 2030 年，风电的累计装机超过 4 亿千瓦，在全国发电量中的比例达到 8.4%，在电源结构中的比例扩大至 15% 左右，在满足电力需求、改善能源结构、支持国民经济和社会发展中的作用日益加强。

2030—2050 年，风电规模进一步扩大，陆地、近海、远海风电均有不同程度的发展，每年新增装机约 3,000 万千瓦，占全国新增装机的一半左右，到 2050 年，风电可以为全国提供 17% 左右的电量，风电装机达到 10 亿千瓦，在电源结构中约占 26%，风电成为中国主力电源之一，并在工业等其他领域有广泛应用。

面对风电并网装机的快速发展，中国电网将通过加快电网建设、加强风电优先调度等措施，来

积极促进风电消纳。目前中国东南沿海地区已有较强的高压输电网，风电机组并网在上述地区不会有很多技术问题；另一方面，西部地区虽然目前电网较弱，当地电力消纳能力较弱、外送能力不强，但国家电网正在按规划加快远距离、高电压输电线路的建设。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司新能源装机主要集中在宁夏，装机规模在宁夏地区民营企业中居首位，且整体利用小时数保持在较高水平。预计公司 2020 年仍有一定规模的新增并网装机，其新能源装机规模将进一步扩大。

公司新能源并网项目主要集中在宁夏。截至 2019 年底，宁夏地区新能源总装机容量 1,960.24 万千瓦(不含分布式光伏)，嘉泽新能在宁夏地区的装机容量 100.29 万千瓦，在当地市占率达到 5.12%。除五大发电集团以外，嘉泽新能在宁夏装机容量排名中居首位。预计到 2020 年末，嘉泽新能将集中新增并网装机 48.6 万千瓦。2019 年，嘉泽新能宁夏项目整体平均发电小时数为 2,227 小时，高于行业平均水平。

2. 税收优惠

公司享受较为优厚的税收优惠政策，但部分政策具有时效性，相关税收减免优惠失效后，公司盈利水平将有所下滑。

根据《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号）和《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》（国家税务总局公告 2012 年第 12 号），公司及部分分公司、子公司符合西部大开发所得税优惠税率的条件，享受按 15% 的税率缴纳企业所得税。

根据财政部、税务总局、海关总署公告 2019 年第 39 号《关于深化增值税改革有关政策的公告》，公司及其分子公司发电销售收入增值税的销项税率自 2019 年 4 月 1 日起由原 16% 调整为 13%，同时符合财政部、国家税务总局《关于风力发电增值税政策的通知》（财税〔2015〕74 号）“利用风力生产的电力”增值税实行即征即退 50% 的政策。

公司部分分公司、子公司按照财政部、国家税务总局《关于执行公共基础设施项目企业所得税优惠目录有关问题的通知》（财税〔2008〕46 号）、财政部国家税务总局国家发展改革委《关于公布公共基础设施项目企业所得税优惠目录（2008 年版）的通知》（财税〔2008〕116 号），其投资经营所得，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。具体税收减免情况如下表所示：

表 2 公司合并口径享受“三免三减半”税收优惠项目情况

项目	免征期限	减半期限	有效性
宁夏红寺堡风电场一期 49.5MW 项目	2012—2014 年	2015—2017 年	减免均已失效
宁夏红寺堡风电场（大河乡要艺山）49.5MW 项目			
宁夏红寺堡风电场（大河乡磨脐子）49.5MW 项目	2013—2015 年	2016—2018 年	减免均已失效
宁夏红寺堡风电场（大河乡小井子）49.5MW 项目			
宁夏同心风电场田家岭 49.5MW 项目			
宁夏同心风电场康家湾 49.5MW 项目			

宁夏红寺堡大河乡 20MWp 光伏并网发电项目			
宁夏红寺堡风电场青山 49.5MW 项目	2014—2016 年	2017—2019 年	减免均已失效
宁夏嘉泽红寺堡大河乡二期 30MWp 光伏电站项目			
嘉泽第一风电场	2015—2017 年	2018—2020 年	仍享受减半
嘉泽第二风电场	2016—2018 年	2019—2021 年	仍享受减半
嘉泽第三风电场	2017—2019 年	2020—2022 年	仍享受减半
嘉泽第四风电场	2018—2020 年	2021—2023 年	仍享受免征
嘉泽鄯善东风电场二期	2016—2018 年	2019—2021 年	仍享受减半
嘉泽鄯善东风电场一期	2017—2019 年	2020—2022 年	仍享受减半
宁夏嘉泽红寺堡新能源智能微电网示范项目	2016—2018 年	2019—2021 年	仍享受减半
宁夏嘉泽红寺堡新能源智能微电网扩建项目	2018—2020 年	2021—2023 年	仍享受免征

资料来源：公司提供

3. 人员素质

总体看，公司管理人员具备一定的电力行业工作及管理经验，公司员工结构合理，文化素质能够满足经营需要。

截至 2019 年底，公司现有董事会成员 9 人，其中董事长 1 人、董事 5 人、独立董事 3 人。公司现有总经理 1 人（并兼任董事）、副总经理 2 人、常务副总经理 1 人。

陈波先生，1971 年出生，清华大学 EMBA 在读；现任公司董事长。历任山东省龙口市对外贸易公司业务员、北京易川航空服务中心总经理、北京易达盛世贸易有限公司执行董事兼总经理、北京中天恒达汽车贸易有限公司执行董事兼总经理、北京中天恒泰房地产经纪有限公司执行董事、宁夏嘉荣创业投资担保有限公司执行董事、嘉泽有限执行董事兼总经理等。

赵继伟先生，1972 年出生，现任公司董事、总经理；并担任中国人民政治协商会议同心县第十届委员会委员；历任金元荣泰副总经理、嘉泽有限副总经理等。

截至 2019 年底，公司员工总数（合并口径）93 人，其中财务人员 9 人、行政人员 28 人、管理人员 26 人、技术与运维 15 人、项目开发与支持人员 15 人；按教育程度划分，公司研究生及以上 3 人、本科 45 人、大专 35 人、大专以下 10 人。

五、管理分析

1. 公司治理

公司股东、董事、监事及高管人员职责明确，法人治理结构完善。

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司章程指引》（2014 年修订）、《上海证券交易所股票上市规则》和其他有关规定，制订公司章程。

根据公司章程规定，公司设股东大会，代表公司股东的利益。股东大会是公司的最高权力机构，股东大会行使的职权包括决定公司的经营方针和投资计划；实质性变更公司主营业务；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。根据股东大会的有关决议，董事会设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会，并制定相应的工作细则。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人，审计委员会中应至少有一名独立董事是会计专业人士。董事会行使的职权包括

