

信用评级公告

联合〔2022〕4800号

联合资信评估股份有限公司通过对哈尔滨九洲集团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，确定维持哈尔滨九洲集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，“九洲转2”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

哈尔滨九洲集团股份有限公司 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
哈尔滨九洲集团股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
九洲转 2	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
九洲转 2	5.00 亿元	3.06 亿元	2026/12/21

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 2022 年 6 月 7 日, “九洲转 2” 余额为 3.06 亿元

转股期: 2021 年 6 月 25 日—2026 年 12 月 20 日

当前转股价格: 5.63 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
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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	C	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
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

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对哈尔滨九洲集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 的跟踪评级, 反映了公司作为国内电气成套设备及系统解决方案提供商具备一定的综合竞争力, 可再生能源业务具备一定的区域竞争力。2021 年, 公司将融和电投一号 (嘉兴) 创业投资合伙企业 (有限合伙) (以下简称“嘉兴一号基金”) 纳入合并范围, 加之在建项目投产, 公司装机规模大幅增长。公司与华电新能源集团股份有限公司和国家电力投资集团有限公司全资子公司开展业务合作, 有利于改善公司财务状况。同时, 联合资信也关注到公司所处电气设备行业竞争激烈、应收账款对资金占用明显, 以及债务负担重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入量和 EBITDA 对“九洲转 2”的保障程度高, 考虑到未来的转股因素, 公司对该债券的偿还能力将增强。

未来, 随着在建电站项目并网发电以及合作开发项目的开展, 公司权益装机规模将有所扩大, 经营业绩有望提升。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻, 维持“九洲转 2”的信用等级为 AA⁻, 评级展望为稳定。

优势

- 发电装机规模大幅增长。**2021 年, 公司将嘉兴一号基金纳入合并范围以及自建新增投产光伏项目, 清洁能源发电装机规模由上年的 259.85MW 提升至 697.35MW。
- 与国有大型电力企业开展战略合作, 有利于改善公司财务状况。**跟踪期内, 公司与华电新能源集团股份有限公司和国家电力投资集团有限公司进行业务合作, 转让下属新能源及生物质发电项目的控股权, 该举措有利于公司降低自身债务负担, 提高资产的流动性。
- 营业总收入及盈利水平增长。**2021, 受益于高毛利水平的电力业务收入大幅增长, 公司营业总收入同比增长 10.17% 至 14.10 亿元, 营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 5.29 个百分点、2.39 个百分点和 3.02 个百分点至 32.73%、4.90% 和 6.24%。

分析师：王 爽 王文燕

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. **设备制造业务产能利用率较低。**电气设备制造行业竞争激烈，公司 2021 年产能利用率提升 8.39 个百分点至 44.18%，但仍维持较低水平。
2. **应收账款对资金占用明显。**截至 2021 年底，公司应收账款账面价值为 18.07 亿元，占流动资产的 59.06%，且账龄较分散。
3. **有息债务增长较快，整体债务负担重，资产受限比例高。**截至 2021 年底，公司全部债务 47.54 亿元，较上年底增长 26.33%；全部债务资本化比率为 61.33%。截至 2022 年 3 月底，公司资产受限比例为 55.84%，为净资产的 1.68 倍。
4. **相关电站资产转让将导致公司控股装机规模下降。**未来伴随新能源及生物质发电项目控股权的转让，公司可控电力装机规模将逐步下降。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	5.06	9.89	3.93	10.47
资产总额 (亿元)	49.55	72.18	85.17	91.33
所有者权益 (亿元)	20.58	23.94	29.97	30.42
短期债务 (亿元)	2.97	7.85	6.63	9.70
长期债务 (亿元)	18.21	29.78	40.91	43.30
全部债务 (亿元)	21.19	37.63	47.54	53.00
营业总收入 (亿元)	7.91	12.80	14.10	3.19
利润总额 (亿元)	0.47	0.86	2.11	0.42
EBITDA (亿元)	2.35	2.75	6.09	--
经营性净现金流 (亿元)	0.56	-0.76	2.53	2.33
营业利润率 (%)	34.22	27.45	32.73	37.86
净资产收益率 (%)	2.70	3.22	6.24	--
资产负债率 (%)	58.47	66.83	64.81	66.69
全部债务资本化比率 (%)	50.73	61.11	61.33	63.53
流动比率 (%)	217.62	178.70	229.19	213.99
经营现金流动负债比 (%)	5.56	-4.30	18.99	--
现金短期债务比 (倍)	1.70	1.26	0.59	1.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.49	1.63	2.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.00	13.66	7.81	--
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)	31.00	37.89	36.49	34.75
所有者权益 (亿元)	18.36	21.00	23.02	23.63
全部债务 (亿元)	5.50	7.62	5.17	5.00
营业总收入 (亿元)	4.14	6.22	6.08	0.47
利润总额 (亿元)	1.09	-0.01	0.17	0.72
资产负债率 (%)	40.76	44.57	36.91	32.01
全部债务资本化比率 (%)	23.06	26.63	18.34	17.47
流动比率 (%)	166.80	169.84	193.33	228.08
经营现金流动负债比 (%)	5.00	-25.99	-19.99	--

注：1.本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2.本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3.公司2022年一季度财务数据未经审计；4.合并口径下，将其他应付款和长期应付款中的债务部分分别计入短期债务及长期债务

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
九洲转2	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2021/06/24	王爽 王文燕	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907/一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
九洲转2	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2020/04/27	王文燕 于彤昆	工商企业信用评级方法总论	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哈尔滨九洲集团股份有限公司（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

哈尔滨九洲集团股份有限公司

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”）关于哈尔滨九洲集团股份有限公司（以下简称“公司”或“九洲集团”）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

九洲集团（原名“哈尔滨九洲电气股份有限公司”）前身为“哈尔滨九洲电力设备制造有限公司”（以下简称“九洲有限”），成立于1997年8月8日。九洲有限于2000年8月8日整体变更为股份有限公司，设立时注册资本为3745万元。

2010年1月，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票代码“300040.SZ”，股票简称“九洲集团”。2020年7月，公司更为现名。

历经定向增发及可转换债券转股，截至2022年3月底，公司股本为5.88亿元。李寅先生和赵晓红女士为公司实际控制人，持有公司股份比例分别为15.17%和12.90%。

表1 截至2022年3月底公司前十名股东情况

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本 比例 (%)
1	李寅	8913.63	15.17
2	赵晓红	7583.30	12.90
3	上海中电投融和新能源投资管理 中心(有限合伙)	1114.96	1.90
4	上海牧鑫资产管理有限公司 —牧鑫天泽汇3号私募 证券投资基金	1063.92	1.81
5	哈尔滨市科技风险投资中 心	355.36	0.60
6	黑龙江辰能工大创业投资 有限公司	297.09	0.51
7	周泰成	282.51	0.48
8	谢东红	262.00	0.45
9	宁波华建汇富创业投资有 限公司	227.33	0.39
10	刁守荣	196.45	0.33

资料来源：公司提供

股权质押方面，截至2022年4月22日，李寅先生和赵晓红女士质押股份总额占其所持股份的25.98%。

表2 截至2022年4月22日公司股东一致行动人股权质押情况(单位:万股、%)

股东名称	持股数量	持股比例	押股份数量	占其所持股份比例
李寅	8913.63	15.17	1942.86	21.80
赵晓红	7583.30	12.90	2342.86	30.89
合计	16496.93	28.07	4285.72	25.98

资料来源：《九洲集团:关于实际控制人控股股东部分股份质押的公告》

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

截至2021年底，公司合并资产总额85.17亿元，所有者权益合计29.97亿元（含少数股东权益2.78亿元）；2021年，公司实现营业总收入14.10亿元，利润总额2.11亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额91.33亿元，所有者权益合计30.42亿元（含少数股东权益2.81亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入3.19亿元，利润总额0.42亿元。

公司注册地址：黑龙江省哈尔滨市松北区九洲路609号1#厂房；法定代表人：李寅。

三、债券概况及募集资金使用情况

2020年12月21日，公司公开发行5.00亿元可转换公司债券“九洲转2”（债券代码：123089.SZ），债券期限为6年。“九洲转2”票面利率第一年为0.4%，第二年为0.6%，第三年为1.0%，第四年为1.5%，第五年为2.5%，第六年为3.0%；转股期为自2021年6月25日至2026年12月30日；初始转股价格为8.00元/股。2021年7月14日，转股价格调整为5.68元/股。2022年5月27日，转股价格调整为5.63元/股。

