





内部编号: 2024050105

西子清洁能源装备制造股份有限公司

西子转债

# 定期跟踪评级报告

分析师: 高珊  gs@shxsj.com  
李逸然  liyiran@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100028】

评级对象：西子清洁能源装备制造股份有限公司及其发行的西子转债

西子转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2024年5月29日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023年5月30日

首次评级：AA/稳定/AA/2021年7月19日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 余热锅炉领域具有竞争优势。西子洁能在余热锅炉领域具有一定的市场竞争优势，公司作为余热利用设备标委会成员单位，主持、参与多项国家标准和行业标准的编制和修订。
- 货币资金较充裕。西子洁能现金类资产较充裕，可对其短期刚性债务偿付提供较好保障。

#### 主要风险：

- 新签订单下滑及新增产能释放风险。2023年至2024年第一季度，西子洁能新签合同及在手合同同比下降，2024年底募投项目计划投产，关注后续公司订单签订及产能释放风险。
- 盈利能力下降。受订单价格下降影响，2023年西子洁能主业毛利率水平继续承压，同年计提较大规模减值损失，净利润降幅明显。公司业务合同一般为闭口合同，订单生产周期较长，关注后续钢材价格变动对公司经营业绩影响。
- 应收类款项回款风险。西子洁能形成了较大规模的应收账款、合同资产和存货，2023年应收账款周转率持续下降，营运资金占用同时存在一定减值风险。
- 债券转股进度慢及回售风险。西子转债转股期自2022年6月30日起至2027年12月23日止，截至2024年3月末累计转股比例不足0.01%。同时西子转债设置了回售条件，公司可能面临债券存续期缩短风险。

### 跟踪评级结论

通过对西子洁能主要信用风险要素及影响西子转债偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AA，评级展望稳定，并维持上述债券AA信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计西子洁能信用质量在未来12个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调：

- ① 主要产品市场需求下降并导致公司收入、利润水平显著下降；
- ② 公司重要客户的支付能力显著恶化并给公司造成大额信用减值损失。

### 发行人主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金 (亿元)	23.29	9.42	10.87	8.88
刚性债务 (亿元)	22.15	28.82	29.28	26.26
所有者权益 (亿元)	35.18	34.01	34.18	35.91
经营性现金净流入量 (亿元)	4.02	-5.87	0.29	-2.79
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产 (亿元)	139.41	159.53	159.53	157.49
总负债 (亿元)	99.27	118.35	116.01	111.84
刚性债务 (亿元)	29.03	38.98	42.62	39.69
所有者权益 (亿元)	40.14	41.19	43.52	45.65
营业收入 (亿元)	65.78	73.44	80.79	11.52
净利润 (亿元)	4.70	2.62	1.16	2.68
经营性现金净流入量 (亿元)	8.24	-1.08	3.08	-3.63
EBITDA (亿元)	6.71	5.12	4.42	—
资产负债率[%]	71.21	74.18	72.72	71.01
权益资本与刚性债务比率[%]	138.28	105.67	102.11	115.02
流动比率[%]	128.10	116.91	115.45	118.86
现金比率[%]	59.56	45.89	46.89	44.84
利息保障倍数[倍]	13.65	3.60	2.21	—
净资产收益率[%]	12.15	6.45	2.73	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.14	-1.27	3.31	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.88	-7.23	-0.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	16.94	5.36	4.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.15	0.11	—

注：根据西子洁能经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

**适用评级方法与模型：** 工商企业评级方法与模型（电气设备行业）FM-GS014（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
④其他因素	/		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA	

调整因素：-

支持因素：-

### 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（电气设备行业）FM-GS014（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26744&amp;mid=6&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26744&amp;mid=6&amp;listype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023年电气设备制造业信用回顾与2024年展望》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29956&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29956&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023年钢铁行业信用回顾与2024年展望》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29897&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29897&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照西子清洁能源装备制造股份有限公司（简称“西子洁能”、“该公司”、“公司”或“发行人”）西子转债<sup>1</sup>信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西子洁能提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对西子洁能的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2021 年 12 月 24 日，该公司在深圳证券交易所公开发行 11,100,000 张可转换公司债券，发行总额为 11.10 亿元。西子转债转股期为 2022 年 6 月 30 日至 2027 年 12 月 23 日，截至 2024 年 3 月 29 日剩余可转债数量为 11,099,115 张，未转换比例为 99.99%；2024 年 5 月 23 日起转股价格调整为 18.60 元/股。公司存续债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2024 年 3 月末公司存续债务融资工具概况

债项简称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限 (年)	当期票面利率 (%)	起息日期	到期日期	本息兑付情况
西子转债	11.10	11.10	6.00	1.00	2021.12.24	2027.12.24	按时付息
<b>合计</b>	<b>11.10</b>	<b>11.10</b>	-	-	-	-	-

资料来源：Wind

西子转债募集资金总额 11.10 亿元，扣除发行费用后实际募集净额为 10.96 亿元，其中 10.16 亿元用于德清新能源科技制造产业基地（年产 580 台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉项目，简称“募投项目”），0.80 亿元用于补充流动资金。截至 2023 年末，公司累计使用募集资金 4.01 亿元，尚未使用募集资金余额为 6.96 亿元。

募投项目由子公司浙江西子新能源有限公司（简称“西子新能源”）负责实施，项目总投资 10.32 亿元，其中建设和设备投资 10.06 亿元，铺底流动资金 0.26 亿元；计划建设期 2.5 年，投产期 2.5 年。项目计划生产设备包括太阳能光热/储能系统设备、核级设备、国外 OEM、化工容器、余热锅炉及部件、烟气处理部件，拟定产能 3.45 万吨/年<sup>2</sup>。项目建设地点位于湖州德清县莫干山高新区秋北区块，用地 10.93 万平方米，由西子新能源以招拍挂方式取得。截至 2023 年末，募投项目累计完成投资 3.21 亿元，土建工程于 2024 年 4 月基本完工，设备预计于 2024 年四季度完成安装调试。

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2021 年该公司由于设立和债务重组新增 17 家子公司。2022 年，公司通过设立、购买和同一控制下企业合并分别新增子公司 9 家、3 家和 1 家，注销减少 1 家子公司；公司以 1.02 亿元对价取得无锡市东方环境工程设计研究有限公司（简称“无锡东方环境”）83.40%股权，以 1.53 亿元对价取得兰捷能源科技（上海）有限公司（简称“兰捷能源”）51.00%股权。2023 年公司新设子公司 5 家，并通过股权转让和注销分别减少子公司 1 家和 2 家。截至 2023 年末公司将 22 家子公司纳入合并报表范围。公司最近三年财务数据具有可比性。

