

信用等级通知书

联合评字[2015]784号

天顺风能(苏州)股份有限公司:

受贵公司委托,联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2016 年公司债券的信用状况进行了综合分析和评估,经本公司信用评级委员会审定,贵公司企业主体长期信用等级为 AA,评级展望为“稳定”;贵公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA。

特此通知

联合信用评级有限公司

信评委主任:



二零一五年十二月二十四日

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>

信用等级公告

联合[2015]784号

天顺风能(苏州)股份有限公司:

联合信用评级有限公司通过对天顺风能(苏州)股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估,确定:

天顺风能(苏州)股份有限公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”

天顺风能(苏州)股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任:

二零一五年十二月二十四日

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>

天顺风能(苏州)股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 8 亿元

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 12 月 24 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	23.33	29.28	29.72	46.91
所有者权益(亿元)	17.77	18.88	20.17	21.43
长期债务(亿元)	--	--	--	1.00
全部债务(亿元)	3.69	8.72	7.40	14.30
营业收入(亿元)	12.32	12.91	14.02	15.34
净利润(亿元)	1.71	1.72	1.75	2.37
EBITDA(亿元)	2.32	2.49	2.68	--
经营性净现金流(亿元)	2.83	0.95	1.66	1.27
营业利润率(%)	24.40	22.34	22.47	27.51
净资产收益率(%)	9.93	9.41	8.95	11.37
资产负债率(%)	23.82	35.51	32.12	54.32
全部债务资本化比率(%)	17.20	31.59	26.84	40.03
流动比率	2.87	1.75	1.90	1.96
EBITDA 全部债务比	0.63	0.29	0.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	33.27	26.08	18.78	--
EBITDA/本次发债额(倍)	0.29	0.31	0.33	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、2015 年三季度相关财务指标未年化；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对天顺风能（苏州）股份有限公司（以下简称“公司”或“天顺风能”）及本次债券的评级反映了公司作为中国领先的风塔生产商，在行业地位、技术水平、客户资源等方面具有的显著优势。同时，联合评级也关注到公司销售客户集中度高、汇率波动对盈利影响较大、债务结构不合理以及资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将实施新能源发展战略，布局风电场开发和运营，公司哈密三塘湖 30 万千瓦风电项目已实现并网发电并享受调整前标杆电价，预计 2016 年整体投入运营；随着公司在建及拟建的风电项目投入运行，公司收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司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. 国家针对新能源出台一系列政策，支持风电行业的发展，行业发展前景较好。
2. 公司技术工艺水平领先，是国内唯一一家同时取得 Vestas、GE 和 Siemens 全球风塔合格供应商资格认证的公司。
3. 公司债务规模较小，债务负担较轻。
4. 公司应收账款回收风险较小，存货多为有明确销售合同的在产品，收入实现较有保障，经营活动现金流状况良好。

关注

1. 风塔销售市场的特性和供应商认证制度的存在，导致公司销售客户较为集中。
2. 产品销售以国外市场为主，存在汇率波动风险和国际贸易壁垒风险。
3. 公司风电场在建项目投资规模较大，面临着一定的资金支出压力。

分析师

周旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@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）

Http： //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与天顺风能（苏州）股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与天顺风能（苏州）股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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，未因天顺风能（苏州）股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由天顺风能（苏州）股份有限公司提供，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天顺风能（苏州）股份有限公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

周旭

联合信用评级有限公司

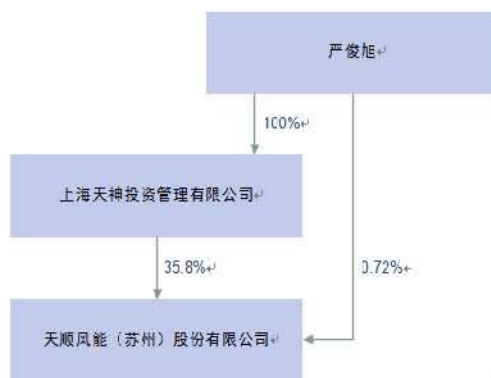


一、主体概况

天顺风能（苏州）股份有限公司（以下称“公司”或“天顺风能”）的前身系天顺（苏州）金属制品有限公司，成立于2005年1月，初始注册资本1,000万美元；2009年12月，经江苏省商务厅【苏商资[2009]169号】文件批复，公司整体变更为外商投资股份有限公司，注册资本增至15,000万元，并于2010年12月在深圳证券交易所中小板上市（股票简称：天顺风能；股票代码：002531.SZ），股本为20,575万元。

历经多次增资和扩股等，截至2015年9月30日，公司股本为82,300万元，其中上海天神投资管理有限公司持股比例为35.80%，为公司控股股东，自然人严俊旭直接和间接持有公司股权比例为36.52%，为公司实际控制人（见下图）。

图 1 截至 2015 年 9 月 30 日公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：从事设计、生产加工各类电力设备（风力发电设备）、船舶设备、起重设备（新型港口机械）、锅炉配套设备，销售公司自产产品；并提供相关技术咨询、技术服务。

公司本部下设人力资源中心、财务中心、营销中心、供应链中心、产品工程中心、质管中心、生产运营中心7个职能部门（见附件1）。截至2015年9月底，公司纳入合并范围内子公司19家，拥有在册员工605人。

截至2014年底，公司合并资产总额297,214.22万元，负债合计95,466.97万元，所有者权益（含少数股东权益）201,747.25万元。2014年公司实现合并营业收入140,231.89万元，净利润（含少数股东损益）174,83.95万元，其中归属于母公司所有者的净利润为17,488.63万元；经营活动产生的现金流量净额16,560.37万元，现金及现金等价物净增加额-13,278.22万元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额469,116.64万元，负债总额254,816.44万元，所有者权益（含少数股东权益）214,300.20万元。2015年1~9月，公司实现营业收入153,429.12万元，净利润（含少数股东损益）23,658.65万元，其中归属于母公司所有者的净利润为23,555.08万元；经营活动产生的现金流量净额12,742.92万元，现金及现金等价物净增加额12,625.21万元。

公司注册地址：江苏省太仓经济开发区宁波东路28号；法定代表人：严俊旭。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“天顺风能（苏州）股份有限公司 2016 年公司债券”。本次债券的发行规模为不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元），采取面向合格投资者公开发行方式发行，期限为不超过 5 年（含 5 年）。债券票面年利率将根据簿记建档询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充公司流动资金与优化债务结构。

三、行业分析

目前公司主营业务为风塔制造，公司风塔及风塔内零部件的生产销售占公司营业总收入的 98.9%。因此，行业分析集中在风塔制造和风电行业。

1. 行业概况

风电行业

随着全球环境保护与节能减排的压力不断提升，世界主要国家均出台政策，鼓励低碳、环保的可再生能源的开发利用。而风力发电技术比较成熟、发电成本相对较低，近年来已成为发展最快的可再生能源发电行业之一。在过去的 30 多年里，风电发展不断超越其预期的发展速度，一直保持着世界增长最快的能源地位。全球风能理事会（Global Wind Energy Council）统计数据显示，在 2001 年至 2014 年间，全球风电累计装机容量的年复合增长率为 23.45%，累计总装机容量从 2001 年 12 月末的 2,390 万千瓦增至 2014 年 12 月末的 36,960 万千瓦。

近年来，风电产业在全球普及的程度有所提高，目前已有 100 多个国家开始发展风电，但主要市场还是相对集中，并受欧洲、亚洲和北美的主导。全球风能理事会的统计数据显示，2007 年上述三个地区在全球风电累计装机容量中占据 97.62% 比例，至 2014 年底，依然保持 95.81% 的比例。从国家来看，截至 2014 年底，全球前十大风电装机容量国家合计装机容量占全球总量的 84.20%，其中前五大国家合计占全球总量的 71.70%。2014 年全球前十大新增装机容量国家新增容量合计占全球新增总量的 87.00%，其中前五大国家新增装机容量合计占全球总量的 74.00%。

风电产业在国内的电场建设始于 20 世纪 80 年代，在其后的十余年中，经历了初期示范阶段和产业化建立阶段，装机容量平稳、缓慢增长。据全球风能理事会的统计，2010 年，中国除台湾省以外共新增风电机组 12,904 台，新增装机容量达 1,893 万千瓦，2011 年新增装机容量 1,800 万千瓦，保持全球新增装机容量第一的排名，2012 年新增装机容量 1,296 万千瓦，位列全球新增装机容量第二位，2013 年新增装机容量 1,610 万千瓦、2014 年新增装机容量 2,319 万千瓦，连续两年保持全球新增装机容量第一位。2010 年底中国累计风电装机容量为 4,473 万千瓦，全球累计装机容量排名由 2008 年的第 4 位、2009 年的第 2 位上升到第 1 位。截至 2014 年底中国累计风电装机容量 11,460 万千瓦，保持全球第一。2012 年至 2014 年累计装机容量增长率分别为 20.07%、21.37% 和 25.36%，增速逐年提高。

总体看，风电行业保持较快速度增长，中国风电产业发展取得长足进步。2014年，中国凭借11,460万千瓦一年的装机容量，保持了全球第一的风电装机容量。

风塔制造行业

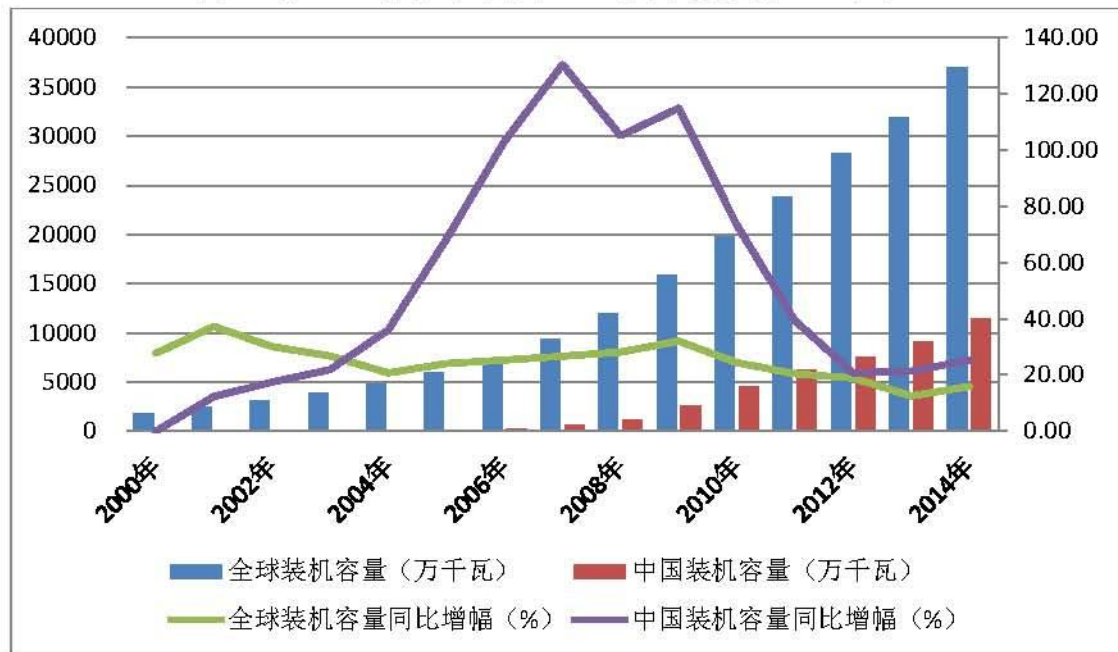
风力发电的原理是利用风力带动风机叶片旋转，再透过增速装置提升转速，驱动发电机发电，将风能转化为机械能源，然后再转变成电力。一套风电机组（风机）由叶片、齿轮箱、电机、轴承、风塔、机舱罩、控制系统等部件组成，风机功率和风塔高度的不同而有所变动。风塔产品主要用于支撑风力发电机，除塔体外，其内部通常有爬梯、电缆、电缆梯、平台等结构。

目前，风机按照发电功率主要可分为750kW、850kW、1MW、1.5MW、2MW、2.5MW、3MW等不同机型，其中，1.5MW和2MW的风机是目前国内的主流机型，将逐渐取代并淘汰1MW及以下风机等落后的风电产能，而1.5MW及以上的大功率风机是我国风电产业政策鼓励发展的机型，也将是风电行业未来的主流机型。通常情况下，风塔的高度越高，风速越大，风轮单位面积捕捉的风能越多。对应不同功率的风机，风塔产品同样可划分为1.5MW、2MW等不同等级。此外，由于风力发电机组所处地理条件和气候条件对风塔的特殊要求，风塔又可分为防震塔、冷温塔、陆上风塔、海上风塔等。