截至 2022 年 3 月底，“九洲转 2”募集资金已累计使用 4.10 亿元。跟踪期内，“九洲转 2”已按约定支付利息。

表 3 截至 2022 年 3 月底公司可转换债券募集资金使用情况 (单位: 万元)

募投项目名称	可转债募集资金用途	调整后投资总额	已使用金额
泰来九洲电气 100MW 平价上网光伏发电项目 B 项目	18000.00	18000.00	17645.60
泰来九洲电气 100MW 平价上网光伏发电项目	17000.00	16083.02	8312.74
补充流动资金	15000.00	15000.00	15000.00
合计	50000.00	49083.02	40958.34

资料来源: 公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度, 中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧, 有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓, 俄乌地缘政治冲突导

致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动, 国内多地疫情大规模复发, 市场主体困难明显增加, 经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下, “稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点, 政策发力适当靠前, 政策合力不断增强, 政策效应逐渐显现。

经初步核算, 2022 年一季度, 中国国内生产总值 27.02 万亿元, 按不变价计算, 同比增长 4.80%, 较上季度两年平均增速 (5.19%) 有所回落; 环比增长 1.30%, 高于上年同期 (0.50%) 但不及疫情前 2019 年水平 (1.70%)。

三大产业中, 第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度, 第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%, 工农业生产总体稳定, 但 3 月受多地疫情大规模复发影响, 部分企业出现减产停产, 对一季度工业生产造成一定的拖累; 第三产业增加值同比增速为 4.00%, 不及上年同期两年平均增速 (4.57%) 及疫情前 2019 年水平 (7.20%), 接触型服务领域受到较大冲击。

表 4 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短

期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

（一）电力设备制造行业

为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，“十四五”期间全国电网总投资预计约3万亿元人民币，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。2020年以来，上游原材料价格探底后大幅上涨，一定程度上加大了电力设备制造企业的成本控制难度。

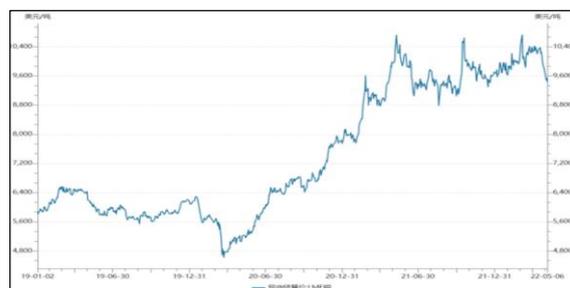
电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2021—2022年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2021年，全国全社会用电量8.31万亿千瓦时，同比增长10.3%，用电量快速增长主要受国内经济持续恢复发展、上年同期低基数、外贸出口快速增长等因素拉动。其中，第一产业用电量1023亿千瓦时，同比增长16.4%；第二产业用电量5.61万亿千瓦时，同比增长9.1%；第三产业用电量1.42万亿千瓦时，同比增长17.8%。电力供应方面，截至2021年底，全国全口径发电装机容量23.8亿千瓦，同比增长7.9%，其中全口径非化石能源发电装机容量达到11.2亿千瓦，首次超过煤电装机规模。截至2021年底，全国全口径火电装机容量13.0亿千瓦，同比增长4.1%，其中煤电11.1亿千瓦，同比增长2.8%，占总发电装机容量的比重为46.7%，同比降低2.3个百分点。2021年，全国发电设备利用小时3817小时，同比提高60小时。2021年，重点调查企业电力完成投资10481亿元，同比增长

2.9%。其中，电网完成投资4951亿元，同比增长1.1%。电源完成投资5530亿元，同比增长4.5%，其中非化石能源发电投资占电源投资比重达到88.6%。整体看，2021年全社会用电量保持平稳增长，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长。

电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重较大，输配电设备生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

图2 2019年以来LME铜现货结算价格

（单位：美元/吨）

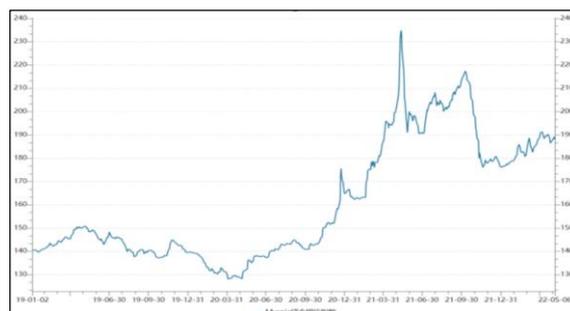


资料来源：Wind

铜期货价格在2019年初小幅上升后逐步回落，至2020年3月下跌至4617美元/吨左右后开始震荡上行，并于2021年5月10日上涨至10724美元/吨后维持高位震荡态势；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，于2021年10月上涨至24695元/吨后维持在19000元/吨~24000元/吨区间震荡。

钢材方面，Myspic钢材价格指数震荡下探至2020年4月底128附近企稳后，开始一路攀升至2021年5月份的234高位，随后逐步震荡回落至2022年1月初176后小幅反弹。

图3 2019年以来Myspic综合钢价指数



资料来源：Wind

从下游需求来看，为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，国家电网和南方电网的十四五电网规划投资额预计分别约 3500 亿美元和 6700 亿元人民币，外加部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计约 3 万亿元人民币，显著高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元和“十二五”期间的全国电网总投资 2 万亿元。此外，作为新基建的重点领域，新能源汽车充电桩投资力度会持续加大，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。

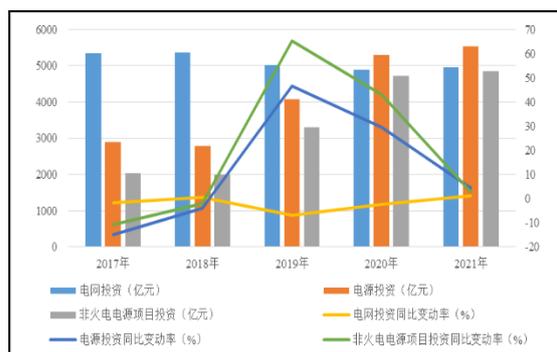
（二）电力行业

1. 行业概况¹

伴随经济快速复苏，2021年，全国电力投资完成额及发售电量规模均同比回升；受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，替代作用日益突显。

近年来，我国电网建设保持较大投资规模，2021年作为“十四五”开局之年，电网工程建设完成投资4951亿元，同比增长1.12%；其中建成投运3条特高压工程，将有效提升跨区跨省资源配置能力。受电力需求增长以及电源结构调整等政策导向影响，我国电源工程投资整体保持快速增长趋势，并逐步超过电网建设投资，2021年为5530亿元，同比增长4.5%，增速回落主要由于前期受补贴退坡引发抢装潮影响，风电项目投资基数较大。2019—2021年，风电项目投资占电源工程投资的比重分别为37.99%、50.13%和44.81%。

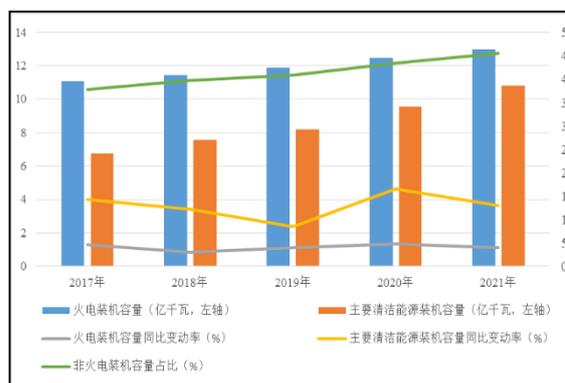
图4 近年中国电源及电网投资情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

装机容量方面，2021年，全国新增发电装机容量17629万千瓦。其中，受“双控”和“双碳”政策限制，火电新增装机容量同比减少1032万千瓦；在平价上网引发抢装潮背景下，由于新增陆上风电已于2021年实现平价上网，当期增量同比明显缩减，而海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，受此影响，风电新增装机容量同比减少2454万千瓦。截至2021年底，全国全口径发电设备装机容量23.77亿千瓦，较上年底增长7.94%。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为47.0%，首次超过煤电装机规模。

图5 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

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%，

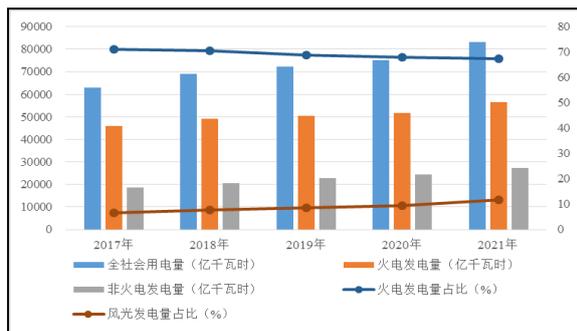
¹ 电力行业数据主要来自中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）和北极星电力网，并已根据历年统计报告中的期初数据