召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项等。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。非职工代表监事经股东大会选举产生。职工代表监事由公司职工通过职工大会、职工代表大会或者其他形式民主选举产生。监事会设监事会主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会行使下列职权：应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；提议召开临时股东大会，在董事会不履行《公司法》规定的召集和主持股东大会职责时召集和主持股东大会等。

公司设总经理 1 人（并兼任董事）、副总经理 2 人、常务副总经理 1 人，均由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人（财务总监）及其他高级管理人员；决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员等。

2. 管理制度

公司建立了较为完善的治理结构和良好的管理机制，内部管理制度健全、规范。

公司制定《采购管理制度》，以加强公司管理及内控体系建设，对采购计划、采购工作进行规范。该制度明确了对供应商的招标、固定资产的采购、物资采购等活动的控制管理，并制定了采购流程管理方案，规范了对供应商的选择和审计办法，并要求采购全过程有财务监督和审计。

公司制定《工程建设质量控制要点》，以规范公司建设工程质量管理，提高建设工程质量水平。该要点主要体现在项目部工程管理人员对工程质量管理与控制的基本要求，具体包括对土建工程的质量控制要点和安装工程质量控制要点。

公司制定《资金管理制度》，以加强对公司资金管理，防范资金风险，降低资金成本。该制度明确了公司资金管理的基本原则，并明确了资金管理部应履行的职责，以及各单位资金管理负责人的主要职责。同时，该制度对各单位资金计划提出要求，对资金支付流程进行规范。此外，该制度还规范了费用管理、库存现金管理、银行账户管理和网上银行管理等方面的相关内容和管理办法。

公司制定《融资与对外担保管理制度》，以规范公司融资和对外担保管理，有效控制公司融资风险和对外担保风险，保护公司财务安全和投资者的合法权益。该制度明确了以下几方面内容：公司融资的审批、公司对外提供担保的条件、公司对外提供担保的审批、公司融资及对外担保的执行的和风险管理，以及公司融资及对外提供担保的信息披露和有关人员的责任。

公司制定《财务管理制度》，以加强公司财务管理，规范公司财务行为。该制度明确指出公司要严格遵守国家的法律、财经法规、财经纪律，并接受财政、税务、审计部门公司监事会的检查和监督。财务处理和税收法规规定不一致的，纳税时依法进行调整。该制度还明确要求的公司各业务

部门在发生资金筹集和使用，资产运行、增加和减少，收入、成本、费用的发生，都应该接受财务核算制度的监控，以保证公司财产的安全，提高经济效益和维护投资者和债权人的合法权益。此外，该制度强调公司应强化财务管理的基础工作，一是完善原始记录，二是健全计量验收工作，三是做好财产清查盘点工作。

六、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。

公司的主营业务为新能源电力的开发、投资、建设、经营和管理。公司主要收入来源为风电销售，近三年占比均超过 90%，公司主营业务突出。2017—2019 年，公司收入规模持续增长，主要系风电销售板块的收入增长所致。公司电力销售收入逐年上升，主要系并网装机容量和平均利用小时数增加所致。毛利率方面，受风电销售业务毛利率的波动影响，近三年公司主营业务毛利率波动增长。公司风电销售毛利率保持在较高水平，但 2017 年，公司风电电力销售毛利率相对较低，主要系当年公司宁夏区域弃风率较高所致；2018 年，随着宁夏区域用电量增加，以及电力外送通道的进一步完善，风电销售毛利率有所上升；2019 年，公司风电电力销售毛利率小幅回落，主要系受风力资源波动影响所致。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。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风电	76,596.37	92.23	54.97	99,923.99	93.54	58.13	104,742.19	93.98	57.26
光伏	6,190.69	7.45	52.31	6,198.36	5.80	56.32	5,968.21	5.36	54.26
智能微网	260.48	0.31	36.49	700.64	0.66	66.30	737.51	0.66	63.16
合计	83,047.54	100.00	54.72	106,823.00	100.00	58.08	111,447.91	100.00	57.14

资料来源：公司提供

2. 风电项目建设

公司电站项目流程复杂，开发周期长，项目建设资金获取方式以银行借款和融资租赁为主。公司建立了较为完备且合理的供应商管理模式和招标模式。公司与主要供应商合作较为深入，对主要供应商依赖性较强，供应商集中度很高，若未来因合作原因或市场供需原因导致公司与长期供应商的合作关系出现中断，公司或将面临难以在短期内找到替代供应商的风险。

公司业务主要分为项目前期工作、项目建设及采购、项目运营、并网销售四个环节。自前期调研开始至项目并网发电一般周期为 24~30 个月。

项目资金获取方面，公司一般采用银行长期借款或融资租赁形式进行项目资金筹措。公司需按比例准备一定资本金，并向银行或融资租赁公司申请剩余部分的贷款，且需要以项目公司的股权或电站资产进行抵押。融资期限较长，一般均在 8 年以上，最长可达 15 年。项目本息的归还基本与公司标杆电价及电费补贴回流时间匹配。

项目前期建设与项目设备等采购模式方面，公司或子公司与建设施工单位签订《施工总承包合同》，对双方的权利义务做了明确的约定。建设施工单位作为项目的总承包方，与公司共同通过招标的形式进行采购，由评标委员会根据投标方的价格、财务状况、信誉、社保缴纳、业绩和经验、机

构设置、方案、承诺等因素，通过综合评分法选出中标候选人，并由建设施工单位负责具体建设工作。

公司对总包方的招标模式为：邀请招标方式（在其合格供应商和分包商名录范围内进行邀请招标），先在公司内部网发起招标公示，公示时间 20 天左右，然后该公司主管部门发起招标流程，由各部门主管、总经理审核批示通过后，向各供应商和各分包单位进行发送招标文件。公司与总包方的费用确定方式为：通过招标评选，在质量、技术、供货时间、业绩、诚信同等的情况下，综合评定价格费用较低的，依据评标原则，评选出第一名为中标单位。以中标价签订合同。公司与总包方的费用结算一般根据项目进度进行考核，并在项目完工后留有一定比例质保金。公司与总包方的结算周期一般为半年左右。

公司与主机供应商的结算方式一般按照预付款（10%）、投料款（20%）、到货款（60%）和预验收款（10%）的方式结算支付。结算周期方面，各节点的货款结算一般为 20 天左右。公司对新能源发电项目，采取了全程控制下的供应商一站式服务的创新模式，即在公司完成项目开发、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。

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，由于部分项目公司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。由于公司每年的装机规划及项目施工进度存在差异，近三年公司前五大供应商有一定调整。