<sup>1</sup> 2022 年 1 月 28 日，杭州锅炉集团股份有限公司更名为西子清洁能源装备制造股份有限公司。自 2022 年 2 月 16 日起，2021 年杭州锅炉集团股份有限公司公开发行可转换公司债券简称由“杭锅转债”变更为“西子转债”。

<sup>2</sup> 经项目可行性研究报告测算，该项目总投资收益率为 12.08%，财务内部收益率（税后）10.09%，投资回收期为 9.33 年。

## 2. 业务

该公司主营锅炉产品和环保设备的生产销售，在余热锅炉细分领域保持较强市场竞争力。2023 年公司两处生产基地建成投产，但总产能有所下降，新签订单和在手订单同比降幅明显；募投项目计划于 2024 年底投产，关注产能释放情况。2023 年，公司营业收入保持增长，但盈利水平下降，应收账款周转率下降，当期计提资产减值损失和信用减值损失共计 3.42 亿元，净利润同比降幅较大。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增长有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

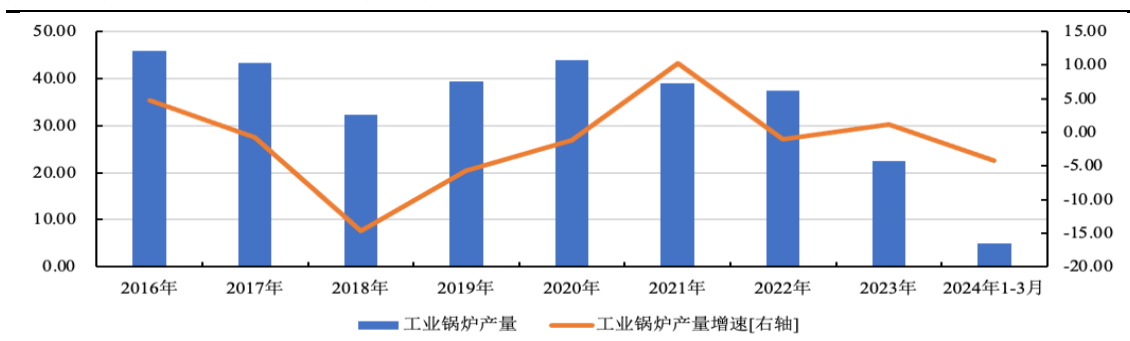
详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

#### 行业因素

锅炉行业的发展主要受下游电力、钢铁、有色金属、焦化、建材、化工等行业的需求影响。伴随我国高耗能行业固定资产投资趋缓，2021 年以来工业锅炉产量增速总体呈现波动下降趋势。根据国家统计局数据显示，2021-2023 年我国工业锅炉产量分别为 38.91 万蒸吨、37.44 万蒸吨和 22.55 万蒸吨。

余热锅炉是锅炉行业中的细分行业，占锅炉市场总容量的份额较小。目前国内余热资源利用率较低，随着节能环保要求的提高，碳中和政策的推进，未来余热资源利用率和气电装机容量都将进一步提升。作为余热资源回收主要设备及气电项目中关键装置，余热锅炉消费需求也将随之扩大。

图表 2. 我国工业锅炉产品产量情况（单位：万蒸吨、%）



资料来源：Wind

钢材是余热锅炉制造过程中的主要原材料，其中又以热轧板、小口径钢管和型材为主，其价格波动会对企业的经营业绩形成较大影响。自 2020 年下半年起，随着各行业顺利复工复产，钢材需求迅速增加，钢材产量及价格均上升。2021 年上半年，铁矿石价格持续走高，钢材价格随之上涨；7 月起国内限产政策落地，铁矿石供需逆转致价格大幅下降，钢材价格逐步回落。在下游需求提振及原料价格支撑双重作用下，2021 年钢价整体维持高位。2022 年受下游房地产行业需求弱化等因素影响，钢材价格明显回落。2023 年钢材价格在宏观经济景气度下行压力增大的背景下继续下滑，全年低位震荡。

图表 3. 热轧卷板钢材价格指数走势情况



资料来源：Wind

详见：《2023 年钢铁行业信用回顾与 2024 年展望》。

我国锅炉行业市场化竞争充分，国内已有超过 20 家企业具有成套制造电站锅炉的资质和规模化生产能力，形成以哈尔滨锅炉厂、东方锅炉、上海电气为代表的占据了国内电站锅炉主要市场的第一梯队大型企业，大中型锅炉制造企业以及众多小锅炉企业的竞争格局。随着锅炉市场竞争日趋激烈，行业内的优胜劣汰将成为一种趋势。

锅炉行业风险主要来自：（1）市场竞争激烈；（2）以钢材为主的原材料价格波动及供应风险；（3）产品质量管控压力；（4）受节能环保政策影响较大。

## （2）业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业收入	65.78	73.44	80.79	11.52
其中：余热锅炉	26.39	22.79	33.43	4.37
在营业收入中占比	40.13	31.03	41.38	37.97
清洁环保能源装备	10.09	7.86	7.71	0.92
在营业收入中占比	15.34	10.71	9.54	7.99
解决方案	21.07	33.06	31.21	4.26
在营业收入中占比	32.03	45.02	38.63	37.03
备件及服务	7.08	8.25	6.76	1.43
在营业收入中占比	10.76	11.23	8.36	12.40
毛利率	21.30	15.53	16.46	19.59
其中：余热锅炉	20.75	14.72	15.24	--
清洁环保能源装备	18.90	13.22	19.72	--
解决方案	19.39	13.52	13.89	--
备件及服务	25.18	18.59	22.29	--