追溯调整上年度期末数据

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，全国发电设备利用小时数为3817小时，同比提高61小时，除水电因来水情况波动影响利用小时有所下降外，其他电源利用小时均同比提升。伴随装机容量的增长以及用电需求的大幅回升，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2021年，全国全口径发电量8.38万亿千瓦时，同比增长9.84%。其中，火电在发电量中占比逐年下降，2021年约为67%，但短期内仍发挥重要的压舱石作用；同期，风电和太阳能发电发展迅速，2021年发电量合计占比首次超过10%。

图6 中国发电量、用电量情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

2. 风电运营情况

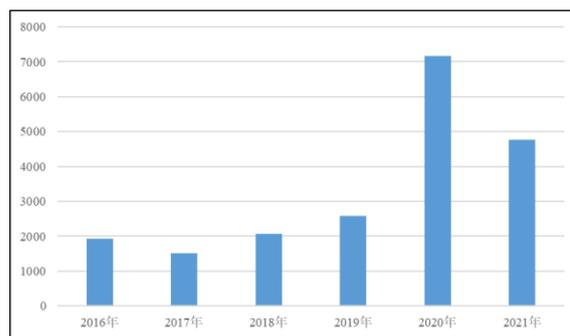
国内风电在政策窗口期迎来一波抢装潮，2020年以来，我国风电装机规模出现大幅增长，未来随着碳中和等政策的推进，我国风电行业有望进入快速发展阶段。

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7 近年来风电新增装机情况

(单位: 万千瓦)



资料来源：北极星电力网

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。

3. 光伏发电运营情况

2021年以来，随着装机区域的转移以及特高压等输电通道的建设，弃光限电现象进一步好转，中国光伏行业已全面进入平价上网时代

并保持快速发展趋势。

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。2020年，光伏行业历经最后一个抢装潮，2021年，光伏行业全面进入平价上网时代，但在“双碳”目标背景下，光伏行业仍保持快速发展趋势。

2021年，全国太阳能发电新增并网装机5488万千瓦，其中集中式电站2560万千瓦，分布式电站2928万千瓦（占新增装机的比重首次超过50%）。新增装机主要布局于华北、华东和华中地区，分别占全国新增装机的39%、19%和15%。发电方面，2021年，全国太阳能发电量3270万千瓦时，同比提高25.2%；约占全年总发电量的3.9%，同比提高0.4个百分点；同期，太阳能发电利用小时保持较高水平（1281小时）。2021年，西北地区仍存在一定弃光问题，其中青海和西藏弃光率较为严重，分别为13.8%和19.8%；其他地区弃光率明显好转，新疆、内蒙古、甘肃和宁夏分别为1.7%、3.5%、1.5%和2.5%。全国全年弃光电量约68亿千瓦时，约占太阳能发电量的2.08%。

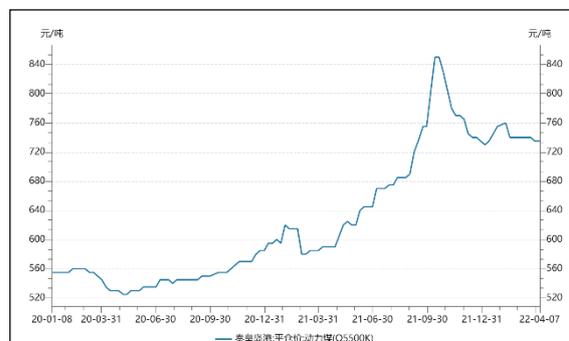
4. 电力行业关注及政策调整

近年来，煤炭价格受供需影响波动较大，2021年，煤炭价格大幅上涨致使煤电企业成本控制压力剧增。随着碳减排政策的陆续出台，电源结构将加速调整，火电调峰作用逐步突显。

（1）煤炭价格及供需波动

2020年下半年以来，在安全检查、大秦铁路检修、疫情防控导致的交通管制、进口煤限制等多重因素影响下，我国煤炭产量增速放缓，进口煤量同比下降。煤炭供不应求导致其价格快速大幅拉升，进而严重激化煤、电价格矛盾。对此，我国政府采取一系列措施，如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约情况、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力、将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过20%等，增强煤炭保供、加强成本传导。在多重政策引导下，2021年四季度，煤炭价格有所回落，但仍保持较高水平。2022年2月，国家发展改革委进一步印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确了动力煤中长期交易价格的合理区间²，并明令限制哄抬价格行为，预计2022年动力煤价格或将得以有效控制以缓和火电企业亏损问题。

图8 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

（2）限电问题有所改善

国家陆续出台《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》《解决弃水弃风弃光问题实施方案》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率提升，弃电问题得以缓解。2021年，全国全年弃

² 秦皇岛港下水煤（5500千卡）价格合理区间为每吨570~770元，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节价格合理区间分别为每吨370~570元、320~520元、260~460元，蒙东煤炭

（3500千卡）出矿环节价格合理区间为每吨200~300元

风电量约206亿千瓦时，弃光电量约68亿千瓦时，弃水电量约175亿千瓦时，分别约占风电、光伏和水电发电量的3.14%、2.08%和1.31%。

（3）碳减排政策

2020年9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，要力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。生态环境部也陆续发布碳排放交易相关文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。此外，2021年10月，国家发展改革委、国家能源局发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确要求新建机组类型及压降煤耗标准，不断推进煤电机组灵活性改造。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比有望持续提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

5. 电力行业展望

2022年，预期全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，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2021—2022年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2022年全国电力供需总体平衡，迎峰度夏、迎峰度冬期间部分区域电力供需偏紧。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，包括加强能源安全

检测预警、持续增加国内煤炭供应总量并形成煤矿应急生产能力、推进电煤中长协签订及履约监管、给予火电企业金融支持、发挥行政和市场两种调节手段以理顺电价形成机制来平抑电力产业链波动等方面，保障电力燃料供应，以便更充分发挥煤电兜底作用；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次加快研发和突破新型电力系统关键技术，确保大电网安全稳定运营和控制，以便有序推动大规模新能源建设；此外，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

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5.88亿股。李寅先生和赵晓红女士为公司实际控制人，合计持有公司股份比例为28.07%。

2. 企业规模及竞争力

公司在智能电气成套设备供应和供配电能效管理方面具备一定的综合竞争力。此外，公司可再生能源装机容量快速提升，在区域内形成一定的规模竞争力。

公司主营智能装备制造和可再生能源业务。

公司在智能装备制造领域积累了20余年的行业经验，拥有高电压、大功率电力电子技术等核心技术，为城市智能配电网和可再生能

源提供关键电气设备，已具备一定的综合竞争力。

在可再生能源电站投资建设及开发运营方面，公司通过多年来为可再生能源客户提供电气成套设备积累了大量优质的客户资源、供应链资源和风能、光伏项目资源。公司通过承建、直接投资风力、光伏电站建设项目等方式，由电力设备制造向可再生能源领域转型。截至2022年3月底，公司风电、光伏在网装机容量合计699.35MW。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91230100127600046K），截至2022年5月25日，公司已结清业务和未结清业务均无关注类和不良/违约类信息，公司信用状况良好。

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，公司管理制度连续，监事及高级管理人员有所变动，但对公司生产经营无重大影响。

跟踪期内，公司管理体制及管理制度未发生重大变化；监事及部分高级管理人员发生变动，但不会对公司生产经营产生重大影响。

表5 公司董事、监事及高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
李真	董事会秘书	聘任	2021/04/02	工作岗位调整
毕晓平	监事会主席	被选举	2021/04/02	职工代表投票表决
郭庆阳	副总裁	聘任	2021/08/26	董事会聘任
唐国昕	监事会主席	离任	2021/04/02	个人原因
李斌	董事会秘书	离任	2021/04/02	工作岗位调整

资料来源：公司2021年年度报告

八、重大事项

2021年，公司通过收购嘉兴一号基金股权

实现了对其的控制并将其纳入合并范围，使得公司装机规模显著扩大。同时，公司与国有大型电力企业合作，转让部分电站控股权，在获得收益的同时有利于减轻自身债务负担及提高资产流动性。