具体来看，2017 年，公司主要供应商服务内容包含融资租赁业务和工程、设备及运维方面的合作。其中北京天源科创风电技术有限责任公司（以下简称“天源科创”）系公司的总包方，为公司提供一站式服务。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，2019 年新增装机容量达到 8.01GW，市场份额达到 27.72%，得益于此，金风科技在工程施工方面及设备先进性方面均可为公司提供较强的支持。但考虑到公司与金风科技各自的市场地位，公司在与其合作时无议价优势。2018 年，天源科创仍为公司最主要合作供应商。此外，由于公司部分项目的风电机组已完成融资租赁，且伴有部分银行借款的形式进行项目融资，当年公司与融资租赁公司合作减少。2019 年，公司第一大供应商仍为天源科创，但公司亦引入其他供应商为其进行工程施工、设备采购及运营维护等活动。整体来看，公司与天源科创的黏性较强，对单一供应商依赖性较强。

表 4 近三年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	合作内容	采购金额	占总采购额比重
2017 年	中信金融租赁有限公司	融资租赁设备	58,714.91	51.89
	北京天源科创风电技术有限责任公司	工程、设备、运维	47,497.01	41.98
	鄯善县国土资源储备交易中心	土地出让金	963.00	0.85
	宁夏天能电力有限公司	运维	589.65	0.52
	鄯善盾安风电有限公司	升压站接入	576.23	0.51
		合计	--	108,340.80
2018 年	北京天源科创风电技术有限责任公司	工程、设备、运维	11,118.30	57.14
	中信金融租赁有限公司	融资租赁设备	1,714.71	8.80
	宁夏上善建设工程有限公司	检修、工程	776.32	3.99
	宁夏天能电力有限公司	运维、工程	684.08	3.52
	宁夏宁电电力设计有限公司	设计	372.75	1.92
		合计	--	14,666.16

2019年	北京天源科创风电技术有限责任公司	工程、设备、其他	25,085.08	38.61
	华润租赁有限公司	融资租赁设备	15,929.20	24.52
	中国电建集团租赁有限公司	融资租赁设备	14,159.29	21.80
	中国电建集团山东电力建设有限公司	工程设备款	2,000.00	3.08
	宁夏上善建设工程有限公司	工程设备款、运维费	777.59	1.20
	合计	--	57,951.17	89.21

资料来源：公司提供

3. 风电项目运营及销售

公司电站运营模式合理，各方职能与责任划分明确。受上网结算模式影响，公司售电业务存在一定账期，补贴到位的滞后对公司收入实现质量带来一定不利影响。公司电站区域分布以宁夏为主，装机规模有所增长。得益于装机规模的增加，加之省内消纳能力的逐渐提升，以及电网公司对跨区域送电的支持，公司近年来上网电量稳定增长，机组利用小时数稳固提升。电价方面，公司风电上网电量部分采用竞价模式，因此公司风力发电上网电价存在一定波动，但波动幅度较小。

公司或子公司与运营维护商签订长期运行维护合同，委托运营维护商进行风电场的运行维护。运行维护合同对双方的权利义务进行了明确的约定，在运营维护商做出承诺，保证公司资产安全并使公司获得最大收益率的基础上，由运营维护商负责变电站、配电线路、风机及光伏组件的日常运营维护工作。

在具体设备运营维护层面，公司对电场的发电相关设备建立了历史数据档案。运维人员能够根据该档案了解每台设备的运营情况，并通过数据分析，发现设备潜在故障，进行预防性维护，降低故障停机损失。此外，运维人员通过对比历史同期数据、同电场其他设备数据，能够发现设备的发电性能瑕疵，并通过技术手段加以改善，提高发电效率。

公司依照与电网公司签订的购售电合同，将电场所发电量并入电网公司指定的并网点，由电网公司指定的计量装置按月确认上网电量，实现电量交割。上网电能的销售电价由两种方式确定：

第一，公司在新能源最低保障收购部分内的电量按照国家主管价格部门制定的价格销售，称为新能源标杆电价，由当地脱硫燃煤机组标杆上网电价（以下简称“煤电标杆电价”）和可再生能源补贴电价两部分组成；第二，公司超出最低保障收购部分的发电量，通过市场化交易的方式进行消纳，该部分电量的售电单价由市场交易电价和可再生能源补贴电价两部分组成。两种定价方式中的可再生能源补贴电价相同，差异来自煤电标杆电价和市场交易定价。市场交易定价一般会低于煤电标杆电价，使得市场化交易部分电量的价格低于新能源标杆电价，且由于市场交易价格具有波动性，使得该部分电量的价格存在波动。

结算方式方面，公司按各地不同上网电价进行结算，标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，补贴电费收入的结算周期须视政府财政资金的安排而定。但自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%左右已进入补贴名录，相关补贴均已开始陆续发放。公司仍有349MW电站项目属于符合可再生能源发电补助条件的项目，相关补助电费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。

从装机区域分布表来看，公司装机区域以宁夏省为主，新疆地区装机容量较少。虽然宁夏当地存在一定弃风限电现象，但近年来宁夏地区负荷用电量有所增加，新能源电力消纳能力有所提升。此外，公司通过外送通道，向山东及浙江两大用电大省输送电力，加之宁夏地区电力市场化交易模式较为成熟，整体来看公司发电上网情况未明显受到区域因素所带来的不利影响。

表 5 截至 2019 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	94.65	90.62	0.5402
新疆	9.8	9.38	0.4526
合计	104.45	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

从经营情况来看, 近三年, 公司风电可控装机及权益装机规模在 2018 年有所增加, 2019 年保持稳定。发电量及上网电量方面, 近三年公司发电量稳定上升, 其中 2018 年上升幅度较大, 主要系公司当年并网电站规模增加所致; 近三年公司上网电量亦稳定增长, 且 2018 年上升幅度较大, 主要系当年公司装机规模增加, 且公司主要电站所属区域宁夏省的当地电力消纳能力提升, 以及对外省输电能力随特高压电网的建设而有所增强所致。随着弃风限电现象的缓解, 公司近三年发电利用小时数亦呈稳定上升态势。上网电价方面, 由于公司部分上网电量采用竞价方式, 近三年公司风电平均上网电价有所波动, 但波动较小。

表 6 公司风电项目经营指标情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
可控装机规模 (万千瓦)	89.45	104.45	104.45
权益装机规模 (万千瓦)	89.45	104.45	104.45
发电量 (亿千瓦时)	17.11	22.24	23.37
上网电量 (亿千瓦时)	16.21	21.04	22.16
发电设备平均利用小时 (时)	1,912.49	2,129.62	2,237.38
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.5390	0.5516	0.5327

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

4. 光伏发电业务板块

公司光伏发电板块收入规模较小, 对公司收入规模增长的贡献较低, 但毛利率保持较高水平。

近三年, 公司光伏项目收入规模较小, 分别为 0.62 亿元、0.62 亿元和 0.60 亿元, 占当年营业收入比重分别为 7.44%、5.80% 和 5.35%。由于公司光伏电站规模较小, 对公司收入的增长贡献不大。毛利率方面, 近三年公司光伏发电板块毛利率分别为 52.31%、56.32% 和 54.26%, 波动下降, 但整体仍保持较高水平。