目前，主流风力发电塔筒是独立钢管塔，其广泛的应用主要系现场组装和建造时间短。小型塔高度高达20米可以在制造地组装成件，并直接运往现场和地基连接。大型塔高度超过100米的塔由制造地分几段生产，最后在现场通过法兰固定，而不必在现场焊接。多数风塔制造是参照强度与刚度进行设计、同时考虑塔身的断裂强度、疲劳荷载和弯曲强度等指标。风塔制造业内需要通过的认证大致包括ISO9001、ISO14001、OSHAS18001（GB/T28001）体系认证、欧盟CE认证、德国DIN18800-7E级钢结构产品认证、ISO3834金属材料熔化焊认证、欧盟EN1090-1/EN1090-2（EXC3）钢结构认证、加拿大CWB焊接认证等。

2014年，在中、美市场的拉动下，据全球风能理事会的数据显示，全球风电新增装机容量5,147.7万千瓦，全球市场获得了44%的增长。2014年，全年累计装机容量首次超过5,000万千瓦门槛，各项数据均创造了新的世界纪录。世界风电装机回暖，发展重回正轨。据中国风能协会和国家能源局最新统计数据，截至2014年底，中国风电新增装机容量2,335.05万千瓦，同比上升45.1%，累计装机容量达到近1.15亿千瓦，其中并网容量近1亿千瓦，占全部发电装机容量7%。由于煤炭价格下跌，火电燃料成本下降使得大多数电力企业的盈利在2014年创新高，使得电力企业可以扩大风电建设规模并加快给付机组欠款。风电设备制造商的业绩因此在2014年全面上涨，市场集中度进一步提升至前八大整机企业，中国风电产业正逐步结束低价竞争的局面。

图 2 截至 2014 年底全球与中国风电设备装机容量 单位：万千瓦、%



资料来源：Wind 资讯

由于 2013 年全球风电市场景气度严重下降，导致国外风机制造巨头所面临的市场竞争较为激烈。国外风机制造商在采购风塔时会综合考察质量和价格等因素。由于中国制造商的产品价格低廉、供货周期较短而且质量过硬，海外风机制造巨头会优先选择中国的风塔制造商。从国内的生产厂家来看，风力发电塔架的成本构成约 50% 为钢材成本。由于中国是全球钢产量居首位的国家，虽然塔筒对钢材标号及质量要求很高，需至少使用 Q345 号热轧厚钢板，属于特种钢材；但是国内各大钢铁企业目前基本都可以生产出合格产品，风塔行业制造商的原料供应充沛。风塔的制造过程主要是机加工与焊接过程。虽然目前制造加工中已经使用大量的数控机床及自动焊接设备，工艺的自动化程度已经很高，但是机械加工还是需要大量的熟练技术工人来操作，部分焊接工序必须纯手工制作，需要精湛的技艺，人力成本在总成本中仍然占有相当大的比重。

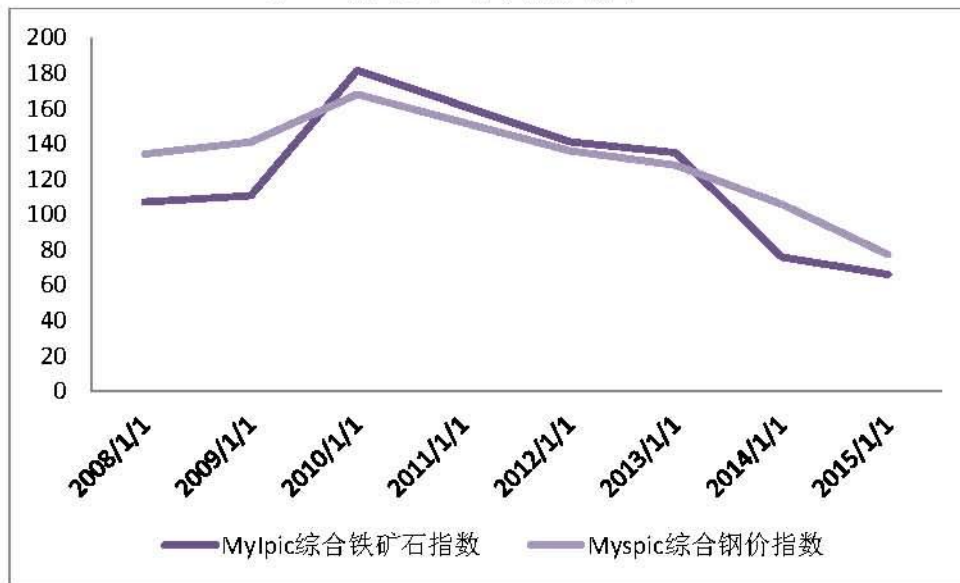
总体看，中国风电行业虽起步较晚，但发展迅猛。由于原材料和人力成本上的优势，中国企业在风电塔筒制造方面有得天独厚的优势。

2. 行业上下游

行业上游

从原材料供应方面来看，风塔制造的主要原材料为钢板。据国家工信部网站数据，2014 年中国钢铁产量小幅增长，出口增多，国内消费量下降，钢材市场供大于求，价格持续下行。2014 年中国粗钢产量为 8.20 亿吨，同比增长 0.90%，增幅较上年同期下降 6.60 个百分点；钢材（含重复材）产量为 11.30 亿吨，同比增长 4.50%，增幅较上年同期下降 6.9 个百分点。中国钢材市场的过量供给压低了钢材价格，2014 年 12 月末，Myspic 综合钢价指数跌至 75.90 点，同比下降 43.78%，为 2003 年 1 月以来的最低点。

图3 钢材与铁矿石价格指数走势对比



资料来源：Wind 资讯

钢铁行业受宏观经济走势影响明显，表现出较强的周期性。当前中国经济进入新常态，表现为经济增速换挡、前期刺激政策消化吸收、结构调整阵痛等特点，这意味着中国很难再次推出大规模的刺激政策，对钢材等原材料的需求将长期处于小幅增长或者减少的状态。虽然基础建设投资可能有所回暖，新型城镇化建设也可能刺激钢材的消费，但总体来看，中国钢铁行业供大于求的局面很难改变。从行业来看，钢材的需求主要集中在建筑业和工业，建筑类需求（基础设施与房地产）与机械、汽车、家电、电力、船舶等行业所消费的钢材达到钢材消费总量的 80%以上，而其中建筑类需求就占到一半以上。

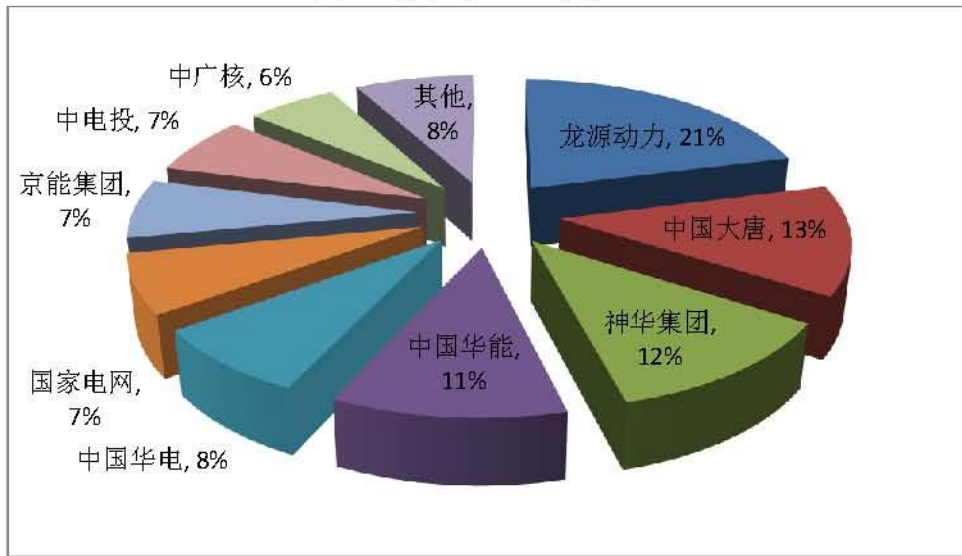
总体来看，国内经济增速放缓带来的钢材需求下降，未来钢材供大于求、价格低位运行的局面难以改变。体现到风塔制造商，具体生产运营原材料成本得到缓解，行业内标杆企业原材料占成本比重由 2011 年的 85%降至 2014 年的 76%。钢铁行业持续低靡，为风塔制造企业带来了一定的盈利空间。

行业下游

由于国内外风塔产品采购商的性质不同，因此行业下游需求应从两个方面入手分析。

从国内市场来看，目前主要由风电投资商（运营商）通过招标方式直接采购风塔产品，少部分风塔由风电整机生产商采购后统一销售给风电投资商。概括起来，中国风电场运营商主要有三种类型。一是中央电力集团，包括国电、大唐、华能、华电和中电投。它们在风电市场中，占到了近 50%的市场份额。二是国有能源企业，包括神华集团、中海油、中广核和中节能风电等都属于这类企业，它们在中国累计风电装机容量和新增装机容量市场中，都占到了一定的市场份额。三是其他风电运营企业。其中包括部分民营企业 and 外资企业，相对前两类企业，这些企业所开发、运营的风电场项目较少，规模也较小。

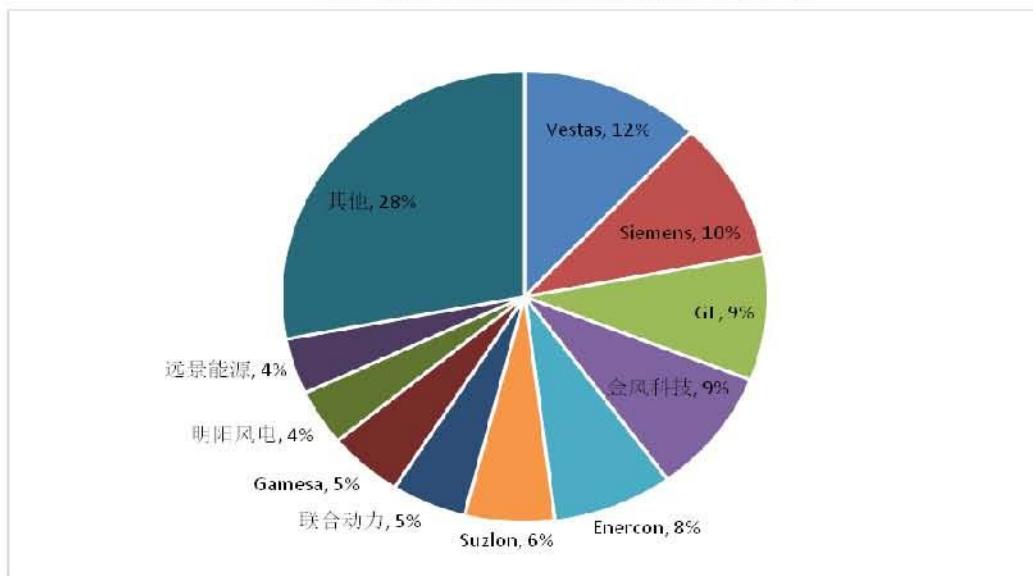
图 4 中国主要风电运营商



资料来源：Wind 咨询

在国际风电市场中，采购风塔产品的通常为风电整机生产商。2014 年，全球海外风电整机厂商装机容量排名前 5 的是 Vestas、GE、Siemens、Enercon 和 Suzlon。截至 2014 年末，全球市场排名前十的风电设备生产企业市场占有率约为 72%，较 2010 年的 82% 有了大幅下降。随着新型清洁能源在世界范围的推广，从事风电设备生产的企业逐渐增加，行业垄断程度逐步降低。相较于采购成本和风塔质量，整机生产企业更加看重产品品控方面的问题。通常来说，风塔制造企业会和客户在前期进行沟通，确认对原材料、质量体系等系列指标的规范性问题；中期，通过 QCD¹ 文件与客户进一步确认各项生产指标以及客户提出的特别要求；最后，产品交付时还需通过客户对产品的相应标准和质检的审核。风塔制造企业与风电设备整机生产企形成的合作关系非常稳定，整机厂商会给予合格供应商一定数量订单，并要求合格供应商提供产能保证。

图 5 2014 年全球风机市场份额统计 单位：%



资料来源：BTM NAVIGANT WIND REPORT 2015

¹QCD 系 Quality, Cost, and Delivery 三个英文单词的缩写。在精简生产方式中用以衡量商业活动并用以计算关键绩效指标。通过 QCD 文件的交互可以持续的改进商业活动的运作，常用于供应链产业、或是工程产业。

总体来看，由于风塔制造处于风电设备行业的上游，且风电整机生产行业的集中度有所下降。风塔制造行业来自上下游的议价压力较小。

3. 行业竞争

全球风塔生产商可以分为两类：第一类为风电整机厂商设立的风塔生产企业或工厂，生产的风塔可满足风电整机厂商部分自用的需求，如 Vestas 在美国的风塔工厂；第二类为独立的专业风塔生产企业，为全球风塔市场主要的供应者，如天顺风能及其主要的竞争对手。