2018年，公司与国家电投集团产业基金管理有限公司、上海中电投融和新能源投资管理中心（有限合伙）出资设立股权投资基金融和电投一号（嘉兴）创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴一号基金”）。截至2020年底，公司持有嘉兴一号基金33.33%股权。2021年以来，公司陆续收购其他合伙人持有的嘉兴一号基金基金份额。截至2021年9月底，公司完成嘉兴一号基金26.67%基金份额的收购，对嘉兴一号基金的持股比例达到60%。上述交易对价合计1.64亿元。

嘉兴一号基金持有10家新能源电力企业，装机容量合计23.75万千瓦，公司于2021年10月将其纳入合并范围，使得公司装机规模大幅增加。

此后，公司将嘉兴一号基金所持有的5家新能源电力企业（装机容量合计15.95万千瓦）51%股权转让给华电新能源集团股份有限公司（以下简称“华电新能源”）全资子公司七台河丰润风力发电有限公司（以下简称“丰润风电”），交易对价28784.40万元。同时，上述项目剩余49%股权转让给公司全资子公司哈尔滨九洲能源投资有限责任公司（以下简称“九洲能源”），交易对价27655.60万元。截至2022年4月6日，各交易方已完成全部交易价款的结算及支付。此外，上述五家公司已向公司支付工程款及往来款21176.80万元。

同时，九洲能源与华电新能源合资设立两家项目公司，分别联合建设哈尔滨市呼兰区100MW风电项目和哈尔滨市巴彦县100MW风电项目。华电新能源分别持有两家合资公司51%股权，九洲能源分别持有两家合资公司49%股权。

此外，公司与国家电力投资集团有限公司全资子公司国家电投集团黑龙江绿拓新能源有

有限公司（以下简称“国电投绿拓”）成立合资公司黑龙江九洲综合智慧能源股份有限公司（以下简称“九洲智慧能源”），公司持股比例为49%，国电绿拓持股比例为51%。2021年11月，公司与国电绿拓签署《综合智慧能源项目合作协议》，将梅里斯生物质热电联产项目、泰来生物质热电联产项目等在手7个生物质项目（装机容量合计48万千瓦）股权分批次逐个转让给九洲智慧能源。2021年12月，公司将全资子公司齐齐哈尔九洲环境能源有限公司（以下简称“齐齐哈尔九洲环境”）51%让渡至国电绿拓；齐齐哈尔九洲环境为梅里斯80MW生物质热电联产项目所属公司。截至2021年12月30日，公司收到上述股权交易款9272.47万元。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司电力业务规模扩大，带动主营业务收入及毛利率的增长。

2021年，公司主营业务收入13.62亿元（占

营业总收入的96.60%），同比增长8.64%。其中，电气及相关设备收入同比增长20.85%至4.69亿元，主要系业务规模扩大带动收入增长所致；可再生能源工程收入同比减少2.77亿元，主要系BT项目建设规模同比减少所致；发电业务收入同比增加2.99亿元，主要系公司装机规模扩大，发售电量大幅增加所致；供热收入、电力工程及其他收入同比分别增长3.69%和6.66%，整体规模较小，对公司收入规模影响较小。

毛利率方面，2021年，公司主营业务毛利率为32.65%，同比上升4.65个百分点。其中，电气及相关设备业务毛利率同比下降6.19个百分点，主要系原材料价格上涨所致；可再生能源工程业务毛利率同比上升4.23个百分点，主要系BT建设项目施工成本下降所致；发电业务毛利率同比下降8.50个百分点，主要系毛利率较低的生物质热电联产项目投产所致；供热业务毛利率同比下降9.11个百分点至成本倒挂状态，主要系燃料成本上升所致。

表6 公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

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
电气及相关设备	2.76	36.26	23.06	3.88	30.98	22.75	4.69	33.29	16.56	0.84	26.39	19.03
可再生能源工程	2.19	28.78	28.12	5.77	46.04	24.12	3.00	21.30	28.35	0.35	51.06	17.27
发电收入	1.84	24.18	73.79	1.66	13.26	69.95	4.65	32.97	61.45	1.62	11.13	67.06
电力工程及其他	0.29	3.76	9.53	0.34	2.74	20.57	0.37	2.60	11.84	0.06	9.62	7.92
供热收入	0.53	7.02	5.27	0.88	6.99	0.11	0.91	6.44	-9.00	0.30	1.79	-25.70
合计	7.62	100.00	35.02	12.54	100.00	28.00	13.62	100.00	32.65	3.17	100.00	38.85

资料来源：公司提供，联合资信整理

2022年一季度，公司实现主营业务收入3.17亿元，同比下降12.94%。其中，BT项目规模减少导致可再生能源工程业务同比大幅下降72.27%；电力业务收入因发售电量增加而同比增长85.20%。公司主营业务综合毛利率较2021年上升6.20个百分点，主要系毛利率较低的生物质热电联产项目退出合并范围以及电气及相关设备毛利率上升所致。

2. 电气及相关设备制造业务

跟踪期内，受大宗商品价格变动影响，公司主要原材料采购价格上升明显；公司产能利用率仍保持在较低水平，但产销率保持在较高水平，产品销售价格同比上升明显。

2021年，公司该板块在主要产品、生产模式和质控模式等方面无重大变化。

(1) 成本及采购情况

跟踪期内，公司电力设备制造类业务生产成本中，直接材料成本占比仍保持在 85% 以上，原材料价格波动仍是影响产品生产成本的重要因素。公司该板块在原材料采购模式、采购内容和采购渠道等方面无重大变化。

表 7 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

主要原材料	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年一季度	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
铜产品	504.64	50807.01	730.95	52551.99	735.79	71918.28	183.44	73946.74
冷轧	1097.50	4760.50	789.31	4604.87	1538.22	6535.00	268.25	5790.14
其他钢材	2343.09	4986.02	8118.32	8573.39	7285.83	10543.59	1396.49	16453.85

注：公司原材料采购品种较为分散，未逐一列示，此表仅选取公司部分具有代表性的原材料
资料来源：公司提供

采购价格方面，公司作为市场价格波动的接受者，采购成本受市场价格影响明显。从采购均价来看，2021 年，公司铜产品、冷轧钢材及其他钢材产品采购价格上升明显，主要系受大宗商品价格变动影响所致。2022 年一季度，公司铜产品和其他钢材采购价格进一步上涨。

跟踪期内，公司结算方式未发生变化。

2021 年，公司前五大供应商采购集中度有所上升，由 2020 年的 12.93% 上升至 32.64%，采购集中度尚可。

表 8 电力设备制造业务前五大供应商情况

（单位：万元、%）

供应商名称	是否为关联企业	采购金额	占总采购额比重
山东中车同力钢构有限公司	否	4854.46	12.48
同江浩然电气有限公司	否	3381.97	8.69
沈阳富运商贸有限公司	否	1916.12	4.93
沈阳金明联贸易有限公司	否	1469.23	3.78
沈阳昆华铜材销售有限公司	否	1072.90	2.76
合计	--	12694.68	32.64

资料来源：公司提供

(2) 产销情况

公司电力设备制造类产品销售采用渠道销售与直销相结合的方式；部分销售结算期较长，对公司资金形成一定占用；由于产能设计规模很大，并且行业竞争激烈，公司设备产能利用率较低。

从采购量来看，2021 年，公司对铜产品和冷轧钢材采购数量增加，主要系生产、销售产品类型变动，以及产品产量增加使得对原材料的需求增加所致。此外，钢材采购数量变动也与公司承揽建设具体项目差异相关。

跟踪期内，公司电力设备制造类产品在销售模式、销售渠道、售后服务和结算方式等方面无重大变化。

2021 年，公司电力设备制造产能规模保持稳定，产量同比增长 23.44%，产能利用率同比上升 8.39 个百分点；产品产销率仍保持在较高水平；产品销售均价小幅提升。2022 年一季度，受春节假期影响，公司电力设备制造产能利用率有所下降；产品产销率大幅下降，主要系生产订单中存货未全部发出所致；销售价格变化不大。

表 9 公司电力设备制造类主要产品产销情况

（单位：台/年、台、%、元/台）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年一季度
产能	20800	20800	20800	5200
产量	7114	7444	9189	1554
销量	7134	7668	10146	770
产能利用率	34.20	35.79	44.18	29.89
产销率	100.28	103.01	110.42	49.54
销售均价	42297.87	52064.59	54919.94	54894.57

注：2022 年一季度产能为季度产能

资料来源：公司提供

2021 年，公司前五大客户销售金额占总销售额比重较上年大幅提升，但销售集中度仍较低；由于执行的订单情况不同导致前五大客户变动较大。

表 10 电力设备制造类前五大客户情况
(单位: 万元、%)