5. 经营效率¹

由于公司大量项目处于储备和建设期, 公司经营效率指标较低。随着项目的运营, 预计未来经营效率指标将有所改善。

2017—2019 年, 公司应收账款周转次数分别为 1.27 次、1.05 次和 0.85 次, 主要系发电补贴规模持续增加所致; 总资产周转次数分别为 0.10 次、0.12 次和 0.12 次, 基本保持稳定, 但整体水平较低; 与同行业公司相比, 公司应收账款周转率一般, 总资产周转率尚可。

¹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。

表 7 2019 年同行业公司经营效率情况 (单位: 次)

公司名称	应收账款周转次数	总资产周转次数
协合风电投资有限公司	1.09	0.08
宁夏银星能源股份有限公司	1.09	0.14
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	0.86	0.12

注: 1. Wind 与联合评级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; 2. 协合风电投资有限公司相关数据为 2018 年数据
资料来源: Wind

6. 在建项目

公司在建及拟建项目规模较大, 面临较大的资金压力及融资压力。公司在建项目并网发电后, 将带动公司收入规模的增长。

在建及拟建风电工程项目方面, 截至 2019 年底, 公司在建及拟建风电项目共计 560.5MW, 涉及总投资规模 41.35 亿元, 已投资规模 5.76 亿元, 除去尚未招标开工项目, 2020 年公司仍有 29.46 亿元投资需求。公司项目建设的自有资金及融资资金比例一般为 3:7, 相较公司体量而言, 公司在建项目资金需求较大, 为公司带来较大的资金压力, 但公司部分在建项目 (下表中同心焦家畔 100MW 风电项目、红寺堡苏家梁 100MW 风电项目及兰考兰熙 50MW 风电项目) 已通过非公开发行股票形式进行融资, 资金压力得到一定缓解。此外, 本次公司可转债募投项目均已通过融资租赁方式进行融资, 后续可转债资金就位后, 将完成资金置换, 从而降低募投项目的融资成本。公司在建项目均可在 2020 年底前并网发电, 并可享受国家电价补贴。随着公司电站的陆续并网, 公司发电量及上网电量将有所提高, 收入规模将有所增长。但联合评级关注到, 公司主要在建电站预计完工并网时间均在 2020 年底, 若无法按时并网, 或影响相关项目新能源电费补贴的获取。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建及拟建风电工程情况统计 (单位: MW、元/kwh、亿元)

项目	核准容量	核准电价	总投资	截至 2019 年底累计投资	开工时间	预计并网时间	后续融资资金	后续自筹资金
同心焦家畔 100MW 风电项目	100	0.54	7.00	1.77	2019.4.18	2020.12	3.7	1.53
红寺堡苏家梁 100MW 风电项目	100	0.54	7.20	0.39	2019.4.10	2020.12	5.6	1.21
兰考兰熙 50MW 风电项目	50	0.57	4.11	1.55	2019.6.24	2020.12	1.4	1.16
新农村风光互补 20MW 养殖扶贫一体化示范项目	18	0.54	1.40	0.10	2020.8.15	2020.12	1.0	0.30
三道山 150MW 风电项目	150	0.46	11.00	--	2019.12.20	2020.12	8.99	2.01
谭庄子	50	0.46	3.00	1.85	2020.3.22	2020.12	0.60	0.55
天津宁河镇分散式 18MW	17.5	0.57	1.48	0.07	2020.3.25	2020.12	1.00	0.41
民权城北 50MW 风电项目	50	0.3779	4.11	0.02	--	--	--	--
商水县张明乡 25MW 分散式风电项目	25	0.52	2.05	0.01	--	--	--	--
合计	560.5	--	41.35	5.76	--	--	22.29	7.17

注: 公司 2020 年 1-2 月对在建项目累计投资 0.40 亿元
资料来源: 公司提供

7. 重大事项

2019 年底, 公司完成非公开发行股票, 公司资本实力有所提升, 资产结构有所改善, 负债率有所下降。

2019 年 12 月 19 日, 公司发布《宁夏嘉泽新能源股份有限公司关于非公开发行股票发行结果暨

股本变动公告》，公告显示，本次非公开发行股票的数量为 141,100,000 股，最终发行价格为 3.43 元/股，扣除发行费用后，募集金额共计 465,585,169.82 元。本次发行募集资金扣除相关发行费用后，将用于募投项目的建设和运营及补充公司流动资金。具体募集资金分配情况如下表所示。随着募集资金的到位，公司的总资产及净资产规模将相应增加，资产负债率有所下降，公司的财务状况和资产结构得到改善。

表 9 公司非公开发行股票募集资金分配情况

项目	募集资金投入金额（万元）
同心焦家畔 100MW 风电项目	17,564.41
红寺堡苏家梁 100MW 风电项目	3,637.91
兰考兰熙 50MW 风电项目	12,245.87
补充流动资金	13,000.00
合计	46,448.19

资料来源：公司提供

8. 经营关注

（1）弃风限电风险

由于风力大小强度存在间歇性和波动性的特点，风力发电具有一定的随机性。电网需要根据风力发电量的大小和电网用电量的变化情况，相应调整火电、水电等常规能源发电机组的发电量，使得电网总上网电量与用电量保持平衡。当电网的调峰能力不足，不能完全接受风力发电向电网输送的电能时，会产生弃风限电的现象，从而影响发电量。

（2）在建工程融资需求较大及按时完工风险

截至 2019 年底，公司共计在建及拟建风电项目共计 560.50MW，涉及总投资规模 41.35 亿元，已投资规模 5.76 亿元，除去尚未招标开工项目仍有 29.46 亿元投资需求。相较公司体量而言，公司在建项目资金需求较大。此外，公司主要在建项目预计将于 2020 年底完工并网，并享受可再生能源电价补贴，若工期延长，无法按时完工，或将影响电站的补贴获取。

（3）项目并网风险

公司各项目向电网销售电能，首先需要由项目所属地方电网公司对各项目电力系统接入方案进行评审，并取得电网公司同意接入的意见，待电场升压站及一、二次设备验收合格，具备带电条件后，由电网公司向各项目出具并网通知书，同意该项目进行并网调试。由于升压站及其他电网设施存在建设周期，如果升压站所覆盖区域短时间内形成大量待并网接入项目，超过电网设施接纳能力，可能存在因升压站或其他电网设施建设滞后，而导致不能全额并网发电，从而产生发电量大幅下降的情况。