资料来源：西子洁能

该公司主要从事锅炉、压力容器、环保设备等产品的咨询、研发、生产、销售、安装及工程总承包业务，为客户提供节能环保设备和能源利用整体解决方案。余热锅炉主要包括燃机余热锅炉、干熄焦余热锅炉、烧结机余热锅炉、水泥窑余热锅炉、电站锅炉及电站辅机等产品，用于钢铁厂、水泥厂等传统制造行业。清洁环保能源装备包括垃圾焚烧锅炉、生物质锅炉、废水废气废物（包括污泥）锅炉、熔盐吸热器、熔盐换热器、熔盐储罐及核电设备等，主要用于垃圾废物处理厂、石化厂、核电站和光热项目等新能源领域。在向客户提供锅炉产品的基础上，公司解决方案业务向下延伸提供技术、安装、调试和运维等附加服务。解决方案业务包括但不限于以导热油换热器，石化化工换热器、海水淡化装置、气化炉（容器、热交换器）等其他换热器及压力容器为核心设备的 EP/EPC/PC 等项目。

2023 年，该公司实现营业收入 80.79 亿元，同比增长 10.01%，收入增速略有下降；毛利率为 16.46%，较上年变化不大。尽管 2023 年原材料价格波动对业务盈利影响较小，但行业竞争加剧订单利润下降叠加安装施工等服务业务毛利率水平低等因素将持续影响公司毛利率水平。具体来看：（1）2023 年余热锅炉中的大型燃机锅炉收入



增幅显著，拉动余热锅炉业务收入同比增长 46.69%至 33.43 亿元；（2）受业务量占比较大的垃圾焚烧炉市场萎缩影响，清洁能源装备业务收入由 2021 年的 10.09 亿元降至 7.71 亿元；但通过控制采购成本和优化生产流程，业务毛利率水平有所增长。

2024 年第一季度，该公司营业收入为 11.52 亿元，同比下降 25.79%，主要系部分订单交付延后，交付产品量同比下降所致。同期，公司毛利率为 19.59%，较上年同期增加 3.22 个百分点。

### ① 经营状况

2023 年，浙江杭锅能源装备有限公司节能环保装备制造产业基地项目（主要生产余热锅炉、电站锅炉、生物质锅炉和垃圾焚烧锅炉，预计年产能 2.50 万吨，简称“杭锅能源基地”）和诸暨年产清洁能源装备 300 台套、锅炉辅机 200 台套项目（简称“诸暨基地”）投产。同年，芜湖基地关闭并将其产能转移至诸暨基地；杭州杭锅工业锅炉有限公司下属安吉生产基地被政策性收购并完成搬迁腾退。

截至 2023 年末，该公司生产基地合计年产能 11.10 万吨，较上年末减少 1.20 万吨。2023 年，公司自主生产吨位增加 0.27 万吨至 10.67 万吨，自主生产产能利用率为 96.14%，较上年增加 11.58 个百分点。募投项目计划 2024 年第四季度投产，投产后将大幅增加公司产能。

图表 5. 公司主要产品产能及产量情况（单位：万吨）

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度
自主生产产能吨位	10.85	12.30	11.10
自主生产吨位	9.28	10.40	10.67
自主生产产能利用率	85.54%	84.56%	96.14%
销售总吨位	28.80	20.23	21.68
自主生产吨位/销售总吨位	32.23%	50.96%	49.22%

资料来源：西子洁能

2023 年，该公司销售总吨位较上年增加 1.45 万吨至 21.68 万吨，其中外协<sup>3</sup>销售吨位增加 1.18 万吨至 11.01 万吨。公司销售设备 252 台套，其中余热锅炉 203 台套，较上年增加 6 台套；清洁能源装备 49 台套，较上年减少 13 台套。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司新签订单分别为 68.08 亿元和 13.44 亿元，同比分别下降 12.56%和 25.10%，延续下滑态势。近年来行业竞争加剧，订单利润空间下降，2023 年以来公司主动放弃毛利水平较低的余热锅炉产品订单。2023 年公司国内新签合同额 64.55 亿元，占比较上年增加 7.80 个百分点至 94.83%；从单笔订单合同额来看，新签重大订单数量下降明显。截至 2024 年 3 月末，公司在手订单金额为 67.96 亿元，同比下降 19.46%，项目储备有所下降，经营压力加大。

图表 6. 公司新签订单情况（单位：亿元，个）

业务类型	2022 年			2023 年		
	订单金额	订单个数	重大订单数	订单金额	订单个数	重大订单数
余热锅炉	31.07	128	7	19.53	101	4
清洁能源装备	11.97	58	4	11.05	58	1
解决方案	29.3	203	5	32.02	275	5
备件及服务	5.49	703	0	5.48	544	0
合计	77.83	1,092	16	68.08	978	10

注：重大订单指合同金额在 1 亿元及以上订单。

资料来源：西子洁能

截至 2023 年末，该公司在执行重大订单 15 个，合同金额合计 33.96 亿元，累计确认收入 6.49 亿元，累计回款 11.68 亿元。按业务种类来看，6 个项目为解决方案业务，收入按进度转销，合同金额合计 17.67 亿元，累计确认收入 6.39 亿元，累计回款 6.79 亿元；余热锅炉及清洁能源装备订单 9 个，收入按整台转销，合同金额合计

<sup>3</sup> 该公司在保留对核心受力部件进行专业化生产以外，部分结构件、配套件会自外部厂商采购或委托给外协厂商进行加工。外协加工生产模式下的主要原材料由公司提供，外协厂商在完成外协工序后将完工产品交付给公司验收，公司质量检验处对外协加工厂商的产品进行质量管控。外协厂商收取加工费用以及提供的部分辅助材料费用，其性质为委托加工。

16.30 亿元，累计确认收入 0.10 亿元，累计回款 4.90 亿元<sup>4</sup>。从区域分布来看，海外项目 2 个，合同额为 3.22 亿元，分别位于越南和土耳其；国内项目 13 个，其中 8 个项目交易对手方为国企。

该公司锅炉产品的生产成本以原材料和外购件成本为主，2023 年前述两项成本占比分别为 21.42%和 64.86%。钢材成本占比高，但公司产品交付周期较长，同时订单合同一般为固定价格的闭口合同，钢材价格波动对公司经营业绩影响较大。2023 年，公司钢材采购吨数较上年下降 12.53%至 9.00 万吨；尽管钢材价格指数持续下滑，但受产品结构变化等因素影响，公司钢材采购平均单价同比上升 9.00%。跟踪期内，公司采购模式未发生重大变化。2023 年，公司前五名供应商采购金额合计占比 6.48%，主要原材料供应商集中度低。