2020 年			
客户名称	是否为关联企业	销售金额	占总销售额比重
南京轨道交通系统工程有 限公司	否	0.33	3.67
中铁一局集团电务工程有 限公司	否	0.26	2.86
英大商务服务有限公司	否	0.16	1.83
上海天马再生能源有限公 司	否	0.14	1.6
山东泰开箱变有限公司	否	0.13	1.47
合计	--	1.03	11.42
2021 年			
客户名称	是否为关联企业	销售金额	占总销售额比重
上海经风海设备有限公司	否	9392.04	12.74
中机国能电力工程有限公 司	否	6857.98	9.3
河北丰宁抽水蓄能有限公 司	否	1372.17	1.86
上海康恒环境股份有限公 司	否	1314.82	1.78
哈尔滨轴承制造有限公司	否	1007.55	1.37
合计	--	19944.56	27.04

资料来源: 公司提供

3. 可再生能源业务

公司可再生能源业务有两种业务模式: 第一种业务模式是公司自主开发、投资和运营可再生能源电站项目; 第二种业务模式为受可再生能源电站项目客户委托, 为客户的电站提供电力设备产品和工程建设总承包服务, 包括为客户的电站进行融资 BT (融资-建设-移交) 总承包建设, 项目竣工验收后移交业主, 收回建设资金。

(1) 自有电站情况

跟踪期内, 公司自持电站项目规模大幅增长, 机组利用小时数保持在较高水平。

2021 年, 由于将嘉兴一号基金纳入合并范围以及新增投产 200MW 光伏项目, 公司期末总装机容量同比增加 437.50MW。2022 年一季度, 由于梅里斯分布式风电项目投产, 公司总装机容量小幅增长。

截至 2022 年 3 月底, 公司在网装机容量为 699.35MW。其中, 平价光伏项目为 200.00MW, 另有 229.85MW 装机已进入国家补贴名录。区域布局方面, 公司 570.75MW 新能源项目分布

在黑龙江地区, 其余项目分布在内蒙古、贵州、吉林和山东地区。

2021 年, 受下游用电需求及风光资源影响, 公司风电及光伏利用水平有所变动, 但仍处于行业较高水平; 由于新增项目规模较大, 导致风电及光伏项目平均上网电价所有变动。2022 年一季度, 公司风电平均上网电价有所下降。

表 11 公司电站持有情况

类型		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
风电	在网容量 (MW)	95.25	191.25	288.75	290.75
	发电量 (亿千瓦时)	2.67	2.57	8.08	2.33
	上网电量 (亿千瓦时)	2.60	2.51	7.88	2.01
	利用小时数 (小时)	2710	2610	2799	800.26
	平均上网电价 (元/千瓦时)	0.480	0.595	0.598	0.580
光伏	在网容量 (MW)	68.60	68.60	408.60	408.60
	发电量 (亿千瓦时)	1.14	1.12	6.10	1.80
	上网电量 (亿千瓦时)	1.12	1.10	5.50	1.71
	利用小时数 (小时)	1595	1575	1492	441.47
	平均上网电价 (元/千瓦时)	0.760	0.793	0.716	0.716
在网容量合计 (MW)		163.85	259.85	697.35	699.35

注: 2022 年一季度, 公司转让给丰润风电控股权的项目尚未退出合并范围

资料来源: 公司提供

(2) 项目建设情况

由于自身业务转型, 公司逐步削减 BT 项目规模; BT 业务回款情况较差, 并存在一定垫资建设情况。

近年来, 公司逐步削减 BT 业务规模, 将资金集中用于自持电站的建设上。2021 年, 公司新增项目 1 个, 当期 BT 业务回款金额为 5.71 亿元。截至 2022 年 3 月底, 公司在手订单 3 个, 全部为风电建设项目, 合同金额为 9.30 亿元, 累计回款 6.78 亿元。

由于 BT 业务开展过程中, 公司涉及与融资租赁公司合作, 通过电站资产及项目公司股权进行抵质押融资, 在电站满足并网条件的前提下, 融资租赁公司才进行放款, 从而公司完成垫资款项的回流, 因此 BT 业务存在一定账期, 公司 BT 业务回款质量不佳。此外, 一般电站项

目建设中，融资租赁占比约为 70%，公司仍有 30% 左右的垫资建设情况，在业主方未完成相关资产或股权回购前，会造成对公司 BT 业务的资金占用。截至 2022 年 3 月底，公司 BT 业务待回款金额达 2.90 亿元。

(3) 综合智慧能源

公司生物质热电联产项目待进入商业化运营后，有利于扩大公司的盈利能力。

公司布局综合智慧能源业务，以生物质热电联产为核心，将不同的可再生能源供应系统连接起来，实现电、热、冷、汽、储、肥等有机整合，平衡不同能源间的优势和不足，实现就地生产、就近消纳、多能协同、联产联供和互补集成，提升区域整体能源利用效率，降低用能成本，实现能源的系统优化。公司在黑龙江布局的生物质（秸秆）热电联产项目每 40MW 机组可为 160 万平方米以上城市及工业园区建筑面积供暖，并将向工业园区和农业大棚供应蒸汽，形成以秸秆等农林废弃物为原料的综合智慧能源系统。截至 2021 年底，公司已取得供暖面积约 219 万平米（仅为泰来区域）。

截至 2022 年 3 月底，公司泰来 2×40MW 生物质热电联产项目二号 40MW 机组成功并网发电，进入 72+24 小时试运行阶段。2022 年一季度，该项目发电量为 418.16 万千瓦时。

4. 经营效率³

2021 年，公司存货周转效率有所提升，但整体经营效率仍较弱。

2021 年，公司销售债权周转次数由 2020 年的 1.38 次下降至 0.99 次，主要系公司合并嘉兴一号基金导致应收账款大幅增长所致；存货周转次数由 2020 年的 2.26 次上升至 4.27 次；总资产周转次数由 2020 年的 0.21 次下降至 0.18 次，主要系嘉兴一号基金 2021 年 10 月纳入合并范围，没有确认全年收入，但年底资产总额大幅增加所致。

5. 未来发展

公司在建及储备项目均为生物质热电联产

项目，未来随着相关项目的建成投产，公司电力装机规模仍有较大增长空间，但相关项目拟投资规模大，公司面临较大的融资需求。

截至 2022 年 3 月底，公司在建项目为富裕县 80MW 农林生物质热电联产项目，项目总投资 6.11 亿元，已完成投资 2.11 亿元，计划于 2022 年完成投资。此外，公司已核准的农林生物质热电联产项目合计 240MW。

未来，公司将根据资源情况适当推进一批平价风电和光伏项目的前期开发，通过资本运作，并购等方式收购一批优质的可再生能源电站，提高公司可再生能源电站的持有规模及公司盈利能力。对已经中标的黑龙江省内的生物质热电联产项目，公司将加强已开工的项目建设管理，完成施工进度安排。对剩余项目，公司继续完善前期手续，根据进度实时调整工程安排。公司在黑龙江省及其他具备投资条件的地区继续开展项目拓展工作，储备一批生物质热电联产项目，并围绕项目，以供电、供热为基础，开展区域能源综合管理业务。此外，公司将积极参与碳市场交易，全面加强碳排放权资产的运营和管理。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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 2022 年一季度财务报表未经审计。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。

从合并范围变化来看，2021 年，公司合并范围新增 20 家子公司，减少 9 家子公司，年末合并范围共 59 家子公司。2022 年一季度，公司合并范围变化不大。跟踪期内，公司合并范围变动较大，包括合并嘉兴一号基金和出售梅里斯电站资产等，对公司财务数据可比性有一定影响。

³ 由于公司业务涉及两大板块，缺少同行业可比上市公司，故未

进行同行业经营效率比较

截至 2021 年底，公司合并资产总额 85.17 亿元，所有者权益合计 29.97 亿元（含少数股东权益 2.78 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 14.10 亿元，利润总额 2.11 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 91.33 亿元，所有者权益合计 30.42 亿元（含少数股东权益 2.81 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额 0.42 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中应收账款占比较高，且平均账龄较长，对运营资金占用明显；资产受限比例高，整体资产质量有待提升。

截至 2021 年底，公司资产总额较上年底增长 18.00%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 44.01%；非流动资产占比较上年底上升 8.09 个百分点。