（4）政府审批风险

风力、光伏发电项目的开发、建设、运营等各个环节都需不同政府部门的审批和许可。在项目开发初期，首先要获得发改委对前期开发工作的许可，同时上报拟开发项目所在地政府进行预核准，对开发范围及开发周期进行初步审查。之后，需要获得当地环境保护、水土保持、土地征用、地质灾害等相关事项的行政许可。此外，还需要获取许可接入电网的批复性文件后才能开展项目建设工作。如果未来发电项目的审批标准更加严格，或审批及核准所需时间延长，公司未来可能因为申请程序的拖延而导致失去项目开发的最佳时机，或者因为建设期延长而对项目的投资回收期产生不利影响，从而影响公司的经营业绩。

（5）电费补贴回收风险

2017—2019年，公司的应收账款账面价值分别为9.02亿元、11.14亿元和14.77亿元，金额较大且呈逐年上升的趋势，主要为应收新能源电费补贴款。由于新能源发电行业的特性，电费补贴发放的时间不固定，国家会结合每年的行业政策、资金状况、项目的审批进度等因素综合考虑进行核算发放。2016年9月以前，补贴款的发放较为及时，自2016年10月起，补贴款发放速度放缓，回款周期延长。未来，若国家新能源电费补贴款的发放周期进一步延长，将对公司未来的流动性带来一定的不利影响。

9. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

公司将以“增规模、降负债、去杠杆”为指导思想，综合运用市场开发、业务拓展、人才储备、技术创新、资本运作等措施，力争到“十三五”末，使公司资产规模突破200亿元，新能源并网容量达到200万千瓦。2020年公司推进在建项目建设，到年底实现全面并网发电；充分发挥资本市场优势，借助融资平台开展项目投资，顺利迎接平价上网时代的到来。2020年公司重点工作计划如下：强化资本管理，优化资本结构；强化决策机制，优化产业布局；强化交易管理，优化运维模式；强化资金管控，优化融资结构等。

七、财务分析

1. 财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的2017—2019年合并财务报表，并出具了标准无保留意见审计结论。公司财务报表按照我国财政部最新颁布的企业会计准则及其他相关规定的要求编制。

从合并报表范围看，截至2017年底，公司合并范围内子公司为6家，其中5家一级子公司，1家二级子公司。截至2018年底，公司合并范围内子公司为7家，当年购买子公司2家，出售子公司2家，新设子公司1家。截至2019年底，公司合并范围内子公司为15家，当年购买子公司³家，出售子公司2家，新设子公司6家。总体看，近三年公司合并范围内新增和减少子公司均为风电业务相关公司，主营业务不变，主要会计政策连续，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司合并资产总额91.28亿元，负债合计58.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计33.24亿元，其中归属于母公司的所有者权益33.24亿元。2019年，公司实现营业收入11.16亿元，净利润（含少数股东损益）2.93亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.93亿元；经营活动产生的现金流量净额6.61亿元，现金及现金等价物净增加额-1.42亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模整体保持稳定，且以非流动资产为主，符合风力发电行业特点。公司流动资产中应收账款占比高，虽然回收风险低，但仍对公司资金形成较为严重的占用；公司非流动资产中固定资产占比高，固定资产成新率高。受限资产方面，公司受限资产规模大。整体看，公司资产质量一般。

2017—2019年，公司资产总额波动增长，年均复合增长1.12%。截至2019年底，公司资产总额91.28亿元，较年初增长3.86%，其中流动资产合计占比20.13%、非流动资产合计占比79.87%。公

³其中一家子公司包含其下属一家二级子公司

司资产以非流动资产为主，符合风电行业固定资产投资大的特点。

(1) 流动资产

2017—2019年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长13.49%。截至2019年底，公司流动资产合计18.37亿元，较年初增长13.43%，主要来自应收账款的增长。公司流动资产构成以货币资金（占12.06%）和应收账款（占80.38%）为主。

2017—2019年，公司货币资金波动减少，年均复合减少20.11%。截至2018年底，公司货币资金合计3.64亿元，较年初增长4.86%；截至2019年底，公司货币资金合计2.22亿元，较年初减少39.14%，主要系公司加大电站项目开发力度以及对到期债务进行偿付所致。公司货币资金中银行存款约为1.23亿元，其他货币资金约为0.99亿元，使用受限。其他货币资金中包含偿债准备金0.95亿元，土地复垦保证金370.44万元。

公司应收账款主要由应收脱硫煤标杆电费及新能源电费补贴构成，2017—2019年，公司应收账款快速增长，年均复合增长27.98%，主要系已列入国家新能源补贴名录的项目未及时下发补贴款，以及尚未列入补贴名录的项目自项目投运之日起至2019年底仍未结算所致。由于目前我国风力发电及光伏发电待补贴电费规模较大，补贴发放存在一定时滞性，风电项目自并网发电之日起至补贴电费开始回笼的周期一般为18至24个月，周期较长，存在较严重的资金占用情况。截至2019年底，公司应收账款账面价值为14.77亿元，较年初增长32.52%，其中，按组合计提坏账准备的应收账款余额为14.94亿元，主要为应收电费收入，计提坏账准备0.17亿元，计提比例1.14%。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27.86%，七个月至一年占比25.07%，一年至两年占比42.48%，整体账龄尚属合理。从集中度看，公司第一大欠款方为国家电网宁夏电力公司，占比90.01%，集中度高。

(2) 非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产波动减少，年均复合减少1.41%。截至2019年底，公司非流动资产合计72.91亿元，较年初增长1.70%。公司非流动资产主要由固定资产（占88.58%）和其他非流动资产（占5.40%）构成。

2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长2.01%。截至2019年底，公司固定资产净值为64.59亿元，较年初减少5.64%，主要系计提折旧所致。同期，公司固定资产原值82.02亿元，主要由房屋及建筑物（占比7.05%）和机器设备（占比92.79%）构成；累计计提折旧17.43亿元，成新率78.75%，成新率较高；未计提固定资产减值准备。

2017—2019年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长25.29%。截至2019年底，公司其他非流动资产合计3.94亿元，较年初大幅增长174.44%。2019年，公司新增三笔与融资租赁相关的预付工程款，主要是由于公司与相关融资租赁公司签订《融资租赁协议》后，出租人向供货人支付了货款，但由于相关设备尚未到货，因此公司将相关费用计入其他非流动资产。

受限资产方面，截至2019年底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计65.18亿元，具体情况如下表所示。公司受限资产占总资产的71.40%，为公司所有者权益的1.96倍，公司资产受限比例很高。

表10 截至2019年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	0.99	偿债准备金、土地复垦保证金