通过对外采购部分零部件来提升专业化分工水平是制造企业通常采用的一种生产模式。随着社会分工的日益细化，企业聚焦于其核心的或擅长的生产环节既有利于整个社会生产力水平的提高，也有利于企业生产效率的提升。一套完整的风电设备包括叶片、齿轮箱、电机、轴承、塔架、机舱罩、控制系统等部分，其中齿轮箱、叶片、控制系统等系最为核心的关键零部件，而风塔对于风机的核心性能影响相对较小。

若风电整机厂商自主生产大部分的零部件，则整个生产过程将更为复杂，对其生产管理、产品质量控制等方面能力的要求更高，并可能导致企业成本上升、盈利能力下降，不利于其在日益激烈的全球风电整机市场取得优势竞争地位。若风电整机厂商专注于核心的或其擅长的生产环节，向经过其认证的合格供应商采购其他部分零部件，则整机厂商只需对供应商进行严格认证，对其后续生产进行持续的监督与指导，并与其建立稳定的合作关系，而无需涉足该等零部件的具体生产经营，如此，整机厂商可专注于核心部件的性能提升以及风机整体质量、生产成本的有效控制，将更利于整机厂商在市场竞争中取得优势竞争地位。因此，未来风电整机厂商向专业风塔厂商采购风塔的比例预计将会呈现增长趋势，国际风塔市场的竞争将是专业风塔生产商之间产品质量、性能、价格、交期、服务等方面的比拼。

目前，国内风塔生产企业之间规模、技术水平相差较大，且多数并非专业生产风塔的厂商，产品质量良莠不齐。由于国内风电行业主要由各大风电运营商以招标方式对风电设备各部件分别进行采购，迫于市场竞争压力加剧，部分风塔生产厂商不惜压低投标价格争取中标，产品价格不可避免地出现下降，而产品质量则无法得到保障，导致国内风塔市场出现一定程度的低价格、低质量的无序竞争局面。

国内风电设备行业，主要由各大风电运营商以招标方式对风电主机与风塔分别进行采购，主要运营商均隶属于五大发电集团与地方国有发电集团，属于寡头垄断的行业。就风塔制造行业而言，虽然国内风电设备价格竞争有所好转，但由于参与市场竞争的主体众多，市场仍然存在无序竞争的现象。迫于市场竞争压力加剧，部分风塔生产厂商不惜压低投标价格争取中标，产品价格不可避免地出现下降，而产品质量无法得到保障，导致目前国内风塔市场主要产品质量低、价格低。虽然风电塔筒的低端市场竞争激烈，但是在高端市场，竞争程度有限。

在国外，风电设备行业的竞争主要集中在已得到国际风电巨头合格供应商资格、具备较强的综合管理能力以及成本优势明显的制造商之间。由于目前风电的发展趋向陆上大型化、海洋化，未来 2.0MW 以上的风机将会成为主流产品。

在国家产业政策的引导下，国内风电设备制造业将进入优胜劣汰的行业整合阶段，规模较小、产品质量较差的厂商将逐渐被市场淘汰，而竞争力强、产品质量较好的大型厂商则能凭借行业整合契机，不断收购兼并，做大做强，成长为具备国际竞争力的行业龙头。随着市场集中度的提升与竞争加剧，对国际整机生产商而言，由质量信誉好、生产规模大的风塔生产商供应的产品是更加安全和经济的选择，而随着风电行业的逐步发展，国内风场运营商对风塔采购的关注重点也将

逐渐从价格转向质量。只有技术领先、质量保障、服务优良的风塔生产商才能在竞争中脱颖而出，不断扩大市场份额，成长为行业龙头，对于规模小、进入行业时间晚、无自主研发能力的生产商而言，未来可能面临行业洗牌的压力。

总体看，风塔行业竞争较为分散，行业高端产品企业市场占有率有待提升。

4. 行业政策

审批权限下放

2013年3月，《国务院机构改革和职能转变方案》，将国家能源局及电监会的职责进行了整合，重新组建了国家能源局并修订其职责，完善了能源监督管理体制。

2013年5月，国务院发布《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》，在决定取消和下放的117项行政审批项目中，能源类项目数量居首，共取消和下放12项涉及能源领域的行政审批权，包括下放企业投资风电场项目核准权。

2013年7月，国务院发布了《关于取消和下放50项行政审批项目等事项的决定》，这是国务院第二次大规模取消和下放行政审批项目。在此次取消和下放行政审批项目中，与能源有关的共7项，包括下放电力业务许可证核发工作。

政策支持

2013年1月，国务院发布《关于印发能源发展十二五规划的通知》，指明“十二五”期间中国各主要能源的发展路径，提出要加快风能等其他可再生能源的发展速度。到2015年，非化石能源发电装机比重达到30%；大型风电基地规模达到7,900万千瓦，掌握7~10兆瓦级风电机组整机及大型轴承、变流器等关键零部件的设计制造技术，实现批量生产。

2013年2月，国家财政部、发改委及能源局发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第四批）的通知》，第四批可再生能源电价附加资金补助目录中涉及风电项目343个，容量1,892万千瓦。四批目录合计已涵盖风电项目1,134个，容量6,388万千瓦。

2013年8月，国家发改委发布《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价有关事项的通知》，规定自2013年9月25日起，将除居民生活和农业生产用电之外其他用电的可再生能源电价附加标准由每千瓦时人民币0.8分钱提到人民币1.5分钱。

2014年9月5日发布的《关于规范风电设备市场秩序有关要求的通知》对出质保问题进行了要求，规范风电设备质量验收工作。严禁地方政府干预招投标工作、建立规范透明的风电设备市场、充分发挥行业协会自律作用，来构建公平、公正、开放的招标采购市场。

出口退税政策多次调整

2009年以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续7次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率（见下表），一定程度上增强了出口导向的制造业，缓解了出口紧张局面。2010年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于2010年7月取消了六大类406种产品的出口退税，这是继2008年下半年中国重启上调出口退税率政策以来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的406个税号仅占海关税号总数的3%左右，2009年上述产品实现出口110亿美元，仅占当年出口总额的1%左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。2012年以来，中国外贸增速受到一定程度的波动，特别是7月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012年9月，国务院出台了8项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。联合评级认为上述措施有利于一定程度上减轻行业内企业的资金流压力。

表 1 2009 年以来中国的出口退税调整

时间	内容
2009.01	提高纺织品、服装的出口退税率。
2009.02	提高纺织品、服装的出口退税率。
2009.04	提高轻纺、钢铁等商品的出口退税率。
2009.06	提高部分深加工农产品、药品、钢材等优势产品的出口退税率，将罐头、果汁等深加工产品由13%提高到15%，抗菌素、人血制品、中成药等药品由13%提高到15%，玉米淀粉、酒精由0提高到5%，合金钢异型材、冷轧不锈钢等由5%提高到9%；提高箱包、鞋帽、玩具、家具等劳动密集型产品的出口退税率，将箱包、鞋帽、玩具、家具等由13%提高到15%，将部分塑料、陶瓷、玻璃由11%提高到13%，将剪刀等小五金制品由5%、11%分别提高到9%、13%；提高家用电器、单晶硅棒、胰岛素等产品的出口退税率，将电视用发送设备、缝纫机等商品的出口退税率提高到17%。
2010.07	取消406个税号商品的出口退税，涉及部分钢材、有色金属建材、农药化工、塑料及制品等六大类。
2011.05	将工商登记时间两年以上的集成电路设计、软件设计、动漫设计企业及其他高新技术企业从事的部分出口业务纳入免抵退税范围。
2012.07	新增规定集团内成员企业收购出口的成员企业及集团公司生产的货物可视同自产货物退(免)税；将原定视同内销货物计提销项税额或征收增值的部商品改为免税政策，包括出口企业未在规定期限内申报退(免)税的货物、出口企业虽已申报退(免)税但未在规定期限内向税务机关补齐有关凭证的货物以及出口企业未在规定期限内申报开具《代理出口货物证明》的货物。
2013.07	加大出口退税支持力度，进一步提高退税审核效率，加快退税进度，保证及时足额退税；充分发挥外贸综合服务企业作用；对服务出口实行零税率。
2013.08	对符合条件的电子商务出口货物实行增值税、消费税免税或退税政策。
2013.12	对燃料油767项进口商品实施暂定税率，对生铁等部分出口商品实施暂定税率
2014.12	提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率；取消含硼钢的出口退税；降低档发的出口退税率。

资料来源：海关总署

总体看，国家在审批权限、政策支持、出口退税等方面出台相关政策，支持、规范和引导产业健康有序发展。

5. 行业关注

国际市场认证壁垒

在新增装机容量方面，全球前十大风电整机生产商占据绝大多数的市场份额，其中 Vestas、GE 和 Siemens 约占 31% 的市场份额，市场集中度较高。国际风电巨头非常重视国内企业的综合实力，对企业的认证甚至达到苛刻的地步，通常对企业的厂房、生产设备、人员等硬件条件，技术工艺、管理能力、质量保证体系等综合实力进行详细的初步评估，之后进行严格的 EHS (Environmental Health and Safety) 认证，整个认证过程将持续一年。然后历经小批量试制到批量供应，才能将其纳入合格供应商范围。一旦通过验证，双方即建立稳固和长久的合作关系。由于审核严格且时间较长，新进入的企业则很难通过认证，进入全球主要风电整机生产商的合格供应商名单，因此产品难以打入国际市场。

原材料价格波动

风塔及其相关零部件生产需要大量的钢、铝、铁等各类金属和复合材料。这些材料的价格和可获得性受到许多因素影响，例如此类材料的供求关系、宏观经济环境、政府的价格控制措施等。如果风塔企业不能锁定合适的采购价格，或不能将这些原材料及零部件上升的价格完全或部分转嫁给客户，原材料的价格波动可能对风塔企业的生产成本、财务状况和经营业绩产生不利影响。

收入确认政策

由于风塔制造商的客户遍布全球，基于当地的天气，风电场项目开工时间各有不同，吊装设备完成安装、试产周期较长，因此，收入确认的时间波动较大。收入受季节、气候等影响，营运资金方面稳定性较差，风塔企业需要提供足够现金支付营运需求。若风塔企业收入波动超过预算预期，将对企业的收入和财务状况产生不利影响。

6. 行业展望

国家发展改革委发布的《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条件下，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条件下，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 8.40%，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，国家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。随着新疆与西北主网联网 750 千伏第二通道工程建成投运，酒泉风电消纳能力从 260 万千瓦提高到 420 万千瓦；哈密—郑州±800 千伏特高压直流工程投运后，将新增风电送出能力 800 万千瓦。目前，电网建设正加快甘肃酒泉风电二期输电工程前期工作，加快建设康保、尚义、张北 500 千伏输变电工程以及高岭—天马第三回线路工程，为西北、冀北、东北地区风电送出创造条件。根据国家电网测算，若在建以及获批建设的输电工程全部建成投产，新增风电送出能力将在 2,500 万千瓦以上。通过统筹安排，加强风电优先调度，增加风电上网电量最高可达 6 亿千瓦左右。

2016 年的全球风电装机容量将增长至 500GW，到 2020 年末全球风电装机容量将达到至少 1,000GW。中国、印度、欧洲和北美洲将成为未来风电装机容量持续增长的主力军，在未来五年里，亚洲是世界上最大的风能区域市场，总容量超过 15GW，中国将继续在风电增长上处于领先地位。全球风能协会（GWEC）预测，风电未来在中国仍将保持强劲增长，仍将是未来全球风电市场的生力军。中国的风电装机容量将会在 2015 年达到 1.3 亿 kW，2020 年达到 2.5 亿 kW，2030 年超过 5 亿 kW。风电将在 2020 年占全国总电力供应的 10%，到 2030 年达到 16.70%。

据联合国环境规划署（UNEP）的测算，中国陆地可以安装 14 亿 KW 的风力发电装备，如果考虑海上装机容量，总资源量将达到 20 亿 KW 以上。目前，中国已成为全球最大的风电市场，国内风电整机制造企业目前已累计超过 80 家，产品已安装到风电场的约 30 家，更多的厂商进入

了 MW 级风机的生产，行业竞争加剧，导致产品价格下降，预计未来市场份额将进一步向品牌实力强、技术研发能力强和规模大的优秀企业集中。

总体看，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，行业未来发展前景可期。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

目前公司的经营业务以风塔及零部件产品生产和销售为主，公司风塔及零部件营业收入占公司营业总收入的比率超过98%。2014年，公司风塔设计产能和销售量分别为281,579吨和183,919吨。2014年，公司产品约有57%为出口产品，是国内出口最多的风塔制造企业。

公司主要接受来自Vestas、GE和Siemens等几家客户的订单，产品主要面向国际市场，竞争对手均为获得世界风电巨头供应商资格认证的厂商，如韩国的CS Wind和Dongkuk S&C，以及中船澄西船舶修造有限公司、上海泰胜风能装备股份有限公司等较大的国内风塔生产商。

公司以苏州太仓为总部，在美国和比利时设立办事处，建立了国际化营销网络。公司以包头工厂为主面向国内市场，以太仓工厂为主面向海外市场，以丹麦工厂为主面向欧洲市场，建立了全球领先的国际化工厂布局。公司在把握行业发展趋势、快速响应市场客户需求和持续提升产品国际化市场份额方面具有明显优势。