## ② 竞争地位

该公司实行差异化竞争策略，以余热利用设备为主导产品，避开与三家特大型锅炉企业的正面竞争，余热锅炉产品总体技术水平和市场占有率在国内处于领先地位。

该公司设有余热锅炉行业归口研究所、国家认定企业技术中心、浙江省智慧能源与储能重点企业研究院。2023 年，公司研发投入 4.20 亿元，占核心业务收入比例为 5.31%，保持较大研发投入力度。截至 2023 年末，公司主持、参与燃气轮机余热锅炉等产品国家和行业标准 49 项，其中主持制定国家标准 6 项、行业标准 11 项。

2023 年，该公司国内和海外市场销售收入占比分别为 92.10%和 7.90%，海外市场销售规模及占比同比增长。2023 年前五大客户销售总额为 10.82 亿元，占年度营业收入的比例为 13.39%，客户集中度较低。总体来说，公司销售区域具有一定多样性，客户集中度较低。

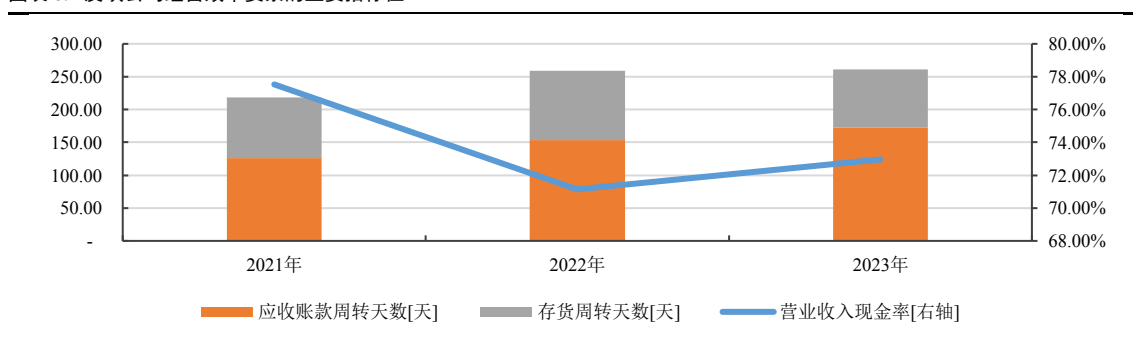
图表 7. 2023 年公司前五大客户销售明细（单位：亿元）

客户名称	业务类型	客户性质	销售金额	占当年销售收入比例
客户一	余热锅炉	地方国企	2.37	2.93%
客户二	解决方案	民企	2.20	2.73%
客户三	余热锅炉	地方国企	2.19	2.72%
客户四	余热锅炉	央企	2.13	2.64%
客户五	解决方案	地方国企	1.92	2.38%
合计	—	—	10.82	13.39%

资料来源：根据西子洁能提供的数据整理。

## ③ 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值



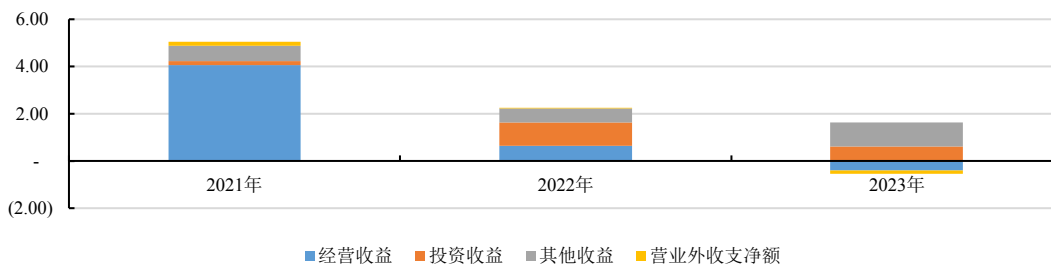
资料来源：根据西子洁能提供数据整理、绘制。

余热锅炉和清洁环保能源装备均为非标产品，生产周期一般为 3-12 个月；解决方案业务向下延伸提供技术、安装、调试和运维等附加服务，合同交货期一般在 10-20 个月，项目回款一般约定在合同签订、完工、试运行和质保到期阶段分别收取合同价款的 15%、65%、13%和 7%。一方面解决方案业务回款周期较长，另一方面下游资金压力传导，导致该公司应收账款周转率下降，营业周期逐渐拉长，营业收入现金率维持在偏低水平。

<sup>4</sup> 公司余热锅炉及清洁环保能源装备业务项目回款大于收入的原因是回款中含预付款和进度款，但因未达到整转销节点，因此尚未确认收入。

#### ④ 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据西子洁能所提供数据整理、绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

2022 年以来，该公司毛利率水平波动下降，期间费用率有所收窄，主业盈利能力下滑。

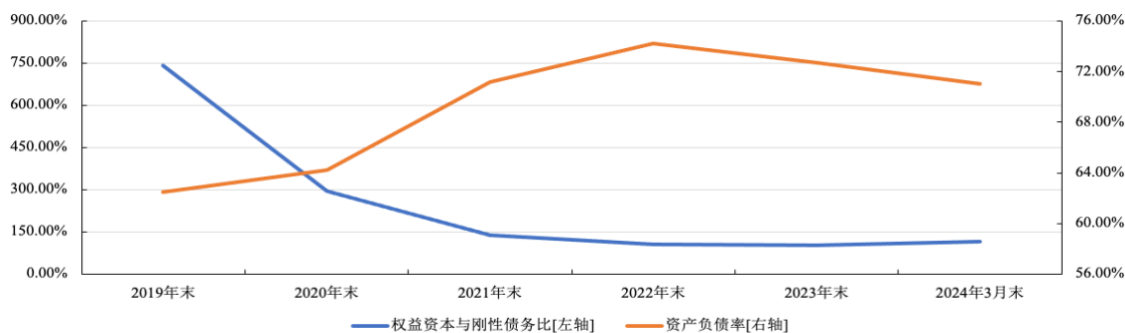
2023 年，该公司经营收益由正转负，主要系当期计提资产减值损失和信用减值损失共计 3.42 亿元，包括商誉减值损失 0.99 亿元、应收账款坏账损失 0.84 亿元、合同资产减值损失 0.62 亿元、长期股权投资减值损失 0.48 亿元等。同年，公司确认其他收益 1.01 亿元，其中与资产相关的政府补助 0.27 亿元、与收益相关的政府补助 0.46 亿元、进项税等加计抵减 0.29 亿元。