应收账款	14.81	长期借款质押、融资租赁质押
固定资产	49.99	长期借款抵押、融资租赁设备抵押
无形资产	0.10	长期借款质押
合计	65.89	—

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

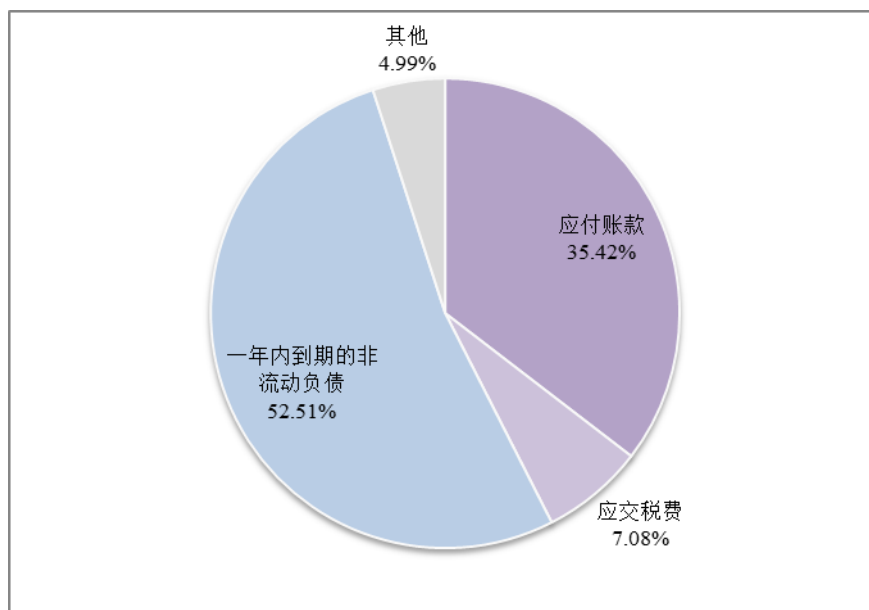
公司债务负担较重，但近年来债务负担有所减轻，且债务结构合理，符合公司所处电力行业特点。公司债务期限分布较为合理，目前尚不存在集中偿付风险。

(1) 负债

2017—2019年，公司负债规模持续下降，年均复合减少5.47%。截至2019年底，公司负债合计58.05亿元，较年初减少5.48%，主要系流动负债减少所致。其中流动负债占15.99%，非流动负债占84.01%。公司非流动负债占比较高，主要系公司近年来固定资产投资规模较大，融资结构以长期借款及融资租赁为主所致，公司负债结构与资产匹配度较高。

2017—2019年，公司流动负债逐年下降，年均复合下降3.26%。截至2019年底，公司流动负债合计9.28亿元，较年初减少13.77%。公司流动负债主要由应付账款（占35.42%）、应交税费（占7.08%）和一年内到期的非流动负债（占52.51%）构成。

图3 截至2019年底公司流动负债占比情况



资料来源：公司提供

2017—2019年，公司应付账款不断下降，年均复合下降20.86%，主要系部分项目并网投运，支付项目尾款所致。截至2019年底，公司应付账款为3.29亿元，较年初下降30.81%。从账龄来看，公司应付账款中账龄超过一年的约为1.45亿元，主要为尚未结算的工程设备款。

2017—2019年，公司应交税费持续增长，年均复合增长260.53%，主要系应交增值税及企业所得税增加所致。截至2019年底，公司应交税费金额共计0.66亿元，较年初增长215.76%。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长15.17%，主要系公司部分长期借款及融资租赁款将于一年内到期所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债合计

4.68 亿元，较年初增长 27.46%；截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 4.87 亿元，较年初增长 4.06%。

2017—2019 年，公司非流动负债持续下降，年均复合减少 5.88%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 48.76 亿元，较年初减少 3.72%。公司非流动负债主要由长期借款（占 80.79%）和长期应付款（占 19.21%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款不断减少，年均复合减少 8.86%，主要系公司部分长期借款陆续到期，以及公司增加融资租赁融资所致。截至 2019 年底，公司长期借款合计 39.39 亿元，较年初减少 9.61%。

公司长期应付款主要为应付融资租赁设备款。2017—2019 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 10.94%，随风电项目的开发有所波动。截至 2018 年底，公司长期应付款合计 7.07 亿元，较年初减少 7.19%，主要系部分融资租赁款将于一年内到期所致；截至 2019 年底，公司长期应付款合计 9.37 亿元，主要系公司新开发电站的融资形式以融资租赁为主，替代长期借款融资所致。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，随着风电平价上网的执行，公司风电项目开发规模将放缓，公司将减少融资租赁业务的占比，以降低融资成本，并逐步以长期借款将现存的融资租赁款进行置换。

从有息债务来看，2017—2019 年，公司全部债务持续减少，年均复合减少 4.42%，截至 2019 年底，公司的全部债务为 53.64 亿元，较年初减少 3.22%，其中短期债务为 4.87 亿元（占 9.09%）、长期债务为 48.76 亿元（占 90.91%），以长期债务为主。2017—2019 年，资产负债率分别为 72.76%、69.88%和 63.59%；全部债务资本化比率分别为 70.71%、67.67%和 61.74%；长期债务资本化比率分别为 69.36%、65.67%和 59.47%，上述三项指标均持续下降。公司整体债务负担较重，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，公司长期借款及长期应付款未来到期分布较为均匀，但长期借款每年均有较大规模的偿付规模。考虑到公司长期债务均为项目建设融资，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 11 截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度及以后	合计
银行贷款	41,882.00	43,732.00	45,732.00	47,132.00	257,342.00	435,820.00
融资租赁设备款	6,858.01	8,949.75	10,070.40	10,668.39	64,008.80	100,555.35
合计	48,740.01	52,681.75	55,802.40	57,800.39	321,350.80	536,375.35
占比	9.09	9.82	10.40	10.78	59.91	100.00

注：上表中银行贷款及融资租赁设备款均包括一年内到期债务
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

随着公司利润留存以及完成定增，近年来公司权益规模持续增长。此外，公司所有者权益中股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 16.91%。截至 2019 年底为 33.24 亿元，较年初增长 25.54%，主要系股本、资本公积及未分配利润均有所增加所致。具体来看，公司股本为 20.74 亿元，较年初增长 7.30%，主要系公司非公开发行股票所致。公司资本公积为 5.17 亿元，较年初大幅增长 1.68 倍，主要系非公开发行股票而产生的股本溢价所致。公司未分配利润为 7.00 亿

元，较年初增长 40.93%，主要系公司当年利润留存所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 100%；归属于母公司所有者权益主要由股本（占 62.40%）、资本公积（占 15.57%）和未分配利润（占 21.06%）构成，公司所有者权益中股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