公司是国内唯一一家同时取得Vestas、GE、Siemens、Gamesa、Alstom、Hitachi、Areva等多家业内领先风电整机制造商全球风塔合格供应商资格认证的公司。公司已通过ISO9001、ISO 14001、OSHAS18001（GB/T 28001）体系认证、欧盟CE认证、德国DIN18800-7 E级钢结构产品认证、ISO 3834金属材料熔化焊认证、欧盟EN1090-1/EN1090-2（EXC3）钢结构认证、加拿大CWB焊接认证、日本交通省大臣H等级钢结构认证等企业质量管理相关的认证，在风塔产品参与国际合作方面具有明显的认证优势。公司产品质量稳定可靠，深受国内外客户的一致好评。

总体上看，公司主营业务规模较大，业务布局合理。同时公司积极布局国际市场，善于把握发展契机，具有一定的前瞻性。

2. 技术水平

公司一直重视技术研发和科技创新，2012~2014年，公司研发投入占营业收入比例分别为3.36%、3.57%和4.41%。通过多年的技术创新，公司已掌握多项风塔生产制造核心技术工艺，“海上风塔制作辅助支撑”、“风塔门板喷砂、喷漆工装”、“法兰组对工装”等38项实用新型专利获得国家知识产权局的正式授权，“数控火焰切割钢板支撑胎架”、“一种交直流双丝焊接操作控制器”等4项发明专利已经获得国家知识产权局的正式受理。同时，公司建立了专业化海上风塔生产基地，通过深入开展对海上风电塔架的技术特点和质量要求的研究，积累了较为丰富的海上风塔设计和生产经验，在海上风塔领域取得了业内先发优势。通过不断技术创新，与国内外竞争对手相比，公司在2.5兆瓦及以上大功率风塔制造领域具有较强的技术工艺优势。

公司已掌握无碳刨焊接工艺、双弧双丝埋弧焊接工艺、门框与塔节板焊接位置手动埋弧焊接工艺、工艺装备设计及应用等几大风塔生产制造核心技术工艺，在风塔焊接、涂装防腐等领域处于行业内领先水平，并自主研发开发出多类有助于提高生产效率、保障产品质量的工艺装备。

公司专门设立有产品工程中心和质管中心，下设技术工艺部、现场工艺部、质量保证部、焊

接实验室、涂装实验室等部门，负责技术工艺研发和质量控制。技术质管中心还配备了包括工作站、大型数控卷板机和激光检测设备在内的研发和测试装备，用于风塔产品研发、工艺技术改造和产品试制。

总体上看，公司的风塔生产技术工艺先进，具有较强的行业竞争力。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员3人，包括董事长兼总经理1人、副总经理1人、财务总监1人。

公司董事长兼总经理严俊旭先生，1969年出生，毕业于上海海运学院（现为上海海事大学），本科学历。曾任上海荣航企业发展有限公司经理、上海安顺船务企业有限公司总经理，2005年起任公司董事、总经理等职。现任公司董事长、总经理，兼任上海安顺船务企业有限公司董事长、新利创业投资（上海）有限公司董事长、沈阳天顺金属有限公司董事长、天顺（连云港）金属制品有限公司董事长、包头天顺风电设备有限公司执行董事、Titan Wind Energy (Singapore) Pte.Ltd. 执行董事、太仓天达投资管理有限公司执行董事等职。

公司财务总监刘明生先生，1977年出生，大学本科学历，注册会计师。曾任安徽中鼎密封件股份有限公司财务总监。

截至2015年9月底，公司拥有在职员工605人，按学历结构划分，本科及以上学历占24.96%，大专及以下学历占75.04%；按职能划分，管理人员占27.60%，生产人员占比54.88%，销售人员占比5.45%，研发人员占比12.07%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，员工素质符合公司所处行业特点，并能满足公司日常经营所需。

五、公司管理

1. 公司治理

根据《公司法》、《证券法》、《公司章程》等有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构。

根据最新的《公司章程》，股东大会是公司权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。股东大会由董事会依法召集，由董事长主持。

公司董事会成员6人，由股东会选举产生，董事任期3年，任期届满，可连选连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。董事会设董事长1人，独立董事3人。董事长为公司法定代表人，对公司股东会负责。公司设立监事会，监事会由全体监事组成，其成员为3人。监事会主席1名，职工监事1名。监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

总体看，公司作为上市公司，拥有较为完善的法人治理结构，运行较为规范。

2. 管理制度

截至2015年9月底，公司本部下设人力资源中心、财务中心、营销中心、供应链中心、产品工程中心、质管中心、生产运营中心7个职能部门。公司纳入合并范围内子公司19家，拥有在册员工605人。公司各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部管理工作。其中较为重要的制度包括生产管理制度、财务管理制度、采购管理制度、对外担保制度和下属子公司的管理制度等方面。

公司高度重视生产的安全质量管理，制定了《质量、环境和职业健康安全手册》、《环境因素识别与评价程序》、《危险源的识别与评价程序》、《设施与工作环境控制程序》、《产品搬运、包装和储存管理控制程序》、《不合格品控制程序》等制度。公司不断加强安全生产管理体系建设，增强员工安全生产意识；制定安全生产应急预案，完善事故防范机制；加强安全工作检查力度，着力抓好主要危险源点和要害部位的安全管理工作，保障公司生产运营安全。

财务管理方面，公司制定了《货币资金管理办法》、《银行融资管理规定》、《外汇管理办法》、《出口退税操作流程》、《资本性支出管理办法》等制度，提高财务管理效率，同时也提高了资金和资产的使用效率，降低财务成本，防范了财务风险。公司资金实行集中管理，大额资金支付及融资均须按照规定事前审批，由财务部门统一安排融资渠道，控制财务风险；公司财务会计部对各子公司财务工作统一进行管理。

采购管理方面，公司制定了《采购控制程序》、《供方评定控制程序》、《存货管理规定》、《采购控制程序》等制度。公司对原材料实行集中招标采购，集中供应，有效利用资源，增强采购价格话语权；同时，公司采购部通过对供应商进行产品质量等各项考核，实现对供应商平台的有效管理，确保平台内供应商持续向公司提供合格的产品和满意的服务。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》。公司对外担保的主办部门为公司财务部，法律顾问协助办理。财务部以书面报告，经总经理同意后，提交董事会审议。董事会审议担保事项时，应经出席董事会会议的三分之二以上董事审议同意并经全体独立董事三分之二以上同意。

对下属控股子公司的管理和控制方面，公司制定《子公司管理制度》。一方面通过委派高层领导，实现对子公司运营的控制，另一方面，子公司及时向公司董事会秘书报送其董事会决议、股东大会决议等重要文件，并就以下重大事项报告公司董事会：收购出售资产行为；对外投资行为；担保事项；重大诉讼、仲裁事项；重大合同（借贷、委托经营、委托理财、赠予、承包、租赁等）的订立、变更和终止等。

总体来看，作为上市公司，公司建立了完善的基本管理制度，并形成良好的管理机制；公司管理较规范看，对下属公司管理和控制能力强，整体管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营的业务主要是风塔制造业务。2012~2014年，公司营业收入分别为123,155.92万元、129,072.94万元和140,231.89万元，净利润分别为17,103.12万元、17,248.71万元和17,483.95万元，均呈逐年上升趋势。

公司收入主要来源于风塔销售收入。公司主营业务突出，2012~2014年主营业务收入占营业收入的比重分别为96.25%、94.22%和98.90%；2012~2014年，公司主营业务收入及构成如下表所示。

表2 公司2012~2014年营业收入及其构成和毛利率情况 单位：万元、%

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风塔	114,085.73	96.24	24.72	119,505.41	98.27	22.76	136,185.95	98.20	22.38
风塔零部件	4,454.65	3.76	30.11	2,103.70	1.73	36.75	2,502.25	1.80	8.28

合计	118,540.37	100.00	24.92	121,609.11	100.00	23.00	138,688.20	100.00	22.12
----	------------	--------	-------	------------	--------	-------	------------	--------	-------

资料来源：公司提供、联合评级整理

2012~2014年，公司主营业务收入逐年递增，年均复合增长8.16%；2014年，公司主营业务收入138,688.20万元，较2013年增长14.04%，系行业强劲增长，公司市场开拓较好，主营产品订单增加所致。从主营业务收入构成来看，风塔业务是公司主营业务收入的主要来源，2014年风塔业务收入占主营业务收入的比重为98.20%。具体来看，2012~2014年，公司风塔业务收入逐年增加，年均复合增长9.26%，系公司大力拓展欧洲和亚洲等地新能源市场以及国内中高端市场，产品的销售量和销售额持续稳定增长所致；2014年，公司风塔业务收入136,185.95万元，较2013年增长13.96%，主要系首发募投项目海上风塔生产基地产能逐渐释放以及市场开拓顺利所致。

从毛利率情况来看，2012~2014年，公司主营业务毛利率略有下降，由2012年的24.67%下降至2014年的22.12%。2012~2014年，公司风塔产品毛利率水平略有下降，由2012年的24.72%下降至2014年的22.38%，主要系公司上市募投项目海上风塔生产基地处于产品试生产阶段，试制新产品较多，导致生产成本增加致使毛利率有所下降所致。

2015年1~9月，公司实现营业收入153,429.12万元，是2014年全年营业收入的1.08倍；其中，风塔业务实现收入147,347.48万元，是2014年全年风塔业务收入的1.09倍，主要系风电行业国内外市场繁荣，公司订单大增所致。2015年1~9月，风塔销售数量229,037吨，是2014年全年销售量的124.53%。2015年1~9月，风塔业务毛利率为27.32%，较2014年上升4.94个百分点，主要系产销量大幅增长形成规模效应及主要原材料钢材价格下降所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，主业突出，毛利率基本保持稳定，主营业务盈利规模保持较高水平。

2. 风塔业务

公司主要生产的风塔产品包括陆上风塔和海上风塔；公司风塔为风电产业当前和未来发展的主流塔型，主要规格为：高度在78~110米之间，陆上装载风机功率1.5MW以上，海上风塔以5.0MW、6.0MW和8.0MW为主。此外，公司还生产风塔门框、托架等相关零部件，并单独销售。公司作为国内领先的风塔专业生产商，产品主要销售给Vestas、GE等全球大型风电整机厂商和国内领先的风电投资商，是国内同时获得Vestas、GE和Siemens全球风塔合格供应商资格认证的唯一一家公司，生产规模和产品质量在行业内均位居前列。

（1）原料采购

公司的采购模式为自主采购，采购的主要原辅材料包括钢板、法兰、焊材、油漆、内件等。根据采购物品的不同，公司采用不同的采购方式，主要包括招标采购、市场比质比价采购、客户指定供应商等。

在成本控制方面，公司集中组织对各工厂钢板、法兰、焊材、油漆等大宗原材料需求的采购商务谈判和采购协议的签订，通过规模采购获得更大的价格优惠。采购部门一般按照ERP系统中根据销售订单生成的采购计划下达采购订单，以减少资金占用和库存闲置风险。公司一般对同一种原材料选择至少3家合格供应商负责供货，在采购时公司会在满足质量要求的合格供应商中进行比价采购。

公司采用ERP系统，从物料需求计划、采购申请、订单维护、进货检验、采购付款到供应商评估等全过程进行业务流、物流、资金流和信息流的有序管控。公司通过优化物流管理确定最佳采购和储存批量，改进工艺路线和提高采购效率，合理压缩期间费用的开支；同时，公司面向公

开市场进行采购的同时力求与优质企业建立长期战略合作伙伴关系，如南京钢铁股份有限公司、江阴兴澄特种钢铁有限公司等，太仓工厂与南京地理位置距离较近，采购物流成本较低，以保证原材料的供应和价格的有效控制。

在供应商管理方面，对于原材料的采购，公司由技术工艺部、质量保证部和质检部组成供应商评定小组对供应商进行评价和质量评审，建立合格供应商名单，每年对合格供应商进行综合评定。对合格供应商的认定，公司实现质量一票否决制。

公司近三年的采购产品情况如下表所示，其主要采购原料为钢材，2012~2014年，钢材成本占公司主营业务成本的比例分别为51.65%、48.78%和45.63%，是公司主营业务成本的主要构成部分。

国内的钢铁行业发展比较成熟，风塔生产使用的特种钢板的供给充足。近几年，钢材等原材料价格下降明显，公司原材料采购价格随之下降。面对重要原材料采购价格的波动，公司采取了集中采购模式，增加公司的议价能力，降低相关原材料的采购价格；同时，通过不断完善工艺流程，提高生产效率的方式来降低成本。