表 12 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	21.97	44.34	31.76	44.01	30.59	35.92	35.76	39.15
货币资金	4.86	22.11	8.95	28.17	3.09	10.11	9.69	27.10
应收账款	8.44	38.42	9.57	30.12	18.07	59.06	16.91	47.30
其他应收款（合计）	1.24	5.66	1.86	5.84	1.96	6.40	1.16	3.25
其他流动资产	1.74	7.91	2.38	7.49	4.09	13.38	3.77	10.55
非流动资产	27.58	55.66	40.41	55.99	54.57	64.08	55.57	60.85
固定资产	13.96	50.61	20.20	49.98	29.46	53.98	29.03	52.25
在建工程	5.08	18.42	11.13	27.55	6.24	11.43	7.80	14.04
使用权资产	0.00	0.00	0.00	0.00	11.26	20.64	11.10	19.97
资产总额	49.55	100.00	72.18	100.00	85.17	100.00	91.33	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，其他科目占比为该科目占对应的流动资产或非流动资产的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底下降 3.68%。其中，公司货币资金较上年底大幅下降 65.41%，主要系公司支付较多资金用于购建新能源电站、生物质热电联产项目等所致；受限货币资金为 0.99 亿元，占 32.35%。公司应收账款账面价值较上年底增长 88.85%，主要系一方面公司合并嘉兴一号基金，合并范围增加从而增加应收款，另一方面为处置子公司齐齐哈尔九洲环境导致对其应收项目款项增加所致；从账龄看，1 年以内（含 1 年）的应收账款余额占比为 58.09%，1 至 2 年的占 16.75%，2 至 3 年的占 15.28%，3 年以上的占 9.87%，平均账龄相对较长，主要系可再生能源补贴及 BT 项目工程款回款周期较长所致；应收账款余额前五名合计占 74.26%，其中，应收电网公司款项占应收账款余额的 42.35%，占比较高，

但回款较有保障。公司其他应收款（合计）较上年底变化不大，构成主要为 BT 工程保证金（1.31 亿元）。公司其他流动资产较上年底增长 71.93%，主要系待抵扣进项税增加所致。公司存货 1.48 亿元，较上年底下降 49.06%，主要系上年底地铁项目存货调试销售完成所致。公司合同资产 0.70 亿元，较上年底下降 85.41%，主要系新能源项目完工结算，相应合同资产减少所致。

非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 35.03%，主要系固定资产和使用权资产增长所致。公司在建的梅里斯 2×40MW 生物质发电项目、泰来新风光项目 100MW 和泰来新清光伏项目 100MW 完工并网，由在建工程转入固定资产，受此影响，固定资产较上年底增长 45.83%，在建工程较上年底下降 43.98%。公司

按照最新会计准则列报使用权资产，同时，由于并购嘉兴一号基金而增加使用权资产6.37亿元。公司长期股权投资0.54亿元，较上年底下降74.85%，主要系嘉兴一号基金纳入合并范围所致。公司其他非流动资产0.60亿元，较上年底下降52.21%，主要系预付工程设备款较上年底减少所致。

截至2022年3月底，公司资产总额较上年底增长7.24%，主要系货币资金和在建工程增长所致。货币资金较上年底增加6.60亿元，主要系收回BT工程应收款项及收到用于置换融资租赁借款的银行贷款所致。公司其他应收款（合计）较上年底下降40.76%，主要系收回BT工程保证金所致。公司存货2.27亿元，较上年底增长53.66%，主要系制造业生产成本及库存商品增加、生物质发电原材料（秸秆）增加所致。公司应收账款中应收新能源补贴款为9.65亿元，占应收账款的57.07%。

截至2022年3月底，公司资产受限比例为55.84%，为净资产的1.68倍，受限比例高。

表13 截至2022年3月底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

受限资产	账面价值	资产受限原因
货币资金	0.59	保函保证金、票据保证金及涉诉冻结资金
应收票据	0.30	用于应付票据质押
应收账款	0.84	用于短期借款、长期借款、保理业务质押
应收账款	10.21	用于融资租赁业务质押
投资性房地产	0.62	用于短期借款、应付票据抵押
固定资产	2.28	用于短期借款、长期借款、应付票据抵押
固定资产	18.21	融资租入固定资产
使用权资产	9.75	融资租入固定资产

表14 公司负债构成情况(单位: 亿元、%)

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	10.10	34.85	17.77	36.85	13.35	24.18	16.71	27.43
短期借款	0.98	9.74	1.67	9.38	2.09	15.63	4.96	29.70
应付票据	0.87	8.66	3.15	17.70	1.13	8.48	1.17	7.00
应付账款	5.90	58.46	7.65	43.03	5.42	40.60	5.15	30.82
一年内到期的非流动负债	0.98	9.72	3.04	17.08	3.41	25.55	3.57	21.37
非流动负债	18.88	65.15	30.46	63.15	41.85	75.82	44.20	72.57

在建工程	7.70	用于长期借款、融资租赁抵押
无形资产	0.50	用于短期借款、应付票据、融资租赁抵押
合计	51.00	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模大幅增长，未来随着“九洲转2”继续转股，权益规模有望进一步扩大。

截至2021年底，公司所有者权益29.97亿元，较上年底大幅增长25.17%，主要系股本、未分配利润及少数股东权益增加所致。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占19.61%、34.89%、30.71%和9.28%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2021年底，公司股本5.88亿元，较上年底增长54.48%，主要系资本公积转增股本1.52亿元，“九洲转2”转股增加股本0.55亿元所致。少数股东权益2.78亿元，较上年底增加2.37亿元，主要系嘉兴一号基金纳入合并范围所致。

截至2022年3月底，公司所有者权益合计30.42亿元，规模及构成较2021年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，由于嘉兴一号基金纳入合并范围，公司负债规模明显扩大，有息债务规模大幅增加，债务负担有所加重。伴随相关项目逐步转让，公司未来债务负担或将有所减轻。

截至2021年底，公司负债总额较上年底大幅增长14.44%。其中，非流动负债占比较上年底上升12.67个百分点。

长期借款	4.31	22.81	4.71	15.46	5.65	13.51	9.04	20.45
应付债券	2.24	11.85	4.36	14.30	2.36	5.63	2.40	5.43
长期应付款	11.67	61.82	20.72	68.02	22.13	52.87	21.35	48.30
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	10.78	25.76	10.51	23.78
负债总额	28.97	100.00	48.23	100.00	55.19	100.00	60.91	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，其他科目占比为该科目占对应的流动负债或非流动负债的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

流动负债

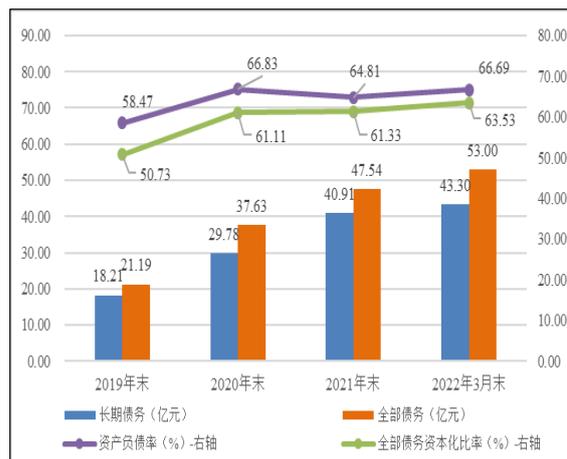
截至2021年底，公司流动负债较上年底大幅下降24.90%，主要系应付票据和应付账款减少所致。公司短期借款较上年底增长25.10%，构成主要为保证、抵押及质押借款。公司应付票据较上年底下降64.02%，主要系上期开立的购置长期资产的承兑汇票本期兑付所致。公司应付账款较上年底下降29.13%，主要系应付设备及工程款减少所致。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长12.35%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

非流动负债

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长37.39%，主要系租赁负债增加所致。公司长期借款较上年底增长20.05%，长期应付款较上年底增长6.79%，均系嘉兴一号基金纳入合并范围所致。公司应付债券较上年底下降45.88%，主要系“九洲转债”赎回以及部分“九洲转2”转股所致。公司根据最新会计准则列报租赁负债，同时，合并嘉兴一号基金导致租赁负债增加。

截至2021年底，公司全部债务47.54亿元，较上年底增长26.33%；债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为64.81%和61.33%，较上年底分别下降2.02个百分点和提高0.22个百分点。公司整体债务负担重，未来伴随相关项目逐步转让，公司债务负担或将有所减轻。

图9 公司有息债务及债务指标情况



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60.91亿元，较上年底增长10.36%，主要系短期借款及长期借款增长所致。公司全部债务53.00亿元，较上年底增长11.48%。从债务指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为66.69%和63.53%，较上年底分别提高1.88个百分点和2.20个百分点。