### 3. 财务

跟踪期内该公司资产负债率下降，刚性债务规模增速放缓，但财务杠杆水平仍偏高，权益资本对刚性债务的覆盖倍数偏低。公司流动资产中存货、应收账款及合同资产占比较大，需关注经营性资金占用及回款情况。2023 年公司加强应收账款回收管理，同时回款较快的大型余热锅炉项目占比增加，全年经营性现金净流入增加。

#### (1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据西子洁能所提供的数据整理、绘制

2023 年末，该公司资产负债率为 72.72%，权益资本与刚性债务比率为 102.11%，均较上年末有所改善，但财务杠杆水平仍偏高，权益资本对刚性债务的覆盖倍数偏低。

## ① 资产

图表 11. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	99.17	108.85	107.33	105.02
	71.14	68.23	67.28	66.68
其中：货币资金（亿元）	37.54	36.13	38.41	34.75
应收账款（亿元）	10.73	18.56	18.38	18.02
合同资产（亿元）	14.90	17.38	21.94	20.96
应收款项融资（亿元）	5.68	5.62	4.57	4.99
存货（亿元）	17.07	19.03	13.99	15.51
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	40.23	50.68	52.20	52.47
	28.86	31.77	32.72	33.32
其中：固定资产（亿元）	10.57	13.95	18.62	18.40
投资性房地产（亿元）	10.48	12.35	11.96	11.89
无形资产（亿元）	4.14	5.06	5.08	5.18
长期股权投资（亿元）	4.72	8.36	5.47	4.52
<b>期末全部受限资产账面价值（亿元）</b>	<b>5.51</b>	<b>5.68</b>	<b>10.25</b>	--
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>3.95</b>	<b>3.56</b>	<b>6.42</b>	--

注：根据西子洁能所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司资产总额为 159.53 亿元，与上年末基本持平；流动资产占比在 70%左右，但呈下降趋势。

该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、预付款项、合同资产和存货构成。2023 年末，公司货币资金余额 38.41 亿元，其中西子转债募投资金余额为 7.50 亿元，其他受限资金余额为 3.17 亿元。公司终止确认已背书或贴现且年末尚未到期的银行承兑汇票为 10.05 亿元。从应收账款年末账龄分布来看，一年以内的账面余额为 12.63 亿元，占比较上年末下降 3.18 个百分点至 58.01%；账龄三年及以上余额为 2.68 亿元，占比 12.30%，较上年末增加 1.40 个百分点。合同资产主要为应收质保金、运行款及未结算工程款，同年末账面余额为 24.19 亿元；解决方案业务周期和合同约定进度款周期较长，下游电厂运行情况受到经济下行影响导致部分项目进度款的达成条件受阻，同年计提合同资产减值损失 0.62 亿元，累计计提减值准备 2.25 亿元。公司存货主要由原材料、库存商品及合同履行成本等构成，年末同比下降 26.50%至 13.99 亿元，主要系大型燃机余热锅炉当年实现转销使得合同履行成本减少所致。公司下游客户主要分布在钢厂、电力和化工等行业，其中应收账款和合同资产前五名客户余额占应收账款和合同资产合计的比重为 9.41%，客户分散度较好。

图表 12. 2023 年末按欠款方归集的期末余额前五名应收账款和合同资产情况（单位：亿元、%）

公司名称	企业性质	应收账款账面余额	合同资产账面余额	占应收账款和合同资产余额合计数的比重	应收账款坏账准备和合同资产减值准备期末余额
南通佳兴热电有限公司	民营	0.22	0.93	2.50	0.12
四川能投广元燃气发电有限公司	国有	0.31	0.62	2.02	0.05
内蒙古华恒能源科技有限公司	民营	0.14	0.62	1.66	0.05
四川点石能源股权有限公司	民营	0.25	0.51	1.65	0.08
宿迁桐昆旭阳热电有限公司	民营	0.06	0.67	1.58	0.06
<b>合计</b>	--	<b>0.98</b>	<b>3.35</b>	<b>9.41</b>	<b>0.36</b>

资料来源：根据西子洁能提供数据及 Wind 整理。

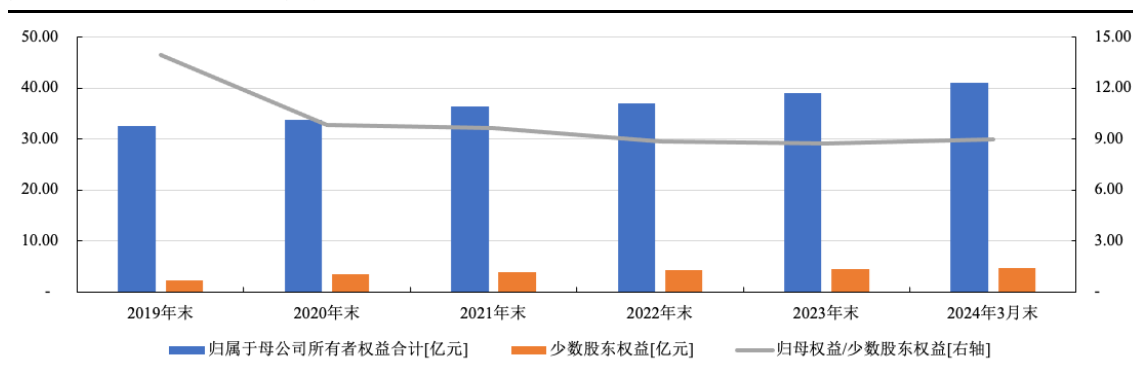
该公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、投资性房地产和长期股权投资构成。固定资产主要为办公楼、厂房及机器设备，2023 年杭锅能源基地、诸暨基地完工转入等增加 6.23 亿元。投资性房地产主要为位于杭州丁桥的西子智慧产业园项目，年末产业园账面价值为 11.77 亿元，兼具写字楼、商场和厂房等业态，2023 年平均出租率为 64.10%，全年租金收入为 1.19 亿元。2023 年末无形资产中土地使用权账面价值为 4.15 亿元，主要为在建项目建设用地。同年，公司以 3.18 亿元对价转让浙江中光新能源科技有限公司（简称“中光公司”）22.23%的股权，截至 2024 年 5 月 27 日累计收到股权转让款 0.84 亿元；对赫普能源环境科技股份有限公司（简称“赫普股