表3 天顺风能近三年风塔产品采购情况 单位：万元、%、吨、万元/吨

主营业务成本 名称	近三年 占比	2012年			2013年			2014年		
		采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量	采购金额	均价	采购量
钢板	48.49	38,453.76	0.43	89,892.43	39,445.57	0.37	108,014.72	43,219.65	0.34	126,061.47
其他	51.51	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	100.00	78,976.71	--	--	81,013.70	--	--	88,764.94	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：1、占比为三年平均值。2、其他是指法兰、零部件等。

从采购区域来看，公司采购的钢材和法兰主要来自于江苏、山东等地。在采购结算方面，公司通常需要支付一定比例的预付款（一般为30%）。

如下表所示，公司近三年前5大供应商采购占比基本维持在50%左右，公司供应商较为集中。最近三年公司与主要供应商始终保持良好稳定的合作关系，不存在向单个供应商的采购比例超过总额的50%或严重依赖于少数供应商的情形。

表4 近三年天顺风能前5大采购客户情况 单位：万元、%

年份	序号	供应商	采购金额	采购占比
2012年	1	南京钢铁股份有限公司	22,223.53	29.95
	2	内蒙古乾方钢铁资源有限责任公司	5,161.53	6.96
	3	南京冶德钢铁有限公司	4,799.85	6.47
	4	鞍钢股份有限公司	3,846.61	5.18
	5	平山重工（大连）有限公司	3,449.00	4.65
		合计	39,480.53	53.21
2013年	1	南京钢铁股份有限公司	26,394.88	36.14
	2	维斯塔斯风力技术（中国）有限公司	6,932.76	9.49
	3	南京冶德钢铁有限公司	4,017.97	5.50
	4	江阴兴澄特种钢铁有限公司	3,993.40	5.47
	5	Gardit A/S	2,545.29	3.49
		合计	43,884.30	60.09
2014年	1	南京钢铁股份有限公司	17,530.99	18.38
	2	江阴兴澄特种钢铁有限公司	12,405.45	13.01
	3	维斯塔斯风力技术（中国）有限公司	6,577.63	6.90

年份	序号	供应商	采购金额	采购占比
	4	山东伊莱特重工有限公司	6,294.62	6.60
	5	启东和稳钢结构工程服务有限公司	3,405.66	3.57
		合计	46,214.35	48.46

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司按照生产需求实施统一采购保证了其原材料库存储备量处于安全、合理的状态；公司采购渠道畅通，与主要供应商建立了良好的合作；钢材成本在公司主营业务成本中占比较大，公司通过集中采购增强对钢材供货商的议价能力。

（2）产品生产

公司以太仓工厂为主面向海外市场，以包头工厂为主面向国内市场，以丹麦工厂为主面向欧洲市场，建立了全球领先的国际化工厂布局。2014年，公司太仓工厂设计产能为176,579吨（太仓新区生产基地40,000吨和太仓港区海上风塔生产基地136,579吨），包头工厂设计产能为60,000吨和欧洲丹麦工厂设计产能45,000吨。

公司风塔生产流程中主要包括切割、卷圆、装配、焊接、涂装、内件安装等环节，对生产的焊接工艺、防腐工艺以及整个生产过程中的质量控制要求较高。在生产加工环节，公司成功实施ERP系统，将企业管理流程和制度固化到信息化管理系统之中，实现了企业产供销、人财物各环节所有资源有机集成，提高了公司管理效率，降低了公司的管理成本；公司在风塔焊接、涂装防腐等领域处于行业内领先水平，钢板坡口切割装置、钢板坡口切割工装导轨、风塔底法兰焊接工装、塔体内钟摆安装工装等多项专利的应用，提高了公司产品的生产效率，降低了公司的生产成本。

公司采取以销定产的生产模式，根据客户的产品需求，与客户商定产品价格、数量、交货期等合同的具体条款。与客户签订合同后，公司根据客户提出的产品技术要求，对产品技术图纸进行分解，并按照客户的特殊需求调整工艺方案，然后根据产品交货期组织采购、生产、交货。

2012年~2014年，公司风塔产品的实际产量、产能如下表所示。近年来，风塔生产的产能呈上升趋势，主要系公司上市募投项目海上风塔生产基地投产所致；公司风塔产能利用率呈逐年下降趋势，从2012年的83.04%下降至2014年的64.12%，主要系公司上市募投项目海上风塔生产基地投产产能大幅提高导致公司整体的产能利用逐步下降。2014年公司产能利用率低主要系：公司募投项目海上风塔生产基地刚刚投产，进行客户合格供应商审核以及新产品试制较多所致。2015年1~9月，随着国内市场需求旺盛、太仓港区海上风塔生产基地产能大量释放，公司整体产能利用率较高。

风塔产量近三年增长较大，主要系公司积极开拓国内外市场，订单承接大幅提升以及新工厂产能逐步释放所致。

表5 公司近三年主要产品产能利用率情况 单位：吨、%

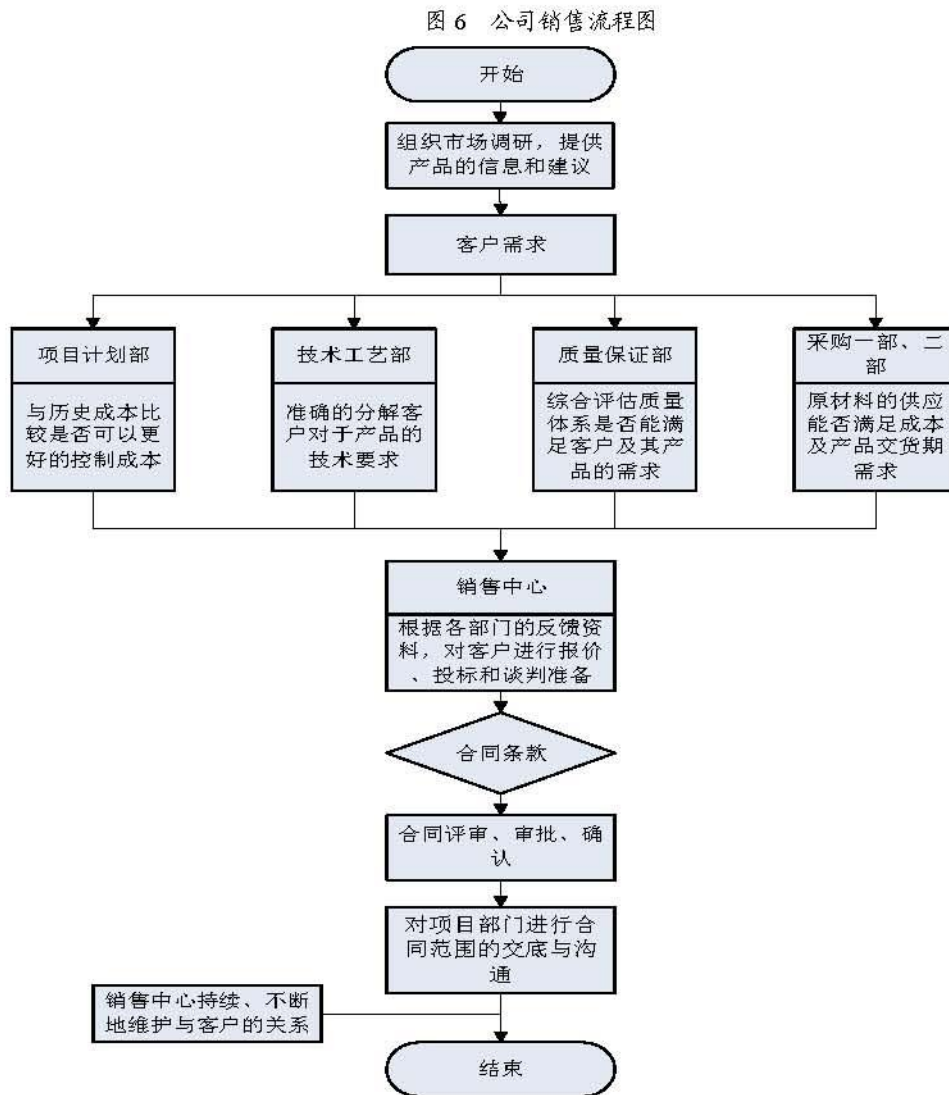
年度	产品	设计产能	产量	产能利用率
2012年度	风塔	145,000.00	120,407.00	83.04
2013年度	风塔	165,000.00	128,832.00	78.08
2014年度	风塔	281,579.00	180,547.00	64.12

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司设计产能较高，产量逐年提升。

(3) 产品销售

公司面对的国际客户主要为Vestas、GE、Siemens等整机生产商，国内客户主要为国内大型电力集团及其他风电场投资人。Vestas与公司签订了《5年采购供应战略合作框架协议》，在合作意向书框架下，Vestas根据自身的风塔需求和公司签订具体的订单，包括产品数量、价格、交货期等；而GE则直接以订单的方式向公司采购风塔。公司目前已有四家工厂，分别地处太仓新区、太仓港区、包头和丹麦。太仓工厂风塔产品主要用于出口，包头工厂主要辐射国内内蒙古和东北风电基地，丹麦工厂主要销售欧洲，均充分考虑风塔产品的运输半径，可有效节约运输、销售和技术服务成本。公司的销售流程如下图所示：



资料来源：公司提供

从销售区域来看，天顺风能产品销售以国外市场为主，销售地区由风电整机厂商承接项目所在地决定；公司产品销往欧洲最多，其次是新兴市场如：南美、非洲和东南亚。今年来国内需求旺盛，来自境外的收入占比略有下降，分别为81.02%、73.19%和72.08%。2013年2月8日，美国国际贸易委员会裁决进口自中国及越南的大型风塔产品对美国国内产业造成了实质损害或实质损害威胁，随后美国商务部正式公布了反倾销和反补贴税令。从2013年起，公司来自美国的收入下降，目标转为大力拓展欧洲、非洲和亚洲等地新能源市场，产品出口的销售量和销售金额保持持续稳

定增长。由于公司海外销售业务占比较大，公司可能存在一定的汇率波动风险。为此，公司采取了如下措施：公司在签署出口销售合同确定价款时采用的报价原则是以人民币计价，然后根据银行提供的付款期所在月远期外汇汇率，作为出口销售合同的基础汇率，将相应的人民币报价折算为外币报价，形成最终的外币合同价款，因此，公司报价过程中已体现了远期外汇汇率的变动。此外，公司开展了远期外汇结售汇业务，根据客户订单约定的交货期，与银行签订远期外汇结售汇合同，锁定应收外币货款回笼期的外汇汇率。

在销售渠道方面，公司以江苏太仓为总部，在比利时和美国设立办事处，在欧洲建设了风塔制造工厂，通过太仓、丹麦、比利时、美国四个网点建立了国际化营销网络。

近年来，国内风电行业的高速发展，风电装机容量快速增长，公司开发了华能集团、东方电气、中水电、金风科技等国内领先风电开发商，使得来自国内收入逐年递增，从2012年占比18.98%上升到2015年1~9月的42.57%，提升了在国内风电设备制造行业的影响力。主营业务收入按地区划分如下表所示：

表6 2012~2015年三季度公司销售情况 单位：万元、%

主要地区	2012年		2013年		2014年		2015年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	96,046.85	81.02	89,010.34	73.19	99,967.93	72.08	86,768.36	57.43
其中：美洲	69,873.17	58.94	27,311.36	22.46	21,087.41	15.20	18,737.55	12.40
欧洲	17,191.36	14.50	45,563.12	37.47	58,857.43	42.44	49,750.37	32.93
亚洲	8,982.32	7.58	10,660.88	8.77	11,241.60	8.11	7,320.72	4.85
非洲	--	--	5,474.98	--	5,894.01	4.25	10,477.89	6.93
澳洲	--	--	--	--	2,887.47	2.08	481.83	0.32
国内	22,493.52	18.98	32,598.77	26.81	38,720.27	27.92	64,324.16	42.57
合计	118,540.37	100.00	121,609.11	100.00	138,688.20	100.00	151,092.52	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

近三年，公司主要产品产销情况如下表所示。近三年，公司风塔销售量逐年增长，主要原因系公司积极开拓国内外市场，品牌获得主要客户认可所致。销售价格上，公司风塔销售平均价格逐年下降，主要系钢材等原材料价格下降所致。2015年1~9月，公司风塔产量和销售量分别为224,571吨和229,037吨，产销率为101.99%。整体上，公司产销情况较好。

表7 2012~2015年9月公司产销情况 单位：吨、%、万元/吨

产品		2012年	2013年	2014年
风塔	产量	120,407.00	128,832.00	180,547.00
	销量	110,135.00	146,854.00	183,919.00
	产销率	91.47	113.99	101.87
	销售均价	1.08	0.83	0.75

资料来源：公司提供

公司近三年销售客户情况如下表所示，前五大客户集中度较高。公司主要销售客户为Vestas和GE两大公司，2012~2014年，公司对两大客户的合并销售收入占当期营业收入的比例分别为73.76%、63.49%和61.39%，存在对Vestas和GE两大风电巨头公司销售收入占比较高的风险。目前公司客户主要为全球风电行业标杆企业，整体商业信用较好，公司与Vestas、GE未发生坏账情况，且账龄都在1年以内。