债务期限分布方面，如下表所示，有息债务2022年到期规模较大，但考虑到伴随股权转让的子公司不再纳入合并范围，其对应的有息债务也随之出表，公司集中兑付压力或将减轻。

表15 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
短期借款	4.29	0.67	--	--	--	4.96
应付票据	1.17	--	--	--	--	1.17
一年内到期的非流动负债	3.57	--	--	--	--	3.57
长期借款	--	1.80	--	--	7.24	9.04

长期应付款	--	--	--	--	21.35	21.35
租赁负债	3.12	0.43	0.72	0.76	5.48	10.51
合计	12.15	2.90	0.72	0.76	34.07	50.60

注：公司存续债券全部为可转债，故未统计期限结构；数据尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入规模保持增长；财务费用增长较快对公司利润的侵蚀很大；投资收益及其他收益对利润形成补充。

2021年，公司实现营业总收入14.10亿元，同比增长10.17%，主要系发电收入增长所致；营业成本同比增长2.00%至9.34亿元。

2021年，公司费用总额同比显著增长62.82%。其中，销售费用和研发费用同比变化不大；管理费用同比增长34.87%，主要系折旧摊销及管理人员薪酬增加所致；财务费用同比增加1.14亿元，主要系新能源电站投入使用而相应利息费用化，以及合并嘉兴一号基金相应的财务费用增加所致。期间费用率同比上升8.45个百分点，财务费用很大程度侵蚀公司利润。

表16 费用构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
费用总额	2.27	2.26	3.68	0.99
其中：销售费用	0.46	0.34	0.36	0.07
管理费用	0.61	0.71	0.96	0.26
研发费用	0.43	0.44	0.45	0.06
财务费用	0.77	0.77	1.91	0.60
期间费用率	28.69	17.66	26.11	30.89

资料来源：公司财务报告

非经常损益对公司营业利润影响较大，详见下表。信用减值损失同比减少，主要系合并嘉兴一号基金，原来计提的相关应收账款坏账准备冲回所致。资产减值损失减少主要系合同资产减少，相应减值准备转回所致。投资收益增加主要系一方面，购买嘉兴一号股权，相应原持有的股权公允价值增加；另一方面本期处置齐齐哈尔九洲环境股权，增加处置收益所致。

表17 公司非经常损益情况（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年
资产减值损失（损失以负号表示）	-1285.59	-1426.51	31.82
信用减值损失（损失以负号表示）	-2821.31	-6968.71	4266.62
其他收益	2416.95	2454.62	2042.00
投资收益	1948.24	2263.93	6030.06
营业利润	4634.10	8809.66	21709.91

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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32.73%、4.90%和6.24%，同比分别提高5.29个百分点、2.39个百分点和3.02个百分点。

2022年1-3月，公司实现营业总收入3.19亿元，同比下降13.25%，主要系可再生能源工程业务收入下降所致；利润总额0.42亿元，同比变化不大；营业利润率37.86%，同比提升7.95个百分点，主要系毛利率水平较高的电力业务收入同比增加所致。

5. 现金流分析

2021年，公司经营获现规模同比大幅增加，但由于投资支出规模大，筹资活动前现金净流出规模进一步扩大。2022年一季度，公司融资获现规模大幅增加。

2021年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加3.92亿元，主要系电力业务规模扩大，售电回款增加所致。受此影响，公司现金收入比大幅提升。

2021年，公司投资活动产生的现金流量净额同比减少4.99亿元，主要系本期购建固定资产投资、取得子公司支付的现金净额增加所致。

2021年，公司筹资活动产生的现金流量净额同比减少4.57亿元，主要系本期偿还债务支付的现金增加所致。

表18 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	6.37	9.90	13.71	5.07
经营活动现金流出小计	5.81	10.66	11.17	2.74
经营活动现金流量净额	0.56	-0.76	2.53	2.33

投资活动现金流入小计	1.06	0.76	1.36	1.07
投资活动现金流出小计	3.63	4.94	10.53	1.76
投资活动现金流量净额	-2.58	-4.18	-9.17	-0.70
筹资活动前现金流量净额	-2.01	-4.94	-6.64	1.63
筹资活动现金流入小计	11.16	11.28	11.66	6.93
筹资活动现金流出小计	6.89	4.35	9.30	1.79
筹资活动现金流量净额	4.27	6.93	2.36	5.14
现金收入比	76.49	71.81	89.44	121.75

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额同比增加2.12亿元，主要系BT项目回款金额较大所致；经营活动产生的现金流量净额同比增加2.64亿元，主要系购建固定资产投资同比大幅减少所致；筹资活动产生的现金流量净额同比增加4.68亿元，主要系融资获现规模大幅增加所致。

6. 偿债能力指标

2021年，由于公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力指标强，但长期偿债能力指标一般。

截至2021年底，由于流动负债同比减少以及经营获现规模增加，公司流动比率、速动比率及经营现金流流动负债比大幅提升；由于现金类资产大幅减少导致现金短期债务比有所下降，但指标表现仍较好。整体看，公司短期偿债能力强。

表19 公司偿债指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	217.62	178.70	229.19
速动比率（%）	166.10	162.39	218.13
经营现金流流动负债比（%）	5.56	-4.30	18.99
现金短期债务比（倍）	1.70	1.26	0.59
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	2.35	2.75	6.09
全部债务/EBITDA（倍）	9.00	13.66	7.81
EBITDA/利息支出（倍）	2.49	1.63	2.37

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年，公司EBITDA为6.09亿元，同比增长121.12%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占30.47%）、计入财务费用的利息支出（占31.71%）和利润总额（占34.66%）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一般。

截至2022年3月底，公司对外担保余额为4.42亿元，占公司权益规模的14.53%，主要为关联企业齐齐哈尔九洲能源提供的担保，未来相关担保将由丰润风电控股股东或实际控制人承接。总体看，对外担保风险较小。

截至2022年3月底，公司不存在重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司在金融机构的授信额度总额为25.89亿元，其中未使用额度为2.93亿元，公司间接融资渠道有待拓展。作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

2021年，受益于负债的下降以及权益的上涨，母公司资债务负担有所下降；母公司资产总额小幅下降。

截至2021年底，母公司资产总额36.49亿元，较上年底下降3.72%。其中，流动资产16.63亿元（占45.59%），非流动资产19.85亿元（占54.41%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占50.02%）、其他应收款（占28.65%）和存货（占11.64%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占93.99%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为0.68亿元。

截至2021年底，母公司负债总额13.47亿元，较上年底下降20.28%，主要系应付债券和应付账款减少所致。其中，流动负债8.60亿元（占63.90%），非流动负债4.86亿元（占36.10%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占7.09%）、应付账款（占35.14%）、其他应付款（合计）（占25.95%）和合同负债（占22.77%）构成；非流动负债主要由长期借款（占37.07%）、应付债券（占48.49%）、长期应付款（合计）（占7.40%）和递延收益（占7.03%）构成。截至2021年底，

母公司资产负债率为36.91%，较上年底下降7.67个百分点。

截至2021年底，母公司所有者权益为23.02亿元，较上年底增长9.60%。所有者权益主要由实收资本5.88亿元（占25.53%）、资本公积10.46亿元（占45.43%）、未分配利润5.03亿元（占21.86%）和盈余公积0.85亿元（占3.69%）构成。

2021年，母公司营业总收入为6.08亿元，投资收益为0.59亿元，利润总额为0.17亿元。

2021年，母公司经营活动现金流净额为-1.72亿元，投资活动现金流净额-1.51亿元，筹资活动现金流净额-0.59亿元。

十一、 本次跟踪债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“九洲转 2”的保障程度高，考虑到可转债未来的转股因素，公司对“九洲转 2”的偿还能力很强。