份”<sup>5</sup>和浙江汉蓝环境科技有限公司<sup>6</sup>（简称“汉蓝环境”）等长期股权投资计提减值准备合计 0.48 亿元。商誉账面价值同比下降 63.87%至 0.56 亿元，当年计提兰捷能源商誉减值损失 0.99 亿元<sup>7</sup>。同年末，公司对兰捷能源累计计提商誉减值准备 1.19 亿元，兰捷能源商誉账面价值为 0。

截至 2023 年末，该公司受限资产账面价值合计 10.25 亿元，占资产总额比例较小；其中货币资金和固定资产受限账面价值分别为 3.17 亿元和 5.05 亿元。

## ② 所有者权益

图表 13. 公司所有者权益构成及变动趋势



注：根据西子洁能所提供的数据整理、绘制

净利润规模有限加之利润分配，该公司净资产规模保持低速增长，2023 年末所有者权益总额为 43.52 亿元，归属于母公司所有者权益占比为 89.71%。2023 年末，公司净资产中实收资本和资本公积合计占比为 35.58%，权益资本稳定性一般。2021-2023 年，公司对股东利润分配方案分别为每 10 股派发现金红利 2 元（含税）、1 元（含税）和 1 元（含税），合计现金分红 2.90 亿元，占最近三年净利润总额的 34.13%。

## ③ 负债

图表 14. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
刚性债务	29.03	38.98	42.62	39.69
其中：短期刚性债务	14.63	22.64	27.87	24.67
中长期刚性债务	14.40	16.34	14.75	15.02
应付账款	29.95	37.22	37.34	36.22
合同负债	24.26	24.14	20.90	21.62

该公司债务主要集中于刚性债务、应付账款及合同负债，2023 年末合计占负债总额比重为 86.94%。应付账款主要为应付货款、设备及工程款，2023 年末应付货款余额为 33.60 亿元。合同负债为公司预收货款，2023 年末规模同比下降 13.44%。同年末，其他应付款同比下降 38.09%至 2.05 亿元，主要系当年支付赫普股份股权转让款 1.36 亿元所致<sup>8</sup>。

近年来该公司刚性债务逐年增长，2023 年末余额为 42.62 亿元，其中银行借款余额为 16.03 亿元，应付票据 16.11

<sup>5</sup> 由于赫普股份新业务仍处于开发周期中，评估公司认为公司持有的赫普股份 25.20%的股东部分权益可回收价值（3.42 亿元）低于公司对赫普股份的长期股权投资的账面余额（3.69 亿元），故本期对赫普股份的投资确认长期股权投资减值准备 0.28 亿元。

<sup>6</sup> 公司联营企业汉蓝环境因工程款垫资导致资金链断裂，法人已于 2023 年 11 月份被限制高消费，且汉蓝环境涉及多项诉讼已列为被执行人，故全额计提减值准备 0.20 亿元。

<sup>7</sup> 子公司兰捷能源公司新增订单不理想和订单预测毛利率下降，经商誉减值测试，认定公司享有的兰捷能源公司资产组价值低于包含商誉的资产组账面价值，故按照测算金额计提商誉减值准备。

<sup>8</sup> 2022 年公司与嘉兴赫曦投资管理合伙企业、嘉兴赫昱股权投资合伙企业（有限合伙）、上海元余企业管理咨询有限公司、共青城普润投资管理合伙企业（有限合伙）、深圳市恒鑫汇诚股权投资中心（有限合伙）签订股权转让协议，以 2.07 亿元的价格收购其持有的赫普股份合计 15.2%的股权。2022 年 12 月 30 日，公司以 1.36 亿元价格收购北京亦庄国际投资发展有限公司持有的赫普股份 10%股权。截至 2023 年末，公司持有赫普股份 25.20%股权，并完成股权转让手续。赫普股份主要业务涉及新能源电力消纳、煤电灵活性、抽汽蓄能改造和综合能源服务领域。2023 年，赫普股份实现营业收入 2.99 亿元，净利润 1.22 亿元。截至 2023 年末，赫普股份资产总额为 10.83 亿元，资产负债率为 38.57%。

亿元，西子转债余额为 10.48 亿元。同年末，公司刚性债务中短期债务占比为 65.39%，期限结构有待优化。

资金管理方面，该公司借助银行提供的“现金管理方案”（即“现金池”），通过账户集中、资金实时归集等功能，最大限度归集整个集团的银行存款，实现集团内资金相互调剂，降低集团对外融资需求，提高资金利用率。

## （2）偿债能力

### ① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
<b>经营环节产生的现金流量净额</b>	<b>8.24</b>	<b>-1.08</b>	<b>3.08</b>
其中：业务现金收支净额	9.27	-0.52	5.26
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-5.01</b>	<b>-6.79</b>	<b>-3.59</b>
其中：购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-9.70	-4.93	-3.50
取得与处置子公司及其他营业单位支付的现金净额	--	-2.05	0.03
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>10.35</b>	<b>5.94</b>	<b>0.81</b>

该公司经营活动现金净流量主要受业务现金收支净额的影响，2023 年公司业务现金收支净流入 5.26 亿元，较上年大幅增长，主要系：（1）加强回款管理；（2）以电汇收款为主的大型燃机余热锅炉转销较上年增加 9.74 亿元至 15.86 亿元，以电汇和信用证回款为主的海外销售较上年增加 1.40 亿元。

该公司投资活动现金支出主要为购买理财产品、股权投资、设备采购及工程投资等方面，近年来保持较大力度投资支出。2023 年，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出主要系公司对项目的建设 and 机器设备支出，对抗锅能源基地、诸暨基地及募投项目分别投入 0.30 亿元、1.23 亿元和 1.60 亿元。募投项目计划于 2024 年投产，预计全年仍将保持一定投资支出规模。

该公司筹资活动现金流主要为债务融资及还本付息和现金分红支出，2023 年债务融资现金净流入规模减少。同年，公司吸收投资收到现金 1.86 亿元，主要为员工认购公司前期回购的社会公众股。

### ② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	6.71	5.12	4.42
EBITDA/全部利息支出（倍）	16.94	5.36	4.19
EBITDA/刚性债务（倍）	0.32	0.15	0.11

资料来源：根据西子洁能所提供数据整理、计算。

受利润总额下降影响，近年来该公司 EBITDA 持续下降，同时债务融资规模不断扩大，EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度明显下降，但仍可对利息支出维持较好的覆盖倍数。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	128.10	116.91	115.45	118.86
现金比率 (%)	59.56	45.89	46.89	44.84
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	315.25	188.73	156.38	160.62