在新增装机容量方面，全球前十大风电整机生产商占据绝大多数的市场份额，其中Vestas和GE约占21%的市场份额。Vestas和GE对其风塔供应商采用严格的供应商认证制度，对风塔供应商的质量保证、产能、供货速度、研发能力以及供应商相关人员的国际化程度要求很高。公司是国内唯一一家同时获得Vestas、GE和Siemens等全球领先风塔合格供应商资格认证的公司，经过多年的合作，公司已与Vestas、GE和Siemens等销售客户形成了较为稳定的合作关系。上述风塔销售市场的市场特性和供应商认证制度的存在导致公司销售客户较为集中。

表 8 近三年天顺风能前 5 大销售客户情况 单位：万元、%

年份	序号	销售客户	销售金额	销售占比
2012 年	1	GE	50,739.36	41.20
	2	Vestas	40,099.51	32.56
	3	龙源灵武风力发电有限公司	4,019.53	3.26
	4	内蒙古贵邦圣誉风力发电有限公司	3,703.85	3.01
	5	通用哈电风能（沈阳）有限公司	3,284.12	2.67
			合计	101,846.37
2013 年	1	Vestas	72,022.66	55.80
	2	GE	9,927.98	7.69
	3	Siemens Wind Power A/S	7,456.69	5.78
	4	扬州擎宇物资有限公司	5,942.24	4.60
	5	国华（神木）新能源有限公司	3,503.08	2.71
			合计	98,852.65
2014 年	1	Vestas	80,991.58	57.76
	2	Siemens Wind Power A/S	6,748.71	4.81
	3	GE	5,085.15	3.63
	4	Gamesa Eolica SLU	3,693.24	2.63
	5	国华（神木）新能源有限公司	3,493.61	2.49
			合计	100,012.28

资料来源：公司提供

在销售结算方面，公司采取先发货后收款的方式，一般账期在3至4个月。

总体看，公司风塔销售以销定产为主，近年来钢材等原材料价格下降明显，公司风塔产品销售价格相应有所降低；风塔销售市场的市场特性和供应商认证制度的存在导致公司销售客户较为集中；产品销售以国外市场为主，随着国内市场风电设备市场明显回升，公司国内市场的收入逐年递增。

3. 风电场业务

风电场开发和运营业务是公司未来重点发展方向。公司在 2012 年介入风电场开发领域，将北京天顺风能科技有限公司作为公司风电场投资的平台，储备了吉林白城和广西上思的两个 50 兆瓦项目。2014 年 1 月，公司与北京宣力投资有限公司共同出资设立宣力节能环保投资控股有限公司（以下简称“宣力控股”），其中公司持有宣力控股 40% 股权。宣力控股的发展目标是成为国内领先的从事多元化清洁能源和节能环保产业投资及运营管理的专业公司。2015 年 1 月，公司收购宣力控股的全部剩余的股权，并制定了未来 5 年内完成 200 万千瓦清洁能源项目装机规模的战略。

2015 年，公司与北京天源科创风电技术有限责任公司（新疆金风科技股份有限公司子公司）就哈密三塘湖 30 万千瓦风电项目签订了 EPC 合同，哈密风电场已经实现并网发电，享受调整前

标杆电价，预计 2016 年项目整体投入运营。

在项目储备上，在能源局颁布的十二五第五批风电场核准计划中，公司列入计划的项目总计约 40 万千瓦左右，其中 3 个项目作为非公开发行 A 股股票募投项目，以保障 2016 年的新增装机规模。

总体看，公司加快推进风电场开发和运营进度，在手项目储备资源充足、潜力巨大，后续发展需要大量资金的支持。

4. 在建和拟建项目情况

公司未来投资规划项目合计 7 个，总投资 61.80 亿元，截至 2015 年 9 月底，已完成投资 7.10 亿元，未来还需投资 54.70 亿元，公司存在较大的对外融资压力。

目前公司在建项目如下表所示：

表 9 公司在建项目情况 单位：MW、万元

项目名称	项目情况介绍	预计装机容量	计划投资	截至 2015 年 9 月底已完成投资	计划投资金额		
					2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年
哈密风电	哈密十三师三塘湖 30 万千瓦整装风电工程	300	210,000	56,000	50,000	84,000	20,000
广西上思	广顺上思四方岭风电场一期工程	50	40,000	620	25	60	60
白城天成	吉林白城查干浩特风电场一期工程	50	40,000	326	11	40	40
菏泽广顺	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场	80	69,000	1	10	61,989	7,000
鄆城广顺	宣力新能源菏泽鄆城左营风电场项目	150	127,000	1	2	111,997	15,000
济源天顺	宣力新能源济源王屋长树岭风电场项目	50	45,000	--	5	40	40
南阳广顺	宣力新能源南阳桐柏歇马岭风电场项目	100	87,000	12	26	41,962	45,000
合计		780	618,000	70,960	50,079	300,088	87,140

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目和拟建项目投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

5. 经营效率

2012~2014 年，公司应收账款、营业收入的复合增长率分别为 40.62%和 6.71%，营业收入增长率低于应收账款增长率。受此影响，公司应收账款周转次数分别为 4.86 次、3.44 次和 2.82 次，呈持续下降态势。2012~2014 年公司存货周转次数分别为 2.53 次、3.54 次和 3.63 次，呈现逐年提

高趋势；随着公司资产规模的扩大，总资产周转次数呈现逐年下降态势，2012~2014年分别为0.53次、0.49次和0.48次。

从同行业上市公司比较情况看，公司总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率均行业中上水平，整体经营效率较好。

表10 2014年同类上市公司经营效率比较情况 单位：次

证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
泰胜风能(300129)	0.56	3.06	2.25
金风科技(002202)	0.43	1.67	3.91
吉鑫科技(601218)	0.42	1.35	3.35
湘电股份(600416)	0.48	1.12	2.03
华仪电气(600290)	0.37	0.89	3.30
华锐风电(601558)	0.17	0.44	0.49
行业平均	0.42	1.63	2.71
天顺风能(002531)	0.47	2.89	3.63

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营运作水平较好。

6. 经营关注

(1) 风塔产品销售以国外市场为主，存在汇率波动风险和国际贸易壁垒风险。由于公司出口业务占比较大，公司若不能采取有效应对汇率波动的措施，汇率变化可能对公司营业收入产生一定的不利影响；由于发达国家国际贸易保护主义，美国对中国输美风塔产品征收高额双反关税，公司在未来一段时间内依然存在无法将国内生产的风塔产品直接销往美国市场的风险。

(2) 风塔销售市场的市场特性和供应商认证制度的存在，导致公司风塔销售客户集中度较高。在新增装机容量方面，全球前十大风电整机生产商占据绝大多数的市场份额，其中Vestas和GE约占21%的市场份额。Vestas和GE对其风塔供应商采用严格的供应商认证制度，经过多年的合作，公司已与Vestas和GE等销售客户形成了较为稳定的合作关系。

(3) 公司重点发展方向是风电场开发和运营，公司风电场项目的投资建设及后续发展，需要项目储备和资金等方面支持。公司在建和拟建风电场项目投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

总体看，汇率波动、国际贸易壁垒、风塔销售客户集中度较高、在建和拟建风电场项目投资规模较大等因素可能会对公司经营造成一定程度的影响。

7. 重要事项

2015年6月，公司第二届董事会2015年第九次临时会议通过非公开发行A股股票预案，拟以不低于14.70元/股的价格非公开发行不超过1.36亿股，募集资金不超过20亿元，其中16亿元投资3个合计33万千瓦风电场（“宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目”、“宣力新能源南阳桐柏歌马岭风电场项目”、“宣力新能源菏泽牡丹李村风电场项目”），4亿元补充流动资金。该3个风电场位于山东与河南等中东部地区，目前“宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目”、“宣力新能源菏泽牡丹李村风电场项目”已获发改委核准，并网许可正在办理中；“宣力新能源南阳桐

柏歇马岭风电场项目”的相关批复和核准正在办理中。2015年12月14日，公司第二届董事会2015年第十八次临时会议审议通过《关于公司非公开发行A股股票预案（修订稿）的议案》等议案。公司本次非公开发行股票将于2015年12月30日提交股东大会审议，尚需取得中国证监会的核准。

公司本次非公开发行能否取得中国证监会的核准以及最终取得中国证监会核准的时间均存在一定的不确定性。如果公司本次非公开发行股票不能顺利实施，则可能对公司的新能源发展战略造成一定的影响，但公司仍将积极采取其他方式继续推动公司的新能源布局。

8. 未来发展

公司提出“2531”战略，力争到2030年，公司净资产达到200亿元，总资产500亿元，净利润30亿元，市值1,000亿元。

公司设立了新能源设备、新能源开发、投融资三大事业群。

新能源设备事业群：立足新能源领域，不断研发新工艺、新技术，保证高质量、低成本、及时交付的定制产品服务能力；在大型陆上风塔、海上风塔等领域建立世界一流品牌优势；依托公司客户资源优势，全力打造满足客户需求的新能源设备零部件供应链平台；新能源设备事业群制定了用5年时间到2020年实现销售收入达到60亿元的“560”发展目标。

新能源开发事业群：推进公司清洁能源和节能环保项目的投资开发与运营。新能源投资开发是公司未来发展的重要组成部分，通过整合内外部资源，完善功能架构和组织架构，加大人员和资金资源配置，加快新能源项目前期开发。未来五年，公司计划实现200万千瓦的新能源项目装机容量。

投融资事业群：苏州天利投资有限公司（以下简称“天利投资”）为公司专业化投融资平台，重点开展产业投资，适度开展财务投资，适时布局新型金融服务，拓展公司持续发展商机。未来，天利投资将利用10亿元的滚动投资，以节能环保、新材料、新技术和金融服务等新兴产业为主要投资方向。公司将进一步完善功能架构和制度建设，充实专业化投资团队，努力做好风险管控和投后管理，并积极推进产业投资项目开发和筛选，为公司后续产业发展提供必要的投资项目储备。

总体看，公司立足新能源设备制造领域，推进新能源投资开发与运营，未来发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014年度合并财务报表已经华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留的审计意见。2015年第三季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

从合并范围变化来看，2012年，公司通过投资新设天顺风能（新加坡）有限公司。2013年，公司新增苏州天顺新能源科技有限公司、北京天顺风能科技有限公司等7家子或孙公司。2014年，公司通过对价出售，不再将北京天顺风能科技有限公司纳入合并报表编制范围。总体看，近年来，公司合并范围新增子公司数量和整体规模较小，财务数据可比性较好。

截至2014年底，公司合并资产总额297,214.22万元，负债合计95,466.97万元，所有者权益（含少数股东权益）201,747.25万元。2014年公司实现合并营业收入140,231.89万元，净利润（含少数股东损益）174,83.95万元，其中归属于母公司所有者的净利润为17,488.63万元；经营活动产生的现金流量净额16,560.37万元，现金及现金等价物净增加额-13,278.22万元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 469,116.64 万元，负债总额 254,816.44 万元，所有者权益（含少数股东权益）214,300.20 万元。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 153,429.12 万元，净利润（含少数股东损益）23,658.65 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 23,555.08 万元；经营活动产生的现金流量净额 12,742.92 万元，现金及现金等价物净增加额 12,625.21 万元。

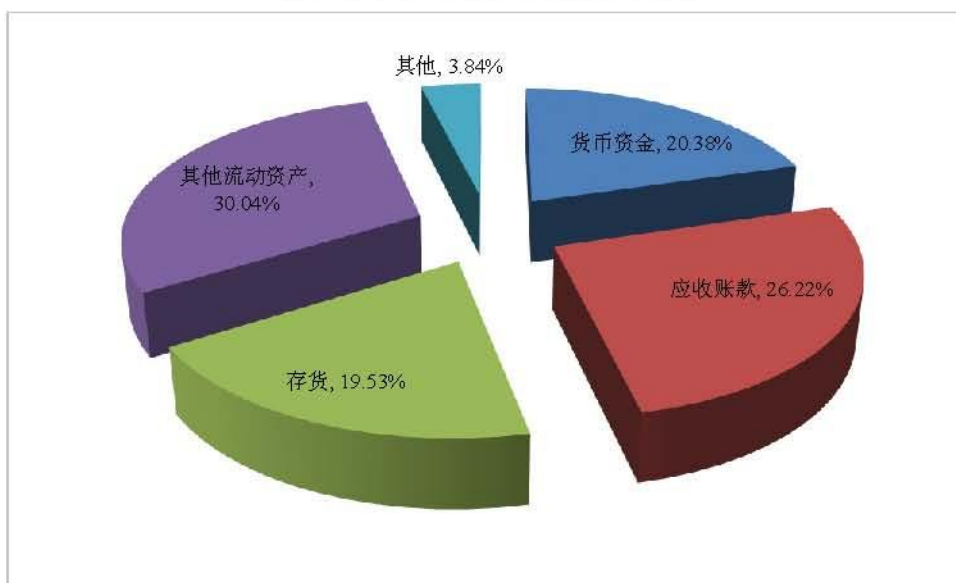
2. 资产质量

2012~2014 年，随着经营规模的不断扩大，公司资产规模逐年增加，年均复合增长率为 12.87%，主要系公司非流动资产增长较快所致。截至 2014 年底，公司资产总额为 297,214.22 万元，较年初增长了 1.51%，其中流动资产占比 60.61%，非流动资产占比 39.39%。