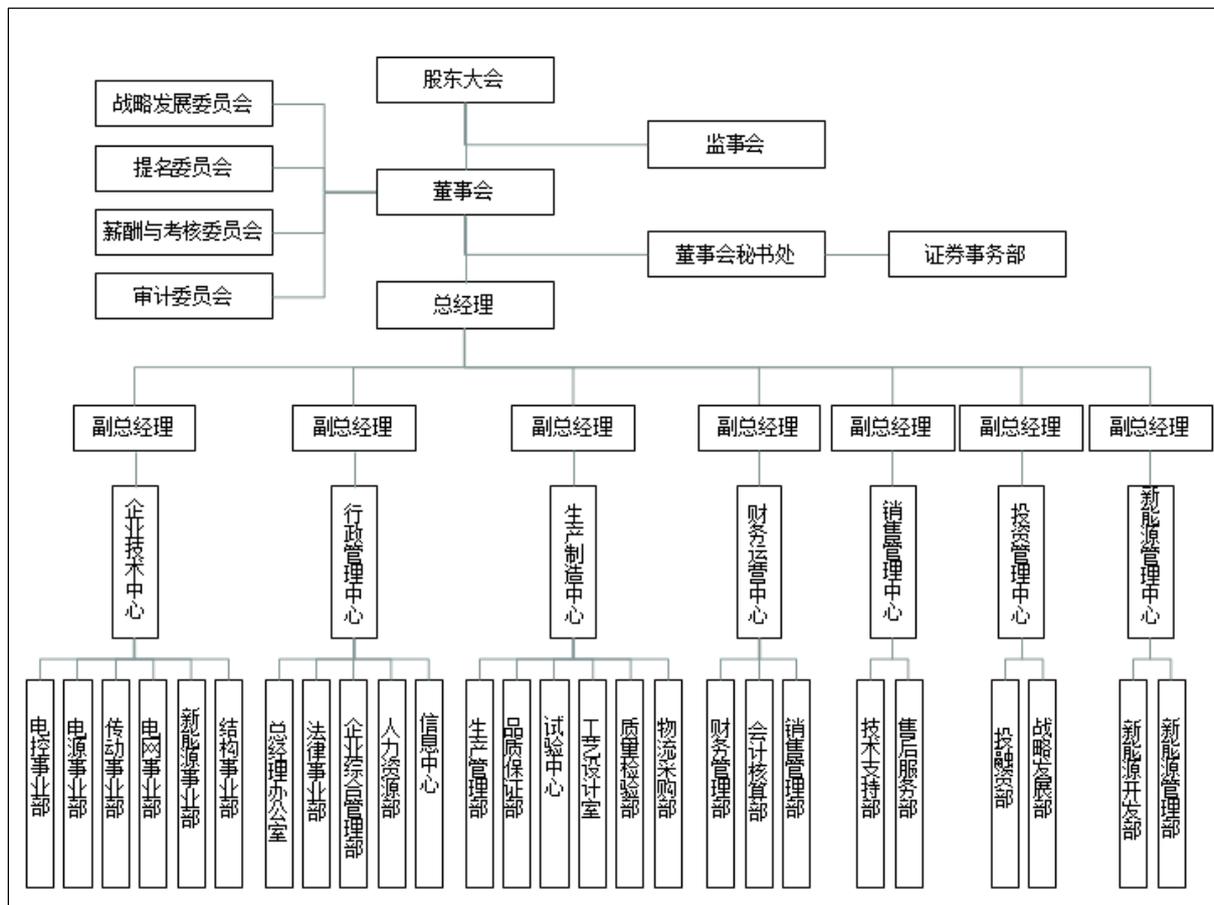
截至2022年3月底，公司现金类资产为可转债余额（3.06亿元）的3.42倍。2021年，公司经营产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为可转债余额的4.48倍、0.83倍和1.99倍。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对“九洲转2”的保障程度高，同时，考虑到相关债券为可转换债券，随着未来转股事项的实施，公司偿付债券的能力将有所增强。

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主体长期信用等级为AA⁻，维持“九洲转2”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司合并范围主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例
哈尔滨九洲电气技术有限责任公司	哈尔滨	制造业	23500.00	100.00%
哈尔滨九洲能源投资有限责任公司	哈尔滨	商务服务业	20000.00	100.00%
九洲环境能源科技集团有限公司	北京	软件服务业	50000.00	100.00%
沈阳昊诚电气有限公司	沈阳	制造业	11000.00	100.00%
莫力达瓦达斡尔族自治县九洲纳热光伏扶贫 有限责任公司	内蒙古	电力业	7840.00	65.00%
七台河万龙风力发电有限公司	七台河市	电力业	14300.00	100.00%
七台河佳兴风力发电有限公司	七台河市	电力业	7286.63	100.00%
大庆世纪锐能风力发电投资有限公司	哈尔滨	电力业	10300.00	100.00%
大庆时代汇能风力发电投资有限公司	哈尔滨	电力业	11700.00	100.00%
泰来九洲立新光伏发电有限责任公司	齐齐哈尔	电力业	16600.00	100.00%
泰来九洲兴泰生物质热电有限责任公司	齐齐哈尔	电力业	7030.00	100.00%
泰来九洲新风光伏发电有限责任公司	齐齐哈尔	电力业	7600.00	100.00%
泰来九洲新清光伏发电有限责任公司	齐齐哈尔	电力业	9000.00	100.00%
融和电投一号（嘉兴）创业投资合伙企业 （有限合伙）	嘉兴	商务服务业	57500.00	60.00%
贵州关岭国风新能源有限公司	关岭	电力业	12575.50	100.00%
泰来宏浩风力发电有限公司*	齐齐哈尔	电力业	11701.20	49.00%
讷河齐能光伏电力开发有限公司*	齐齐哈尔	电力业	5052.00	49.00%
安达市亿晶新能源发电有限公司*	安达	电力业	9515.00	49.00%
安达市晟晖新能源科技有限公司*	安达	电力业	6450.80	49.00%

注：上表仅列示注册资本在 5000 万元以上的子公司情况；“*”表示公司尚未丧失控制权，相关公司仍在公司合并范围内
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)	5.06	9.89	3.93	10.47
资产总额 (亿元)	49.55	72.18	85.17	91.33
所有者权益 (亿元)	20.58	23.94	29.97	30.42
短期债务 (亿元)	2.97	7.85	6.63	9.70
长期债务 (亿元)	18.21	29.78	40.91	43.30
全部债务 (亿元)	21.19	37.63	47.54	53.00
营业总收入 (亿元)	7.91	12.80	14.10	3.19
利润总额 (亿元)	0.47	0.86	2.11	0.42
EBITDA (亿元)	2.35	2.75	6.09	--
经营性净现金流 (亿元)	0.56	-0.76	2.53	2.33
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.89	1.38	0.99	--
存货周转次数 (次)	1.35	2.26	4.27	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.21	0.18	--
现金收入比 (%)	76.49	71.81	89.44	121.75
营业利润率 (%)	34.22	27.45	32.73	37.86
总资本收益率 (%)	3.20	2.52	4.90	--
净资产收益率 (%)	2.70	3.22	6.24	--
长期债务资本化比率 (%)	46.95	55.43	57.72	58.73
全部债务资本化比率 (%)	50.73	61.11	61.33	63.53
资产负债率 (%)	58.47	66.83	64.81	66.69
流动比率 (%)	217.62	178.70	229.19	213.99
速动比率 (%)	166.10	162.39	218.13	200.41
经营现金流动负债比 (%)	5.56	-4.30	18.99	--
现金短期债务比 (倍)	1.70	1.26	0.59	1.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.49	1.63	2.37	--
全部债务/EBITDA (倍)	9.00	13.66	7.81	--

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计；将其他应付款和长期应付款中的有息债务分别计入短期债务及长期债务核算；部分指标未年化
 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)	2.16	4.71	0.68	3.43
资产总额 (亿元)	31.00	37.89	36.49	34.75
所有者权益 (亿元)	18.36	21.00	23.02	23.63
短期债务 (亿元)	1.46	3.27	1.01	0.80
长期债务 (亿元)	4.04	4.36	4.16	4.20
全部债务 (亿元)	5.50	7.62	5.17	5.00
营业总收入 (亿元)	4.14	6.22	6.08	0.47
利润总额 (亿元)	1.09	-0.01	0.17	0.72
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.41	-3.02	-1.72	2.81
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.77	1.28	0.91	--
存货周转次数 (次)	1.46	1.92	2.36	--
总资产周转次数 (次)	0.15	0.18	0.16	--
现金收入比 (%)	152.91	72.72	83.01	928.98
营业利润率 (%)	25.58	16.24	21.82	11.98
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	5.86	0.08	0.77	--
长期债务资本化比率 (%)	18.03	17.18	15.30	15.10
全部债务资本化比率 (%)	23.06	26.63	18.34	17.47
资产负债率 (%)	40.76	44.57	36.91	32.01
流动比率 (%)	166.80	169.84	193.33	228.08
速动比率 (%)	125.79	152.06	170.82	221.06
经营现金流动负债比 (%)	5.00	-25.99	-19.99	--
现金短期债务比 (倍)	1.48	1.44	0.67	4.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计；“/”为计算指标使用的数据无法获取；部分指标未年化
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