该公司流动资产中应收类款项及存货余额占比较大，但货币资金存量充裕，且受限规模有限，现金比率处于较好水平，可对即期债务偿还提供一定保障。截至 2023 年末，公司共获得银行授信 111.57 亿元，其中尚未使用的授信余额为 72.79 亿元。

### (2) ESG 因素

公司治理方面，跟踪期内该公司完成第六届董事会、监事会换届，董事和监事人事变动较大。公司实施了“外大于内”的董事会运行机制，外部董事人数超过董事会全体成员的半数；除总经理外，其他董事会成员均独立于管理层。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人保持稳定，实际控制人王水福先生在公司及控股股东西子电梯集团有限公司担任董事长一职。

环境方面，该公司结合自身实际情况制定了《资源能源管理程序》、《水污染管理制度》、《大气污染管理制度》等规章制度，重视自身生产运营过程中的能源管理，持续推动建立系统的能源管理体系。2023 年，公司节能减排总投入 0.26 亿元，当年用水同比降低 9.7%，天然气用量降低 2.78%。

社会方面，2021-2023 年该公司未发生一般事故以上的安全生产事故或产品质量事故。2023 年公司进入第五届中国质量奖提名奖建议名单，通过国家安全生产标准化一级现场评审。公司人员稳定性较好，制定了员工激励机制和培养体系，截至 2023 年末在职员工数量合计 2,454 人。

### (3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司涉诉标的超过 1,000 万元的未决诉讼共四起。鉴于四川信托有限公司已被四川省保监局和地方金融管理局接管，公司已对信托产品未兑付的 4,000 万元本金全额计提减值准备。

图表 18. 截至 2024 年 3 月末公司未决诉讼及诉前调解案件概况（单位：万元）

原告	被告	诉讼内容	涉诉标的	预计负债
西子洁能	四川信托	四川信托未能如期兑付部分本金及利息	4,000.00	--
江阴天德环境工程有限公司	无锡东方环境	建设工程施工合同纠纷	1,013.06	--
山东广帮建筑安装有限公司	浙江西子联合工程有限公司	安装施工合同纠纷	2,427.55	--
浙江西子联合工程有限公司	山东广帮建筑安装有限公司	项目建设工程分包合同纠纷	1,009.00	--

资料来源：根据西子洁能所提供数据整理

### (4) 其他因素

该公司关联交易主要为商品与服务购销、房租租赁和担保等，交易均按照市场公允价格定价。截至 2023 年末，公司关联应收款和关联应付款账面余额分别为 1.73 亿元和 0.90 亿元，关联方净占用资金 0.83 亿元。同年末，关联方杭州将蓝能源科技有限公司和杭州临安东方塑料有限公司对孙公司临安绿能环保发电有限公司的担保余额分别为 2.15 亿元和 0.38 亿元。整体来看，公司关联交易涉及金额对公司流动性及信用质量影响可控。

图表 19. 近三年公司关联交易及关联方应收应付类款项账面余额（单位：万元）

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
采购商品和接受劳务	26,145.25	13,622.42	8,511.11
出售商品和提供劳务	5,884.21	25,035.63	26,528.56
应收类项目合计	3,440.52	8,204.54	17,302.61
应付类项目合计	2,930.22	7,511.97	9,038.56

资料来源：根据西子洁能所提供数据整理。

根据该公司本部 2024 年 4 月 11 日的《企业信用报告》显示，公司本部未结清信贷记录均为正常类。根据国家信用信息公示系统、税务违法、失信被执行人、证券期货市场失信被执行人、信用中国等公开平台信息查询结果，截至 2024 年 4 月末，未发现公司存在不良行为记录。

## 5. 同业比较分析

本评级报告选取了无锡华光环保能源集团股份有限公司（简称“华光环能”）作为该公司的同业比较对象。华光环能聚焦能源与环保两大领域，业务经营主要以装备制造、工程与服务和运营管理为主，装备制造产品包括以生活垃圾焚烧炉、垃圾炉排、生物质炉为主的环保设备和以循环流化床锅炉、煤粉锅炉为主的节能高效发电设备两大系列，具有较高的可比性。与华光环能对比，公司盈利能力偏弱，负债经营程度较高，但总资产周转速度略快。

## 债项信用跟踪分析

### 1. 债项主要条款跟踪分析

本次债券设有赎回条款及回售条款，具体如下：

（1）在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司董事会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债：①在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转债未转股的票面总金额不足 3,000 万元时。

（2）在本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给该公司：

①如果该公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转债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债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，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股使公司股份发生变化以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 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。

②本次发行的可转债最后两个计息年度，若该公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债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。可转债持有人在附加回售条件满足后，可以在公司届时公告的附加回售申报期内申报并实施回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，可转债持有人不能再行使附加回售权。



## 2. 偿债保障措施跟踪分析

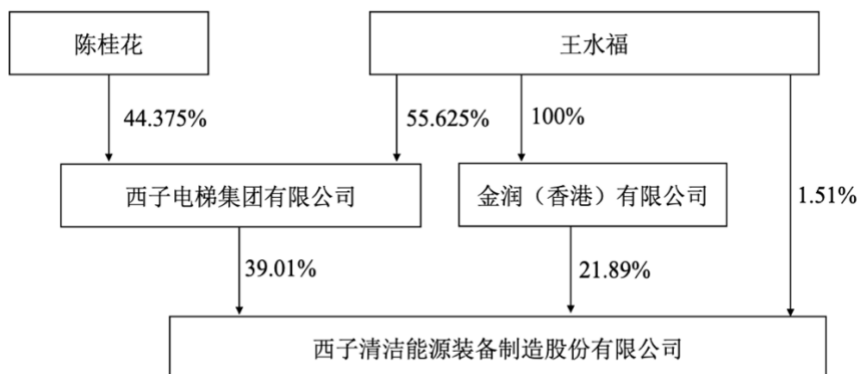
2023 年以来，该公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度较上年有所下降，但仍可对利息支出维持较好的覆盖倍数。公司货币资金存量充裕，现金比率处于较好水平，可对即期债务偿还提供一定保障。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定西子洁能主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，西子转债信用等级为 AA。