流动资产

近三年，随着经营规模的扩大，公司经营类应收项目、存货等不断增长，带动公司流动资产不断增长，年均复合增长率为 6.37%。截至 2014 年底，公司流动资产共计 180,154.21 万元，较年初下降 1.16%，主要源自于货币资金和应收利息的减少。公司流动资产以货币资金（占比 20.38%）、应收账款（占比 26.22%）、存货（占比 19.53%）和其他流动资产（占比 30.04%）为主。

图 7 截至 2014 年末公司流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年，公司经营规模有所增长，应收账款和其他应收账款增加，而公司货币资金出现下降，年均复合增长率为-36.56%。截至 2014 年底，公司货币资金为 36,710.45 万元，较上年末下降了 26.33%，主要系公司对外股权投资增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 97.40%）和其他货币资金（占比 2.57%）构成。公司货币资金中合计有 939.67 万元属于银行承兑汇票保证金和诉讼保证金，占年末货币资金余额的 2.56%。

近三年，随着风力发电塔架及其相关产品的生产、销售规模扩大，公司应收账款总体呈上升态势，年均复合增长 40.62%。截至 2014 年底，公司应收账款为 47,240.38 万元，较上年末下降了 0.92%，主要系公司加强应收账款管理，销售款回笼情况较好所致。从账龄法分析来看，截至 2014 年底，公司应收款项账龄在 1 年以内的金额为 43,709.31 万元，占比 87.09%，对公司的营运资金形成一定程度的占用。前五名欠款企业总计占应收账款总额的 69.17%，账龄均为 1 年以内，集中

度较高。公司对应收账款已累计计提 3,110.90 万元坏账准备，应收账款坏账计提比例较高，公司坏账计提较为充分。

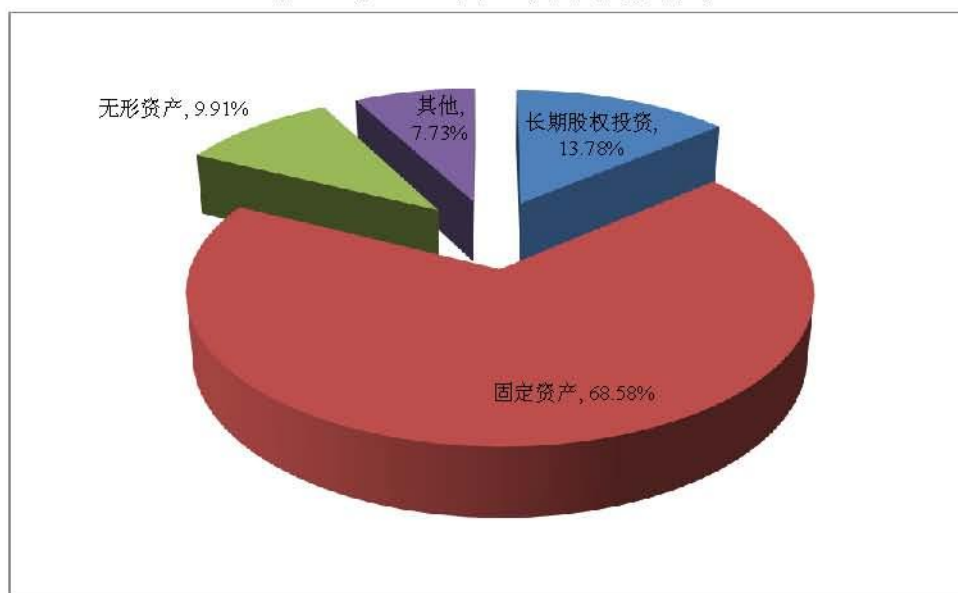
近三年，公司存货呈波动上升态势，年均复合增长 4.96%。截至 2014 年底，公司存货为 35,180.72 万元，较上年末增长 43.61%，主要原因系公司业务不断扩展增加原材料储备所致。公司存货以原材料（占比 31.11%）、在产品（占比 60.18%）、库存商品（占比 6.32%）为主。由于公司经营模式为以销定产，正常情况下库存商品不存在跌价损失。从存货跌价准备的计提情况来看，公司存货跌价准备全部针对原材料，且公司根据销售订单采购材料，原材料发生减值情况很少，截止 2014 年底，材料跌价损失金额仅 1.39 万，计提比例为 0.01%，占比较小。

近三年，公司其他流动资产大幅上升，年均复合增长 7,544.44%，主要系公司加强现金管理，购买的银行理财产品增多。截至 2014 年底，公司其他流动资产为 54,113.14 万元，较年初增长 0.30%。其中，银行理财产品余额为 48,500.00 万元，占比 89.63%。

非流动资产

近三年，随着建设项目的推进和生产规模逐步扩大，公司非流动资产呈不断上升态势，年均复合增长 25.72%。截至 2014 年底，公司非流动资产共计 117,060.01 万元，较上年末增长了 5.93%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产以固定资产（占比 68.58%）、长期股权投资（占比 13.78%）和无形资产（占比 9.91%）为主。

图 8 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年，由于在建工程持续转固，公司固定资产年均复合增长 30.70%。截至 2014 年底，公司固定资产净值为 80,275.07 万元，较上年末增长了 1.67%，主要系“3 兆瓦及以上海上风电塔架建设项目”投产转固所致。从固定资产的构成来看，截至 2014 年底，公司固定资产以房屋及建筑物（占比 56.10%）和机器设备（占比 42.60%）为主，符合公司主营业务特点。从固定资产的折旧情况来看，截至 2014 年底，公司累计折旧 15,012.78 万元，固定资产成新率为 85.96%，成新率较高。

近三年，公司长期股权投资大幅上升，主要系近年公司新增对东莞市中泰模具股份有限公司、深圳科创新源工业材料有限公司和宣力控股的股权投资所致。截至 2014 年底，公司长期股权投资

余额 16,125.53 万元，较上年末增长 161.45%，主要原因系本期公司新增了对宣力控股 45%的股权投资所致。

近三年，公司无形资产呈不断下降趋势，年均复合增长为-1.82%。截至 2014 年底，公司无形资产为 11,603.66 万元，较上年末下降 2.21%。由于公司无形资产主要为土地使用权（占比 99.94%），公司无形资产下降的主要原因系土地使用权的摊销所致。

截至 2015 年 9 月底，公司资产规模为 469,116.64 万元，较上年同比上升 47.75%，主要系公司其他流动资产大幅上升所致。公司流动资产占比 73.71%，非流动资产占比 26.29%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，考虑到公司货币资金占比高，应收账款回收风险较小，存货多为有明确销售合同的在产品，销售较有保障，公司整体资产质量尚可。

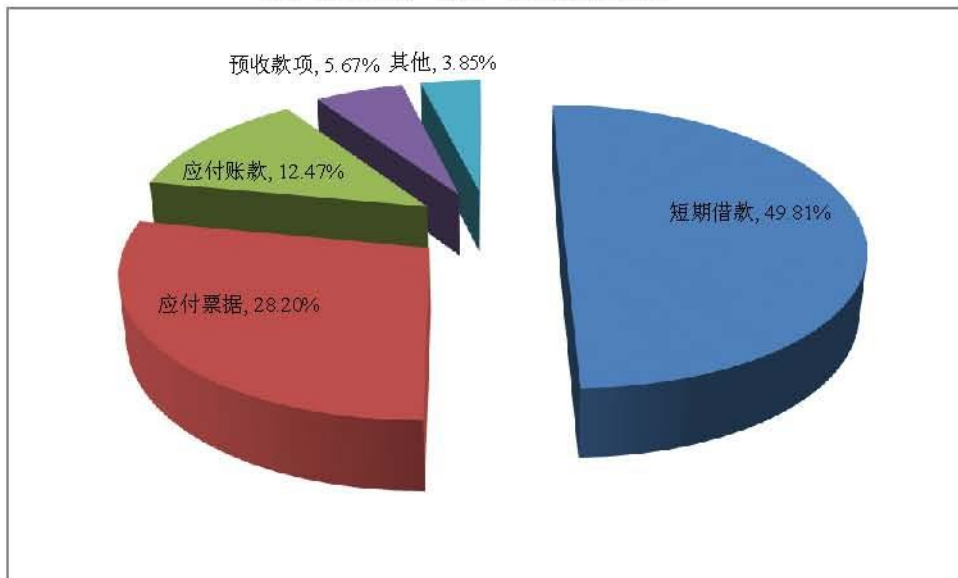
3. 负债及所有者权益

负债

随着公司经营规模扩大和建设项目增加，公司经营性负债呈波动增加态势，近三年负债年均复合增长 31.08%。截至 2014 年底，公司负债总计 95,466.97 万元，较年初下降了 8.18%，主要系流动负债下降所致。公司负债基本由流动负债构成，占比 99.37%。

近三年，公司流动负债呈波动上升趋势，年均复合增长率高达 30.67%。截至 2014 年底，公司流动负债为 94,862.83 万元，较年初下降了 8.76%，主要系短期借款和应付账款下降导致。公司流动负债以短期借款（占比 49.81%）、应付票据（占比 28.20%）和应付账款（占比 12.47%）和预收款项（占比 5.67%）为主。

图 9 截至 2014 年末公司流动负债构成



数据来源：公司年报

近三年，公司短期借款波动上涨，年均复合上涨 54.30%。截至 2014 年底，公司短期借款为 47,251.62 万元，较年初下降了 29.17%。其中，公司以 6,494.02 万美元出口商业发票为质押，取得 5,231 万美元（合计人民币 32,008.49 万元）短期借款，占比 67.74%；银行信用借款 15,243.13 万元，占比 32.26%。公司短期借款占流动负债比例较大，同时，短期借款中美元质押借款占比较大，其主要原因是公司为缓解出口货款信用期内带来的汇率变动风险，持有大了外币借款规模所致。

近三年，公司应付票据增长速度较快，年均复合增长 25.16%。截至 2014 年底，公司应付票据为 26,751.13 万元，较年初增长了 30.63%，主要系 2014 年票据成本较低，公司加大票据结算力度所致。

近三年，公司应付账款呈波动上升趋势，年均复合增长 16.74%。截至 2014 年底，公司应付账款为 11,825.32 万元，较年初下降了 18.85%，主要系应付货款下降所致。公司应付账款主要由应付货款和应付运输费构成。其中，应付货款为 9,860.12 万元，占比 83.38%，较年初下降 20.77%；应付运输费为 1,257.91 万元，占比 10.64%，较年初上涨 191.86%。从账龄上看，公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。

近三年，公司预收款项呈波动下降趋势，年均复合增长为-18.34%。截至 2014 年底，公司预收款项为 2,757.71 万元，较上年末大幅上涨 95.07%，主要系公司对部分客户在发货前收取一定比例的合同款，此外产品销量大幅上涨所致。

有息债务方面，近三年，随着公司经营规模的扩张，公司全部债务规模逐年增长，三年复合增长率 41.57%。截至 2014 年末，公司全部债务合计 74,002.75 万元，公司债务全部为短期债务，债务结构有待改善。近三年，公司资产负债率呈波动上升态势，分别为 23.82%、35.51%和 32.12%。近三年，随着公司债务规模的增长，公司全部债务资本化比率波动提高，分别为 17.20%、31.59%和 26.84%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 254,816.43 万元，较期初增长 166.92%，其中流动负债占比 69.33%，非流动负债占比 30.67%。非流动负债占比大幅上升主要系公司专项应付款大幅上升。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务合计 143,026.34 万元，较上年末上涨 93.27%，主要系公司采购金额增长，同时应付票据由 3 个月改为 6 个月所致。截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率为 54.32%，较上年末提高 22.20 个百分点，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率提高到 40.03%和 4.46%。

总体看，公司债务规模较小，公司债务负担较轻；以短期债务为主，债务结构有待改善。

所有者权益

近三年，由于利润的累积，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 6.54%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 201,747.25 万元，较年初增长了 6.85%，主要系公司以资本公积转增股本所致。其中归属于母公司所有者权益 200,366.77 万元，占比 99.32%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、未分配利润分别占比 20.54%、53.91%、0.22%、3.44%和 21.89%。公司所有者权益结构稳定性较高。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益为 214,300.20 万元，较年初上涨 6.22%。其中，归属母公司权益合计 209,196.63 万元，较年初上涨 4.41%，权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，权益结构稳定较高。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入不断提高，年均复合增长率为 6.71%。2014 年，公司实现营业收入 140,231.89 万元，同比增长 8.65%；主营业务收入 138,688.20 万元，占比 98.90%，较年初上涨 14.04%。近三年，公司营业利润较为稳定，年均复合增长下降 1.36%。2014 年公司实现营业利润 19,447.29 万元，同比下降 1.72%；实现净利润 17,483.95 万元，同比增长 1.36%。2014 年，公司归属于母公司所有者的净利润为 17,488.63 万元，同比增长 1.39%，归属于母公司所有者的净利润增长幅度略高于净利润，主要系少数股东损益本期为-4.68 万元所致。