受益于装机容量和发电量的增长，公司收入规模快速增长，公司的营业利润率保持较高水平。但财务费用支出增加对公司盈利侵蚀较大，公司费用控制能力有待提高。

2017—2019 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长 15.81%，主要系公司运营规模扩大，售电量增加所致。2019 年，公司实现营业收入 11.16 亿元，同比增长 4.34%，营业成本方面，2017—2019 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 12.68%，主要系公司新建及新投产风电项目投入运营推动营业成本增加所致，略低于营业收入增长速度。2019 年公司营业成本为 4.78 亿元，同比增长 6.66%。近三年公司净利润分别为 1.65 亿元、2.69 亿元和 2.93 亿元，逐年增长。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用（销售费用、管理费用、研发费用和财务费用）分别为 2.90 亿元、3.34 亿元和 3.26 亿元，波动增长，年均复合增长 5.99%。具体来看，公司管理费用波动增长，近三年分别为 0.30 亿元、0.40 亿元和 0.34 亿元；公司财务费用波动增长，近三年分别为 2.60 亿元、2.94 亿元和 2.92 亿元，公司期间费用主要由财务费用构成。近三年，公司费用收入比分别为 34.93%、31.28%和 29.25%，占比较高，对利润侵蚀严重，公司费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率保持较高水平，分别为 54.43%、57.87%和 56.80%，主要系公司电站运维情况较好，且近年来公司风电装机所属区域弃风限电情况有所好转所致；公司总资产收益率分别为 5.53%、6.85%和 6.94%；公司净资产收益率分别为 7.33%、10.60%和 9.82%；总资产报酬率分别为 5.16%、6.51%和 6.73%。与同行业相比，公司盈利能力属较高水平。

表 12 2019 年同行业公司盈利情况（单位：%）

公司名称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
协合风电投资有限公司	38.07	4.97	10.83
宁夏银星能源股份有限公司	3.37	3.50	1.11
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	27.54	6.19	9.82

注：1. Wind 与联合评级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；2. 协合风电投资有限公司相关数据为 2018 年数据

资料来源：Wind

5. 现金流

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；由于公司装机规模快速扩张阶段在 2017 年及 2018 年，因此近三年公司投资活动现金流净额逐年下降。由于公司偿还债务规模较大，公司保持较大规模的筹资活动现金净流出。

经营活动方面，2017—2019 年，随着发电量的增长，公司经营活动现金流入量波动增长，三年分别为 3.56 亿元、8.75 亿元和 7.63 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金三年分别为 3.32 亿元、8.73 亿元和 7.56 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量分别为 0.49 亿元、0.54 亿元和 1.02 亿元，主要系公司电站并网后运维费增加所致，由于部分项目于 2018 年年中并网，因此当年发生的运维费不足一年，2019 年由于包含全年运维费，故当年经营现金流出量较大。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.06 亿元、8.21 亿元和 6.61 亿元。从收入实现质量看，公司现金收入比三年分别为 39.90%、81.66%和 67.79%，受新能源发电补贴拖欠影响，公司收入实现质

量较差。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为0.20亿元、115.45万元和100.51万元，规模较小；公司投资活动现金流出持续减少，分别为12.59亿元、0.76亿元和4.28亿元，主要系公司装机规模在2017年和2018年增长较快所致。总体看，受新建项目规模变动的影 响，2017—2019年，公司投资活动产生的现金净流出量分别为12.39亿元、0.74亿元和4.27亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为16.49亿元、1.11亿元和7.08亿元，公司融资所获得的资金主要来自于长期借款和融资租赁，随项目开发进度而有所波动；公司筹资活动产生的现金流出量持续增长，近三年分别为6.75亿元、8.22亿元和10.85亿元，主要系公司归还到期债务所致。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为9.74亿元、-7.11亿元和-3.77亿元。

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，公司风力发电效率提升，收入规模持续增长，未来补贴款陆续回流等因素，公司整体抗风险能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.44倍、1.50倍和1.98倍；速动比率分别为1.44倍、1.50倍和1.98倍；两指标均持续上升，主要系应收账款的增长带动流动资产增加，以及项目完工结算，应付账款减少导致流动负债下降所致；现金短期债务比分别为1.08倍、0.83倍和0.49倍，主要系公司短期债务有所增长，但收入实现质量较差所致。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为7.56亿元、9.51亿元和9.98亿元，逐年增长，主要系折旧及利润总额增长所致。2019年，公司EBITDA主要由利润总额（占31.08%）、计入财务费用的利息支出（占29.31%）、折旧（占39.05%）和摊销（占0.56%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.69倍、2.90倍和3.32倍；公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.17倍和0.19倍。近三年公司债务规模不断下降，长期偿债指标尚可。

截至2019年底，公司无对外担保。

截至2019年底，公司共获得各大商业银行授信总额76.25亿元，其中未使用额度4.80亿元，授信额度较低。由于公司为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司无重大未决诉讼。

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G9964030300018710V），截至2020年1月8日，公司存在82笔未结清关注类贷款，涉及金额16.76亿元，存在13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，相关已结清贷款均已正常兑付。

7. 母公司财务分析

母公司统一对子公司进行资金计划安排和管理，母公司单体财务数据方面，截至2019年底，母公司资产规模有所增长，但负债规模小幅下降。母公司所有者权益随非公开发行有所增长，且权益中未分配利润占比少，权益结构稳定性较好。2019年，母公司营业收入及盈利水平均小幅下滑，经营性净现金流仍保持较大规模净流入。

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，母公司本部统一安排资金计划。

母公司资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总计 46.82 亿元，较年初增长 9.68%，主要系应收账款及长期股权投资增长所致。具体来看，截至 2019 年底，母公司应收账款共计 4.91 亿元（占资产比重为 10.49%），较年初增长 11.22%，主要系可再生能源补贴结算周期滞后，本年应收可再生能源补贴款增加所致；母公司其他应收款共计 3.70 亿元（占资产比重为 7.91%），较年初大幅增长 6.03 倍；母公司长期股权投资为 14.35 亿元（占资产比重为 30.65%），较年初增长 10.60%；母公司固定资产合计 21.35 亿元（占资产比重为 45.59%），较年初减少 6.40%，主要系折旧增加所致。

母公司负债方面，截至 2019 年底，母公司负债合计 19.03 亿元，较年初减少 2.14%，变化不大。母公司负债主要由长期借款构成，占负债总额的 78.13%。随着长期借款的陆续到期，截至 2019 年底，母公司长期借款为 14.87 亿元，较年初减少 11.25%。

母公司权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 27.79 亿元，较年初增长 19.58%，主要系公司进行非公开发行股票后，股本及资本公积大幅增长所致。截至 2019 年底，母公司股本合计 20.74 亿元，较年初增长 7.30%；资本公积合计 5.17 亿元，较年初增长 168.23%。从构成来看，母公司股本占 74.64%、资本公积占 18.62%、未分配利润占 5.57%、盈余公积占 1.17%。

母公司盈利能力方面，截至 2019 年底，母公司营业收入合计 3.87 亿元，同比减少 5.42%；利润总额合计 0.85 亿元，同比减少 2.38%；净利润合计 0.73 亿元，同比减少 6.45%。