附录一：

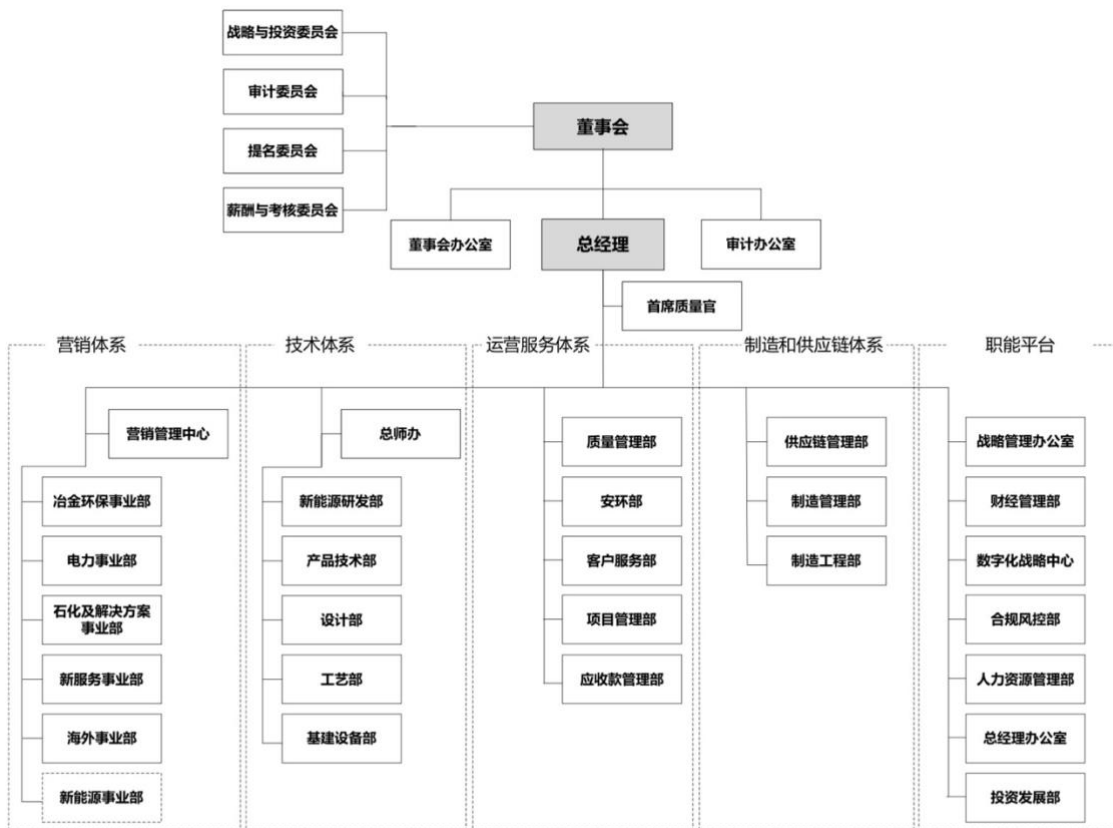
### 公司与实际控制人关系图



注：根据西子洁能提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据西子洁能提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
西子清洁能源装备制造股份有限公司	西子洁能	本部	-	余热锅炉、清洁能源环保源发电装备等产品的咨询、研发、生产、销售、安装及工程总承包业务	29.28	34.18	43.92	-1.20	0.29	母公司口径
杭州杭锅工业锅炉有限公司	杭锅工锅	一级子公司	67	生产、制造和安装 A 级锅炉及辅机设备	0.68	6.23	13.78	1.91	0.81	--
杭州杭锅江南能源有限公司	江南能源	一级子公司	100	生产加工及批发建筑、金属材料，锅炉及配件等	--	2.86	6.06	0.46	-0.57	--
浙江西子联合工程有限公司	西子联合	一级子公司	81	工程建设活动、工程设计及货物进出口	7.74	4.37	28.75	0.39	0.71	--

注：根据西子洁能及子公司 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务：锅炉制造与销售 归属行业：电气设备

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年/末财务数据/指标				
		营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	销售净利率 （%）	总资产周转速度 （次/年）	权益资本与刚性债 务比率（倍）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/全部利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
无锡华光环环保能源集团 股份有限公司	AA+/稳定	105.13	9.37	8.91	0.44	1.12	60.76	19.17	5.31	0.20
西子清洁能源装备制造 股份有限公司	AA/稳定	80.79	1.16	1.43	0.51	1.02	72.72	4.42	4.19	0.11

注：无锡华光环环保能源集团股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	139.41	159.53	159.53	157.49
货币资金 [亿元]	37.54	36.13	38.41	34.75
刚性债务[亿元]	29.03	38.98	42.62	39.69
所有者权益 [亿元]	40.14	41.19	43.52	45.65
营业收入[亿元]	65.78	73.44	80.79	11.52
净利润 [亿元]	4.70	2.62	1.16	2.68
EBITDA[亿元]	6.71	5.12	4.42	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.24	-1.08	3.08	-3.63
投资性现金净流入量[亿元]	-5.01	-6.79	-3.59	1.14
资产负债率[%]	71.21	74.18	72.72	71.01
权益资本与刚性债务比率[%]	138.28	105.67	102.11	115.02
流动比率[%]	128.10	116.91	115.45	118.86
现金比率[%]	59.56	45.89	46.89	44.84
利息保障倍数[倍]	13.65	3.60	2.21	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	218.67	259.22	261.53	—
毛利率[%]	21.30	15.53	16.46	19.59
营业利润率[%]	7.46	3.51	1.76	26.59
总资产报酬率[%]	4.44	2.30	1.46	—
净资产收益率[%]	12.15	6.45	2.73	—
净资产收益率*[%]	11.97	5.56	1.44	—
营业收入现金率[%]	77.53	71.14	72.97	98.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.14	-1.27	3.31	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.88	-7.23	-0.43	—
EBITDA/利息支出[倍]	16.94	5.36	4.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.15	0.11	—

注：表中数据依据西子洁能经审计的2021~2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率\*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

## 发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2012年10月26日	AA/稳定	王明君、蔡明	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年5月30日	AA/稳定	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年5月29日	AA/稳定	高珊、李逸然	<a href="#">工商企业评级方法与模型（电气设备行业）FM-GS014（2022.12）</a>	-
债项评级 （西子转债）	历史首次评级	2021年7月19日	AA	武嘉妮、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">电气设备行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（电气设备）MX-GS014（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年5月30日	AA	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年5月29日	AA	高珊、李逸然	<a href="#">工商企业评级方法与模型（电气设备行业）FM-GS014（2022.12）</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。