期间费用方面，近三年随着业务范围的拓展，公司期间费用总额呈波动增长趋势，年均复合增长率为 28.32%。2014 年公司销售费用随经营规模扩大而增长，达到 4,315.18 万元，同比增长 23.73%，主要系运输费的大幅增加所致；管理费用为 8,432.92 万元，同比增长 14.44%，主要系公司固定资产折旧增加、为拓展国内外风塔务支付的各项咨询服务费用增加以及管理人员的薪酬增加所致；财务费用为 3,311.84 万元，同比增长 276.87%，主要系利用闲置资金获得的银行利息收入大幅缩减，以及本期汇率变动损失较上期扩大 13.93 倍所致。2012~2014 年公司费用收入比分别为 7.92%、6.96%和 11.45%。公司费用有所增加，费用控制能力一般。

2014 年公司收到的政府补助增长较多，营业外收入同比增长 37.06%至 820.59 万元，占同期利润总额的 4.06%，营业外收入对公司盈利贡献较小。

从盈利指标来看，2012~2014 年公司主营业务毛利率较为稳定，略有降低，分别为 24.92%、23.00%和 22.12%；同期营业利润率分别为 24.40%、22.34%和 22.47%。随着债务融资规模的扩大，公司近三年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈不断下降趋势，2014 年分别为 6.85%、7.33%和 8.95%；与上年相比分别下降了 0.57 个百分点、0.76 个百分点和 0.46 个百分点。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 153,429.12 万元，较去年同期上升 39.63%；实现净利润 23,658.65 万元，较上年同期上涨 69.24%，其中归属于母公司普通股净利润为 23,555.08 万元，较上年同期上涨 68.48%。

总体看，公司营业收入稳步提升，营业利润率稳定在较高水平，期间费用控制能力一般。

5. 现金流

从经营活动现金流看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量呈波动增长趋势，分别为 147,464.40 万元、113,431.79 万元和 164,546.75 万元，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金波动变化所致；公司经营活动产生的现金流出量呈波动上升趋势，分别为 119,181.61 万元、103,921.74 万元和 147,986.39 万元，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金上升。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈波动上升趋势，分别 28,282.79 万元、9,510.05 万元和 16,560.37 万元，公司经营活动获取现金的能力较强。2014 年，经营活动产生的现金流量净额比上年同期增长 74.14%，主要系当期销售款回笼情况较好所致。近三年公司现金收入比分别为 104.26%、81.38%和 109.16%，公司收入实现质量较好。

从投资活动现金流看，近三年公司投资活动频繁，投资活动净现金流持续表现为净流出，分别为-39,075.55 万元、-90,804.29 万元和-893.72 万元。其中，公司近三年投资支付的现金较大，分别为 10,090.00 万元、132,800.00 万元和 170,275.50 万元，主要系购买理财产品及对外股权投资所致。2014 年，投资活动产生的现金流量净额比上年同期减少 99.02%，主要系当年理财产品收益及股权投资收益增加所致。

从筹资活动现金流看，近三年，公司筹资活动的现金流量净额分别为-8,219.09 万元、40,695.91 万元和-27,053.18 万元，波动较大。2014 年，筹资活动产生的现金流量净额大幅下降 166.48%，主要系公司偿还债务规模大于借款金额所致。目前，公司筹资活动现金流主要来源是银行借款。

总体看，公司经营活动净现金流为正，收入实现质量较好；2014 年以来公司在建项目投资支出较大，存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别从 2012 年末的 2.87 倍、2.29 倍和 2.52 倍下降到 2014 年末的 1.90 倍、1.53 倍和 0.52 倍，主要系近三年公司借款规模

增大所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.96 倍和 1.78 倍，较上年末有所回升。公司现金短期债务比进一步下滑至 0.40 倍，主要系公司加大票据结算力度，应付票据进一步上升所致。虽然近年来，公司短期偿债能力指标出现下降，但仍处于良好水平。综合来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，随着公司业务规模不断增加、业务范围不断拓展，公司资产负债率由 2012 年底的 23.28%提高至 2014 年底的 32.12%，但仍处于较低水平。近三年，公司 EBITDA 呈逐年提高趋势，分别为 23,206.55 万元、24,938.66 万元和 26,773.05 万元。2014 年，公司 EBITDA 中折旧占比 18.15%、摊销占比 1.07%、计入财务费用的利息支出占比 5.33%以及利润总额占比 75.45%。近三年，EBITDA 全部债务比呈波动下降趋势，分别为 0.63 倍、0.29 倍和 0.36 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力尚可。近三年，EBITDA 利息倍数呈下降趋势，三年分别为 33.27 倍、26.08 倍和 18.78 倍，EBITDA 对全部债务利息的保障能力较好。综合来看，公司长期偿债能力尚可。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 9 月底，公司共获得金融机构授信额度 34.75 亿元，未使用授信额度 20.74 亿元，间接融资渠道畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道，公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至 2014 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G9932058500044900M），截至 2015 年 11 月 25 日，公司无已还清或未还清的关注及不良类贷款。

综上所述，考虑到公司风塔生产行业中竞争优势明显、获取收益稳定，公司偿债能力较强。随着公司风电场运营项目的投产，公司经营向产业链下游延伸，公司收入和资产规模有望继续保持增长。公司偿还债务的能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务总额为 14.30 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 8 亿元人民币（含 8 亿元人民币），相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，考虑到公司部分募集资金拟用于偿付财务费用较高的银行借款，此次发债对公司实际债务负担影响不大。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 8 亿元，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 29.58%、51.00%和 60.97%，负债规模进一步提高，但公司整体债务负担仍处于合理水平。考虑到部分募集资金拟用于偿付财务费用较高的银行借款，长期看有利于公司调整债务结构。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 2.68 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 0.33 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较低。公司 2014 年经营活动产生的现金流入量 16.45 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 2.06 倍；公司 2014 年经营活动产生的现金流量净额为 1.66 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 0.21 倍，公司经营活动现金流量规模大，对本次债券覆盖程度较低。

截至 2015 年 9 月底，公司现金类资产 5.28 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 0.66 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较低。

综合以上分析，考虑到未来公司风塔生产的主营业务将为公司带来稳定的收益，同时随着公司风电场运营项目的投产，公司经营规模将大幅增长，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步提升，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

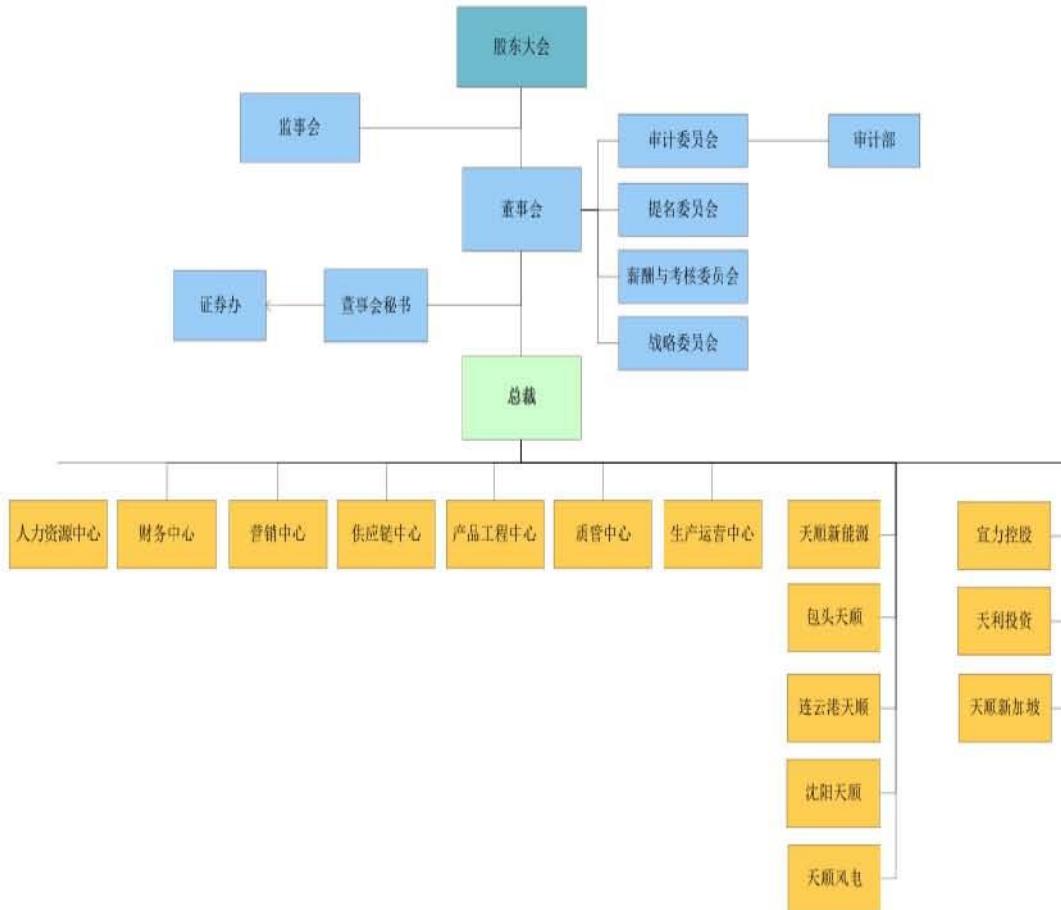
九、综合评价

公司作为中国领先的风塔生产商，在行业地位、技术水平、客户资源等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司销售客户集中度高、汇率波动、债务结构不合理以及资本支出压力较大等不利因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将重点发展风电场开发和运营，公司哈密三塘湖 30 万千瓦风电项目已于年底前实现并网，享受调整前标杆电价；随着公司在建及拟建的风电项目投入运行，公司收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司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 天顺风能（苏州）股份有限公司组织结构图



**附件 2 天顺风能（苏州）股份有限公司
主要计算指标**

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	23.33	29.28	29.72	46.91
所有者权益（亿元）	17.77	18.88	20.17	21.43
短期债务（亿元）	3.69	8.72	7.40	13.30
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	1.00
全部债务（亿元）	3.69	8.72	7.40	14.30
营业收入（亿元）	12.32	12.91	14.02	15.34
净利润（亿元）	1.71	1.72	1.75	2.37
EBITDA（亿元）	2.32	2.49	2.68	--
经营性净现金流（亿元）	2.83	0.95	1.66	1.27
应收账款周转次数(次)	4.86	3.44	2.82	--
存货周转次数（次）	2.53	3.54	3.63	--
总资产周转次数（次）	0.53	0.49	0.48	0.40
现金收入比率（%）	104.26	81.38	109.16	77.64
总资本收益率（%）	8.08	7.42	6.85	7.47
总资产报酬率（%）	8.90	8.09	7.33	7.41
净资产收益率（%）	9.93	9.41	8.95	11.37
营业利润率（%）	24.40	22.34	22.47	27.51
费用收入比（%）	7.92	6.96	11.45	9.45
资产负债率（%）	23.82	35.51	32.12	54.32
全部债务资本化比率（%）	17.20	31.59	26.84	40.03
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	4.46
EBITDA 利息倍数（倍）	33.27	26.08	18.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.63	0.29	0.36	--
流动比率（倍）	2.87	1.75	1.90	1.96
速动比率（倍）	2.29	1.52	1.53	1.78
现金短期债务比（倍）	2.52	0.58	0.52	0.40
经营现金流动负债比率（%）	50.91	9.15	17.46	7.21
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.29	0.31	0.33	--

注：公司 2015 年三季度财务报告未经审计，相关指标未年化。

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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+应付短期债券+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 天顺风能（苏州）股份有限公司 2016 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年天顺风能（苏州）股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天顺风能（苏州）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。天顺风能（苏州）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天顺风能（苏州）股份有限公司的相关状况，如发现天顺风能（苏州）股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如天顺风能（苏州）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，直至天顺风能（苏州）股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次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天顺风能（苏州）股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月二十四日

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：周道

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040214120001

证书取得日期 2014-12-17

证书有效截止日期 2016-12-31

仅限评级业务使用
复印无效



2015年12月23日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 叶维武

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215080001

证书取得日期 2015-08-09

证书有效截止日期 2016-12-31

2014-07-14 大公国际资信评估有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0020214070002

仅限评级业务使用
复印无效



2015年12月25日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人 吴金善

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：鹏亨信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：吴金贵

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱伽园公寓508
编号：ZPJ005



中国证券监督管理委员会(公章)
2009年9月3日