母公司现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额合计 3.19 亿元，同比减少 1.38%；投资活动现金流净额合计 -1.82 亿元，上年同期为 -0.24 亿元；筹资活动现金流净额合计 -1.52 亿元，上年同期为 -3.03 亿元。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司债务总额为 53.64 亿元，本次拟发行可转换公司债规模不超过 13.00 亿元。本次债务规模对公司债务规模的影响较大。

以 2019 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 13.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 65.01%、66.72% 和 68.13%，分别较发债前增长 5.55 个百分点、4.98 个百分点和 4.54 个百分点；公司债务负担将有所加重，但仍属可控水平。

2. 本次可转换公司债偿债能力分析

公司 2019 年 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高，2019 年经营活动产生的现金流入对本次债券覆盖程度低。考虑到公司风电装机规模、机组利用小时数的提升、政策支持，以及未来存在转股的可能等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

以 2019 年的财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 9.98 亿元，为本次债券发行额度（13.00 亿元）的 0.77 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2019 年经营活动产生的现金流入 7.63 亿元，为本次债券发行额度（13.00 亿元）的 0.59 倍，对本次债券覆盖程度低。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款：当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下

修正方案并提交公司股东大会表决；同时制定了有条件赎回条款：在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

联合评级认为，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。设定的回售条款可以有效促进当公司面临回售压力较大的时候及时向下修正转股价格。

本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

九、综合评价

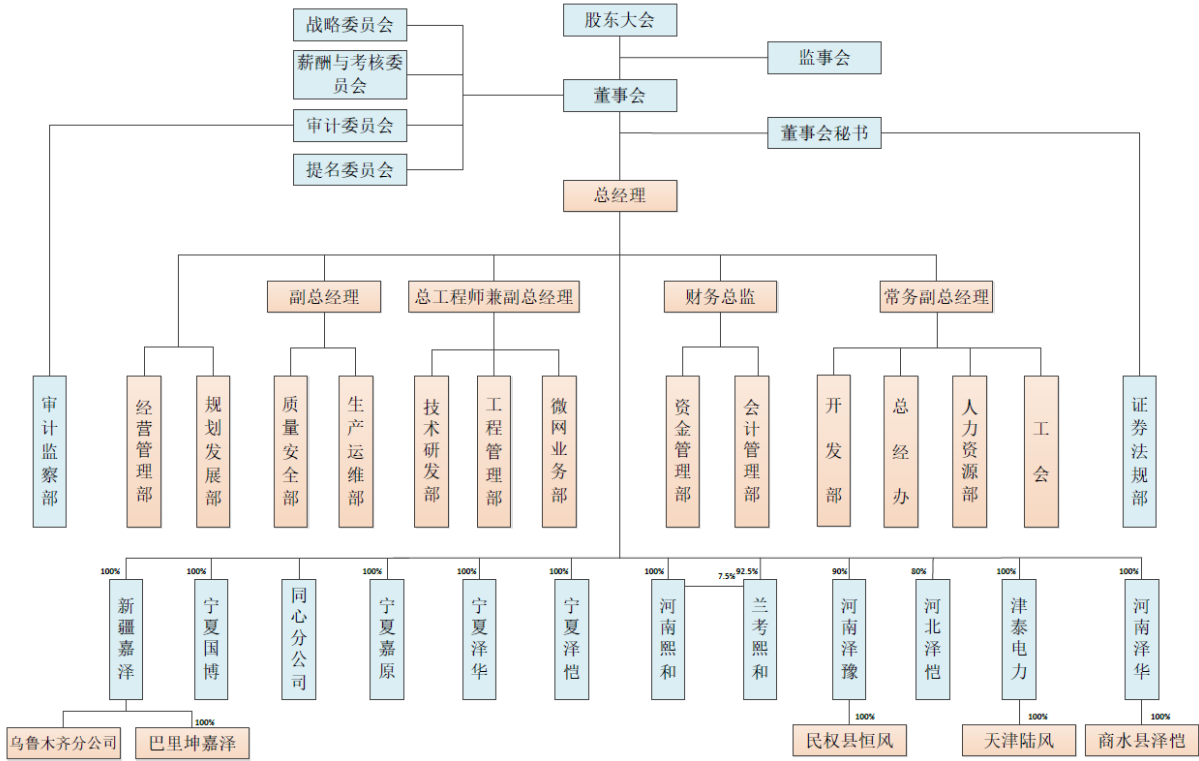
公司作为宁夏地区民营风力发电企业，在装机规模、机组利用效率等方面具有一定的竞争优势。近年来，公司营业收入及盈利水平呈增长态势，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到风电并网与外送困难、部分地区仍存在弃风限电现象、再生能源补贴回款滞后，以及未来公司资本支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着新建项目的完工并网，公司装机规模及收入规模有望继续增长，综合竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

综上，基于对公司主体长期信用水平以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年底宁夏嘉泽新能源股份有限公司 组织结构图



附件 2 宁夏嘉泽新能源股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	89.28	87.89	91.28
所有者权益 (亿元)	24.32	26.47	33.24
短期债务 (亿元)	3.67	4.77	4.87
长期债务 (亿元)	55.04	50.65	48.76
全部债务 (亿元)	58.72	55.42	53.64
营业收入 (亿元)	8.32	10.69	11.16
净利润 (亿元)	1.65	2.69	2.93
EBITDA (亿元)	7.56	9.51	9.98
经营性净现金流 (亿元)	3.06	8.21	6.61
应收账款周转次数 (次)	1.27	1.05	0.85
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.10	0.12	0.12
现金收入比率 (%)	39.90	81.66	67.79
总资本收益率 (%)	5.53	6.85	6.94
总资产报酬率 (%)	5.16	6.51	6.73
净资产收益率 (%)	7.33	10.60	9.82
营业利润率 (%)	54.43	57.87	56.80
费用收入比 (%)	34.93	31.28	29.25
资产负债率 (%)	72.76	69.88	63.59
全部债务资本化比率 (%)	70.71	67.67	61.74
长期债务资本化比率 (%)	69.36	65.67	59.47
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	2.90	3.32
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.17	0.19
流动比率 (倍)	1.44	1.50	1.98
速动比率 (倍)	1.44	1.50	1.98
现金短期债务比 (倍)	1.08	0.83	0.49
经营现金流动负债比率 (%)	30.87	76.31	71.26
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.58	0.73	0.77

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3. 公司长期应付款中的融资租赁款已纳入长期债务进行核算; 4. 由于公司主业为风电行业, 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

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 宁夏嘉泽新能源股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年宁夏嘉泽新能源股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宁夏嘉泽新能源股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宁夏嘉泽新能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宁夏嘉泽新能源股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现宁夏嘉泽新能源股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如宁夏嘉泽新能源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至宁夏嘉泽新能源股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送宁夏嘉泽新能源股份有限公司、监管部门等。

